

# ESGデータへの理解を深めることの重要性について

## Laura Ahmadi

アシスタント・ヴァイス・プレジデント  
ESGリサーチ・アナリスト  
カルバート・リサーチ・アンド・マネジメント

## Cheryl Wilson

ヴァイス・プレジデント  
ESGシニア・リサーチ・アナリスト  
カルバート・リサーチ・アンド・マネジメント

## 寄稿者

## Anne B. Matuszewicz, CAIA

ディレクター  
責任投資のためのカルバート研究所

## Daniel Rourke

ヴァイス・プレジデント  
ESGシニア・リサーチ・アナリスト  
カルバート・リサーチ・アンド・マネジメント

## 要約

- カルバート・インスティテュートが行った最新のリサーチによると、環境要因 (G) および社会要因 (S) と株式パフォーマンスとの間に関連性があることが明らかになりました。
- 1社または少数のデータ・プロバイダーに依存する場合、データの不足や不一致などの問題が生じます。
- このレポートでは、「環境 (G)」や「社会 (S)」に関する重要業績評価指標 (KPI) を5つのデータ・ベンダーから収集し、単一要因に基づくテスト・ポートフォリオを作成することにより、各KPIと株価上昇の相関関係の強さ (各KPIの「重要性要因」) を検証しました。
- 16のESGテーマに関して、産業サブグループ・レベルでこの分析を実施しました。その結果、各ESGテーマが財務に与える影響の大きさは業種によって異なることが判明しました。
- 投資家が入手できるESGデータは年々増加していますが、そのデータの多くは財務的に重要であると判断されませんでした。
- 責任ある投資家は、不必要な情報を排除する一方で、適切な投資判断に資するESG情報のみに注目すべきです。

本リサーチはSociovestixLabsと共同で行われました。SociovestixLabsは研究者によって2012年に設立された社会的企業であり、コンピューター・サイエンスや金融統計に関する深い専門知識を有しています。同社のデータ・サイエンス部門はソーシャル・メディア分析手法を開発しており、社会が個々のESGテーマに向けている関心や感情を測定しています。同社の投資統計部門は投資パフォーマンスの持続可能な測定手法を開発しており、これにより今日の不安定な金融市場において投資家が直面している長期的なリターンとダウンサイド・リスクを正確かつ確実に評価することができます。

金融商品取引業者

商号：Eaton Vance Asia Pacific Ltd.

登録番号：関東財務局長 (金商) 第3068号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会



## I. ESGデータの課題

ここ数年、環境・社会・ガバナンス (ESG) 要因を組み込んだ投資商品に対する関心が爆発的に高まっています。投資家は、伝統的なESG開示情報だけでなく、より投資成果に役立つ戦略的なESG情報に注目することにより、新たな知見を得ることに努めています。資産運用会社の間では、ESG要因を様々な方法で投資プロセスに組み込む動きが進んでいます。

しかし、ESGに対する需要が増加する中でサードパーティが提供するESGデータが急増しており、これが幾つかの問題を生んでいます。

- 多数のESGデータ・ベンダーが同一のESG課題に関して、同一企業に評価を付与していますが、同じESG課題であっても、データ・ベンダーによって企業に対する評価が異なる場合が少なくありません。このような評価におけるコンセンサスが欠如しているため、複数のデータ・ソースを活用し、企業のESGパフォーマンスを正確に評価することが困難となっています。
- 評価の方法や基準は、データ・ベンダーによって大きく異なる場合が多い状況です。そして、それらベンダーが評価方法に関して詳細に説明していたとしても、ESGベンダーの評価とその評価の企業財務面における重要性との関係について詳細な情報が提供されていることはほとんどありません。したがって、どのベンダーの評価が長期的企業価値創造に影響を及ぼす可能性のあるESGテーマに関する企業の達成度合いを正確に表しているかを見極めることが困難となっています。
- また、評価される企業のユニバースも、データ・プロバイダーによって異なる場合が多い状況です。評価方法や基準が統一されていないため、異なるベンダーが提供する評価をポートフォリオ内で組み合わせることで評価対象企業数を最大化することが不可能となっています。結果として、特に時価総額の小さな企業やエマージング市場の企業に関しては、ESG評価が不足するなどの問題が生じています。

### ■ 不必要な情報の排除

したがって、ここでは企業の財務面に与える重要性という概念を用いてESGデータの差異を検証するリサーチを実施しました。すなわち、企業の収益性、バリュエーションまたは資本へのアクセスに重大な影響を及ぼす可能性があるリスクと投資機会を明らかにするESGテーマについて調査しました。財務的重要性とは、各業界固有の概念です。つまり、企業が直面する「財務的に重要なESGテーマ」とは、企業が属する業種によって異なります。例えば、電力会社や自動車メーカーが持続可能性を実現する上で、環境問題(企業の事業活動または商品の炭素排出強度など)は非常に重要な要素となります。しかし、こうした環境問題は、二酸化炭素排出量がほぼゼロに近いコンサルティング会社にとっては重要な要素ではありません。

このリサーチで検証した環境問題および社会問題の概要は以下の表の通りです。

環境テーマ	社会テーマ*
生物多様性および土地 全体的なリスク管理 気候およびエネルギー 包装廃棄物および電子機器廃棄物 公害および廃棄物 サプライチェーン 水 その他の環境に関する機会	従業員の健康および安全 人材管理および労務管理 プライバシーおよびデータ・セキュリティ 製品の安全性および完全性 サプライチェーンの労働環境 ステークホルダーとの関係 その他の社会的機会 企業倫理および行動*

\*企業倫理および行動は通常、ガバナンス(G)のカテゴリーに分類されます。しかし、このプロジェクトでは主に環境要因(E) および社会要因(S)の財務的重要性を評価することを目的としています。コーポレート・ガバナンス要因の財務的重要性については、地域ごとのガバナンス体制や規範の差異を考慮に入れる必要があるため、別途検証を行っています。詳しい情報をお求めの方は、カルバート・インスティテュートが提供する別のリサーチを参照ください。

カルバートはSociovestix Labsと協力し、上記のESGテーマに関して、KPIスコアと企業の財務パフォーマンスの関係性を検証しました。株式のプライシングについては、資本資産価格モデル(CAPM)の概念に基づいた計量モデルを活用し、セクター、地域および市場環境などの要因で調整しました。各ESGテーマの財務的重要性は業種によって異なるため、産業サブグループごとに分類した比較可能な(「ピアグループ」)企業から成るテスト・ポートフォリオを用いて計量分析を行いました。各KPIおよびピアグループについては、KPIスコアの区分(例えば、あるKPIについて非常に高い成果を示している企業や、非常に低い成果を示している企業)ごとに16のテスト・ポートフォリオを構築しました。例えば、1つの産業内で、KPIのスコアが上位20%に入るすべての企業をまとめて1つのポートフォリオを構築しました。このグループ分けを行う際には、KPIの絶対値とKPI値の順位の両方を考慮しました。最後に、これらのグループを使用して、市場価値加重ポートフォリオと、均等市場価値加重のポートフォリオを構築しました。

次に、16の各ポートフォリオのトータル・リターンと、グローバル・ベンチマークのリターンを一定期間<sup>1</sup>について比較しました。これにより、どのKPIポートフォリオが、投資判断に役立つ情報を提供したかを特定しました。具体的には、統計的に有意な水準でベンチマークをアウトパフォーム、またはアンダーパフォームしたKPIポートフォリオを見極めました。以下の表では、これらのKPIを見極めるためのプロセスをまとめています。

		KPIスコア	
		低・高*	高・高✓
株式リターン→	↑	KPI値が高く、 株式リターンが低い (ベンチマークをアンダーパフォームした) ポートフォリオは、投資判断に役立つ ESG情報をこのKPIが 提供しないことを示唆している	KPI値が高く、 株式リターンが高い (ベンチマークをアウトパフォームした) ポートフォリオは、 このKPI値の高い企業に 投資機会があることを示唆している
	↓	KPI値が低く、 株式リターンが低い (ベンチマークをアンダーパフォームした) ポートフォリオは、このKPI値の 高い企業に投資機会があることを 示唆している	KPI値が低く、 株式リターンが高い (ベンチマークをアウトパフォームした) ポートフォリオは、投資判断に役立つ ESG情報をこのKPIが 提供しないことを示唆している

<sup>1</sup>少なくとも18ヵ月。



前述の表に示されている通り、KPIスコアのパフォーマンスと財務的パフォーマンスの関連性が、統計的に有意な水準で正の相関を示している場合、投資家にとって有用なシグナルとなります。一方、KPI値と株式リターンの間に関連性が見られない場合、KPI値は投資判断に役立つ情報を提供しません。これらの結果を踏まえ、カルバートは各KPI値に対して「重要性要因」を割り当てました。これは、各KPI値と株価上昇との関連性の強さを表します。

### III. 分析結果

この分析では、ESGに関するKPIデータの質と財務的重要性について興味深い、しかし決して驚きではない結論が得られました。

#### データの質

データの質、一貫性および有用性について理解するために、すべてのデータ・セットに対してシックス・シグマに基づくテストを行いました。この結果、複数のデータ・ベンダーが提供する環境(E)に関するデータは、過去のデータ間で一貫性がないことが判明しました。すなわち、これらのデータ収集プロセスでは、手作業によるデータ収集や自由形式の調査に依存する 경우가多く、データの標準化を図ることが困難であったり、また、業種によって評価方法が異なることが背景にあります。

#### KPIの財務評価における重要性

KPIの財務的重要性の分析では、一部のESGテーマが様々な業種において重要性シグナルを持つ多数のKPIに関連していることが判明しました。その一方で、重要なKPIにあまり関連していないテーマがあることも分かりました。例えば、ほとんどの業種には、当然ながら、人材管理を測定するための財務面での重要性が高いKPIが多く存在しています。なぜなら、どの業種においても、高度な技能を持つ従業員を呼び込み、それを維持することは、企業の存続と成長にとって重要であるからです。優れたスキルを持つ人材を呼び込み、それを維持することが特に重要な業種（例えば、航空宇宙・防衛やヘルスケアなど）では、人材管理に関するKPIが最も強い財務的重要性シグナルとなっています。

同様に、多くの業種では、エネルギー消費量の管理によってコスト低減や温室効果ガス (GHG) 排出量削減を求める声が高まっており、弊社の分析においても、エネルギー消費量に関連する多数のKPIが多くの業種において重要であることが判明しました。環境負荷の低減が求められている業種（例えば、石油・ガス生産会社、機械・トラック・メーカーなど）では、気候およびエネルギーに関するKPIが財務パフォーマンスに対して最も強い関連性を示しました。

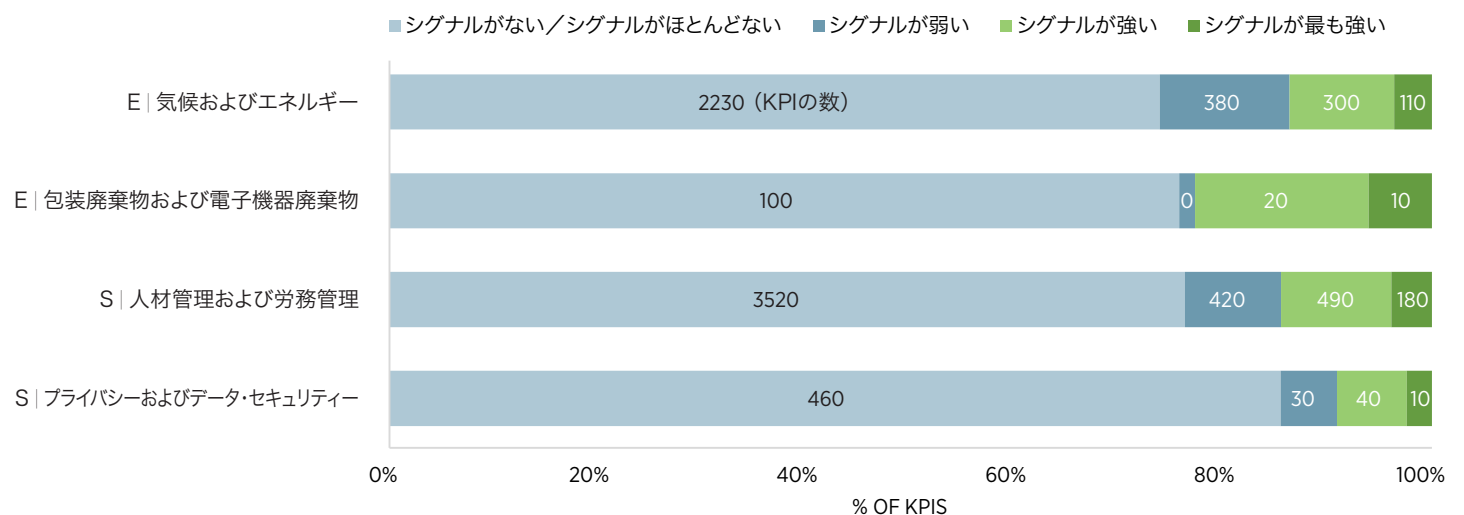
また、重要性の閾値が引き上げられると、財務パフォーマンスと相関関係を持つKPIとそのKPIが重要な業種の数が増えるため、投資家は、これらのテーマが有用な重要性情報を提供する業種に絞って注目することができます。例えば、顧客の機密データを取り扱う業種（医療施設など）では、データ・プライバシーやセキュリティ・リスクの管理を評価するKPIが重要となります。また、包装廃棄物および電子機器廃棄物などの業界固有のESGテーマについて言えば、どの閾値を設定しても重要なKPIが少ないものの、食品小売などの特定の業種に対しては貴重なデータを提供するKPIもあります。

さらに、KPIの財務面での重要性分析とファンダメンタルESGリサーチを組み合わせると、過去に市場で正当に評価されていなかったESGテーマが明らかになる場合があるため、現在または近い将来において魅力的な投資機会が見つかることがあります。例えば、セクター全体にわたって注目されている重要なESGテーマ（気候変動や、ダイバーシティ&インクルージョンなど）をESG分析によって特定できる一方で、それらが財務に与える重要性に着目することで、どのESGテーマがすでに各セクターの株価に織り込み済みであるかを示すことが可能です。今後将来的に重要性要因の時系列分析を行えば、これらの問題に対する市場センチメントが時間とともに変化することが分かるでしょう。

また、業種レベルで各KPIの財務的重要性を検証することで、この検証期間において多くのKPIが価値のある重要性シグナルを実際には示していないことも分かります。各KPIの財務的重要性の時間経過に基づく変化を判断するためには、今後も分析を継続して行う必要があります。以下の表では、4つの異なるESGテーマにおける各KPIの重要性シグナルの強さの度合いを表しています。

図表A

#### 4つのESGテーマにおけるKPIの分布 (重要性シグナルの強さによって区分)



4つのESGテーマ（人材管理および労務管理 (S)、気候およびエネルギー (E)、プライバシーおよびデータ・セキュリティ (S)、包装廃棄物および電子機器廃棄物 (E)）におけるKPIの分布。各KPIは、重要性シグナルの強さによって分類されています。少なくとも18カ月にわたってテストされており、利用可能なすべてのデータ履歴が反映されています。出所：カルバート・リサーチ・アンド・マネジメント、Socioinvestix Labs



#### IV. 投資家が今後考慮すべき事項

このリサーチは、ベンダーが提供するKPIの財務的重要性を評価すること、そしてひいては、発行体のESGパフォーマンスを評価するためにESGデータに関する不必要な情報を排除して有用なツールを投資家に提供することを目的としています。財務面での重要性の定義が異なれば、分析におけるESG課題の重要性のウェイト付けに差が生じる可能性があり、最終的には個々のポートフォリオにおけるESG課題のウェイト付けにも差が生じることとなります。実際に、多くのESGデータ・プロバイダーや責任投資の運用会社においてこうした問題が生じていることが確認できます。また、複数の運用会社が1社または少数のデータ・プロバイダーから提供される同じデータ・セットや表面的なKPIスコアを使用する場合、それら運用会社間で類似性が生じる傾向があります。したがって、この情報を額面通りに使用した場合、データ・プロバイダーの評価方法に同意したことになり、本レポートで指摘したような問題に直面することになります。

データ・プロバイダーの新規での市場参入が増えており、また、データ・プロバイダーに統合の動きも見られる中で、ESGデータを取り巻く環境は今後も変化し続けると考えられます。こうした中で、一部のESG課題は時間とともに重要性の度合いに変化が起きる場合があるため、この変化に対応したアプローチを採用し、最も役立つ情報を分析に組み込むことが重要となります。このレポートで行ったリサーチによって、業種ごとのESG課題と、それを測定するKPIの財務的重要性の変化を常に把握する重要性が伝わったと思います。さらに、ESGに関するレポートの枠組みに関して一定の基準を設ける動きが広がっています。こうした動きが進展し、基準が採用されれば、本レポートで説明したようなデータの問題が解決に向かう可能性があります。しかし、責任ある投資家は、現在存在する、そして今後生まれてくる財務的に重要なESG課題を理解するとともに、これらのESGテーマに関する発行体のパフォーマンスを正確に測定する方法を理解することに引き続き努める必要があります。この分析により、投資家は発行体が直面する潜在的なリスクと機会、およびそれらが株主価値を向上させる可能性をより深く理解することができるようになります。





## 重要な追加情報および開示

全てのデータ出所：カルバート、情報は特に指定がない限り2020年12月31日時点。

本資料は情報提供と例示のみを目的として提示されています。本資料は、投資アドバイス、特定の証券の売買または特定の投資戦略の採用を推奨するものではありません。公開されている情報、社内で開発されたデータ、その他信頼できると考えられる第三者の情報に基づいて作成されています。ただし、そのような情報の信頼性については保証されておらず、イートンバンクスは公的または第三者の情報源から取得した情報を独自に検証はしていません。現時点での投資見解および意見／分析は、本資料の日付における判断を構成するものであり、予告なしに変更されることがあります。様々な投資スタイル、目的、意見または哲学に基づいて様々な見解がされることがあります。本資料には、将来の予測に関する記述と呼ばれる、歴史的事実ではない記述が含まれている場合があります。将来の結果は、このような証券や金融市場や一般的な経済状況の変化などの要因に応じて、将来の見通しに関する記述に記載されたものと大きく異なる可能性があります。

本資料は、イートンバンクスが情報の提供を許可されていると合理的に判断したものであり、イートンバンクスの同意を得ずに他の人に転送することはできません。いかなる目的のためにもそれらによって使用されることはできません。ここに記載された投資内容が、投資家の個々の状況または他の状況に適しているかどうかについての見解を表明していません。関係する国の法律を完全に遵守すること、自国で必要とされる政府またはその他の同意を得ること、またはその国で遵守する必要がある他の形式を遵守することを含みます。特に明記しない限り、ここに含まれる収益および市場価値は米ドルで表示されています。

EUにおいて本資料は、イートンバンクス・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド（以下「EVGA」）がアイルランド共和国で登録されており、70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irelandに登録事務所があります。EVGAは、アイルランド中央銀行によって規制され、会社番号は224763です。

米国及びEU以外において本資料は、イートンバンクス・マネジメント（インターナショナル）リミテッド（以下「EVM」）という。）125ロンドン、オールド・ブロード・ストリート、EC2N 1AR、英国の金融行動監視機構により認可・規制されています。

本資料は、本資料の配布または可用性が現地の法律または規制に違反しない法域に居住する者のみを対象とするものであり、これにのみ配布されます。

EVM / EVGAは、次の戦略的関係会社のサービスのマーケティングを担当しています：パラメトリック・ポートフォリオ・アソシエイツLLC（以下「PPA」という。）、カルバート・リサーチ・アンド・マネジメント（以下「CRM」という。）、アトランタ・キャピタル・マネジメント・カンパニー LLC（以下「Atlanta」という。） PPA、CRMおよびAtlantaは、モルガン・スタンレーの資産運用部門であるモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの一部門です。

この資料はEVMによって発行されたもので、プロ顧客／認定投資家向けです。

本資料は、中華人民共和国（香港、マカオ、台湾を除く、以下「PRC」という。）において提案または勧誘を行うことが法律に違反する者に対して、本資料で明示的または黙示的に参照されている証券／ノート／ファンドの受益証券／サービスについてPRCにおいて売却提案を行う、または購入提案の勧誘を行うことを目的とするものではありません。

本資料は、中華人民共和国（香港、マカオ、台湾を除くPRC）において直接的または間接的を問わず、適用法令に違反していかなる者に対しても提供、販売、配布、または配信、あるいは転送または再販や再配信のために提供、販売、配布、または配信されることはありません。

イートンバンクス・アジア・パシフィック・リミテッドはケイマン諸島に設立された会社であり、その日本支店は日本の金融商品取引業者として登録（登録番号：関東財務局長（金商）第3068号）されており、金融商品取引法（改正版）（以下「金商法」という。）の28条3項に定義されている投資助言・代理業を行っています。イートンバンクス・アジア・パシフィック・リミテッドは、金商法に定義されている投資管理業務を行う登録金融商品取引業者に対して、イートンバンクス・マネジメント（インターナショナル）リミテッド及びイートンバンクス・グループのその他の関係会社の資産運用能力を販売促進するための仲介役を務めています。イートンバンクス・アジア・パシフィック・リミテッドは、一般社団法人日本投資顧問業協会の会員で登録番号01202838です。

シンガポールでは、EVMは100%子会社であるイートンバンクス・マネジメント・インターナショナル（アジア）プライベート・リミテッド（以下「EVMIA」という。）（住所：8マリーナ・ビュー、アジア・スクウェア・タワー 1、#07-05、シンガポール 018960）を所有しています。同社はシンガポールの証券先物法（CMS100185-1）の下で資本市場ライセンスを保有しており、金融アドバイザー法セクション23（1）（d）に準拠する免税金融アドバイザーであり、シンガポール金融管理局により規制されています。イートンバンクス・マネジメント、イートンバンクス・マネジメント（インターナショナル）リミテッドおよびパラメトリック・ポートフォリオ・アソシエイツLLCは、EVMIAとの契約に基づき、一定の条件のもとで資金管理活動を行うシンガポールのSFA第3条第3項の適用除外規定を適用しています。他のイートンバンクス・グループの事業体または関連会社のいずれも、シンガポールで規制またはライセンス活動を行うためのライセンスを承認または承認を保有しておらず、本資料に記載されているものは、シンガポールで許可または規制されているか、またはそのサービス・製品を提供・マーケティングをしています。

オーストラリアでは、EVMは、2001年法人法（Cth）および豪州証券投資委員会（ASIC）法人（廃止および暫定）商品2016/396により定義されるホールセール・クライアント対象の金融サービスの提供に関して、豪州金融サービス免許の保有要件の適用を免除されています。

ドイツでは、イートンバンクス・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド、ドイツ（以下、「EVGAD」）はイートンバンクス・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド（以下、「EVGA」）の支店というステータスになっています。EVGADはドイツ連邦金融監督庁（BaFin）によりEVGAの支店として承認されています。

EVMは、韓国の金融投資サービス及び資本市場法の第18条に従って、韓国において投資一任業務を行う投資顧問会社として登録されています。

中東では、EVMはサードパーティ会社であるワイズ・キャピタル（中東）リミテッド（ワイズ・キャピタル）を活用し、機関投資家に対してイートンバンクスの投資能力を宣伝しています。これらのサービスに関して、イートンバンクスが投資アドバイスを提供する資産に基づいた報酬がワイズ・キャピタルに支払われています。

米国において：

イートンバンクス・マネジメントは、米国証券取引委員会（SEC）に登録された投資アドバイザーであり、モルガン・スタンレーの資産運用部門であるモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの一部門です。

イートンバンクス・ディストリビューターズ、Inc.（以下「EVD」という。）Two International Place、ボストン、マサチューセッツ州 02110、(800) 225-6265）によって配布されています。FINRA / SIPCの会員です。

イートンバンクス・ウォーターオーク・アドバイザーズ（Two International Place、ボストン、マサチューセッツ州 02110）は、米国証券取引委員会（SEC）に登録された投資アドバイザーであり、モルガン・スタンレーの資産運用部門であるモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの一部門です。

**投資にはリスクが伴います。イートンバンクスまたはその関係会社が利益を達成すること、あるいは損失を回避することを保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。過去のパフォーマンスは将来の結果の信頼できる指標ではありません。**



### カルバート・リサーチ・アンド・マネジメントについて

カルバート・リサーチ・アンド・マネジメント（以下「カルバート」という。）は、責任投資におけるグローバル・リーダーです。カルバートは、最大かつ最も分散された責任投資ミューチュアル・ファンド・ファミリーの1つに出資しており、アクティブ運用及びパッシブ運用の株式、インカム、オルタナティブ及びマルチ・アセットの戦略を提供しています。当社における責任投資のルーツは1982年まで遡り、環境・社会・ガバナンスのベスト・プラクティスを実践している企業への資金配分や、ポートフォリオ企業に対する体系的なエンゲージメント活動などを通じて、お客様に優れた投資リターンを提供することに努めています。カルバートは米国のワシントンDCに本社を構えており、ファンドや、個人投資家及び機関投資家の分離勘定のお客様、そのアドバイザーに代わって資産を運用しています。詳しい情報については、[calvert.com](http://calvert.com)をご覧ください。

### カルバート・インスティテュートについて

責任投資運用会社として設立されたカルバート・インスティテュートは、投資家、事業法人および政策当局の利益に資するように、リサーチ、教育および行動を通じてプラスの変化をもたらすことを目的に設立されたカルバート・リサーチ・アンド・マネジメントの一部門です。

### イートンバンズについて

イートンバンズは、モルガン・スタンレーの資産運用部門であるモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの一部門であり、世界中の先進的な投資家に対して高度な投資戦略やウェルス・マネジメント・ソリューションを提供しています。イートンバンズ・マネジメント、パラメトリック、アトランタ・キャピタル及びカルバートなどの異なるブランドを通じて、多様な投資アプローチを提供しており、ボトムアップとトップダウンに基づくファンダメンタル・アクティブ運用、責任投資、システムチック投資及びお客様ごとにカスタマイズしたポートフォリオ・エクスポージャーなどを網羅しています。イートンバンズは、様々な市場サイクルを通じて模範的なサービス、タイムリーなイノベーション及び魅力的なリターンを提供しており、1924年の設立以降、確固たる実績を築いています。

### 詳しくはお問い合わせください:

イートンバンズ・マネジメント  
Two International Place, Boston, MA 02110  
800.836.2414 or 617.482.8260  
[eatonvance.com](http://eatonvance.com)

イートンバンズ・マネジメント  
(インターナショナル)リミテッド  
125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR,  
United Kingdom  
+44 (0)203.207.1900  
[global.eatonvance.com](http://global.eatonvance.com)

カルバート・リサーチ・アンド・マネジメント  
1825 Connecticut Avenue NW, Suite 400  
Washington, DC 20009  
877.341.9247 or 617.482.8260  
[eatonvance.com](http://eatonvance.com)



An Eaton Vance Company

©2021 Calvert Research and Management | Used with permission from Calvert Research and Management

37774 | 02.24.21

**NOT FDIC INSURED | OFFER NO BANK GUARANTEE | MAY LOSE VALUE | NOT INSURED BY ANY FEDERAL GOVERNMENT AGENCY | NOT A DEPOSIT**

本レポートは英語版の原文レポートを翻訳したものです。

万が一原文レポートとの間に齟齬がある場合は、原文レポートの内容を優先するものとします。