

当資料は、ブラックロック・グループ(以下、ブラックロック)が作成した英語版レポートを基に、ブラックロック・ジャパン株式会社が翻訳・編集したものです。ブラックロック全体、ないし当社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解と必ずしも一致するものではありません。本稿は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布はお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。

BlackRock

上場株式の インパクト投資

アルファの追求とポートフォリオに
おける役割



主なポイント

ブラックロックの調査によると、上場株式のインパクト投資は、2つの重要な投資目標の達成を可能にすることが示されています。それはグローバル株式マーケットに対するアウトパフォーマンスに加えて、差別化された超過リターンの源泉です。

本稿では、Grinold and KahnのFundamental Law of Active Management¹で提唱されている基本的なフレームワークに着想を得て、ブラックロックが「投資機会の広がり（breadth）」という考え方を発展させ、上場株式のインパクト投資でアルファを追求することについて分析を行いました。

さらに、分散効果を高めることで、インパクト投資を通じてポートフォリオ全体の構造を強化し、リスクを低下させつつリターンの向上を図る方法をご説明します。

¹ "The Fundamental Law of Active Management" The Journal of Portfolio Management Spring 1989 15(3) 30-37

² 上場株式のインパクト投資+アルファの追求とポートフォリオにおける役割

執筆者



Quyen Tran

Director
Director of Impact
Investing

インパクト投資は、投資収益と社会や環境へのインパクトという2つの成果を投資家にもたらすと考えられています。本稿では、上場株式のインパクト投資に焦点を合わせ、アルファ創出の可能性について検討します。上場株式のインパクト投資は、グローバル株式マーケットに対する超過リターンの新しい源泉となるだけでなく、ポートフォリオの資産配分戦略を強化する独自の特性を備えていることを明らかにします。

Grinold and Kahnの*Fundamental Law of Active Management*によると、優れた投資リターンを実現するには (1) 「投資機会の広がり (breadth) 」と (2) アセット・マネジャーのスキルという2つの条件を満たす必要があります。投資機会の広がりとは、投資家にとっての独立した投資判断機会の件数を意味します。投資機会の広がりが多いほど、アルファ創出の機会も増えます。



Eric Rice

Managing Director
Head of Active
Equities Impact
Investing

本稿では投資機会の広がりに着目し、この考え方の背後にあるロジックを発展させ、上場株式のインパクト投資がグローバル株式マーケットに比べて投資機会の広がりが多いかどうかを分析します。分析にあたり、上場株式のインパクト投資の代表的企業ユニバースとMSCI All Country World Index (ACWI) ²について、市場の様々な非効率性を比較します。ACWIはグローバル株式の代表的なベンチマークで、インパクト投資の機会コストを示す指標として広く用いられています。

ブラックロックの調査の結果、上場株式のインパクト投資は、グローバル株式マーケットに比べて投資機会の広がりが多いことが明らかになりました。Grinold and Kahnのフレームワークのうち、アセット・マネジャーのスキルについては、主観的な判断が求められるため、本稿では触れていません。

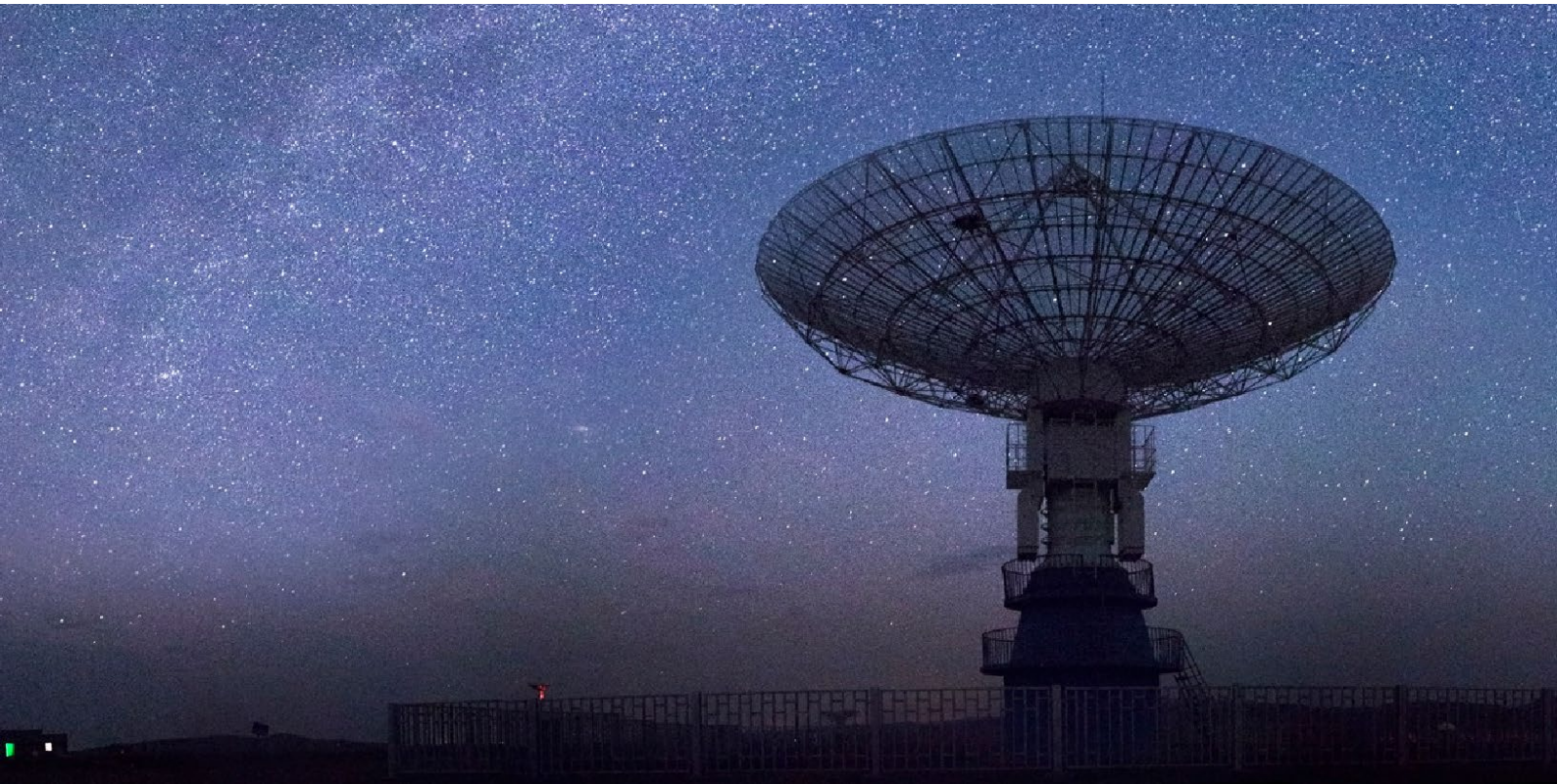


Jae Sung, CFA

Associate Core
Portfolio Manager

注目すべき点として、小型株やバリュー株などの資産カテゴリー別の指数は簡単に入手できますが、上場株式市場におけるインパクト投資はまだ始まったばかりであり、現時点では上場株式市場におけるインパクト企業を対象とする適切な指数は存在しません。インパクト企業で構成されているとする株価指数もありますが、これには必要かつ重要な基準である「付加性 (additionality) 」の概念が含まれていません。この概念は、企業がその製品やサービスを通じて他では満たせないようなニーズに応えることで、付加性とインパクトを生み出しているかどうかを見極めるためのブラックロックの判断基準です。そこで、インパクト企業を判断するためのブラックロックの基準を適切に反映させた独自のユニバースを構築しました。ただし、公開市場におけるインパクト投資は、発展の初期段階にある分野で前例に限りがあるという制約があり、また分析のための外部データも不足しています。ブラックロックのインパクト企業ユニバースを基にした調査に続き、他のインパクト投資の実務家、学術関係者、業界研究に携わる方々によって、さらなる調査が行われることを期待しています。

² <https://www.msci.com/acwi>. 指数は運用されておらず、指数に直接投資することはできません。

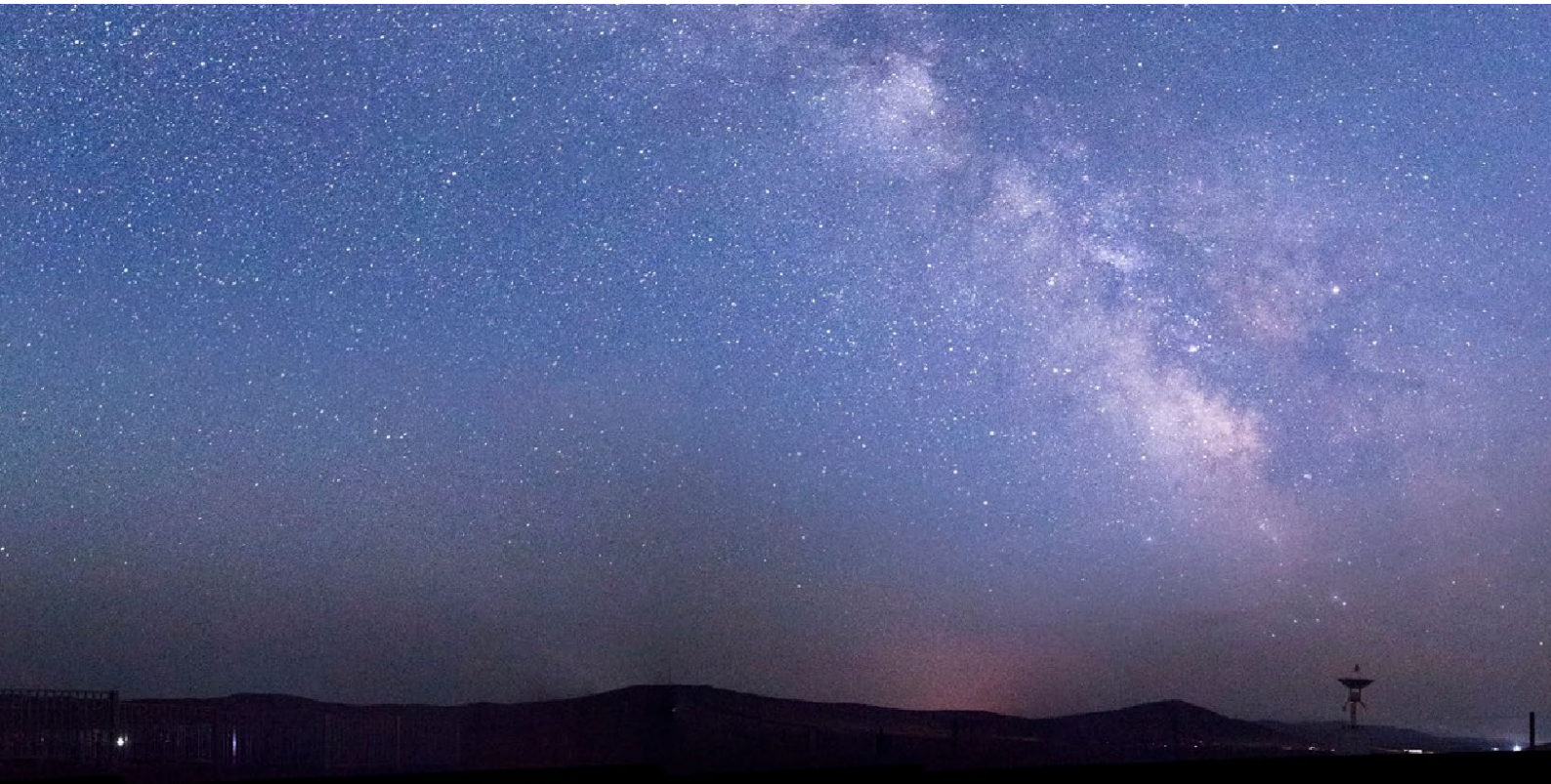


インパクト・ユニバース³とは

インパクト・ユニバースは、コア製品やサービスが世界の社会・環境に関する重要課題の解決を支援する企業で構成されています。こうした企業には、革新的なビジネスモデルによって、手頃な価格の住宅、医療へのアクセス、金融へのアクセス、環境保護などを提供する企業が含まれます。2020年3月31日現在、上場企業600社で構成されているこのユニバースは、ブラックロックが独自のファンダメンタルズ分析に基づいて構築しました。このユニバースに含まれる企業は、「マテリアリティ」と「付加性」の基準を満たす必要があります。

3 インパクト・ユニバースは、ブラックロックによる個別企業のファンダメンタルズ調査が反映された独自のユニバースです。国連の持続可能な開発目標（SDGs）を推進させる「マテリアリティ」と「付加性」の基準を満たす企業がユニバースを構成します。バックテストで検証を行っているインパクト・ユニバースの銘柄は、「マテリアリティ」と「付加性」というインパクト基準のみに基づいて選択され、投資リターンは考慮されていません。将来、類似の結果が実現される保証はありません。インパクト・ユニバースのデータは2020年3月31日現在のものです。

4 上場株式のインパクト投資 | アルファの追求とポートフォリオにおける役割



マテリアリティ

企業の売上高または事業活動の50%以上が、社会や環境に関する重要課題（国連の持続可能な開発目標・ターゲット⁴などに示される課題）の解決を支援する製品やサービスによるものでなければなりません。売上高の50%以上を最低要件とすることで、インパクトが中核事業によってもたらされているとしています。

ブラックロックの調査プラットフォーム上の様々なチームに所属する投資プロフェッショナルがインパクト・ユニバースに組み入れる企業の推薦を行い、上場株式のインパクト・チームが「マテリアリティ」と「付加性」の基準に基づき、推奨企業をインパクト・ユニバースに組み入れるか吟味します。さらに、同ユニバースで認められていない事業活動（武器製造など）に関与していないか、国連グローバル・コンパクトに違反していないかについても、企業調査を行います。ユニバースへの組み入れ、ユニバースからの除外について企業を吟味する際、財務分析には依拠しません。またユニバースに含まれるすべての企業は均等加重されず。

⁴ <https://sustainabledevelopment.un.org/sdgs>.

付加性

企業の製品・サービスは、競合他社や政府などの製品・サービスでは満たされないようなニーズに応えるものでなければなりません。企業の付加性は主に、最新のテクノロジーや革新的なビジネスモデルを採用することや、支援が行き届いていない人々に製品・サービスを提供しインパクトをもたらすことで生み出されます。

インパクトのテーマとセオリー・オブ・チェンジが明確でない場合、インパクト・チームとブラックロックのシニア・リーダーが参加するインパクト・ユニバース・フォーラムで議論されます。コンセンサスに基づいて運営されるこのフォーラムでは、候補企業を承認または却下することもできます。また、インパクト・ユニバースに組み入れるべき企業かを判断するために必要な追加の知見をこのフォーラムで特定することもあります。このように、インパクト・ユニバースを構築し維持する際の厳格なプロセスにより、ユニバースの質と信頼性が長期的に確保されます。



インパクト・ユニバースのパフォーマンスを バックテストで検証

バックテストを実施したところ、ブラックロックのオールキャップ均等加重グローバル・インパクト・ユニバースの2020年3月までの過去5年間の年率リターンは9.3%⁵となり、MSCI ACWI指数の年率リターンの3.4%をアウトパフォームしました。インパクト・ユニバースは、下表に示す様々な時価総額規模、投資スタイル、地域、国の指数を全てアウトパフォームしています。インパクト・ユニバースがこれら全ての指数をアウトパフォームしていることから、アルファの要因は、小型株、中型株、グロース株、バリュー株、新興国市場、先進国市場、米国市場などへのバイアスではないと考えられます。

バックテストで検証した年率リターン (%)

2020年3月までの5年間

| | |
|-----------------------|------|
| インパクト・ユニバース | 9.3 |
| MSCI ACWI | 3.4 |
| MSCI ACWI IMI | 3.0 |
| MSCI ACWI Mid | 0.7 |
| MSCI ACWI Small | -0.1 |
| MSCI ACWI Growth | 6.4 |
| MSCI ACWI Value | 0.3 |
| MSCI Emerging Markets | 0.0 |
| MSCI World | 3.8 |
| MSCI U.S. | 6.6 |

出所：ブラックロック、MSCIの2020年3月までのデータを使用

2020年3月までの過去6カ月間では、インパクト・ユニバースのファクター寄与は、MSCI ACWIとMSCI ACWI IMI（大型株、中型株、小型株を含むグローバル株価指数）の両指数と同等であった一方、銘柄選択はアウトパフォーマンスにプラス寄与しました。この期間のファクター寄与は、2020年3月までの5年間と整合する結果となっています。

このデータは、インパクト・ユニバースがアウトパフォームする可能性を明確に示しています。上場株式のインパクト投資によって差別化されたアルファの達成が可能になると考えられますが、この源泉について詳しく分析するために、インパクト・ユニバースの「投資機会の広がり」という考え方に着目することになります。

バックテストで検証したインパクト・ユニバースの銘柄は、「付加性」と「マテリアリティ」というインパクト基準のみに基づいて選択され、投資リターンは考慮されていません。将来、類似の結果が実現される保証はありません。バックテストで検証したインパクト・ユニバースの投資リターンは例示のみを目的としており、いかなる口座、ポートフォリオまたは戦略の実際の投資リターンを示すことも意図していません。バックテストで検証した投資リターンには、配当金の全額再投資が反映されており、構成銘柄は均等加重され、月次で自動的にリバランスされます。バックテストで検証したインパクト・ユニバースの投資リターンには一定の制約があります。実際の投資リターンと異なり、実際の取引、流動性の制約、手数料その他のコストは反映されていません。また、バックテストで検証した投資リターンは、資産配分が時間と共に市況の変化に応じて変更されない想定していますが、上記の期間中に実際に口座が運用されていれば、資産配分は変更されていた可能性があります。口座、ポートフォリオまたは戦略が上記の結果と類似の結果を実現する、またはその見込みがあるとの表明は行われていません。指数は運用されておらず、指数のパフォーマンスは例示のみを目的としています。指数に直接投資することはできません。

5 バックテストで検証したユニバース構成銘柄のパフォーマンス（2020年3月31日現在）に基づきます。

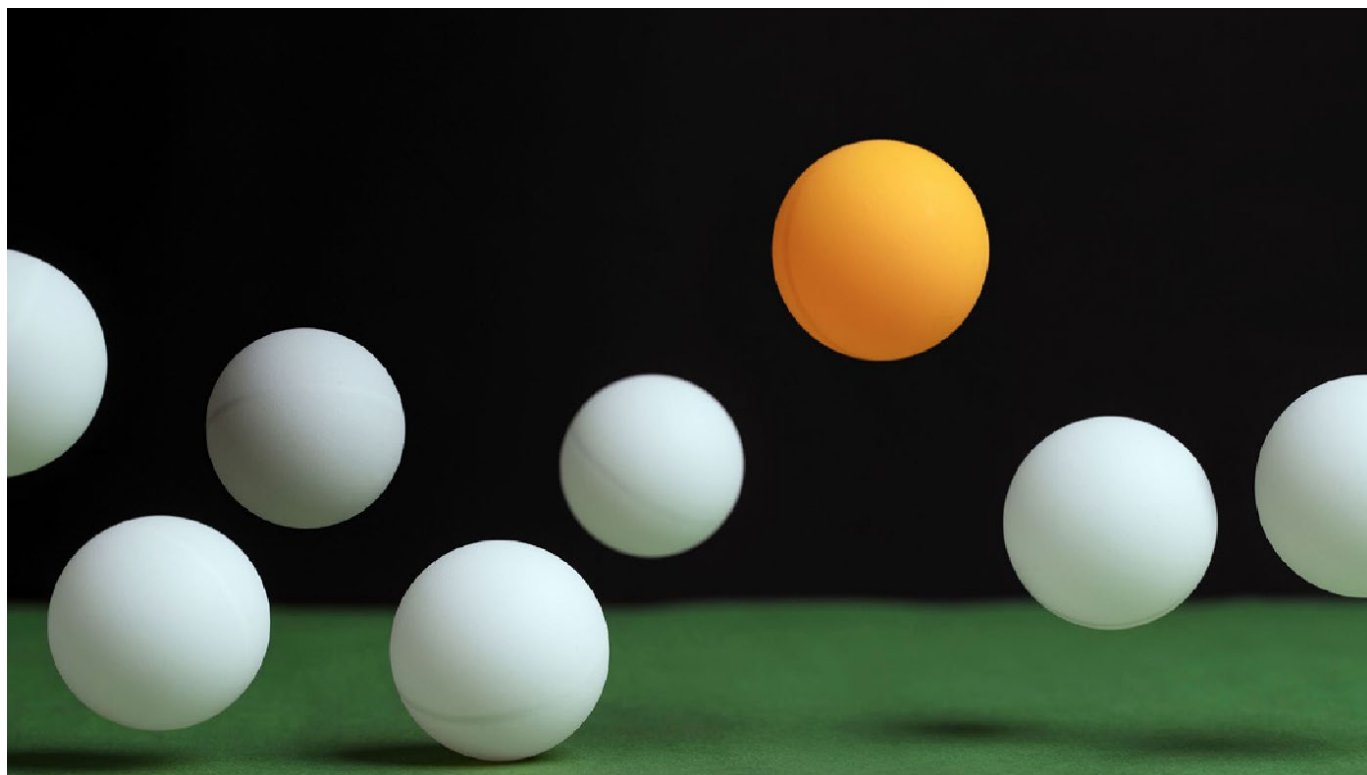
「投資機会の広がり」という考え方の適用

次に、「投資機会の広がり」⁶という考え方をを用いて、上場株式のインパクト投資の差別化要因となる市場の非効率性を特定します。この非効率性は、グローバル株式市場に対する超過リターンを獲得する上で、より多くの投資機会の広がり、潜在的に魅力ある機会が生じていることの表れと考えられます。

1 バックテストで検証したリターンの分散は大きい

あるインデックスのリターンの標準偏差を分析する場合、リターンが平均値に比べてどの程度ばらついているかを測定します。次ページの表は、インパクト企業のリターンの標準偏差がグローバル株式市場に比べて大きいことを示しています。規模の違いを考慮しても結果は同じで、インパクト・ユニバースの企業の方がリターンの標準偏差が大きくなっています。

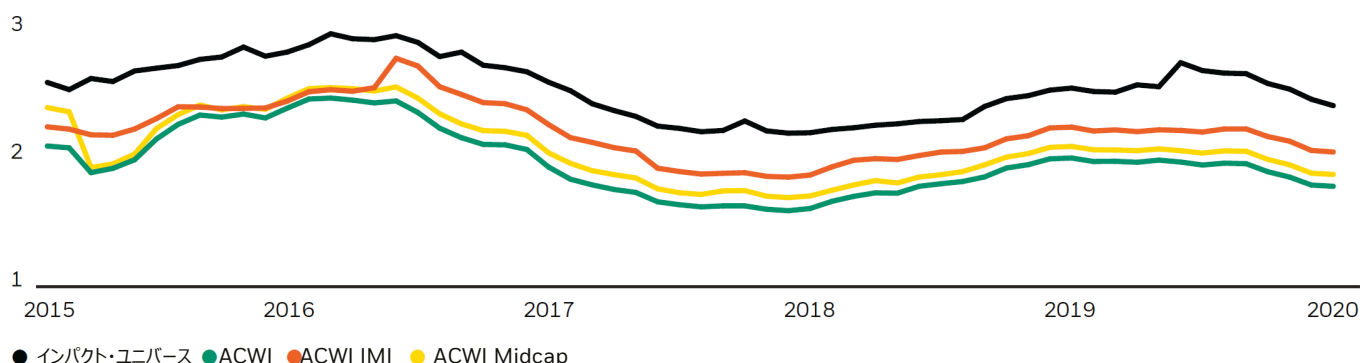
リターンの分散が大きいと、アルファを創出するリスクと機会も広がります。逆に、リターンの分散がほとんどない市場環境では、リターンの変動を捉えることが困難であり、アルファ創出の機会は減少します。



6 「投資機会の広がり」は、マネジャーによる意思決定の頻度、すなわち独立したアルファの予測回数を示しており、投資家にとっての独立した投資判断機会の件数を意味します。

12カ月（ローリング）の日次リターン標準偏差

2020年3月までの5年間



出所：ブラックロック、2020年3月までのブルームバーグのデータを使用。インパクト・ユニバースとMSCIインデックスの構成銘柄全体の直近12カ月間の日次リターンの平均標準偏差（2020年3月までの過去5年間）。

2 バックテストで検証したリターンの乖離幅は大きく、大きな乖離が発生する頻度が高い

インパクト・ユニバースで見られる市場の非効率性の大きさを説明するもう1つの要因は、日次リターンの上位10分位と下位10分位の絶対差を時系列で比較することで分かります。2020年3月までの過去5年間の各取引日における、インパクト・ユニバースの90パーセンタイルのリターンと10パーセンタイルのリターンの差を算出し、グローバル株式市場のリターンの差と比較しました。1,306取引日の日次リターンを基に算出したところ、インパクト・ユニバースにおける、90パーセンタイルと10パーセンタイルのリターンの乖離幅の平均値、最大値、中央値はいずれも、グローバル株式市場に比べて高くなっていました。

繰り返しになりますが、企業規模の違いを考慮しても結果は変わらず、インパクト・ユニバースの方がリターンの乖離幅が大きく、その頻度も高くなっています。

90パーセンタイルと10パーセンタイルのリターン（%）の乖離幅

| | インパクト・ユニバース | MSCI ACWI | 差 |
|-----|-------------|-----------|-----|
| 平均値 | 3.5 | 2.9 | 0.6 |
| 最大値 | 17.6 | 14.7 | 2.9 |
| 中央値 | 3.3 | 2.7 | 0.7 |

大きな乖離が発生する頻度

92%

重要な点は、大きな乖離が発生する頻度も高いことです。過去5年間における1,306取引日のうち、その92%に相当する1,201日で、インパクト・ユニバースにおけるリターンの乖離幅はグローバル株式市場を上回りました。リターンの乖離幅が大きく、かつその頻度も高いことから、インパクト・ユニバースには、この差を利用してグローバル株式市場をアウトパフォームする機会があるのです。

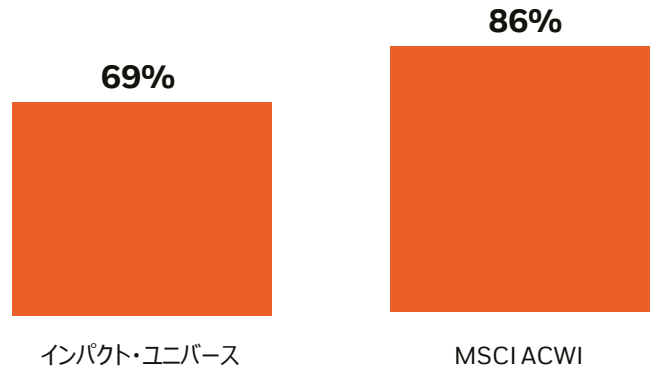
出所：ブラックロック、2020年3月までの過去5年間のブルームバーグのデータを使用

バックテストで検証したインパクト・ユニバースの証券は、「付加性」と「マテリアリティ」というインパクト基準のみに基づいて選択され、投資リターンは考慮されていません。将来、類似の結果が実現される保証はありません。バックテストで検証したインパクト・ユニバースの投資リターンは例示のみを目的としており、いかなる口座、ポートフォリオまたは戦略の実際の投資リターンを示すことも意図していません。バックテストで検証した投資リターンには、配当金の全額再投資が反映されており、構成銘柄は均等加重され、月次で自動的にリバランスされます。バックテストで検証したインパクト・ユニバースの投資リターンには一定の制約があります。実際の投資リターンと異なり、実際の取引、流動性の制約、手数料その他のコストは反映されていません。また、バックテストで検証した投資リターンは、資産配分が時間と共に市況の変化に応じて変更されないと想定していますが、上記の期間中に実際に口座が運用されていれば、資産配分は変更されていた可能性があります。口座、ポートフォリオまたは戦略が上記の結果と類似の結果を実現する、またはその見込みがあるとの表明は行われていません。指数は運用されておらず、指数のパフォーマンスは例示のみを目的としています。指数に直接投資することはできません。

3 見落とされがちな企業

インパクト企業はセルサイド・アナリストによるカバレッジが低く、ブラックロックはこれを機会とみています。平均すると、グローバル株式を分析しているセルサイドのアナリスト14人のうち、インパクト企業をカバーしているのは10人です。ある企業を5人以上のアナリストがカバーしていれば、広くアナリストにカバーされていると評価されるための最低限の基準を満たしているとされます。グローバル株式市場では、5人以上のアナリストがカバーしている企業が86%であるのに対し、インパクト・ユニバースの企業ではわずか69%です。視点を変えると、インパクト・ユニバースの企業の25%は0から4人のアナリストによってカバーされていることになり、MSCI ACWI指数の構成企業ではこの割合がわずか10%です。これらの評価指標はすべて、インパクト企業がグローバル企業に比べて見落とされがちなことを示唆しています。

インパクト企業はアナリストによるカバレッジが低い



出所:ブラックロック、2020年3月までのファクトセットのデータを使用。上図は5人以上のセルサイド・アナリストがカバーしている企業（広くアナリストにカバーされていると評価されるための最低限の基準）の割合を示しています。

4 銘柄の重複が少なく、独自の投資機会を提供

インパクト・ユニバースはMSCI ACWI指数との構成銘柄の重複が26%と少ないです。これは投資家が、有利な競争条件でほぼ独自のユニバースの中から銘柄選択できることを示しており、投資機会の広がりが大きく、アルファ創出の機会が増えると考えられます。

時価総額や地域・国の異なる他の主要な指数に分析対象を広げても、銘柄の重複は多くありません。構成銘柄の重複が最も多いのは約8,950銘柄で構成されているMSCI ACWI IMI指数です。インパクト・ユニバースの75%が重複していますが、それでも25%の独自銘柄があり、銘柄選択は投資家にとってアルファ獲得のツールとなります。一方、アクティブ・シェアは93%と高水準です。アクティブ・シェアは、広く採用されている業界標準の評価指標で、あるユニバースの中でインデックスと異なる銘柄の比率を測定し、比重の違いと銘柄の違いを示すものです。インパクト・ユニバースのアクティブ・シェアは対MSCI ACWI指数で93.4%、対MSCI ACWI Mid Cap指数で92.6%、対MSCI ACWI IMI指数で93.0%とほぼ同等です。

主要な株価指数の構成銘柄に対するインパクト・ユニバースの重複の割合
インデックス

| インデックス | 重複 |
|-----------------------|-------|
| MSCI ACWI | 26.1% |
| MSCI ACWI Mid Cap | 12.7% |
| MSCI ACWI IMI | 75.1% |
| FTSE World | 24.9% |
| MSCI Emerging Markets | 8.5% |
| MSCI EAFE | 8.7% |
| MSCI Asia Pacific | 9.2% |
| S&P 500 | 2.7% |
| Russell 3000 | 5.0% |

出所：ブラックロック、2020年3月までのブルームバーグとMSCIのデータを使用

5 インパクト企業を体系的に特定することは困難

“Invest for Impact: The Case for Impact Investing in Public Equities”⁷で説明されているように、インパクト企業として認められるのは、マテリアリティと付加性の基準を満たす場合のみです。付加性の基準を満たすには、企業の製品・サービスによって他者（競合他社や政府など）が解消できそうにないニーズに応えなければなりません。企業の付加性は主に、最新のテクノロジーや革新的なビジネスモデルの採用、支援の行き届かない人々に製品を届けることによってもたらされます。

「付加性」を要件とすることで、インパクト投資は実質的に、破壊的イノベーションや斬新なビジネスモデルに投資することになり、旺盛な需要があるものの供給が不足している根本的なニーズを満たすことにつながります。破壊的イノベーションや競争上の優位性は、体系的なスクリーニングや定量的ツールでは発見することができません。ファンダメンタルズ調査を十分に行ってアルファを発見・創出するアクティブ・マネジャーに好機が生まれています。

6 インパクト企業の分類と理解は間違っていることが多い

破壊的イノベーションや斬新なビジネスモデルが評価されていないがために、インパクト企業は多くの場合、従来の産業分類の枠組みで誤って分類されています。例えば、世界産業分類基準（GICS）では、ブラックロックのインパクト・ユニバースに含まれる新興国の通信企業は従来の通信サービス・セクターに分類され、バイサイドとセルサイドの従来の通信セクターのアナリストがカバーすることになるでしょう。しかし、同社の顧客の多くは銀行口座を持たず、貯蓄商品やマイクロ融資、送金などのサービスの利用が初めてであるため、モバイル金融サービスがこの企業の成長、将来性および株価の原動力となっています。この企業のビジネスモデルが市場で誤って理解され、セクター分類が間違っていることが、逆に市場の非効率性を活かす機会を創出しているのです。

誤って分類されている別の例として、廃棄物を使用した発電企業が挙げられます。これらの企業は埋立処分されるはずだった廃棄物を処理し、効率的にエネルギーに転換しています。廃棄物発電企業は、現地規制や廃棄物処理委託料（現地の埋立地に廃棄物を捨てる際に支払わなければならない費用）の専門知識がある廃棄物処理のアナリストが分析します。しかし、廃棄物発電企業の株価を左右するのは、生産したエネルギーの価格と、廃棄物の山から回収したリサイクル金属の価格です。分類とカバレッジのミスマッチにより、アクティブ運用の投資機会が生じています。

アクティブ運用のツール



アクティブ運用とアルファ獲得の機会、ツールキットの中のどのツールを利用できるかに左右されます。上場株式のインパクト投資には、市場の様々な非効率性を反映した独自の特性があります。この市場には魅力的な投資機会の広がりがあり、アルファ獲得の刺激に満ちた競争環境であるとブラックロックはみています。

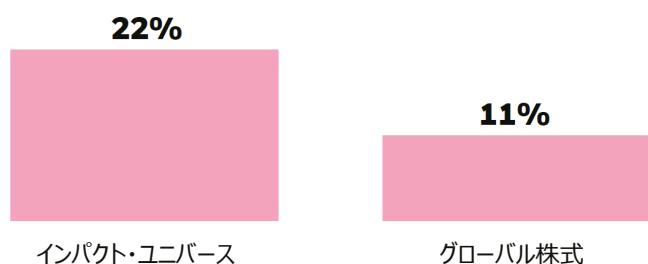
ポートフォリオの資産配分構造における補完的役割

上場株式のインパクト投資は、アウトパフォーマンスの機会をもたらす特性を備えていることに加え、ポートフォリオの戦略的資産配分構造において5つの重要な役割を果たしています。

1 構造的な成長エンジン

ブラックロックのインパクト・ユニバースの企業は、過去3年間の売上高の成長率が、グローバル株式インデックスの構成企業の2倍です。そもそもインパクト企業は何を提供しているのでしょうか。インパクト企業は、手頃な価格の住宅へのアクセス、医療サービス、教育、職業訓練、金融へのアクセス、安心と安全、環境保護など、人々の基本的ニーズを満たす支援をしています。世界の重要課題は多岐にわたり、革新的で拡張性のあるソリューションに対する需要は供給を上回り、インパクト企業に構造的成長の追い風が吹いています。インパクト企業に投資することで、こうした成長の機会を捉えることができます。

過去3年間の売上高の成長率



出所:ブラックロック、2020年3月までのファクトセットのデータを使用。グローバル株式はMSCI ACWIです。

2 成長が見込まれる割安銘柄 (GARP) へのエクスポージャー

ブラックロックのインパクト・ユニバースの企業は、下表の標準的指標のすべてにおいてグローバル株式市場よりバリュエーションが低く、割安となっています(市場予想データに基づく)。成長予測を加味すると、インパクト企業のバリュエーションはさらに魅力的であり、PEGレシオはグローバル株式が5.76倍であるのに対し、インパクト企業は4.71倍です。

インパクト・ユニバースとグローバル株式指数のバリュエーション指標

| | インパクト企業 | グローバル企業 |
|--------------|---------|---------|
| 株価収益率 | 14.1 | 17.9 |
| FY1 予想株価収益率 | 15.2 | 18.9 |
| FY2 予想株価収益率 | 13.2 | 15.7 |
| 株価キャッシュフロー倍率 | 6.8 | 9.3 |
| 株価純資産倍率 | 1.3 | 2.1 |
| 株価売上高倍率 | 0.9 | 1.5 |
| FY1 予想PEGレシオ | 4.71 | 5.76 |

出所:ブラックロック、2020年3月までのファクトセットのデータを使用。グローバル株式はMSCI ACWIです。

バックテストで検証したインパクト・ユニバースの銘柄は、「付加性」と「マテリアリティ」というインパクト基準のみに基づいて選択され、投資リターンは考慮されていません。将来、類似の結果が実現される保証はありません。バックテストで検証したインパクト・ユニバースの投資リターンは例示のみを目的としており、いかなる口座、ポートフォリオまたは戦略の実際の投資リターンを示すことも意図していません。バックテストで検証した投資リターンには、配当金の全額再投資が反映されており、構成銘柄は均等加重され、月次で自動的にリバランスされます。バックテストで検証したインパクト・ユニバースの投資リターンには一定の制約があります。実際の投資リターンと異なり、実際の取引、流動性の制約、手数料その他のコストは反映されていません。また、バックテストで検証した投資リターンは、資産配分が時間と共に市況の変化に応じて変更されないと想定していますが、上記の期間中に実際に口座が運用されていれば、資産配分は変更されていた可能性があります。口座、ポートフォリオまたは戦略が上記の結果と類似の結果を実現する、またはその見込みがあるとの表明は行われていません。指数は運用されておらず、指数のパフォーマンスは例示のみを目的としています。指数に直接投資することはできません。

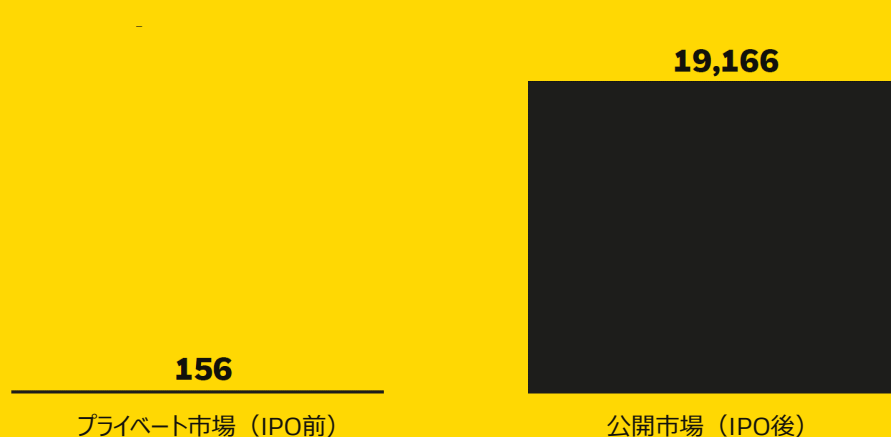
構造的成長のメガトレンドを捉えるインパクト投資の事例

インパクト投資と構造的成長のメガトレンドへの投資機会を併せ持つ企業の例として、テスラが挙げられます。テスラは、その破壊的イノベーションと、世界のエネルギー利用と輸送を変革する力によって、従来の投資家から多額の資金を集めました。多くのインパクト企業にとって、財務面での優位性と継続的にインパクトを生むことは密接に関連しているとブラックロックは考えています。

公開市場の投資家は、インパクトと投資リターンの中に相互関係があることを認識し始めており、プライベート市場における投資を大幅に上回る資金が企業に投じられる可能性があります。公開市場に大きな資金が投じられることは、企業の成長力と持続性・拡張性のあるインパクトを生み出すことに対して重要な結果をもたらすでしょう。

公開市場での成長の可能性の大きさを示す例として、テスラが調達した資金をご紹介します。テスラの資金調達は、ビジネス・ライフサイクルの初期の段階では、プライベート市場のインパクト投資家によって支えられていました。2010年6月に新規株式公開（IPO）を実施し、その後は2015年から2019年まで毎事業年度、公開市場から追加で資金を調達し、公開市場からの調達総額は190億米ドルに達しました。これに対しプライベート市場からの調達額は1億5,600万米ドルでした。

テスラの調達資金（百万米ドル）



出所:ブラックロック、2020年3月時点のファクトセットのデータを使用。
上記の証券は情報提供のみを目的としており、上記の証券または上記の業界の証券の売買を勧誘するものではありません。

3 分散効果

インパクト企業は (i) アナリストに見落とされがちであること、(ii) 従来の株価指数と構成銘柄の重複が少ないこと、(iii) 業界分類基準で誤った分類をされやすいこと、(iv) 体系的なスクリーニングによって発見できないこと、(v) メガトレンドを原動力とするビジネスモデルを持っていることから、こうしたまだ一般的ではない市場セグメントへのエクスポージャーを取ることによって、ポートフォリオの分散効果を高めることができます。

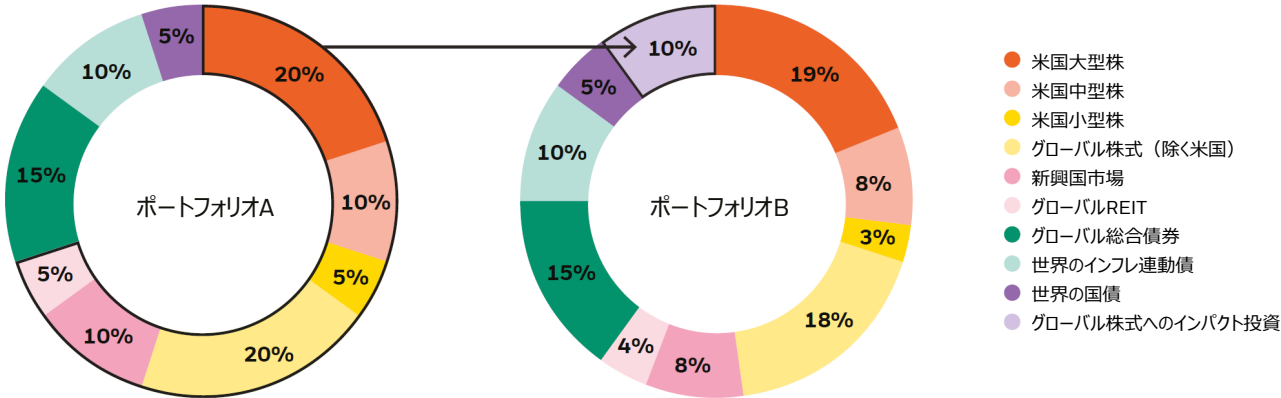
インパクト企業の株式への配分により、ポートフォリオの分散効果を分析するために、2つの仮想ポートフォリオのシャープ・レシオを比較しました。

ポートフォリオAは、グローバル株式に70%、グローバル債券に30%配分する仮想の分散投資ポートフォリオです。様々な市場環境で耐性を持つように構築された長期投資ポートフォリオで、地域や時価総額規模の異なる企業の株式に幅広く投資することにより積極的に成長性を追求すると同時に、グローバル債券に分散投資することで経済ショックによる投資資産の下振れを抑制し、高格付の国債によりデフレに、またインフレ連動債でインフレに備えています。

ポートフォリオBも同じ構造ですが、株式への配分の10%を世界のインパクト企業に振り向けています。ポートフォリオAの資産カテゴリーのうち、どの程度をインパクト企業に配分するかは、インパクト・ユニバースの構成によって決まります。例えば、インパクト・ユニバースに新興国市場が20%含まれていれば、10%のうち2%を、ポートフォリオAの新興国市場カテゴリーから配分し直します。また、インパクト・ユニバースにはあらゆる時価総額の企業が含まれていますが、中型株と小型株が多くなっています。そのため、10%のうち、ポートフォリオAの米国大型株はわずか1%であるのに対し、米国中型株と米国小型株はそれぞれ2%です。

ポートフォリオAのシャープ・レシオは0.36ですが、ポートフォリオBでは0.43に上昇しており、インパクト企業の株式を組み入れることでポートフォリオの分散効果が上がり、リスクリターン特性が改善することがわかります。

従来の株式配分から10%をインパクト投資に配分



出所:ブラックロック、ブルームバーグとファクトセットのインデックス・データを使用。2020年3月31日現在

4 プライベート市場のインパクト投資の流動性を補完

プライベート市場でインパクト投資をすでに行っているポートフォリオでは、上場株式のインパクト投資は補完的役割を果たします。ビジネスモデルの拡張に伴い、ビジネス・ライフサイクルの異なる成長段階にある企業へのエクスポージャーを取ることができます。ビジネス・ライフサイクル全体に分散投資し、ポートフォリオの

プライベート・エクイティ部分でカバーできない社会および環境面の投資テーマにアクセスできることに加え、上場株式のインパクト投資は、複数年にわたり投資家の資金がロックアップされることがなく、流動性の観点から見たリスクが低下することになります。

5 他のサステナブル投資を補完

サステナブル投資戦略で分散ポートフォリオを構築したいと考える投資家にとって、上場株式のインパクト投資は、サステナブル投資エコシステムの一部となります。分散投資プラットフォームは、特定の企業や業種を除外することで悪影響を回避する

ことに重点を置く戦略のほか、社会や環境に関する課題で成果を上げることに重点を置く戦略など、ESGに関する様々なアプローチやテーマの戦略で構築することができます。



投資家のニーズに応える パフォーマンスと資産配分

我々のリサーチはGrinold and KahnがFundamental Law of Active Managementの概念を基に、同概念が提唱する市場における投資機会の広がりという考え方に着想を得ました。本稿ではこの考え方を発展させ、上場株式のインパクト投資は異なる特性を備えており、投資機会の広がりが大きく、投資リターンを高める機会があることを示しました。さらに、ポートフォリオ構築と分散投資の基本原則を当てはめることで、上場株式のインパクト投資がポートフォリオの構造全体と資産配分戦略を向上させる特性を備えていることが明らかになりました。投資エコシステムを補完する上場株式のインパクト投資は、現在および将来の投資家にとって、新しい可能性を持つ刺激に満ちた市場であるとブラックロックは考えています。

重要事項

当資料は、ブラックロック・グループ(以下、ブラックロック)が作成した英語版レポートを基に、ブラックロック・ジャパン株式会社(以下、弊社)が翻訳・編集したものです。当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。さらに、グローバルの投資家向けに作成されており、日本の投資家には当てはまらない内容を含みます。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

なお、当資料は御社内限りとし、当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

本資料は、個人投資家の方を対象としたものではありません。販売会社の方は、個人投資家の方への配布はお控えくださいますようお願いいたします。

お問い合わせ先

ブラックロック・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375号
加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、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
ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>
〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館

BlackRock