

# ESGエンゲージメント： 債券投資家の声を反映させる

ESGに関して言えば、エンゲージメントはもはや株式保有者だけのものではありません。債券投資家も洞察力を高め、変化を促し、声を上げる方法を探しています。



環境及び地政学リスクの継続的な高まりが経済の安定を脅かす中、ESGへの配慮は株式投資家と同様に債券投資家にとっても重要になっています。ESGは、純粋なアップサイドの可能性から、人々と地球の長期的な持続可能性を考慮した広範な見通しに着眼点をシフトさせる点で、私たちの投資に対する姿勢に影響を与えています。

債券投資家にとって、これは投資家エンゲージメントの分野で大きな変化をもたらしました。株式投資家は、伝統的に投資先の企業とのエンゲージメントを行ってきました。株主、つまり対象企業の一部所有者として、コーポレートガバナンスに影響を与え、企業の運営方法について経営陣と直接話し合うことができる議決権を行使してきました。

債券投資家は企業の所有者ではなく貸し手であり、直接的に法的影響力をもちあすことはできません。しかし、投資運用業界におけるESGの重要性は、このダイナミクスを変え、債券投資家の声をより強く反映させることになりました。

債券投資家は議決権を持たないものの、規模と潜在的な影響力でそれを補っています。債券市場の規模は約128.3兆米ドルであり、規模がおよそ34.8兆米ドルである株式市場を凌駕しています。債券保有者は、個人または集団として、新規発行を資金面で支援、あるいは支援を取りやめる力を持っており、それに伴って実質的に企業の借入コストを引き上げることができます。

以前は、債券投資家がESGへの懸念を踏まえてある銘柄に投資しない場合、別の投資家はその債券を購入して需要を維持していました。しかし、顧客が運用の委託においてESG評価をより重視するにつれ、業界全体がより慎重な運営モデルへと移行しています。不十分なESG慣習に対する許容度は低下しています。ESGへの配慮が不足している企業の新規発行にはそこそこの需要しか集まらず、結果として債券の購入希望者が、ESGリスクの高まりを補うために借入コストを高く設定することにつながります。



ルーシー・バーン  
シニアESGアナリスト

2021年秋



企業価値や文化、ESG活動を詳しく調べるには、実践的なアプローチが必要です。

## エンゲージメントの方法

債券投資家のエンゲージメントには、アクティブ運用のアプローチが必要となります。ベンチマーク運用やパッシブなアルゴリズム運用は、エンゲージメントに関連する全てのニュアンスを考慮することが出来ません。企業価値や文化、ESG活動を詳しく調べるには、実践的なアプローチが必要です。

ある企業の債券を購入しないことは、ESGに関連したネガティブな見方を率直に示す手段となりますが、必ずしも変化をもたらすものではありません。議決権行使の選択肢がない債券投資家のエンゲージメントは、一般的にミーティングや電話、書面などを通じた対話の形がとられます。運用者は、個人としてもエンゲージできますが、債券保有者の集団的な影響力を利用するために協働することも可能です。またメディアへの露出は、債券投資家のメッセージ力を高めるのに役立ちます。

## 債券におけるエンゲージメントを理解する

変化を促すことは容易ではなく、債券及び株式保有者はともに、声を反映させるという点で課題に直面していると見ています。債券投資では、エンゲージメント手法の効果を決定づける様々なニュアンスがあり、障害となる可能性があるものもあれば、チャンスとなるものもあります。

<b>社債 vs ソブリン債</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>エンゲージメントにおける障壁は、一般的に企業よりソブリンの方に多いと見ています。</li> <li>ソブリンとのエンゲージメントにおける主な目的は知見を得ることですが、財政の透明性を向上させたり、投資家が信頼できる運営環境を確保するなどの影響を与えるためにエンゲージメントする機会もあります。</li> </ul>
<b>サブ資産クラス間の違い</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行体の規模やリソースが大きく、業績などのトピックを話し合う機会や必要性があるため、ハイ・イールド債よりも投資適格債の方が、対話しやすいと言えます。</li> <li>特に第三者データが不足している際には、ハイ・イールド発行体との対話を通じて、知見を得たり、ESG活動やリスク管理についての理解を深められると見ています。</li> </ul>
<b>EM国 vs 先進国市場</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>エマージング(EM)発行体へアクセスすることは、社債及びソブリン債に関わらず、エンゲージメントにおける課題になる可能性があります。</li> <li>EM発行体とのエンゲージメントは、情報開示が不十分な発行体のESG活動に関する理解を深めたり、ポジティブな変化や最良の選択を促す上で、非常に有効となり得ます。</li> <li>先進国市場(DM)、特にソブリンとのエンゲージメントは、一般的にDM発行体の標準的な取り組みがより先進的であることから、EM発行体と比較できない場合があります。</li> </ul>
<b>一般的な公募債券 vs ストラクチャード・クレジット</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ストラクチャード・クレジットにおけるエンゲージメントは可能ですが、資産クラス自体の特性により、対話の方法やどのレベルでの対話が可能であるか、(純粋に知見を得るためではなく) 影響を与えるための対話が実現するかどうかなどを慎重に検討する必要があります。</li> </ul>

ブルーベイのESGインゲージメントは1つのビジネスエリアに限定されていません。イニシアチブの性質に応じて、ESGチームが取り組みをリードすることもあれば、特定の運用チームと連携して活動することもあります。

## ブルーベイではどのような活動をしているのか

### エンゲージメント活動

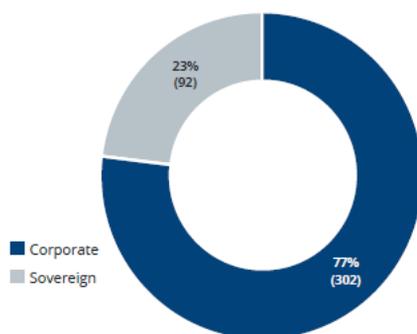
ブルーベイのESGインゲージメントは1つの事業部門に限定されていません。イニシアチブの性質に応じて、ESGチームが取り組みをリードすることもあれば、特定の運用チームと連携して活動することもあります。銘柄や業界レベルの取り組みは、主にESGチームが主導する一方、発行体やセクターレベルの協働エンゲージメントには、通常、運用及びESGチームのメンバーが参加します。

### エンゲージメントのレポートイング

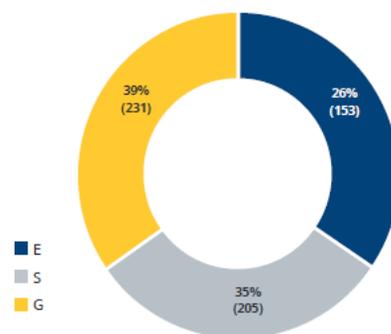
ブルーベイでは2020年に、独自のリサーチプラットフォーム上にエンゲージメントの記録を一元管理できるシステムを導入しました。このシステムに、エンゲージメントの事例や使用された対話方法、提起されたトピック、エンゲージメント後の見方などを記録しています。目標やタイムラインに対する進捗状況を体系的に監視するなど、詳細な成果を把握できるように、このシステムを常にアップデートしています。

### 2020年のエンゲージメントサマリー

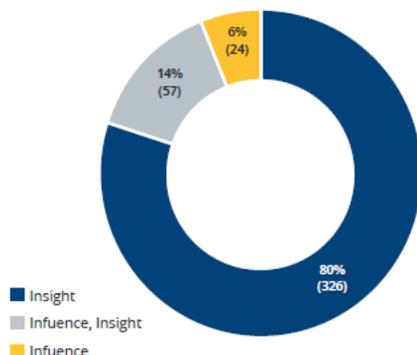
発行体タイプ別の内訳（全体に占める割合、％）



E、S、Gの中でどの「リスク」に焦点を当てたエンゲージメントであったかの内訳（全体に占める割合、％）



エンゲージメントに至る背景の内訳（全体に占める割合、％）



出所: BlueBay Asset Management LLP, 2020年12月時点

幾つかのエンゲージメントは、E、S、Gのうち複数の項目にあてはまるため、合計が他項目と一致しない可能性があります。

協働エンゲージメントは、債券投資家が発行体のESG活動改善の取り組みに影響を与えるための強力なメカニズムとなります。

## 実際のエンゲージメント - ケーススタディ

### 食肉製造のグローバルリーディングカンパニー

**地域：**エマージング市場

**エンゲージメントの目的：** ESGへの取り組みを改善し、ネガティブな報道があった後、将来的なリスク・イベントを回避する戦略が実行されることに対して確証を得ること。

**エンゲージメントの概要：**

- ・ 同社は、財務会計上の不正や収賄に関連して、ESGの実績が芳しくない。
- ・ 2017年にPRIが主導する協働エンゲージメントアプローチにブルーベイも署名し、将来的なリスク・イベントを回避するための経営戦略が実行されることに対して確証を求めました。
- ・ 第2フェーズでは、食品加工における水の管理リスクと機会に関する対話を深めることを目指しました。
- ・ 2020年には、Covid-19を踏まえ、雇用者の健康や安全に関して積極的に対話を実施しました。

**状況：** エンゲージメントは継続中です。更なる進展を促すために、協働及び個別の取り組みを通じて働きかけます。

### 欧州のビデオゲーム会社

**地域：** 欧州

**目的：** ハラスメント疑惑後のガバナンスの変化と措置について知見を得ること。

**エンゲージメントの概要：**

- ・ 企業文化や慣習に関する疑惑を受けて、経営陣の電話会議を通じてガバナンス面での変化があったかどうかを理解します。
- ・ 投資家へのコミュニケーションにおいて期待されることや、変化を示すためのロードマップについて議論しました。

**状況：** 継続中です。ガバナンスと文化でのポジティブな変化に向けて大きな進展を見せました。これらの進展が完全に定着するまでに時間がかかることから、引き続き進捗を監視していきます。

### ソブリン

**地域：** エマージング市場

**目的：** 政府の効率性やロシアとの関係について知見を得ること。

**エンゲージメントの概要：**

- ・ 同国は、権威主義的な政権体制となっています。2020年の選挙において、野党の候補者に対して措置がとられたことを受けて同国への懸念が高まり、EUが制裁を検討するに至りました。
- ・ 新発債発行時の電話では、ロシアとの関係の在り方について議論しました。
- ・ **状況：** 終了しました。ロシアとの関係に関する質問の回答に納得感を得られませんでした。緊張が高まっていたほか、Covid-19に対する同国の対応が不十分であると感じました。最終的に、新規発行の機会は見送りました。

協調的なアプローチは、時折個人では不可能な、あるいは単独で達成するのに時間がかかる変化をもたらすことができます。状況次第では、最大のインパクトをもたらすために、発行体に対して個別と協働のアクションを行うこともあります。

## 協働ESGインゲージメント

コラボレーション(協働)によるエンゲージメントは、債券投資家が発行体のESG活動改善の取り組みに影響を与えるための強力なメカニズムとなります。これらは、広範なものからの絞ったものまでありますが、個別よりも集団での働き掛けの方がより大きな影響力を持ちます。

ブルーベイは、協働エンゲージメントにおいて我々の役割を果たすことにコミットし、スチュワードシップ活動を通じて、ESGにおける最良の選択を推進していきます。協調的なアプローチは、時折個人では不可能な、あるいは単独で達成するためには時間がかかる変化をもたらすことができます。状況次第では、最大のインパクトをもたらすために、発行体に対して個別と協働のアクションを行うこともあります。

ブルーベイは、社内のESG活動を発信し、発展させるとともに、債券投資の世界でESGの考え方を推進するために、多くの業界団体やイニシアチブに参加しています。



## 取り組み中の協働プロジェクト

### 森林破壊に対する協働エンゲージメント

地域：エマージング市場

目的：アマゾン森林破壊の問題に改善を促すための影響をもたらすこと。

#### エンゲージメントの概要：

- 2020年に「森林破壊に関する投資家の政策対話（Investors' Policy Dialogue on Deforestation in Brazil）」は設立され、アマゾンの熱帯雨林の持続可能な管理について、ブラジル当局との長期的なエンゲージメントを開始しました。
- 現在、総額で4.6兆米ドルを超える資産を運用する34の投資家グループから支持を得ています。
- 投資家グループは、高い森林破壊率に懸念を示す公開書簡に共同で署名しました。ブラジル中央銀行やアマゾン協議会のメンバーとの対話が実施されました。
- 共同議長を務める、二年に亘るエンゲージメントプログラムは正式に決定しました。
- **状況**：継続中です。当プロジェクトの詳細に関しては[リンク先](#)もご参照ください。

## ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下となります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上