

# ESGデータに対するカルバートのアプローチおよび カスタム・コンポジット指標の構築について

**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****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

- カルバート・インスティテュートによるリサーチによって、カスタム・コンポジット重要業績評価指標 (Custom Composite KPI) が開発されました。このKPIは、5つのESGデータベンダーのデータを集計したもので、独自の重要性ファクターを使用して比較可能な企業間で株価上昇との関連性が最も高いデータに注目した独自のESGスコアを算出しています。
- これらKPIは現在、発行体のESGパフォーマンスを評価し投資アイデアを生み出すために使用されています。
- ESGデータの状況に対する継続的なレビューや財務的に重要な要因に関する分析により、カルバート・リサーチ・システムでは最も重要と考えられる情報を盛り込むことが可能となります。

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。



## I. 本プロジェクトにおけるアプローチの概要

カルバートのESGリサーチでは、(1) 財務的に重要なESG要因、または(2) 企業の収益性、バリュエーション、あるいは資本へのアクセスに大きな影響を与える可能性のあるリスクや機会をもたらすESG要因に重点を置くことにより、差別化を図っています。また、この方法は、ESG要因と財務実績の関連性に関するリサーチからのサポートを受けています。このリサーチにはハーバード・ビジネス・スクールの研究が含まれており、この研究では、重要なサステナビリティ<sup>1</sup>問題に注力している会社は、重要でないサステナビリティ問題に注力している会社よりも高いリスク調整後市場リターンを達成していることを見いだしました。

これらの概念は、過去長年にわたりカルバートのESG投資リサーチ・プロセスに組み込まれているものです<sup>2</sup>。すなわち、このプロセスでは重要業績評価指標 (KPI) を用いて重要な環境・社会・ガバナンス (ESG) テーマに関する企業のパフォーマンスを測定します。また、これらの分析は産業サブグループ (例えば、「ピアグループ」) レベルで行われるため、同様のESGリスクや機会に直面している企業間の相対的な比較が可能となります。しかし、さまざまな情報源から得たESGデータを利用する際には、多くの課題に遭遇する場合があります。この点については、カルバート・インスティテュートが最近発表したレポート (「Exploring ESG Data: A Deeper Understanding」) に概要が示されています。

これらの課題に対処するため、カルバートでは、金融データサイエンス企業であるSociovestix Labsと協力して独自のコンポジットESG KPIを開発するプロジェクトに着手しました。このプロジェクトでは、重要なESGテーマ毎にカルバート・カスタム・コンポジット指標 (CCI) と名付けられる独自のESG KPIのコンポジットを構築しました。

カルバートのCCIは、さまざまなサードパーティ・データベンダーのESGデータを集約することで、利用可能な最大のデータセットを作成し、次に株価の上昇との相関が最も高いデータにより高いウェイトを付与することで、発行体やESGテーマ毎に関する独自のESGスコアを算出するものです。

このアプローチでは、複数のサードパーティ・データベンダーが持つ様々なカバレッジのユニバースにあるデータを組み合わせることが可能となるため、スコアリングのカバレッジを拡大することができるとともに、ESGテーマに関するパフォーマンスの測定において財務的に重要な要因との整合性を確保することもできます。次の表は、弊社がこれまで重視してきたテーマのリストです。なお、企業倫理・行動規範は通常、ガバナンス・テーマのカテゴリーの下でモデル化されるものですが、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) を評価することを目的としています。従って、コーポレート・ガバナンス要因の重要性については、ガバナンス慣行および規範における地域格差を考慮する必要があるのでために別にレビューされています<sup>2</sup>。

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・行動規範は通常、ガバナンス・テーマのカテゴリーの下でモデル化されています。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) を評価することを目的としています。ガバナンス慣行および規範における地域格差を考慮するために、コーポレート・ガバナンス要因の重要性は別にレビューされています。詳細については、カルバート・インスティテュートによる追加リサーチを参照してください。

<sup>1</sup>Khan, Mozaffar, George Serafeim及びAaron Yoon, 「Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality」、会計レビュー、2016年91:6、1697-1724。

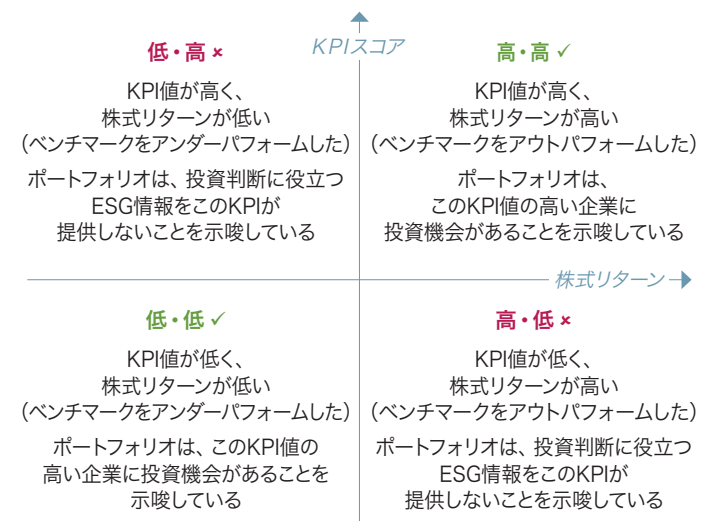
<sup>2</sup>詳細については、Daniel Rourke及びHellen Mbugua, 「How corporate governance factors can influence financial performance」カルバート・インスティテュート。

## II. カスタム・コンポジット指標の構築

カルバートのCCIは、弊社のリサーチ・アナリストがすでに重要と判断したさまざまな産業サブグループ毎の主要なESGテーマに関する発行体のパフォーマンスを測定するように開発されているため、CCIはカルバートのリサーチ・プロセスで現在使用されている個別のKPIに代わる、またはそれを補完するものであると言えます。

CCIの開発に採用されたメソッドロジーには、データの質を確認することや、すべてのKPIを比較可能なスケールに変換すること、各KPI指標を個別のESGテーマ毎にマッピングすること、産業サブグループ・レベルでの各KPI指標の重要性を確認すること、そして各発行体毎に該当する複数のCCIを構築することなどが含まれています。

カルバートは、品質基準を満たし、かつ十分なデータ履歴が入手可能な5つのデータベンダーから700以上のKPIを特定しました。次に各KPIは、各指標の基本的な定義とベンダーによる分類に基づいて、カルバートのリサーチ・プロセスで使用される16のESGテーマのどれか1つに割り当てられました。次に企業の財務実績との関係を判断するため、これらのKPIを評価しました。ここでは独自の計量経済学的モデルを用いて、複数の地理的要因、セクター要因および市場要因をコントロールすることで、単一ファクター・ポートフォリオの株式リターンを、幅広いスコア値を持つ各KPIに対してモデル化し、グローバル・ベンチマーク・ポートフォリオのリターンと比較しました。次にこの結果について、どのKPIがESG投資家の意思決定に有益な情報を提供しているかを判断するために評価しました。以下の図表は、モデルの結果を解釈するためのカルバートのプロセスを示しています。



上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。



次に、各KPIに対応する重要性ファクターに基づいて、利用可能なすべての構成要素のKPI値にウエイトを設定することにより、各発行体に対応する複数のCCIを構築しました。またここでは、重要性ファクターに閾値を適用することにより、望ましい水準の重要性を満たすKPIだけが含まれるようにしました。カルバートのリサーチ・プロセスでは、KPIを含めるための閾値を調整することができるため、アナリストは高い重要性や、世界の発行体全体にわたる幅広いカバレッジを達成するといった目標のバランスを図ることが可能となります。

## カバレッジ

カルバートは世界の資本市場全体に対する投資家として分散されたポートフォリオの構築を目指しているため、ESGリサーチでは幅広いカバレッジが求められます。CCIでは財務的に重要なKPIを見極めることに努めていることに加え、各発行体に関するさまざまな情報源からのデータによりコンポジットを構成することができるため、弊社のESGモデルでは世界の企業をより幅広くカバーすることが可能になっています。

このプロセスに基づくすべてのテーマおよびすべての企業規模についての平均カバレッジは、世界の企業ユニバースの約86%となっており、ほとんどのテーマに関する世界の大型株および中型株の企業がカバーされています。また、予想通り、小型株についてはデータの利用可能性が十分でないため、一部のテーマに関するカバレッジ水準は低くなっています。また、重要性ファクターの閾値を高くする場合も、カバレッジ水準は低下します。このことは、特定のテーマ（例えば、プライバシーやデータ・セキュリティなど）が一部の業種だけに重要であることを示しています。

図表A

### 重要性の閾値を変えた場合のテーマ毎の企業のカバレッジ

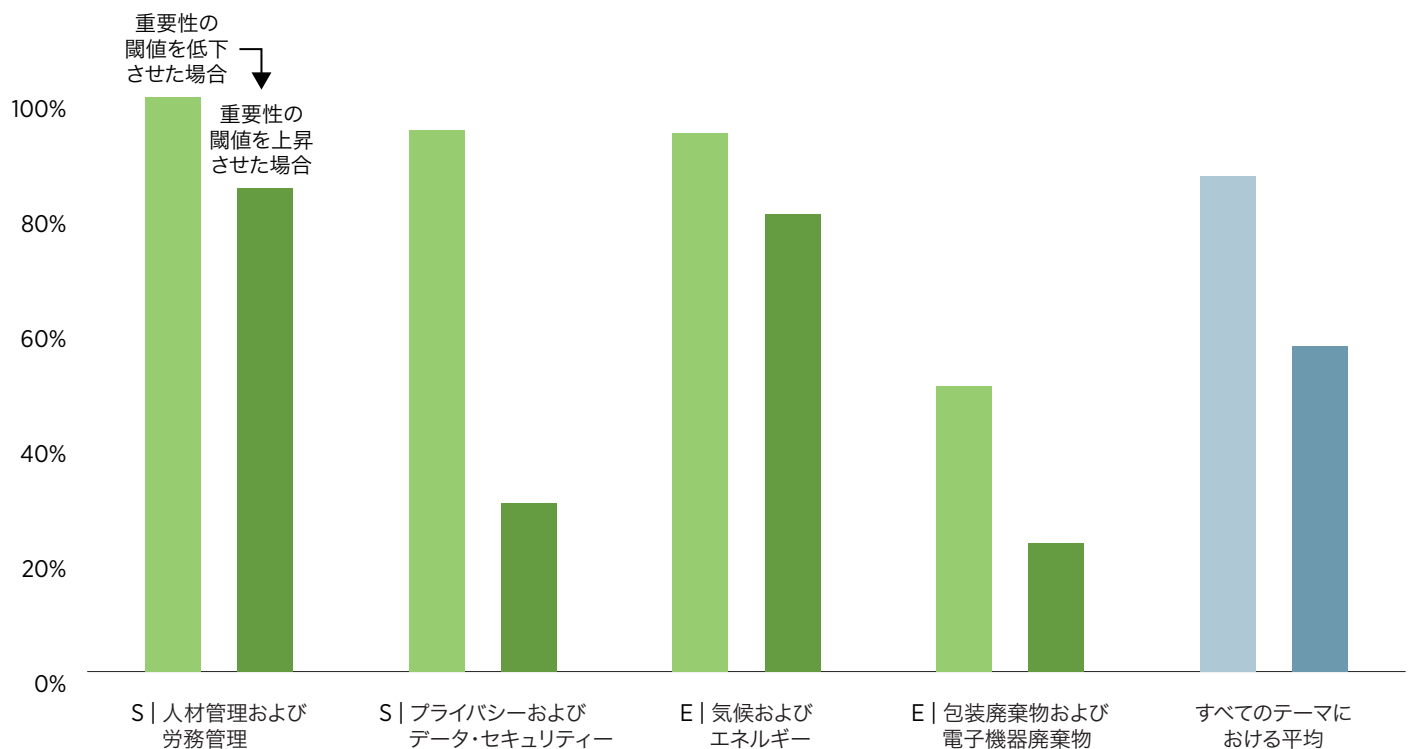


図1: 4つのテーマにおける重要性の閾値を変えた場合のCCIカバレッジ (人材管理および労務管理 (S)、気候およびエネルギー (E)、プライバシーおよびデータ・セキュリティ (S)、包装廃棄物および電子機器廃棄物 (E)) 出所: カルバート・リサーチ・アンド・マネジメント、Sociovestix Labs

## 今後の方向性

ESGデータの普及は引き続き加速していますが、どのベンダーが投資家にとって最も価値のあるデータを提供しているかを評価することは難しい状況です。CCIは、今後ベンダーが提供するデータの中でも特に株価の動きと関連性が高いデータの質を測定する上で包括的かつ体系的な方法を提供することにより、カルバートのリサーチを強化するものです。CCIをモデリングに組み込むことにより、株主やステークホルダーに対して長期的な価値をもたらすと考えられる企業に対する投資判断やエンゲージメント活動を行うために、カルバートでは財務データ科学を利用することとなります。

カルバートは今後、CCIと重要性ファクターを継続的に活用することで、投資の意思決定に役立つセクター・レベルでの新たなESGテーマを見極めるとともに、絶え間なく進化しているESGベンダーとデータセットの状況を評価していきます。カルバートは、これらのツール、その他の独自のKPIおよび定性的な知見を使用して、各セクター内における財務的に重要な要因や、ESGパフォーマンスの最適な測定方法に関して理解を深めることに注力していきます。



## 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、イトンバンズ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、イトンバンズ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、イトンバンズ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、イトンバンズ・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（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。

イトンバンズ・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。イトンバンズ・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）リミテッド及びイトンバンズ・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。イトンバンズ・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%子会社であるイトンバンズ・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。イトンバンズ・マネジメント、イトンバンズ・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。他のイトンバンズ・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、イトンバンズ・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド、ドイツ（以下、「EVGAD」）はイトンバンズ・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トンバンズ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、イトンバンズ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：

イトンバンズ・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。

イトンバンズ・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。

イトンバンズ・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。イトンバンズ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

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

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

