



# 債券保有者の声を 解き放つ： ESGエンゲージメント



ルーシー・バーン  
シニアESGアナリスト、  
ESG投資

RBCブルーベイ・アセット・  
マネジメント

2023年3月

「議決権がないことを、債券保有者は投資サイズ、つまり潜在的な影響力で補っているのです」

環境リスクや地政学的リスクの高まりが続き、経済の安定性が脅かされる中、債券投資家にとっても、ESGの考慮は株式投資家と同じくらい重要となってきています。

ESGを考慮することは、私たち全ての投資手法の基礎となっており、単なるアップサイドの可能性を求めることから、人と地球の長期的な持続可能性を考慮した、もっと一般的な展望へと焦点を移しています。

この結果、投資家によるエンゲージメントという領域で、債券保有者にとっての大きな変化が起きています。株式投資家は伝統的に、投資先企業とのエンゲージメントを行ってきました。株主、つまり当該企業の一所有者として、株式投資家は議決権を行使してコーポレート・ガバナンスに影響を与え、どのように企業を経営するのかという点について、経営陣と直接的に関わる機会を持っています。

債券保有者は企業の所有者ではなく、資金の貸し手であり、企業に影響を与える直接的な法的な機能を持っていません。しかし、投資業界におけるESGの重要性によって、この流れは変わり、債券保有者の声は解き放たれました。議決権がないことを、債券保有者は投資サイズ、つまり潜在的な影響力で補っているのです。単独あるいは1個の集団として、債券保有者は新規発行時に資金的な支援も、それを引き上げることもでき、それに伴って企業の借入コストへの影響力を持っています。

従来は、債券投資家がESGの懸念を理由にある銘柄を購入しなくても、別の債券投資家が購入するという場合も多く、需要が維持されていました。しかし、ESGファクターが顧客のマンドートの中心になるにつれ、業界全体がESGについてより慎重な運用モデルへと移行しています。投資家はESGの実践が芳しくない状況を受け入れ難くなっています。ESGの考慮に乏しい企業は、新規発行の際に投資家からの需要低下に見舞われる可能性があり、購入する意欲を持つ投資家は発行体の高いESGリスクを補うために、借入コストを押し上げることになると思います。

## エンゲージメントの方法

債券保有者のエンゲージメントには、アクティブ運用が必要です。インデックス運用やアルゴリズムによる運用は、エンゲージメントに関することを全く考慮しません。企業価値や文化、ESGの実践といったことを掘り下げるには、直接的に企業に関与するアプローチが必要となります。

ある企業の社債を購入せずに資金を取っておくという選択は、ESGについてネガティブな見方をしていると示す直接的な手段ですが、必ずしも企業の変化を促進するわけではありません。議決権行使という選択がないことから、債券保有者のエンゲージメントは通常、ミーティング、電話、文章などを通じた発行体との対話で行います。資産運用会社は単独でのエンゲージメントや、債券保有者の集合的な力を利用して協働することもできます。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ために役立ちます。

ESGに関するエンゲージメントは、1つの部署で対応するものではないと考えています。イニシアチブの内容によっては、当社のESG投資チームが主導し、専門の投資チームと連携して活動する場合もあります。発行体やセクター・レベルの協働したエンゲージメントでは通常、投資チームとESG投資チームのメンバーが参加しますが、銘柄レベルや運用業界レベルの取り組みは、主にESG投資チームが主導します。

## 債券全体で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、債券投資家も株式投資家も同様に、発行体に自分たちの声を届けることに課題を抱えています。債券の中には、効果的なエンゲージメント手段を得られる多くのポイントがあります。障害となりそうなものもあれば、チャンスとなりそうなものもあります。

**「ある企業の社債を購入せずに資金を取っておくという選択は、ESGについてネガティブな見方をしていると示す直接的な手段ですが、必ずしも企業の変化を促進するわけではありません」**

## 社債 vs ソブリン債

- ソブリンとのエンゲージメントには、企業のケースと比較して、障壁や困難が一般的にあると思います。
- ソブリンとのエンゲージメントの中心は通常、そのソブリンの見直しを作ることにあります。影響を与えることを目的としたエンゲージメントを行う機会もあります。例えば、財政の透明性を高め、投資家から信頼が得られる状況を確保すること、などがあります。

## サブ・アセット・クラスの違い

- 投資適格債の発行体は、ハイ・イールド債の発行体よりもエンゲージメントを行いやすくと考えます。一般的に規模が大きく、リソースも豊富で、業績といったテーマでのエンゲージメントを受ける能力とニーズがあるからです。
- ハイ・イールド債の発行体とのエンゲージメントは、その発行体の見直しを作り、ESGの実践状況とリスク管理を理解するという点から有効です。特に、データ・プロバイダーからのハイ・イールド企業のデータの入手が困難で、データの公開が限られている場合にこうしたことが言えます。

## エマージング市場 vs. 先進国市場

- エマージング市場の発行体へのアクセスは、社債もソブリン債も共に、エンゲージメントにおける難しい課題です。
- エマージング市場の発行体とのエンゲージメントは、情報開示が不十分であるESGの実践状況を把握できることから、前向きな変化や最善の努力を促すためにも、特に有効です。

## 一般的な債券 vs 証券化クレジット債

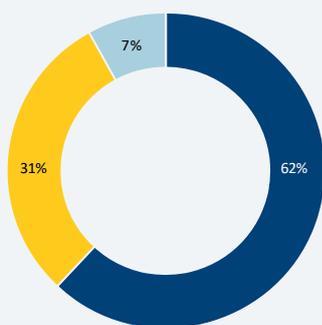
- 証券化クレジット債でのエンゲージメントも可能であるものの、資産クラスから、使用するエンゲージメントの手段、可能なレベル（例：経営陣）、（純粋な見直し作成を目的としたものとは違い）影響を与えることを目的としたエンゲージメントの程度について、慎重に検討する必要があります。



## 当社の2022年のエンゲージメント活動

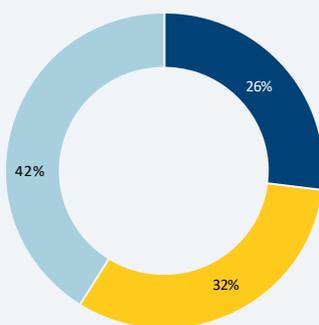
当社では、自社のリサーチ・プラットフォームである「アルファ・リサーチ」を用いて、エンゲージメントの記録を一元化しています。当システムでは、エンゲージメントの事例、用いた手段、提起したトピック、エンゲージメント後の見解（ESGに関するものを含む）を記録しています。このシステムは、目的や期間に対する進捗状況のモニタリングなど、より詳細なデータを取得するために常に進化させています。2022年には、311の発行体に対して484件のESGに関するエンゲージメントを実施しました。詳細な内訳は以下の通りです。

発行体の内訳



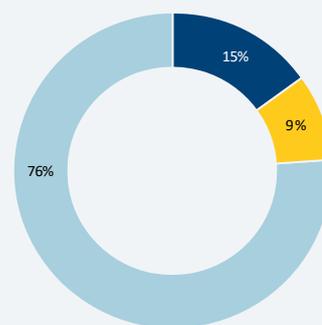
■ 企業	298
■ ソブリン	148
■ 非発行体	36

E,S,Gの内訳



■ E	189
■ S	225
■ G	296

エンゲージメントの目的



■ 影響の行使	73
■ 影響の行使、調査活動	41
■ 調査活動	370

\*ディスクレーマー: データには2022年1月1日から12月31日までのESGエンゲージメント。ESGエンゲージメントには複数のリスクと投資機会を目的としている場合や、これらの複数のトピックをカバーする場合があります。調査目的のエンゲージメントは、投資判断の参考とするために、より深い理解を目的に実施されます。影響力を行使するエンゲージメントは、変化を促進するために行われます。発行体に対するエンゲージメントには、企業とソブリンが含まれます。非発行体へのエンゲージメントには一般社会や政策当局者が含まれます。

## ESGエンゲージメントにおける協働

協働エンゲージメントは、債券投資家がESGの実践状況改善について、発行体に影響を与えるための強力なメカニズムとなります。これは一般的なものから特定のものまであり、個別よりも集団で行うと、より大きな影響力を持つことが多いと考えています。

私たちはスチュワードシップ活動を通じて、協働エンゲージメントで一定の役割を担い、ESGでの最善の行動を促すことを約束しています。協働アプローチは個別では不可能な変化や、達成するのに遙かに時間を必要とするような変化をもたらすこともあります。状況によっては、最大限の効果を得るために、一つの発行体に対して個別と協働での双方で行動を取ることもあります。

私たちは自社でのESGの実践状況について知ってもらい、ESGを進展させるために、そして債券の投資ユニバースを横断してESGの思考を前進させるために、数多くの業界団体やイニシアチブに参画しています。



## ケース・スタディ: ソブリン債

### 対象: ウクライナ

**エンゲージメントの目的:** ロシア・ウクライナ紛争をめぐる様々なESGの課題へのアクティブなエンゲージメント。

### エンゲージメントの概要

- 様々なメカニズムを通じて、2022年ロシア・ウクライナ紛争でのESGの問題について、エンゲージメントを行いました:
  - ウクライナ復興と民間セクターの潜在的な役割について、英国政府向けの政策提言書を作成。戦争と復興におけるウクライナの経済的ニーズについて、元フィンランド大統領であるマルツィ・アハティサーリ氏のシンク・タンク（CMI）向けの政策提言書を作成。
  - ウィルトン・パークが主催し、ワルシャワで開催されたウクライナ復興会議に協賛・参加し、ウクライナ復興を担当するウクライナと西欧の政策担当者60名以上が集まりました。
  - ウクライナに関連した復興支援や制裁をテーマとした各種セミナーや電話会議に参加しました。また、ウクライナ侵攻後のロシアへの制裁や各種投資インデックス（EMBI、MSCI）からのロシアの除外について、金融市場の役割についての議論に積極的に参加しました。

### 成果

現在、ウクライナやその他の低所得国（LICs）向けの新たな債務解決策について議論するドナー会議において公的機関と協働して、ウクライナ関連の慈善活動のために350万ポンド以上を調達するよう行動を続けています。

### 対象: ブラジル

**エンゲージメントの目的:** ブラジルの連邦政府と州政府の政策担当者に、アマゾンとその他の主要な生物群での森林破壊への取り組みを進展させるように促しています。

### エンゲージメントの概要

- 2020年7月より、私たちは「森林破壊に関する投資家の政策対話（IPDD）」の共同議長を務めています。このイニシアチブは、国に対して森林損失への取り組みを怠ることの危険性を強調することを目的としており、世界的に協調した投資家エンゲージメント・イニシアチブです。
- また、IPDDのブラジルでの一連の活動をリードしています。ボルソナロ前政権がこうした活動に批判的であったのに対し、2023年初めに発足したルーラ政権は、はるかに理解を示しているため、ルーラ政権の取り組みを促すことに焦点を当てています。
- 例えば、環境省や国立開発銀行の新たな担当者の多くは以前、教育セッションに参加し、私たちの一連の活動のために、森林破壊の削減に関する課題や政策オプションが理解されるように支援してくれました。
- 一方、州レベルや中央銀行では担当者に変わりませんが、サプライ・チェーンの精査と、ひいては森林保護に対する商業的なインセンティブとなるような透明性とデータの共有に向けて、早い進展を促したいと考えています。

### 成果

- 1月にルイス・イナシオ・ルーラ・ダ・シルヴァ氏が新大統領に就任し、前ボルソナロ政権の政策や発言からの大幅な政策転換を前提に、ブラジル・ソブリン債に対する投資ESGスコアを-2から+1（スコアは-3から+3）に修正しました。
- 議会では、少数与党の立場で交渉する必要がありますが、ルーラ大統領の政策に関する方向は前任者よりも明らかにESGフレンドリーであり、特に森林破壊に対するアプローチ、気候変動や自然に関する国際的な二国間・多国間パートナーとの協力において、その傾向が顕著となると考えています。

## ケーススタディ: 社債

**対象:** 自動車メーカー

**エンゲージメントの目的:** ESGファンダメンタル・リスクの評価を見直し

### エンゲージメントの概要

- ディーゼル車の排ガス・テストを不正に行う「ディフィート・デバイス」の使用について告発されて以降、同社は、多くの管理面と構造面での変更、電気自動車への注力により、ESGストーリーを改善してきました。
- しかし、ガバナンス面については外部株主が限定されており、不透明な構造となっているため、改善が遅れていると見えています。さらに、新疆ウイグル自治区の自動車工場で、ウイグル族といった少数民族を強制労働させたという疑惑があり、MSCIはレッドフラグとし、国連グローバル・コンパクトのステータスは「フェイル」となりました。
- そのため、それぞれの見解を理解するために、同社とMSCIと対話しました。その結果、今回の格下げについて、早急な解決策や改善策を講じることはできないとの印象を受けました。MSCIについては、この地域で同様の疑惑に直面している他の企業は格下げされていないことから、この特定の自動車会社に対する格下げについて、さらに明確にするよう求めています。

### 成果

- 同社について、基本的なESG評価をリスクが「高い」から「非常に高い」に変更し、SFDR第8条に分類される全てのポートフォリオからエクスポージャーを削減する予定です。
- 今後もモニターを続け、適宜、同社及びMSCIと直接関わっていく予定です。

**対象:** カナダの鉄鉱石メーカー

**エンゲージメントの目的:** 保健衛生、労使関係、人事、人権、地域社会との関係に対する考え方を調査

### エンゲージメントの概要

- カナダのヌナブト準州の投資環境調査（ヌナブト影響審査委員会：NIRBが実施）は港湾鉄道拡張プロジェクトにおいて、輸出量を6百万トンから12百万トン（最終的には18百万トン）に増やすという同社の申請に対し、反対勧告を行いました。
- 同社の経営陣はNIRBの判断に驚いていましたが、エンゲージメント後、ベース・ケースとして連邦政府が同社を支持する判断を下す可能性が高いと当社では考えました。
- しかし、NIRBは判断理由として、経営陣が過去数年間、地元のイヌイット・コミュニティの懸念に十分に対処しておらず、主要な環境・社会的リスク要因の軽減に進捗が止まっていることを強調しています。

### 成果

発行体のESGの実績についてネガティブな点が見られることから、2022年5月末から6月初旬にかけて、ESGを考慮する運用戦略とESGを重視する運用戦略の両方で、同社のエクスポージャーをなくす決定をしました。

## 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ようになります。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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	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ござい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