

事前の書面による許可なく複製はできません。
巻末の全てのリスク開示をご参照ください。



債券投資における 責任投資の実践

重要性を増す債券投資家のエンゲージメント

2019年8月

要旨

- 従来、債券投資家は株式投資家ほど企業とのエンゲージメントに注力してきませんでした。
- 債券投資家には企業と対話する責任があるとインサイトは考えます。
- 企業とのエンゲージメントは、信用リスクを評価し、管理する方法の一つでもあります。従って、エンゲージメントに対する第一義的な責任はクレジットアナリストにあります。
- インサイトは、企業との直接的エンゲージメントをサポートする独自のESG調査を行っています。

インサイトにおける責任投資

- インサイトは、2006年に国連責任投資原則に最初に署名を行ったメンバーの1社で、グローバルに責任投資を提唱する会社です。
- また2002年のインサイト創立時より、気候変動対応を企業に求める欧州の機関投資家で構成される団体であるIIGCCおよびCDP（カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）の活動を支援しています。
- インサイトでは10年以上に亘り、ESGの要素を運用プロセスに統合しています。
- 2016年にイギリスの財務報告協議会より、スチュワードシップに対するアプローチの質の高さと透明性が優れているとしてTier1の評価を獲得しました。
- また、2019年においてPRIより、戦略とガバナンス、債券（国債、国際機関債、エージェンシー債）、債券（非金融社債）、債券（金融社債）の4分野で最高となるA+の評価を獲得するとともに、債券（証券化商品）でAを獲得しました。
- インサイトでは、ESGの要素はアクティブ債券運用のプロセスに統合されているとともに、さらには顧客ニーズに則した様々な基準でのESG関連の多くの戦略を運用しており、その残高は174億ドル（2019年6月30日現在）にのぼります。

責任投資の実践 重要性を増す債券投資家のエンゲージメント

重要性を増す債券投資家のエンゲージメント

これまでエンゲージメントは欠けていた

従来、債券投資家は株式投資家ほど企業とのエンゲージメントに注力してきませんでした。株式投資家は債券投資家と異なり、議決権の行使によって企業の行動を導き、経営陣や取締役会に対する不満を表すことができます。また、債券投資家は通常CFOか財務責任者とやり取りしますが、大口の株主はCEOや経営陣にアクセスする機会がより多いかもしれません。こうした限界により、通常債券投資家には企業側のインフルエンサーとESGリスクを議論する機会はありません。また、エンゲージメントの重要性を端から否定する債券投資家もいるかもしれません。

債券投資家には果たすべき重要な役割がある

債券投資家は、企業とのエンゲージメントにより積極的な役割を果たすことができ、またそうすべきであるとインサイトは考えています。債券投資家には株主のような議決権はありませんが、強い影響力のあるエンゲージメントを行うための経営陣へのアクセスの手段は幾つかあります。資本調達関連のイベントはそうした手段の一つを提供します。株主資本の調達は減多に行われませんが、企業は定期的に債券投資家から資金を調達しており、このことは債券投資家の懸念に対処する明確なインセンティブとなります。新規の債券発行時に通常行われるロードショーは、企業に説明責任を果たさせる機会を提供します。また、資金調達時以外の経営陣との定期的な対話も一つの手段です。インサイトは2018年に発行体の経営陣とおよそ1,300件のミーティングを行いました。

債券運用プロセスにおけるエンゲージメント

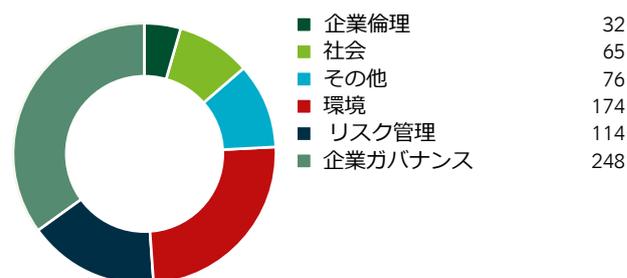
インサイトにおけるエンゲージメントの統合

企業とのエンゲージメントの起点はクレジットアナリストであると考えています。エンゲージメントとは、単に形を変えた信用リスクの評価・管理の方法の一つであり、投資に重大な経済的影響を及ぼすと考えています。従って、エンゲージメントはより広範な運用プロセスの中で捉えることで最もよく理解することができます。

インサイトのクレジットアナリストは、企業が発行した（又は発行しようとしている）債券やローンに投資する前に必ずその企業とコンタクトしています。インサイトは、対面のミーティング、投資家カンファレンス、電話会議、メール、書簡等の様々な方法を通じて定期的に企業にコンタクトしています。発行体企業とのコミュニケーションの頻度は、リサーチの過程で特定されたリスクに左右されます。

エンゲージメント活動は、ケースバイケースで組織のより高いレベルに引き継がれます。企業側の（ESGを含む）リスク管理に満足できない場合、リスクを管理するために保有証券を売却する、投資を見合わせる、又はポジションをアンダーウェイトに変更する用意があります。インサイトのアナリストは、2018年にESG関連のエンゲージメントのための企業とのミーティングを709件行いました（図1）。

図 1: 2018年における発行体の経営陣とのESGに関する対話¹



¹ 出典：インサイト・インベストメント、2019年1月現在。



© Image: 'Mauna Kea Moonset' by Sean Goebel (USA)
Insight Astronomy Photographer of the Year competition 2017

インサイト独自のESGスコアカード

インサイトは、潜在的投資対象である殆どの発行体企業について、データ、分析及び格付けを外部リサーチプロバイダーから入手しています。加重ベースで見ると、投資適格（IG）発行体の約98%、ハイイールド（HY）発行体の80~85%、そして新興市場（EM）発行体の80%がこのデータでカバーされており、それ以外の部分は多くの非公開企業が占めています。ESG関連の要素はインサイトのリスク管理プロセスに不可欠であるため、ESGに関するデータの欠如に目をつぶることはできません。

外部データの欠如を補うために、インサイトでは発行体企業と直接対話を行います。インサイトのクレジットアナリストは、社内的なESGスコアの算出に使用する質問票を企業に送ります。このスコアリングの仕組みを通じて、環境面の成績不振であれ、（後掲のケーススタディの一つで見るように）取締役会の質の問題等であれ、企業と議論する課題を特定することができます。過去3年間に、様々な業界と格付けにまたがる60社がこのESG質問票に回答しました。

企業とのエンゲージメント活動には、情報のためのエンゲージメントと変化のためのエンゲージメントがあります。大多数（約95%）の企業に関しては情報収集のためのエンゲージメントであり、残りは変化を促すためのエンゲージメントです。

情報収集のためのエンゲージメント

この形態のエンゲージメントでは、クレジットアナリストが経営陣に直接質問し、信用力の評価に含めるべき重大なリスクの有無を確認します。こうした情報は調査レポートを

でも得られない場合が多々あります。

質問は以下のようなものです。

- 企業に大きな費用負担が発生する可能性はあるか
 - ライセンス喪失の可能性はあるか
 - 罰金のリスクはあるか
 - 健康問題や安全性の問題に製品が脅かされているか
- 企業は将来的な規制に対して脆弱か
 - この企業の資産ミックスはリスクに晒されているか

変化を促すためのエンゲージメント

変化のためのエンゲージメントは、企業の行動に積極的な変化を望んでいる場合に行います。この形態のエンゲージメントでは、クレジットアナリストはしばしばESGチームと協力してリスク要因とエンゲージメント目的を決定するための適切な戦略を特定します。多くの場合、主眼は情報開示にあります。これは比較的達成しやすい目的であるとともに、リスク管理一般で重視される点でもあるからです。

システミックなESGリスクの管理やより複雑なエンゲージメントは、他の投資家やPRIやIIGCC等の業界団体の取り組みと協力して行うことが重要だと考えています。インサイトは、どちらの組織も10年以上にわたり支持しており、IIGCCが毎年出している気候変動に関する各国政府への声明にも署名しています。また、機関投資家が共同で取り組むPRI Climate Action 100+にも参加しており、気候変動問題に関する成績を向上させるよう最大手の発行体企業に働きかけています。

ケーススタディ

ESG関連のエンゲージメントに対するインサイトのアプローチは、新興国市場と先進国市場のどちらの企業にも適用されます。当セクションではケーススタディを通じてこのアプローチを説明しています。

1

ケーススタディ： ESGの要因が投資判断を左右

ラテンアメリカの中堅銀行（新興国市場）

背景

同業他社に勝る財務内容というファンダメンタルズと魅力的なバリュエーションに基づき、このラテンアメリカの中堅銀行の債券を新規発行で購入しました。新興市場のハイイールドの発行体ではよくあることですが、インサイトが利用するリサーチプロバイダーにはこの銀行のESG分析が全くありませんでした。

インサイトの行動

同行がESGリスク、特に会長とその家族による株式の保有にどう対処しているのか理解すべく経営陣と直接対話を行いました。そのプロセスの一環としてインサイトのESG質問票への回答を求めたところ、算出されたスコアは、社会とガバナンスに関するリスク管理は適切であるものの、環境のスコアは相対的に悪いという結果でした。しかし、同行における環境面の重要性は低いと考えました。

2017年の終盤に、同行会長による政治スキャンダルへの関与が噂され始めました。インサイトは、債券の値下がり予想し、将来的な買戻しを視野に入れポジションを売却しました。その後、市場は同行が困難に陥っている可能性を懸念し始め、債券価格は下落。エンゲージメントを通じて同行のESGリスクを明確に理解していたインサイトは債券を買い戻しました。

結果

インサイトは、社内でのESG分析と経営陣とのエンゲージメントを通じて、会長の関与にもかかわらず同行のクレジットリスクは小さいことを確認しました。同行とエンゲージメントをすることで同行のESG面でのリスクが把握できたとともに、インサイトのプロセスと方針がいかにそのリスクを低減できたかを再認識することができました。

後日、この件は銀行が自ら政府の資金洗浄対策部に不審な預金を報告した、というガバナンス面での対応が発端であったことが明らかになりました。会長は捜査の終了を待たずに取締役会を辞任し、債券価格はその後回復しました。

2

ケーススタディ： 変化のためのエンゲージメント

欧州の不動産会社（ハイイールド）

背景

この企業は、堅実なファンダメンタルズを有する急成長中の欧州の不動産会社です。しかし、長年にわたる企業ガバナンス上の懸念が存在し、それが信用格付けの改善を限定し得ると考えていました。

インサイトの行動

同社の取締役会の独立性と人数の少なさに関する懸念を議論すべく最大株主と会い、ガバナンスを改善し、情報開示を拡充する必要性を説明しました。次いで、更なる取締役会の充実を含め、必要とされるガバナンス上の変更を精査しました。同社にESGの自己査定調査を行うよう求めたところ、ガバナンスのスコアは平均的でしたが、取締役会の弱点が浮き彫りになりました。

結果

同社とのエンゲージメントから数ヶ月以内に新たな取締役が複数名選任され、投資家への定期アップデートにESGに関する情報開示が標準的に含まれるようになりました。そしてガバナンスの改善から12ヶ月以内に、一部の格付け会社が発行体の格付けをジャンクから投資適格に引き上げ、同社のリスクが低下し、信用力が高まったことを示しました。

同社は2018年に新たなESG質問票に回答しましたが、今やESGのスコアは最高位まで改善しました。

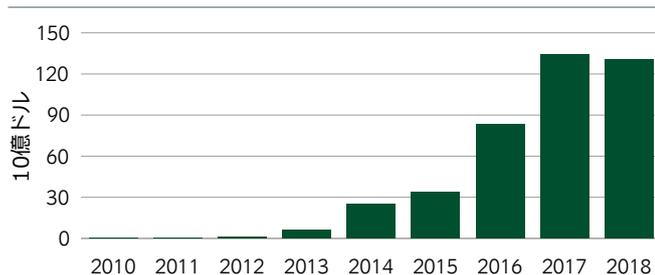
ケーススタディ：バイオマス発電による炭素排出の影響の見極め

欧州のエネルギー企業（投資適格）

背景

この企業は洋上風力によるエネルギー生産の大手です。同社は炭素排出量を削減すべく、石炭の使用を徐々に削減しており、2020年代以降は完全撤廃を目標にしています。現在同社は、バイオマスへの転換を計画している石炭火力発電所を幾つか運転しています。バイオマスは持続可能なエネルギー生産方法であると同社は考えており、木質ペレットや木材チップの燃焼で排出される二酸化炭素を森林が継続的に捕捉、貯蔵するため、バイオマス発電は二酸化炭素中立的であると主張しています。同社は、グリーンボンドの発行により順調に目標を達成できると報告しています（グリーンボンドとは、調達した資金が環境を対象とする企業活動に利用される普通債です。グリーンボンド発行のトレンドについては図3をご覧ください）。

図 3：世界のグリーンボンドの発行額²



インサイトの行動

火力による熱供給発電の燃料に石炭が占める割合は46%と、

結論

従来、債券投資家は株式投資家ほど企業とのエンゲージメントに注力しない傾向がありましたが、債券投資家には企業と対話する責任があるとインサイトは考えます。企業とのエンゲージメントは、単に形の異なる信用リスクの評価・管理の方法の一つであり、インサイトの投資に重大な経済的影響を及ぼすと考えています。

バイオマスとガスのそれぞれ27%（2016年末）に対して依然高いものの、インサイトがエンゲージメントを開始した際には、幾つかの石炭火力発電所がバイオマスに転換済みで、更なる転換が計画されていました。しかし、バイオマスの二酸化炭素中立性と持続可能性には説得力が無いと考えていました。ある転換済み発電所の木質ペレット燃焼による炭素排出量は、同社の石炭火力発電所に匹敵する水準に達していましたし、天然ガスの炭素排出量をかなり上回っています。

経営陣とのエンゲージメントにもかかわらず、残念ながら同社の反応は鈍いものでした。また、輸送による二酸化炭素の発生も減少したとはいえ、依然として続いています。

転換済みの発電所で使用される木質ペレットは国外から輸入されています。バイオマスの供給者が、持続可能なバイオマスパートナーシップを通じて、継続的に再植林を行い、また森林のエコシステムと生物多様性が保護されることを前提とすると、バイオマスは二酸化炭素中立的になると同社は主張しました。

しかし、こうしたプロセスが整備されていても、持続可能と認証されているバイオマスは調達分の61%に過ぎないことを同社は認めました。

結果

経営陣の意図は善良とはいえ、最終的には当セクターで新たなバイオマスプロジェクトの資金を賄う債券への投資は支持しないことを決めました。

二酸化炭素の排出と炭素の削減に関する同社の情報開示は改善が必要です。また、二酸化炭素中立性に関する定量的データや前提は不十分です。同社とは対話を続けています

従って、エンゲージメントはより広範な運用プロセスの中で捉えることで最もよく理解することができます。

上記のケーススタディが示すように、企業とのエンゲージメントは、インサイトがより多くの情報に基づいて債券に関する投資判断を行うのに寄与しています。

² 出典：インサイト・インベストメント、ブルームバーグ、2019年1月現在。

FIND OUT MORE



@InsightInvestIM



company/insight-investment



www.insightinvestment.com

<投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

<投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

<投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

- 申込時に直接ご負担いただく費用 申込手数料 上限3.5%（税抜）
- 換金時に直接ご負担いただく費用 信託財産留保額 上限0.70%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用 . . 信託報酬 上限 年率1.87%（税抜）
- その他費用 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

※上記費用の総額につきましては、投資家の皆様はファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

重要事項

本情報提供資料は、インサイト・インベストメント・マネジメント（グローバル）リミテッドが提供する情報を基に、BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が作成したものです。

当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。

当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNYメロン・アセット・マネジメント・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406号

加入協会： 一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

