

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、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。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当資料の見解と必ずしも一致するものではありません。また、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。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、よろしくお願いいたします。

# BlackRock

## サステナビリティの知見を活用した アウトパフォーマンスの追求

超過リターンの源泉を追求する中で鍵となる  
新たなデータとリサーチ



# 概要

ブラックロックは2020年に、「気候リスクは主要な投資リスクであり、長期的にはサステナブル資産のパフォーマンスがそれ以外の資産を上回る可能性がある」と指摘しました。

サステナブル資産および戦略への資本の大規模な再配分により、サステナブル資産は今後数年間でアウトパフォームするとブラックロックは考えていますが<sup>1</sup>、そう考えるべき理由は他にもあります。サステナビリティ情報は、投資を行う際の唯一の考慮事項ではないものの、その重要性は脱炭素社会への移行が進む中で増していくと考えられます。急増するサステナビリティ関連データや新たなリサーチ手法の活用により、投資家はポートフォリオ・レベルおよび個別銘柄レベルで高いパフォーマンスをもたらす投資機会の分析と把握が可能になると考えられます。

サステナブル投資戦略への資金流入を追い風に、アクティブ投資家はシステムティックとファンダメンタルズの両手法を用いて市場平均を上回るリターンを獲得できると、ブラックロックは考えています。さらに、サステナビリティ関連データが継続的に拡充される中で、サステナブル・インデックス戦略においてルールベースのインデックス手法を構築する際にも、利用可能なサステナビリティ・シグナルの数が増えると、ブラックロックは考えています。

**端的に言えば、サステナビリティは、相互に関連する3つの経路を通じて投資リターンに影響すると考えられます。**

**投資家選好の「地殻変動的な変化」により、サステナブル資産に資金が流入し、サステナブルな企業の資本コストが低下すること**

**革新的なデータソースやファンダメンタルズ・リサーチを活用し、市場平均を上回るリターンが見込まれるサステナブルな事業活動やビジネスモデルを特定すること**

**サステナブル投資と従来のスタイル・ファクター投資の関係の変化**

持続可能な経済への移行は、今後数年間にアクティブ投資家にとって大きな投資機会になると考えられます。本資料では、事業の機会とリスクのバランスを見極め、最終的にアウトパフォームする可能性のある企業を特定するために、サステナビリティ関連データや新しいリサーチを活用する方法について主に説明いたします。また、サステナブル資産がアウトパフォームするとブラックロックの見解を裏付ける考え方を説明し、ブラックロックの運用者がその考え方を実行に移している事例をご紹介します。

1 ブラックロック・インベストメント・インスティテュート、「Sustainability: The tectonic shift transforming investing」2020年2月

## サステナブルな事業活動や ビジネスモデルの発見は、 市場平均を超過するリターンを実現する 銘柄選択につながる可能性があります。

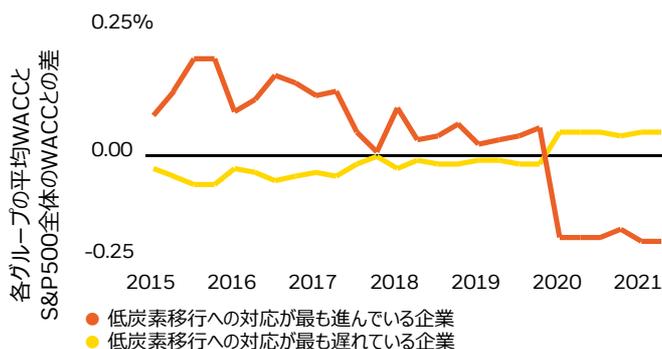
脱炭素化には、新しいテクノロジー、インフラ、その他気候変動の脅威を低減するためのプロジェクトなどへの大規模な投資が必要になります。市場はまだ、気候変動への取り組みが資産価格にもたらす大規模な影響を理解し始めたばかりです。2050年までにネットゼロ（大気中に排出される温室効果ガスの量が大気中から除去される量を上回らない）社会を再構築するために必要な設備投資は、50兆米ドルから100兆米ドルと見積もられています<sup>2</sup>。参考までに、現在の排出削減目標を達成するには、現時点で世界最大の太陽光発電施設を2020年代の終わりまでに毎日設置する必要があると試算されています<sup>3</sup>。

サステナブル投資では、世界の経済成長に影響を及ぼしかねない基本的な社会問題の解決を目指すこともできます。インパクト投資やサステナブル投資のファンダメンタルズ・リサーチにより、社会・環境分野の重要課題の解決に寄与する革新的かつ利益性の高いビジネスモデルを特定することが可能です。

「ネットゼロ」の実現に向けて社会問題に取り組む企業の増加に伴い、サステナビリティ情報を投資戦略に取り入れる投資家にとって、市場をアウトパフォームする銘柄に投資する機会が広がるでしょう。こうした新たな種類のデータやリサーチを活用することで、資産価格上昇のきっかけとなる気候変動関連の銘柄固有の要因、新しいテクノロジー、および堅実にサステナビリティ慣行を実施している企業を特定することが容易になります。

個別銘柄レベルでは、パフォーマンスの優勝劣敗が明確になる可能性が高いと思われます。また、サステナブルな企業は、短期的な資金流入のみならず長期的には財務上の優位性も享受できるとブラックロックは考えています。システムティックな投資戦略、及びルールベースのサステナブル・インデックス戦略においては、サステナブルな事業慣行が資金流入に貢献し、結果としてアウトパフォームする可能性の高い銘柄を特定するための革新的なシグナルを組み入れることが可能です。これはレジリエンスという特徴を活用した投資の1つです。一方、ファンダメンタルズ戦略およびオルタナティブ投資戦略においては、堅実にサステナビリティ慣行の実施・改善を行うことで持続的なビジネスモデルの創出に努めている企業、すなわち収益面で長期的な競争力が期待できる企業が発行する有価証券への投資を追求します。場合によってはアーリーステージの段階から資金提供を行うこともあります。

## 気候変動への対応が進む企業は資本コストが低い



出所：図表中のWACCは加重平均資本コストを意味し、ブルームバーグのデータ（2015年3月31日～2021年6月30日）を使用しています。ブラックロックは、MSCI、Refinitiv、Sustainalyticsのデータを使用してラッセル1000インデックス構成企業を低炭素移行への準備状況（LCTR）に従ってランク付けしています。ブラックロックは、2021年9月21日に、LCTRスコアが最も高いラッセル1000インデックス構成企業とLCTRが最も低い構成企業を特定し、それぞれのグループの過去のWACCを算出しました。

最終的に、サステナビリティ情報は、投資対象全体の中から魅力的な投資先を発掘する上で役立つ可能性があると考えられています。

## サステナブル投資への2つのアプローチ

- **ESGインテグレーション**：従来の投資プロセスと併用して環境・社会・ガバナンス（ESG）の考慮事項を投資の意思決定に組み込むことは、リスクの管理とリターンの向上に寄与するとブラックロックは考えています。そのため、ブラックロックでは、すべてのアクティブ運用チームが投資プロセスの中にESGの評価を組み込んでいます<sup>4</sup>。
- **サステナブル・ファンド**：ブラックロックは、サステナビリティ目標（または戦略）とESG評価の両方を投資プロセスに明示的に組み込んだサステナブル・ファンドを提供しています（例えば、化石燃料関連銘柄の除外、ESG格付の高い企業への選別投資、特定の資産や企業の保有／非保有など）。ブラックロックは、4,000億米ドル以上の資産を様々な投資先を対象としたサステナブル戦略で運用しており、これには、インデックス戦略、ファンダメンタルズ戦略、システムティック投資戦略、オルタナティブ投資戦略のポートフォリオが含まれます<sup>5</sup>。

2 気候変動に関する政府間パネル（IPCC）、地球温暖化の影響に関するIPCC特別報告書（2018年）内の“Mitigation Pathways Compatible with 1.5°C in the Context of Sustainable Development”。上記は例示のみを目的としています。いかなる予想も実現することを保証するものではありません。

3 国際エネルギー機関、“Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector” (revised 3rd version)、2021年7月

4 ブラックロック、“Our 2020 sustainability actions”、2020年

5 ブラックロック（2021年6月30日現在）。サステナブル戦略は、ESGブロード、ESGテーマ、インパクトの各戦略、そして優先項目でスクリーニングされた一部の商品指し、これらは、ブラックロックのサステナブル・ガバナンス・プロセスを通じて承認を受けています。

## 新たなデータセットが投資機会を生み出す

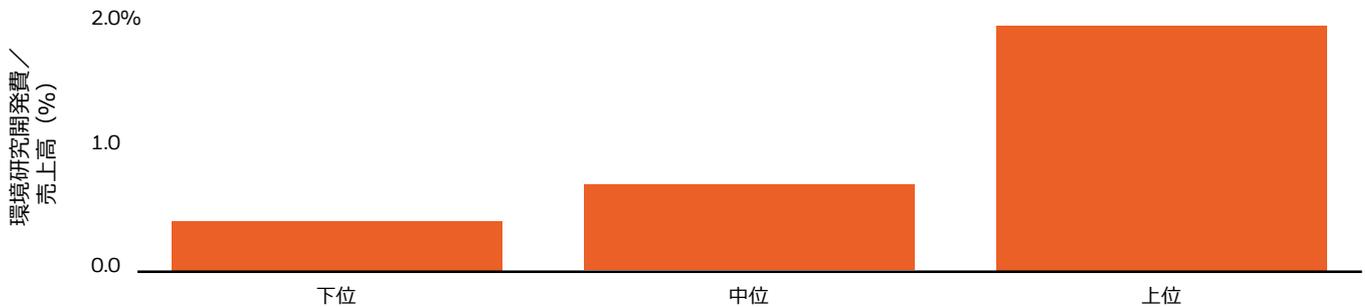
現在投資家は、各企業につき数百（場合によっては数千）のESG関連データを調査することができますが、その多くは数年前には入手できなかったものです<sup>6</sup>。入手可能なデータが増えたことは、透明性の向上と開示基準の共通化が進んだ結果であり、これによって投資家は企業のESG活動を調査するための足掛かりを得られるようになりました。しかし、投資パフォーマンスに重大な影響を与える情報は膨大なデータの一部に過ぎません。サステナブル投資の急激な拡大に伴い、投資家が利用するデータの複雑性は一段と増しており、複数のサステナビリティ評価手法の間で乖離が生じるといった問題も起きています。

投資家が差別化された情報入手し、アウトパフォーマンスの可能性を探るには、こうした企業の自己報告に基づく評価手法のみならず、別の情報源に着目する必要があります。ファンダメンタルズ・リサーチの観点から見た場合、測定手法間の乖離は、アウトパフォームの可能性を高める市場の非効率性と見なすことができます。ブラックロックの多くの戦略では、非伝統的な情報源を利用し、将来のアウトパフォーマンスを示唆するサステナブルな行動や活動を探しています。

ブラックロックの投資家は、電話会議、ウェブへの投稿、各種政府報告書など、多様な情報源からサステナビリティ情報入手し活用しています。例えば、「グリーン」特許やクリーン・エネルギー関連の特許は、自然言語処理の手法を用いた分析が可能です。ブラックロックの調査によると、グリーン特許の申請件数が多い企業ほど、最終的に研究開発に多くの資金を投入していることが示されています<sup>7</sup>。環境イノベーションに力を入れている企業は、新規顧客の獲得、売上拡大、市場シェアの獲得において高い潜在能力を有している可能性があります。さらに、市場は「グリーン」なイノベーションを応援する傾向があり、「グリーン」特許と比べて）グリーン特許の割合が高い企業の方が平均してその後のリターンが大きいたことが観察されています<sup>8</sup>。こうした新たな情報源は、システムティック戦略やインデックス戦略でこれまで以上に活用されていくでしょう。

これに関連したブラックロックの調査では、エネルギー環境設計リーダーシップ（LEED）認証ビルを多く所有する企業ほど炭素強度が低く、総資産利益率（ROA）などの効率性指標が高くなっています<sup>9</sup>。LEED認証ビルでの事業運営によるエネルギーコストの削減効果はさほど大きくありませんが、ブラックロックの調査では、そのような企業はあらゆる事業活動で効率性が高い傾向にあることが分かっています<sup>10</sup>。したがって、LEED認証は、環境・運営面の効率性を確認できる指標であり、環境にプラスの影響を与える事業運営を梃にしてリターンを高めることが可能な企業を特定する上で役立ちます<sup>11</sup>。

## グリーン特許の件数が多い企業ほど環境面の研究開発費が高い傾向にある



出所：Refinitiv（2011年1月1日～2019年1月31日）。グリーン特許件数で分けた3群の平均、資産で正規化。

6 Refinitivは、450個以上の企業レベルでのESG指標を算出（2021年10月現在）。MSCIは、「1社当たり数千個のデータ」を収集してそのESG格付を算出（2021年10月現在）。Sustainalyticsは、約1,300個のデータを使用してESGリスク格付を算出（2021年10月現在）。

7 Google Patents、Refinitiv、Worldscope Fundamentalsの公開データのブラックロックによる分析（2011年から2019年までの平均）。

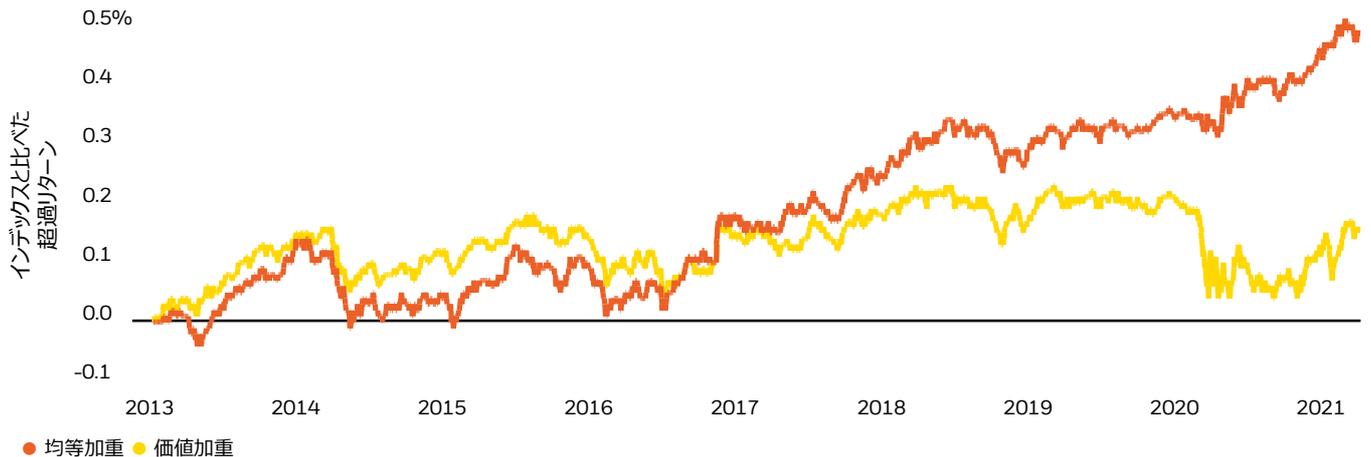
8 同上。

9 J. Kazdin, K. Schwaiger, V-S. Wendt, A. Ang, “Climate Alpha with Predictors also improving firm efficiency”, The Journal of Impact and ESG Investing, Winter 2021（近日発行）。エネルギー環境設計リーダーシップ（LEED）は、最も広く利用されているグリーン・ビルディング評価システムです。世界のLEED認証のデータセットには、2000年以降の15万件を超えるプロジェクトが含まれています。

10 同上。

11 同上。

## LEED認証の多い企業がLEED認証の少ない企業と比べて高いパフォーマンスを上げてきたことを示唆する事例



出所：J. Kazdin, K. Schwaiger, V-S. Wendt, A. Ang, “Climate Alpha with Predictors also improving Firm Efficiency”, The Journal of Impact and ESG Investing, Winter 2021（近日発行）。2013年1月1日～2020年12月31日。図表中の数字は過去のパフォーマンスに関連したものです。過去のパフォーマンスは現在または将来のパフォーマンスを示唆する信頼できる指標ではありません。

また、将来のアウトパフォーマンスを予測する上で、LEED認証に基づく評価手法は事業効率に基づく伝統的な評価手法との相関が低いことから、従来型のデューデリジェンスによる評価手法を補完する役割を果たします<sup>12</sup>。

以上は事例の一部に過ぎませんが、サステナビリティ関連データを投資の意思決定プロセスに組み込む投資家には、どの銘柄にアウトパフォーマンスの可能性があるかを判断する上で優位性があると考えられます。ブラックロックがこのようなデータを使用するのは、それがサステナブルな活動や行動の理解に役立つからであり、今後はデータや分析技術の進歩が企業の長期的見通しを評価する上でますます重要になるとみています。

確かに、ESG関連のデータソースの急増はアクティブ投資家にとってESG評価の障害になっています。様々なデータソースの間には多くの差異があり、利用できる情報源の急増は、企業や市場のパフォーマンスとの関連性が高い情報源の見極めを困難にしています。企業の自己申告に基づくESGデータのみを使用するには限界があるとブラックロックは考えます。例えば、ブラックロックの調査結果によると、ESG重視の方針を多数開示している企業の方が、企業倫理関連の不祥事や規制上の問題の発生確率はむしろ高くなっています<sup>13</sup>。また、先進国では気候変動データの質が非常に高い水準にあるものの、新興国では不十分な部分もあります。

## 低炭素経済への移行に関連する銘柄固有の要因を見極める

長期的な資産価値の変動をもたらす銘柄固有の要因を理解するために、サステナビリティや気候変動関連の情報を使用する投資家が増えています。これには、どの企業にビジネスモデルの優位性があるか、どの企業の経営陣がかつてない変動の時期を乗り切るために周到な計画を打ち出しているか、どの企業が移行対応で遅れを取るリスクが最も高いかなど、これまででない新たな視点から企業全体を評価する手法が含まれます。

例えば、ドイツの自動車メーカーのフォルクスワーゲンは、信頼性が高く安価でクリーンな自動車の開発競争を考える際に、よく引き合いに出されます。2015年9月にフォルクスワーゲンは、1,100万台ものディーゼル車に不正な装置を使用し、排ガス試験で事実上の不正を働いたことを認めました。このスキャンダル関連費用として同社は当初73億米ドルの引当金を計上し、株価は1日で20%近く下落しました<sup>14</sup>。このニュースが流れる前に、一部のESG評価手法では同社のコーポレート・ガバナンスの慣行が悪化していることが示されており、同社の株式は一部のESG株式指数から除外されていました<sup>15</sup>。この事例は、ESG情報（特に「G」のガバナンス）を投資の意思決定に利用していれば下落リスクを回避できた可能性があることを示しています。

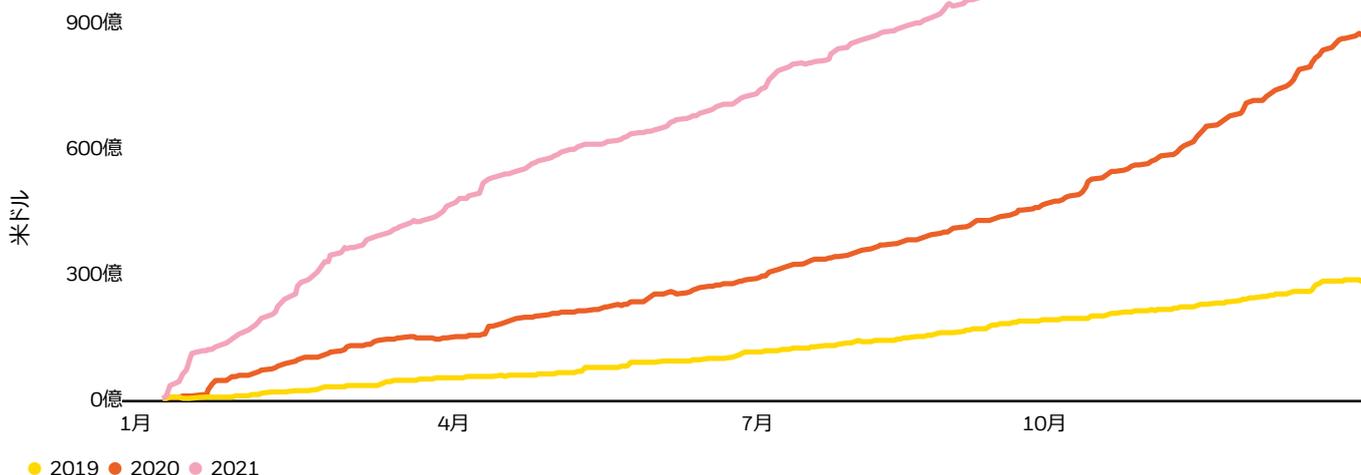
12 同上。

13 GT Garvey, J. Kazdin, R. LaFond, J. Nash, H. Safa, “A Pitfall in Ethical Investing: ESG Disclosures Reveal Vulnerabilities, Not Virtues”, Journal Of Investment Management, Vol. 15, No. 2 (2017), pp. 51-64

14 ロイター, “Volkswagen says 11 million cars hit by scandal, probes multiply”, 2015年9月21日、およびフィナンシャル・タイムズ, “VW emission test cheating rocks Europe’s carmakers”, 2015年9月21日

15 MSCI, “Volkswagen scandal underlines need for ESG analysis”, 2015年

## 世界のサステナブル上場投資商品（ETP）への累計流入額、2019年～2021年直近日まで



出所：ブラックロック、ブルームバーグ（2021年10月現在、直近日までのデータは9月30日まで）

フォルクスワーゲンの事例についてさらに述べると、ディーゼル車の排ガス不正事件の後、ガバナンスの悪化を理由に同社のESG評価はさらに引き下げられました。しかし2021年には、フォルクスワーゲンは世界をリードする電気自動車メーカーの一角を占めており、将来的には電気自動車の量産化による成長を目指しています。急成長を遂げているクリーン輸送市場へのシフトという同社の戦略転換は、同社のESGスコアではリアルタイムに把握できなかったかもしれませんが、革新的なデータやりサーチ手法を用いていた投資家は、同社に対する市場の評価と同社の新しい方向性との乖離を認識できた可能性があります。この事例は、アクティブ投資家が「E」（環境への取り組み）に関連する要因に着目してリターンを上げられる可能性があったことを示しています。

サステナビリティに関するデータは、債券発行体の信用力の評価プロセスでも利用が増えています。炭素強度の低い企業は効率性と収益性が高い傾向にあるのと同様に、炭素強度の高い企業はレバレッジが高い傾向にあります。ブラックロックの調査では、炭素強度の高い企業とデフォルト確率の間にはわずかな正の相関関係があることが示されています<sup>16</sup>。炭素強度は、それ自体では信用リスクの予測指標にはなりませんが、従来の信用指標と組み合わせて評価することは有益であり、特に、低炭素経済への移行が進む中で追加的な情報を求める投資家が増えている現状では大きな意味があります。

## 地殻変動的な変化の再検討

サステナブルな資産および戦略への資金流入の波はまだ始まったばかりであると、ブラックロックは考えています。世界のサステナビリティ・ファンドの運用資産残高は過去10年間で3倍になり、2020年には1兆米ドルを超えました<sup>17</sup>。2021年の1月から9月の間だけでも、世界のサステナブル関連上場投資商品（ETP）には1,000億米ドルを超える資金が流入し、昨年1年間に記録した870億米ドルを既に超えています<sup>18</sup>。

ブラックロックのファンダメンタルズ分析に基づくクレジット運用者は、ビジネスモデル（潜在的なアウトパフォーマンス要因）の重大な変更を行おうとしている発行体を特定するために、専門的なリサーチを使用することが増えています。例えば、ハイールド債の運用者は、炭素排出量が多い業種の中で、排出削減のコミットメントの実行力が過小評価されている企業を特定しようとしています。そのためには、例えば企業が2050年までに「ネットゼロ」排出を実現するための短期的行動を取る可能性がどの程度あるのか、評価する必要があります。具体的には、経営陣には戦略的ビジョンがあるのか、そのビジョンを実現するだけの財務上の余力はあるのかといった問題を検討しなければなりません。ブラックロックの運用者は、市場予想とファンダメンタルズとの乖離に注目しています。

16 MSCIの炭素強度データについてのブラックロックの分析とブルームバーグ・バークレイズ米国社債指数（2013年1月1日～2020年12月31日）。指数構成企業のレバレッジと炭素強度との相関関係は、10.5%でした。

17 ブラックロック・インベストメント・インスティテュート、「Sustainability: The tectonic shift transforming investing」、2020年2月

18 ブラックロック、ブルームバーグ（2021年10月現在）

## イノベーションへの投資

社会の変革に必要なテクノロジーと差別化されたビジネスモデルの中に、数十年に一度の投資機会が眠っているとブラックロックは考えています。特に、グリーン・エネルギーとマイクロファイナンスの分野には大きな投資機会があるとみています。

現在、世界のエネルギーの約84%は化石燃料によるものですが、主要な石油企業は原油生産が2019年にピークを付けた可能性があるとしており、現在は安価でクリーンな発電を巡る競争が続いています<sup>19</sup>。再生可能エネルギーは、2025年までに石炭を抜いて最大の電力源となる見込みです<sup>20</sup>。世界的に厳格化している気候変動政策と消費者の選好の変化が飛躍的な技術進歩をもたらし、その波及的効果によって、再生可能エネルギーのコスト低減、設備の拡大、および大規模な普及が可能になるでしょう。社会を一変させる技術が発電・送電インフラに急速に組み込まれる可能性は、数十年に一度の投資機会となったインターネットの出現と同程度に重要な投資機会になると、ブラックロックはみています。

サステナビリティを重視する新興企業の中には、新規株式公開を果たす企業も少しずつ増えてきていますが、アーリーステージの非公開企業への投資を検討するだけの知識と能力を持つアクティブ投資家には市場をアウトパフォームする機会が生じていると、ブラックロックは考えています。ブラックロックの資本市場デスクは世界の市場で大規模に活動しており、各国のプライベート・エクイティ、クレジット、不動産のサステナビリティ案件にアクセスすることが可能です。特に、新規株式公開前のエクイティ投資では、再生可能・モビリティ技術（電気自動車など）、代替エネルギー貯蔵（リチウムイオン電池など）、循環型経済への移行に必要な代替素材の製造（リサイクルや再使用など）などに関連した様々な次世代ビジネスに全社的に注目しています<sup>21</sup>。ブラックロックは、代替化学物質を製造するクリーンで低コストの方法など、世界で最も困難な問題に取り組む企業にアーリーステージの段階から資金を提供してきました<sup>22</sup>。

ブラックロックはまた、基本的な社会問題の解決に寄与する革新的なビジネスモデルに投資する方法として、インパクト投資が有効であると考えています。例えば、ブラックロックがマイクロファイナンス事業者に投資を行った際には、金融アクセスをめぐる構造的な問題の解決に寄与できる可能性があり、かつ個人や零細企業に金融リテラシーのトレーニングや貯蓄・保険商品などの不可欠なサービスを提供している企業を選定しました。金融サービスが行き届いていない市場で活動するマイクロファイナンス事業者は、多くの人々が貧困のサイクルから抜け出して世界の経済活動に参加することを支援できる可能性を秘めています。なお、世界銀行は、包括的な金融アクセス（金融包摂）を特に女性の貧困削減と豊かな生活を実現するための重要な手段と認識しています<sup>23</sup>。インパクト投資の成果の1つは、個人の金融面のレジリエンス（強靭性）を高めることで、相互扶助の取り組みを支援しつつ、世界の持続的な経済成長に貢献することであると、ブラックロックは考えています。

**「社会の変革に必要なテクノロジーと差別化されたビジネスモデルの中に、数十年に一度の投資機会が眠っているとブラックロックは考えています。」**

19 BP、Statistical Review of World Energy 2020

20 2021年2月4日付フィナンシャル・タイムズの記事“[How the race for renewable energy is reshaping global politics](#)”で取り上げられた、国際エネルギー機関のFatih Birol事務局長の発言。例示のみを目的としています。いかなる予想も実現することを保証するものではありません。

21 ブラックロック（2021年10月11日現在）

22 プレスリリース、“[Solugen Raises Over \\$350 Million in Series C Funding Led by Baillie Gifford & GIC to Make Carbon Negative Chemicals](#)”、2021年9月9日

23 世界銀行、“[Financial Inclusion at a Glance](#)”、<https://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion>、2021年

# サステナブル投資とファクター投資の関係

スタイル・ファクター投資は、定量的投資リサーチに基づき、広範囲に有効で持続的なリターンを生み出す要因（例えば、バリュー、サイズ、モメンタム、クオリティ、低ボラティリティなど）に着目した投資手法です。その歴史は少なくともGrahamとDoddがバリュー投資の基礎を築いた1930年代にまで遡りますが、ファクター投資は現在、サステナブル投資の実務面で重要度を増しています。実際、ファクター投資は地殻変動的な変化のテーマと密接な関係があります。サステナブルな企業に投資資金が流入する中で、投資家はクオリティなどのファクターと同様の属性を見い出せるのではないかと考えています。

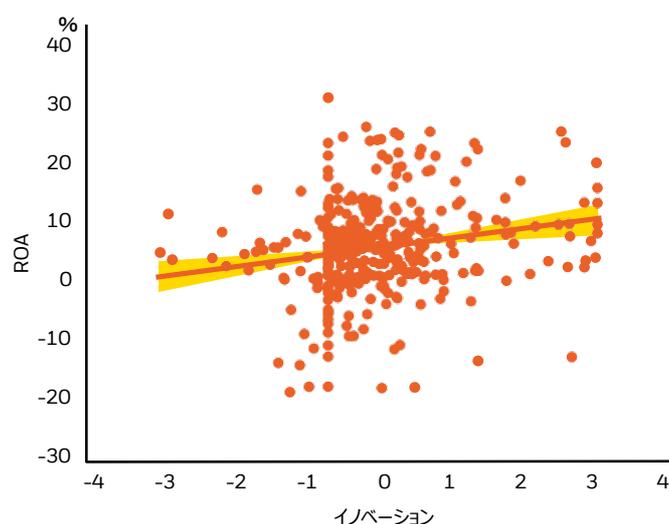
ファクターは従来、企業の単純なファンダメンタルズ指標によって把握されてきました（バリューのファクターはPBRで、クオリティのファクターは負債比率で測定されてきました）。高度なファクター投資では、長年の実績がある投資アイデアについて、より複雑かつ独自性の高い評価手法が導入されてきました。その結果、サステナビリティ関連のデータは従来のファクターの定義を改善できる可能性があることが示されています。

サステナブルな行動や活動には「クオリティ」のような従来のファクターに関係する諸側面があり、そのようなサステナブルな属性を組み込むことで、ファクターの従来の定義を改善することが可能です。例えば、ブラックロックの多数の運用チームは、利用者の多い雇用主レビューサイト上でのレビューを10年以上にわたって使用し、最近では自然言語処理技術を用いて4万2,000社、1,600万件のレビューを調査しています<sup>24</sup>。そのようなレビューは、各社の企業文化についての評価を知る上で参考になります。特に、レビュー内での「イノベーション」や「ワークライフ・バランス」という言葉の使用頻度は、1年間の企業の生産性を予測する指標として統計的に有意であることが示されています<sup>25</sup>。人材関連の問題は以前から学術研究の中で分析されてきましたが、ごく最近になるまでは、こうした問題が主要なファンダメンタルズ指標に及ぼす影響を測定することは困難でした。定量的リサーチにより、「クオリティ」の文化が測定可能であることのみならず、それが将来の収益性にどう影響するかについても検証できるようになっています。

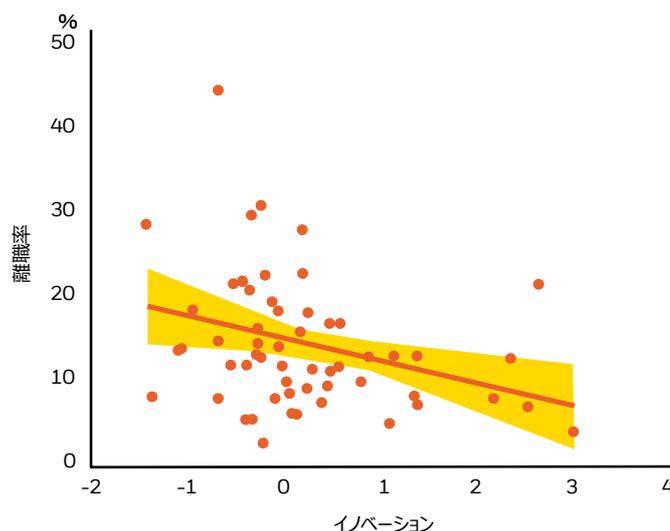
## 従業員レビュー：イノベーション、離職率、収益性の相互関係

従業員がイノベーションについて言及している企業は、収益性（ROA）が高く従業員の定着率が高い（離職率が低い）傾向があります。

イノベーションの高さとROAの高さの相関関係



イノベーションの高さと従業員離職率の低さの相関関係



ブラックロックによるサードパーティー・データの分析。「イノベーション」は、ブラックロックが関係があると判断した用語について2020年9月に行ったサイト内キーワード検索のテキストから抽出しています。次にブラックロックは、報告されている2021年9月の総資産利益率（ROA）と従業員離職率を分析しました。

24 ブラックロックによるサードパーティー・データの分析。「イノベーション」と「ワークライフ・バランス」のカテゴリは、ブラックロックが当該カテゴリと関係があると判断した用語について2020年9月に行ったサイト内キーワード検索のテキストから抽出しています。次にブラックロックは、報告されている2021年9月の総資産利益率（ROA）と従業員離職率を分析しました。

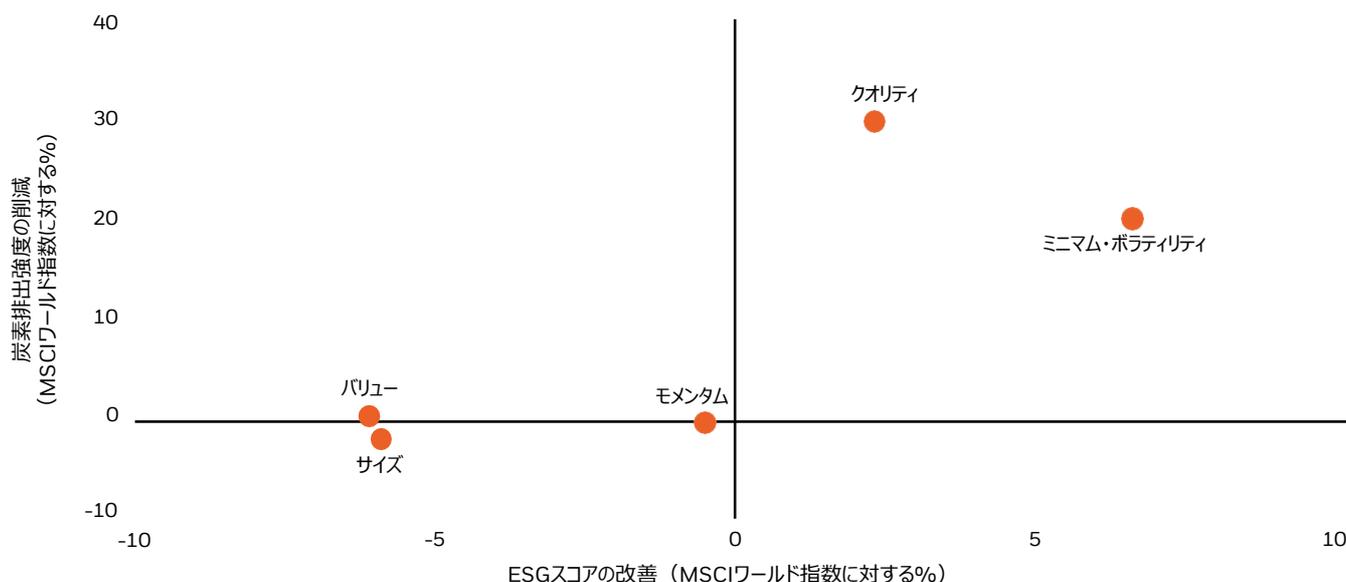
25 同上。

サステナビリティに関する考慮事項は、特定のファクターがアウトパフォームする理由に関するブラックロックの運用チームの見解にも関係してきます。さらに、ESGとクオリティなどの従来のファクターとの間に相関関係があることは、ファクターとESG情報を組み合わせることが有益であることを意味しています。定量リサーチの技術進歩により、ファクターとサステナビリティが重なる領域の分析が強化され、サステナビリティ成果を明示的に目指すファンドのリターン要因の解明が進んでいます。以下に示すように、クオリティとミニマム・ボラティリティのファクターにティルトしたポートフォリオは、平均してESGスコアも高い傾向があります。



ファクター・リサーチの次なる領域は、従来のファクターの定義にESGデータを明示的に組み込むことです<sup>26</sup>。従来のファクターでは、企業の将来の耐性に影響を与える属性を十分に説明できていない場合が少なくありません。アクティブ投資家にとって、サステナビリティ指標（例えば、気候変動問題に取り組むことへの企業のコミットメント）とファクターの間の複雑な関係を理解することの重要性は高まっています。なぜなら、サステナビリティとESGのデータは、従来のファクター戦略のリターンの源泉を知るための手掛かりになると考えられるためです。

### クオリティとミニマム・ボラティリティのファクターは他のファクターと比べて高いESGスコアを示す傾向



出所：ブラックロック。Worldscope、IBES、MSCI、Barraからのデータ（2015年1月1日～2019年9月30日）。

26 Y. Chan, K. Hogan, K. Schwaiger, A. Ang, “ESG in Factors” (2020年1月19日)、The Journal of Impact and ESG Investing, Fall 2020, 1 (1) 26-45

市場を上回るリターンを追求する投資家にとって、サステナビリティに関連する新たなデータとリサーチは、従来の投資プロセスとの併用により重要な役割を果たすようになっていくと思われます。サステナブル投資はまだ比較的歴史が浅く、特に長期においてサステナビリティ関連のデータが投資機会にどう結びつくのか、分からないことはまだ多くありますが、最近の調査は成果を上げつつあります。

現在の社会・環境課題の重大性に鑑みて、ブラックロックのサステナブル投資では、サステナビリティの問題解決に寄与する透明性の高いアクティブ戦略を幅広く提供する必要性を認識しています。システムティック戦略、ファンダメンタルズ戦略、インデックス戦略、オルタナティブ投資戦略など、投資アプローチは多岐にわたりますが、長期にわたり市場平均を上回るリターンの源泉を投資家が探し求める中で、サステナビリティの重要性は一段と高まっていくとブラックロックは考えています。

世界経済は変革の時期を迎えています。ブラックロックは、お客様のために低炭素社会への移行に備えたポートフォリオを構築し、最も関連性の高いデータを収集・分析し、投資リサーチを通じて差別化された情報を得ることにより、公開・非公開市場で最も革新的な企業を見つけ出すことに努めてまいります。



# Authors



**Rich Kushel**

Head of the Portfolio Management Group



**Eric Van Nostrand**

Head of Research for Sustainable Investments and Multi-Asset Strategies



**Carolyn Weinberg**

Global Head of Product for iShares and Index Investments



**Vivek Paul, FIA**

Senior Portfolio Strategist and UK Chief Investment Strategist for BlackRock Investment Institute



**Quyen Tran**

Head of Sustainable Investing Research for Fundamental Equities and Director of Impact Investing



**Josh Kazdin, CFA**

Director, Systematic Active Equity



**Katharina Schwaiger, PhD**

Senior Researcher for BlackRock's Factor-Based Strategies Group



**Debarshi Basu, PhD**

Head of Quantitative Research for BlackRock Sustainable Investing



**Laura Segafredo, PhD**

Global Head of Sustainable Research for iShares and Index Investments



**Chris Dieterich**

Director, iShares and Index Investments

## Contributors

**Andrew Ang, PhD**

Head of BlackRock Systematic Wealth Solutions and Head of Factor-Based Strategies Group

**Sara Shores, CFA**

Head of Strategy for BlackRock Systematic

**Rick Rieder**

Chief Investment Officer of Global Fixed Income, Head of the Fundamental Fixed Income business, and Head of the Global Allocation Investment Team

**Becci McKinley Rowe**

Co-Head of Fundamental Equities

**Jean Boivin, PhD**

Head of the BlackRock Investment Institute

**Paul Bodnar**

Global Head of Sustainable Investing

## **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、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当資料の見解とは必ずしも一致するものではありません。当資料は、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から、外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。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、当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。当資料は、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よろしくお願いいたします。

## **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

## **Want to know more?**

[blackrock.com](http://blackrock.com)

# **BlackRock**