

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

2024年

# Fixed Income Engagement Report

債券エンゲージメント・レポート | 2024年



「投資家が主導するエンゲージメントは、債券発行体に対するクレジット調査を補完し、情報開示を強化し、最終的にはサステナブルの点で、長期的に見てプラスの成果を促す重要な要素であると強く考えています。」



**ANUJ GULATI**  
エグゼクティブ・ディレクター  
債券ESG戦略・リサーチ  
グローバルヘッド

# Contents 目次

1  
Foreword はじめに

2  
Introduction イントロダクション

5  
Engagement: Relevance for Both Investors and Issuers 投資家および債券発行体の双方にとっての関連性

8  
Case Studies ケーススタディ

これらの例は、通常の市場環境において、運用チームが一般的に投資プロセスをどのように遂行しているかを示すものです。個々のポートフォリオや顧客口座には、ESGに関連した特定の目標や制約がある場合があります。ESGに関する拘束力のある基準については、個々の口座の運用方針をご参照ください。

# Foreword

## はじめに

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの債券運用部門<sup>1</sup>では、エンゲージメント活動は短距離競争ではなく、マラソンであると考えています。私たちは、付加価値の高いエンゲージメントの重要性を認識しており、債券発行体のサステナブル・トランジションを加速させる支援を目指しています。

投資家が主導するエンゲージメントは、債券発行体に対するクレジット調査を補完し、最終的にはサステナブルの点で、長期的に見てプラスの成果を促す重要な要素であると強く考えています。

2023年7月から2024年6月までの12ヶ月間に、私たちは、サステナビリティをテーマとしたミーティングを150回以上実施しました。投資家と債券発行体の双方の情報開示に重点を置く規制が強化されることに伴い、ESG報告と情報開示のクオリティにフォーカスしたエンゲージメントを2倍に増やしました<sup>2</sup>。また、生物多様性に関する一連のエンゲージメントとして、2022年<sup>3</sup>に、エンゲージメントを開始した企業のフォローアップを行いました。そして、人権問題にフォーカスした一連のエンゲージメントを開始しました。

企業だけでなく、私たちは様々な債券発行体とエンゲージメント戦略の展開を続け、各国政府、国際機関、政府関連機関とのエンゲージメントは、前年同期比で2倍以上実施しました。また、体系的なESGデータの不足が課題である市場において、プラスの変化を促すための広範な責任の一環として、証券化商品の発行体に的を絞ったエンゲージメントを開始し、債券プラットフォームの全分野にわたって、エンゲージメント活動を拡大させました。

次のエンゲージメント期間の目標は、企業以外の債券発行体との対話を引き続き拡大し、ファンダメンタル・クレジット分析とポートフォリオ・マネジャーの日常業務に、ESGにフォーカスしたエンゲージメントを組み入れる努力をさらに進めることです。また、私たちは、サステナブル・デット<sup>4</sup>の発行体にプラスの影響を与える立場にあることから、サステナブル・デットのフレームワークやインパクト・レポートを強化するために、発行体の利害関係者に対するエンゲージメント活動に特に注力していく予定です。

<sup>1</sup> 本レポートのエンゲージメントの数値および説明は、MSIMの債券運用部門の運用チームが実施した活動に関するものです。本情報は、特に断りのない限り、MSIMの社会的責任投資を行う関連会社であるCalvert Research and Management (以下、「Calvert」) が主導するエンゲージメント活動について説明するものではありません。ただし、MSIMの債券運用部門の一部のチーム・メンバーは、MSIMとCalvertの両社で職務を兼務している場合があります。

<sup>2</sup> これは、MSIMのテーマ別エンゲージメント・フレームワーク (MSIMにおいて共通するエンゲージメント・テーマを特定したものです) が、5つのテーマ別の重点分野に限定されるものではありません) に基づくもので、エンゲージメントの中で取り上げられた主要なテーマを指していますが、私たちの対話では通常、複数のESG (環境・社会・ガバナンス) 問題を扱います。詳細はMSIMの「[Sustainable Investing Policy](#)」をご参照下さい。データの数値は、全てのエンゲージメントにおいてカバーされたテーマの数を示しています。

<sup>3</sup> 2022年後半から2023年にかけて、私たちは食品・飲料、公益事業、金融などのセクターの債券発行体に対して、生物多様性についてエンゲージメントを実施しました。

<sup>4</sup> サステナブル・デットには、グリーン・ボンド、ソーシャル・ボンド、サステナビリティ・ボンド若しくはサステナビリティ・リンク・ボンドを含みますが、これらに限定されるものではありません。

>150 超

債券プラットフォーム全体で実施したESGエンゲージメント数 (12ヶ月間の累積ベース)

>25% 超

「Reporting & Disclosure」で取り上げたエンゲージメント・テーマは昨年より100%増加

2倍

各国政府、国際機関、政府関連機関とのエンゲージメント

2

テーマ別シリーズ：「Biodiversity & Human Rights (生物多様性と人権問題)」

# Introduction

## イントロダクション

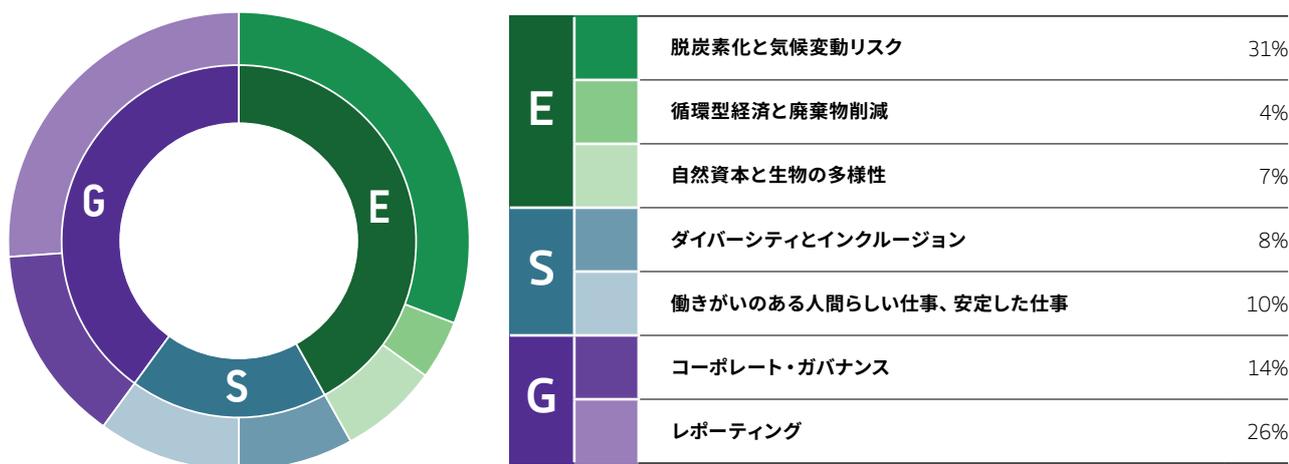
私たちと債券発行体との対話では、引き続き環境関連のトピックスが中心となりました。多くのエンゲージメントでは、環境目標の設定にフォーカスしました。これらには、スコープ3の目標設定、科学的根拠に基づく目標の採用、メタン排出削減のゴール設定、アップストリームとダウンストリームにおけるリスク管理などが

含まれます。エンゲージメント後の私たちの提言については、生物多様性に関する継続的なエンゲージメントの一環として、生物多様性に関する正式な方針の策定や、明確な期限付きのコミットメントの設定など、益々、生物多様性に関する提言が増加しています。

昨年1年間を通じて、債券発行体の報告実務やコーポレート・ガバナンスの実践など、ガバナンスに関するエンゲージメントも増加しました。その中で、ESGに関する情報開示についての対話が、特に顕著です。いくつかの債券発行体から、より洗練された報告書が提出されたため、私たちから他の債券発行体に対して、もっと幅広い投資家に対応するため透明性を向上させるように、情報開示の改善について助言する際に役立ちました。

企業以外について、私たちは各国政府、国際機関、政府関連機関（SSAs）とのエンゲージメントを2倍にしました。これは、サステナブル・ボンドのロードショー、共同イニシアティブ、直接的なエンゲージメント活動の一環として、政府（関連）との会議を継続して実施したためです。このような会議から得られた情報は、政府のサステナビリティに関する道筋を評価する際に役立ち、私たちの独自のソプリン・サステナビリティ・モデルと投資プロセスの中に反映させることができます。

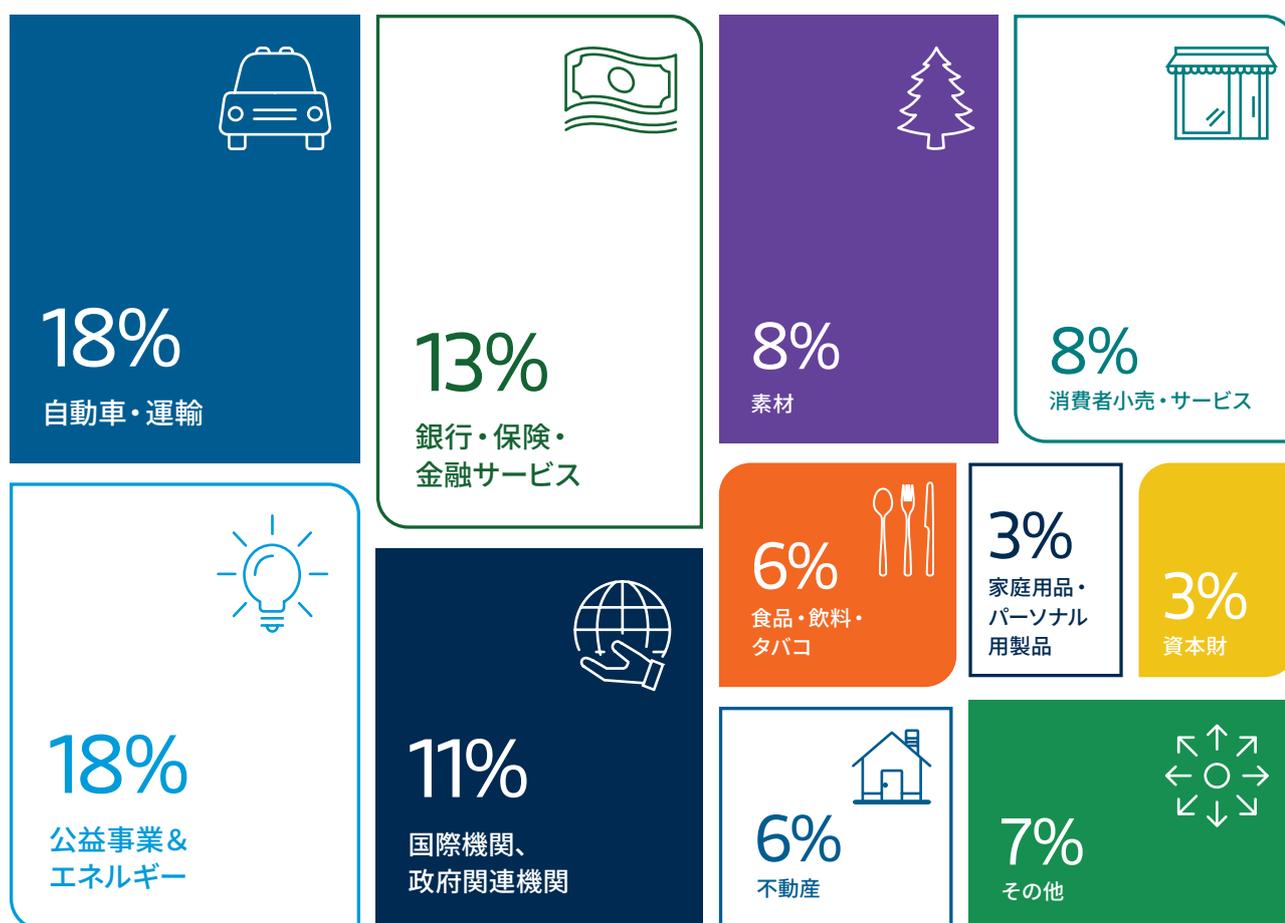
図表 1  
テーマ別内訳<sup>5, 6</sup>



<sup>5</sup> エンゲージメントとは、MSIMの債券運用部門が2023年7月から2024年6月までの12ヶ月間に実施したミーティングを指しています。

<sup>6</sup> MSIMのテーマ別フレームワークに基づくもので（MSIM全体に共通するエンゲージメント・テーマを特定していますが、5つのテーマ別の重点分野に限定するものではありません。）、エンゲージメントにおいて主に取り上げられたテーマを示しています（エンゲージメントでは通常複数のESG課題をテーマとします）。詳細は [MSIMの「Sustainable Investing Policy」](#) をご参照ください。データはすべてのエンゲージメントでカバーされたテーマの数を示しています。

図表2  
セクター別内訳



図表2で示されているように、私たちの対話においては、公益事業や自動車といった炭素集約型のセクターが大きな割合を占めています。これは、低炭素化社会への移行というテーマの一環として、ESGを考慮したビジネスが、財務的に重要なためです。また、消費者向けの小売サービス、家庭用品・パーソナル用製品などの第三次産業セクターは、これらのセクターにおける人権擁護の推進について、テーマ別フォーカスが增加したことを反映し、対話に占める割合が大きくなっています。  
(「サプライチェーン全体における人権擁護の推進」参照。)

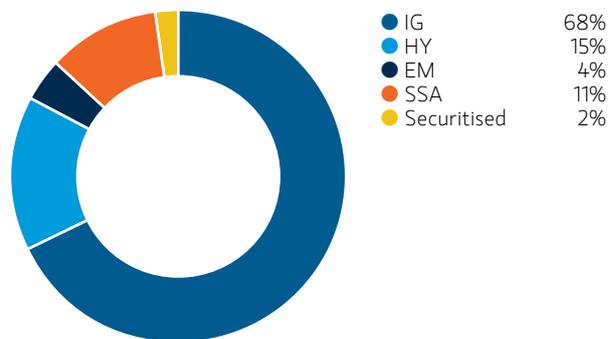
私たちのエンゲージメントは、投資適格債(IG)の発行体が大半を占めています。

しかしながら、ソブリン債の発行体とのエンゲージメント・ミーティングの回数は、大幅に増加しています。また、ハイイールド債(HY)の発行体のユニバースにおけるエンゲージメントは、債券発行体の前向きな変化を促すと共に、私たちのクレジット評価の調査プロセスに取り入れるESG上の課題について、知見を得るための重要な機会となっています。ハイイールド企業における私たちの保有比率は、投資適格債の発行体と比較して高い傾向にあり、結果として、私たちの見解の影響が高まる可能性があります。ハイイールド債の発行体の多くは、外部機関のESG評価を取得しておらず、情報開示も限定的です。このような債券発行体に対して、経営陣(C-Suite)のサステナビリティに対する意識の向上と並行して、情報開示の向上を促すことは、投資家と債券発行体の双方にとって有益であると考えています。

最後に、私たちは、エンゲージメント・プラットフォームを拡張して、証券化商品に関係する利害関係者とのエンゲージメントをさらに明確に追跡できるようにしました。現在のところ対象範囲は限定されていますが、私たちは、環境・気候リスク、グリーン・

図表3

債券発行体のタイプ別内訳



ビルディング認証、贈収賄、不正疑惑など、適切な範囲で様々なトピックについて、エンゲージメントを実施しました。

図表4に示されているように、EMEA(欧州・中東・アフリカ)地域に拠点を置く債券発行体との会議が、私たちのエンゲージメントの大部分を占めていました。これは、一部には、より洗練されたサステナブル・デットに関する資本市場の存在や、より進化したサステナビリティ戦略とリソースを背景として、債券発行体との接点が増えたためです。

図表4

地域別内訳



# Engagement

## Relevance for Both Investors and Issuers

投資家および債券発行体の双方にとっての関連性

私たちのエンゲージメント戦略の目的は、次の2つの重要な目標を達成することです：

1. 公開情報では得られないESG関連情報を収集し、投資判断を補完し、サステナブルに関するポジティブな成果を追求する一方で、下振れリスクを回避するという目的をサポートすること。そして、
2. 様々なESG要因のにもたがる具体的な目標を設定し、必要に応じて持続可能な製品、ソリューション、オペレーション、ガバナンスを推進すること。

図表5  
アナリストによるサステナビリティに関する取組状況の見解

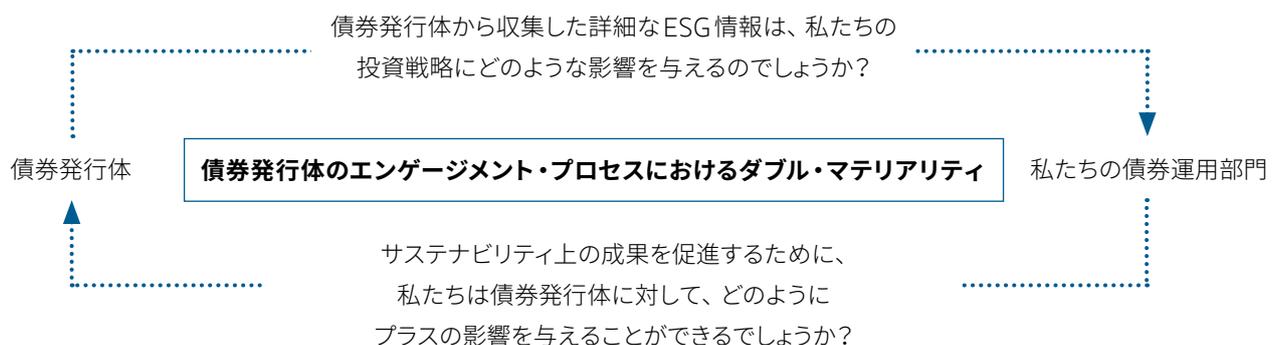


「私たちのエンゲージメント戦略では、「ダブル・マテリアリティ」アプローチを採用しています。このプロセスでは、エンゲージメントで収集したESG情報が私たちの投資戦略にどのような影響を与えるのか、また逆に、持続可能な成果を促進するために、私たちが債券発行体に対してどのようなプラスの影響を与えることができるのかを評価することを目指しています。」

— Rachel Smith, (債券ESG戦略スペシャリスト)

エンゲージメントから得られた追加的なESG情報は、企業のサステナビリティ戦略、そして何よりも、その取組み状況を評価する上で非常に重要です。エンゲージメントの4分の1以上において、私たちの質問に対する企業の回答から、ポジティブなモメンタムが確認されています。サステナビリティに関するベスト・プラクティスに向けた企業の取組みを定性的に評価することで、企業のガバナンス・プロセス、ひいては信用力に関するファンダメンタル・クレジット・アナリストの見解を補強します。

図表6  
ダブル・マテリアリティ・チャート



以下は、特定のポートフォリオへの適格性または債券の購入、売却、もしくは投資継続の決定への寄与など、私たちの投資決定に影響を与えた事例です：

## 1 エンゲージメント情報の統合

例えば、2023年後半に私たちは、企業オーナーの大幅な変更に伴うメンテナンスと安全性に対するアプローチについて議論するため、ハイイールド債の発行体である有料道路の運営会社にミーティングを要請しました。2024年初頭、同社は、橋梁のような高リスク資産へのエクスポージャーは、グループが管理する高速道路の0.01%に過ぎないことを明らかにしました。同グループはまた、高速道路の安全性と企業戦略に関する詳細も提供していることから、私たちのチームは、安全性について、以前の経営陣のアプローチよりも著しく改善されたと考えています。これには、2024年に気候変動への適応計画を策定する意向が含まれており、保有資産において、最優先されるべきリスクを軽減するための詳細な対策が記載される予定です。

私たちのアナリストは、同社がこれらのリスク管理について、ポジティブ・モメンタムを示していると結論づけ、私たちのファンダメンタル・アナリストは、私たちの投資戦略にプラスの影響を与えるだろうと指摘しました。検査のために外部要員を活用していること、内部監視を複数レベルに分けていること、非効率なマネジメント下で見られる水準と比較して、有料道路収入に占める維持管理費の割合が高いことなどから、私たちのESGアナリストは、同社のESG評価を引き上げ、同社をESG戦略の投資対象としました。私たちのファンダメンタル・アナリストは、2024年1月以降、同社の業績を好調と評価しています。

## 2 サステナビリティ上のプラスの成果を目指す

私たちは、エンゲージメント活動が投資判断に与える影響を追跡するだけでなく、エンゲージメントを行った債券発行体から、具体的にプラスの成果があったかどうかを評価しようと努めています。具体的な提言を行った債券発行体のフォローアップを行い、エンゲージメントの成功を評価することを目指しています。

例えば、ハイイールド債の発行体の気候変動ソリューション・プロバイダーに対しては、2021年<sup>7</sup>以降、資金配分に関する透明性とインパクト報告の詳細に関する懸念から、グリーン・ボンドに関する報告についてエンゲージメントを行ってきました。昨年の私たちのエンゲージメントでは、債券発行体は、私たちが要請してから2週間以内に、グリーン・ノートの影響に関する関連補足情報を公表し、サステナビリティ情報の開示に関する同社のコミットメントを強化しました。私たちは、このような対応をガバナンスや報告と連動した、サステナビリティに関わるプラスの成果の証跡と捉えています。私たちは、1年後の2024年6月、投資適格債の発行体としては、初となるグリーン・ボンドの募集を前に、この債券発行体にフォローアップを行い、インパクト報告に関するベスト・プラクティスの情報提供を続けました。これには、同社独自のカーボン・アカウンティング指標の導出のために使用されるKPIの構成内訳の報告を推奨することや、より詳細な情報として、報告書に添付する監査人の証明を要求することなどが含まれていました。そして、それ自体が2023年のエンゲージメントの成果となったのです。

<sup>7</sup> Calvertは2021年にこのエンゲージメントを開始していますが、現在は、Calvertのコルポレート・エンゲージメント・チームの活動とは別に、関連する債券ESGアナリストによって運営されています。

## 共同エンゲージメント

共同エンゲージメントによって、私たちは債券発行体に対して懸念を表明することにより、債券投資家としてより強い発言力とより広範囲の影響力を及ぼすことが可能です。一方、債券発行体にとっては、より一貫性のあるフィードバックや戦略、フレームワークに反映させる提言を得られるというメリットがあります。



### PRIアドバンス

TPRIが提唱する「アドバンス・コラボレーティブ・スチュワードシップ・イニシアチブ」を通じて、債券グループは、世界的な鉱山

企業の人権問題と労働問題のリスク管理に関する継続的なエンゲージメントにおいて、共同リード投資家を務めています。このプラットフォームでは、他の方法ではアクセスしづらい、ユニークな情報を得ることが可能です。例えば、2023年10–12月期には、ラテン・アメリカの同社の鉱山の影響を受けたコミュニティを代表するNGOとの会議に参加し、同社の現地事業における主な懸念事項を理解し、同社に対する私たちの質問項目に反映させました。NGOの代表者は、先住民グループから自由意思に基づく事前のインフォームド・コンセント (FPIC)<sup>8</sup>を得るなど、同社と地域コミュニティとの関係プロセスにおけるギャップについて説明しました。NGOから得た情報は、私たちのアナリストが、企業のESGに関する議論の範囲と性質について深く理解するのに役に立ち、同社鉱山の影響を受けたコミュニティの代表者から直接話を聞く際に役立ちました。

### PRIによる気候変動に関する共同ソブリン・エンゲージメント

PRIによる主導の下、MSIMと26のグローバル投資家（合計で9兆5,000億米ドルの運用に責任を持つ）は、オーストラリア政府の様々なステークホルダーとエンゲージメントを続けてきました。

私たちが2023年に参加したこのイニシアチブでは、気候変動リスクを軽減し、潜在的な機会を活用するため、投資家たちが集まって政府に關与するプラットフォームを提供することを目的としています。各国政府が国別目標 (NDC) を達成するために、必要とする資金を調達すべく、世界の債券市場にアクセスしている中で、私たちが提供するフィードバックは、野心的なNDCや確固としたセクター別の目標、適切な政府機関の気候リスクの開示を確立する観点から、各国政府に有益であると考えています。また、このイニシアチブは、政府の財務担当者から政策立案者に至るまで、様々なステークホルダーに対して、目標に向けて包括的なロードマップに裏付けられた非常に野心的な中長期目標を設定することが、ネット・ゼロ経済への移行を支援し、低炭素産業への投資を促進する上で、いかに有効であるか証明しています。

私たちは、図表7に示すようなトピックについてエンゲージメントを続けてきました。

図表 7



<sup>8</sup> [Free Prior and Informed Consent \(自由意思に基づく事前通知付き同意\) – 先住民の権利であり、地域コミュニティのためのグッド・プラクティス – FAO | United Nations for Indigenous Peoples \(国連先住民問題\)](#)

# Case Studies

## ケーススタディ

### 事業運営と サプライチェーン全体に おける人権尊重の推進



国際連合(国連)の「世界人権宣言」は、全ての人間に対して基本的な権利とその保護を保障しています。特に、人間としての尊厳を持って生きる権利、職業を選択する自由、および公正な報酬を受ける権利などを基本理念として定めています。2011年に策定された「ビジネスと人権に関する国連指導原則(UNGP)」は、労働者、地域社会、およびその他の利害関係者の基本的かつ不可侵の権利を保障する上で企業が果たすべき役割を明確に示しています。ただし、UNGPには法的拘束力がないため、人権尊重の責任を果たすことは各企業の自主的な取り組みに委ねられています。欧州連合(EU)が「コーポレート・サステナビリティ・デューデリジェンス指令(EU CSDDD)」<sup>9</sup>を採択したことなどを受け、私たちは2024年、人権をテーマとする一連のエンゲージメント活動を開始しました。この活動では、小売企業を対象にエンゲージメントを実施し、UNGPの主要指標に準拠するよう企業に働きかけを行っています<sup>10</sup>。私たちは、(1) ワールド・ベンチマーキング・アライアンス(WBA)の企業人権ベンチマーク(CHRB)でスコアが低い企業、または(2) 私たちが多額の投資を行っている企業と、優先的に対話を行っています。さらに、投資適格債、ハイイールド債およびエマージング市場の債券発行体など、様々な種類の債券発行体に対して幅広くエンゲージメントを実施することに努めています。企業との対話を通じて、私たちの影響力を効果的に活用し、企業の人権管理体制の改善を促すことができると考えています。私たちは、図表8に示された6つの指標に基づいて、企業の人権への取り組みを評価する枠組みを構築しました。

「国際労働機関(ILO)の報告によると、サプライチェーン関連の仕事に従事している人は世界全体で4億5,000万人に上ります。UNGPには法的拘束力がないため、影響力のある世界的企業が無責任な行動を取った場合でも、直接的なペナルティはありません。したがって私たち投資家は、企業がサプライチェーンの全ての階層で、人権保護に取り組むよう促していくことが重要だと考えています。」

— Chiara Sirani, (アソシエイト、債券ESGリサーチスペシャリスト)

図表 8



<sup>9</sup> EU CSDDD: 欧州連合(EU)のコーポレート・サステナビリティ・デューデリジェンス指令、2024年7月25日に発効されました。

<sup>10</sup> ワールド・ベンチマーキング・アライアンス(WBA)の企業人権ベンチマーキング・アライアンスにおいて定められた、国連のビジネスと人権に関する指導原則(UNGP)に基づく13の主要指標 <https://www.worldbenchmarkingalliance.org/research/corporate-human-rights-benchmark-core-ungp-indicators/>

## 複雑なサプライチェーンにおいて、 人権保護に関する情報開示の強化を要請



### 背景

私たちの債券ESGリサーチ担当者とエマージング市場のファンダメンタル・アナリストは2024年4-6月期、人権をテーマとする一連のエンゲージメントの一環として、エマージング市場の消費者向け小売企業に対してエンゲージメントを行いました。これは、同社の人権方針が事業活動のどの範囲に適用されているかを明確にし、同社に対して情報開示の強化を求めることを目的としています。私たちはこのエンゲージメントを行う前に、同社の人権方針を分析しました。その結果、同社の一部の子会社が国連グローバル・コンパクト（UNGC）の署名機関であることが判明しましたが、企業全体としてUNGCに署名しているかどうかを確認することはできませんでした。また、同社の人権デューデリジェンスの報告内容についても、いくつかの確認事項がありました。私たちは同社のIRチームの担当者と面談を行いました。同社の説明によると、人権方針はグループ内の全ての子会社に適用されているわけではありませんでした。同社は現在、各子会社が人権方針を適用し、取締役会の承認を得ることに取り組んでいます。また、UNGCへの署名が一部の事業にとどまっているとの説明もありました。

### 企業の対応

こうした状況を踏まえ、私たちは同社に対して人権方針の適用範囲を明確にするよう要請しました。このことは、投資家として同社の潜在的なリスクを適切に評価する上で非常に重要なことです。私たちは、同社が将来的にグループ企業全体に人権方針を適用することについて、具体的なコミットメントを示すよう同社に提言しました。また、UNGCに参加することは業界のベストプラクティスであり、基本的人権の尊重を推進するものであることを説明しました。

デューデリジェンスに関して、同社は人権デューデリジェンスを行う上で、労働者の権利、多様性（ダイバーシティ）と公平性（エクイティ）、ウェルビーイング、および不正・汚職防止などの項目を重点的に評価していることを確認しました。しかしながら、これらの権利がどの範囲まで適用されているのか、特に事業活動全般やサプライチェーンの各階層で、これらの権利が適用されているのかを確認することはできませんでした。同社の担当者の説明によると、同社の人権デューデリジェンスでは、主要な事業部門と一次サプライヤーの大部分を対象としており、現在もリスク評価プロセスを継続中です。各サプライヤーの特性に応じて、社会的影響を重点的に評価する手法をとっているとのことでした。私たちは今回のエンゲージメントで、同社のデューデリジェンスの範囲について明確な回答を得ることができました。また、同社が作成する次回の開示報告書において、デューデリジェンスの対象範囲の他に、テーマ別およびリスク別の評価結果についても開示するよう提案しました。

### 提案と結果

私たちのアナリストは、同社の人権に対する取り組みについて、前向きな進展が見られると評価しました。同社の担当者は、ミーティングにおいて私たちの意見に熱心に耳を傾け、必要に応じて追加情報を提供することを申し出ました。2024年に行ったその後のフォローアップ・レビューでは、私たちが同社に要請した主要項目のうち2点について、同社が部分的な対応を行ったことが判明しました。同社が作成した2024年の人権報告書では、同社が人権デューデリジェンスにおいてレビューしている課題が明確になり、さらに、同社は人権に関連する主なリスクを公表しました。



## 投資判断に影響を与えたエンゲージメントの事例： 森林破壊と人権侵害のリスクを回避



### 背景

私たちは2024年4-6月期、あるチョコレート・メーカーが、一般社債を発行する前に開催した投資家向け説明会に参加し、同社に対してエンゲージメントを実施しました。その結果、私たちのファンダメンタル・クレジット・アナリストとESGリサーチ・アナリストは、同社が財務的に重要なESGリスクを抱えていると判断し、特に以下の点について確認することを目指しました：

- 同社のサプライチェーンの上流で人権侵害リスクが懸念されており、特に西アフリカで児童労働が行われている可能性があること、そして
- インドネシアの熱帯雨林で森林破壊を行った疑いのあるパーム油メーカーから、同社が原材料を調達している可能性があることです。

### 企業の対応

ミーティングを行った後、同社は私たちの質問に回答しました。

チョコレートの原料となるカカオのサプライヤーで、児童労働が行われているとの報告が多数あることを踏まえ、私たちは同社の担当者に対して、これらの問題への対応策について質問しました。具体的には、同社の監視・監査体制や、問題が発覚した際のエスカレーション体制について説明を求めました。同社の説明によると、人権影響評価 (HRIA) はサプライヤー自身が実施することとなっており、同社は必要に応じてサプライヤーの人権影響評価の実施や苦情処理メカニズムの構築を支援する可能性があるとのことでした。一方、不正行為の件数や、問題の対応レベルを上げて解決する体制、被害者及び影響を受けたコミュニティに対する救済措置などに関する具体的な説明は一切ありませんでした。

森林破壊の問題について、私たちのチームは、森林破壊の疑いがあるパーム油サプライヤーと同社の関わりについて詳細な説明を求めました。同社の説明によると、同社はこのサプライヤーからパーム油を直接調達しているわけではないとのことでした。また、同社がパーム油を調達している世界各地のパーム油工場すべてについて、第三者機関による調査を委託しているとのことでした。しかし、同社は、問題が指摘されている上流のパーム油サプライヤーから原材料を調達しているティア1サプライヤーに対して、取引停止などの措置を講じていませんでした。同社は現在、これらのティア1サプライヤーとエンゲージメントを行い、森林破壊の問題について詳細を確認中とのことでした。

私たちのファンダメンタル・クレジット・アナリストとESGリサーチ・アナリストの調査によると、同社は森林破壊の問題については一定の対応を行っているものの、児童労働と人権侵害の問題については具体的な対策を講じておらず、依然としてリスクが存在

している状況です。同社の事業状況については、非政府組織 (NGO) が厳重に監視しています。私たちのアナリストによると、欧州連合 (EU) はサプライチェーンにおける人権侵害や環境破壊に対処するための新たな規制を導入する予定であり、その場合には同社に対する規制リスクが高まる可能性があります。

### 提案と結果

同社に対するエンゲージメントを行った結果、同社が重要な問題に適切に対処していないことが明らかとなったため、私たちは今回の社債投資を見送ることにしました。同社からの回答を踏まえると、同社は財務的に重要なESGリスクを抱えているため、私たちは同社への投資を控えることが賢明であると判断しました。私たちのアナリストは引き続き同社をモニタリングしており、今後も対話を継続していく方針です。私たちのESGアナリストは最近、同社が開催したオンライン・セミナーに参加し、EUの森林破壊規制に対する同社の対応について確認しました。



## サステナブル・債券市場の枠組み改善に向け、 投資家と政府の対話を推進



### 背景

私たちは2021年以降、アジア太平洋地域におけるある国の政府とESG問題について対話を続けてきました。私たちは2023年7-9月期、同国政府の財務当局や財務省の担当者との面会し、今後予定されているグリーンボンドの発行について協議しました。これにより、グリーンボンドによる調達資金の用途を明確にするとともに、情報開示のあり方について理解を深めることができました。

### 企業の対応

同国が連邦制を採用していることを踏まえ、私たちは資金の二重使用の問題を指摘しました。具体的には、地方政府がすでに資金を提供している適格プログラムに対して、グリーンボンドで調達した資金が重複して配分されるリスクがあることを伝えました。同国政府の担当者によると、資金の二重使用を防止するための適切な管理体制が整備されており、実際に、環境負荷の低減効果や環境関連施設を二重使用するリスクを回避するため、常設委員会を設置しているとのことでした。私たちは調達資金の配分状況と情報開示に関して、債券発行体として環境対策の成果を実証することと、年次報告書を作成することを政府に提言しました。定期的な報告を行うことは、環境問題に対する政府の積極的な姿勢を示すことになると説明しました。

同国政府は、低炭素社会への移行に向けたプロジェクトに高い関心を示しており、例えば気候変動の緩和策や適応策、さらには自然資本の保全などを重視しています。政府の担当者からは、化石燃料産業の脱炭素化を推進する上で、グリーンボンドで調達した資金を同産業に割り当てることに問題はないかとの質問を受けました。私たちはこの質問に回答するために、以下の点について評価する必要があると伝えました：(1) 調達資金の詳細な用途、(2) 投資する脱炭素化設備が座礁資産化するリスク、および(3) 投資によって図らずも化石燃料設備の使用期間を延長させてしまう可能性。

### 提案と結果

同国政府との最初のミーティングは非常に有意義なものとなり、私たちのアナリストは同国のグリーンボンドの枠組みについて、その構造に関する具体的な提案を行うことができました。同国政府がグリーンボンドの枠組みを公表した後に、私たちはフォローアップ・ミーティングを行うことを計画しました。

2024年4-6月期、私たちのESGアナリストとマクロ・リサーチ・アナリストは、同国政府の財務当局の担当者と再度ミーティングを行いました。同国政府が2023年10-12月期に公表したグリーンボンドの枠組みには、投資家やアジア太平洋地域の他の政府機関（グリーンボンドの発行体）からのフィードバックが反映されており、好ましい進展が見られました。

同国政府は、私たちが行った数々の提案をグリーンボンドの枠組みに盛り込みました。特に重要な点として、同国政府は以下の改善を行いました：(1) 資金の二重使用を防止するため、厳格な適格性審査を行い、他の機関が管理するプロジェクトを除外する仕組みを導入したこと、(2) 私たちからのフィードバックに基づいて、化石燃料関連プロジェクトを除外リストに追加したこと、および(3) グリーンボンドで調達した資金の配分状況とインパクト測定について、年次報告書の作成を計画したことです。このように、私たちが重視していた提案が採用されたことが明らかになりました。同国政府との対話は有益な成果を生み出したと言えます。

「各国政府はサステナブル・ファイナンス市場において、最前線に立つことを目指しており、企業や他の債券発行体のためのベスト・プラクティスを示すことに注力しています。一方、債券投資家もこのプロセスにおいて重要な役割を担っており、サステナブル・債券発行市場の枠組み改善に向けてフィードバックを提供することで、市場の発展に貢献することができます。サステナブル・ファイナンス市場は急速に変化しており、規制環境の変化に伴って情報開示の徹底や資金配分の透明性などが一層強く求められています。また、インパクトの測定（サステナブル投資によって得られた効果について、具体的な測定・報告を行うこと）に対する注目が高まっています。」

— Mariana Jordao, (ヴァイス・プレジデント、債券ESGリサーチ・スペシャリスト)

## 地球の自然資本と 生物多様性を守るための取り組み



### 背景

私たちが作成した「2023年エンゲージメント報告書」でも述べた通り、自然資本と生物多様性の保全是、私たちと「債券エンゲージメント戦略」における重点テーマの一つとなっています。世界経済フォーラムが発表した「2024年グローバル・リスク報告書」では、人類が直面する最も深刻なリスクとして、生物多様性の損失と生態系の崩壊が挙げられており、官民一体の取り組みが求められています<sup>11</sup>。

当報告期間において、私たちは生物多様性に関する過去のエンゲージメントについてフォローアップを行うとともに、生物多様性をテーマとした一連のエンゲージメントを実施しました。この活動では、農業、消費財、製紙・包装など、生物多様性への影響が特に懸念される業種の企業を対象としました。私たちは以下の指標に基づいて評価を行いました。

図表 9



私たちは2022年、家庭用品・パーソナル用品企業の担当者と面会し、生物多様性と森林破壊に関して議論しました。その後、私たちは2023年10-12月期に同社の担当者と2回目の面談を行いました。最初のエンゲージメントを行った時点で、同社のサステナビリティ部門の責任者は生物多様性について十分な認識を持っていませんでした。私たちは以下の点について、同社に働きかけを行いました。

1. COP15の結果について理解を深める<sup>12</sup>
2. 自然関連財務情報開示タスクフォース (TNFD) の提言について検討し、生物多様性への影響と自然資本への依存度を評価する<sup>13</sup>
3. 生物多様性の重要性を再評価し、経営課題としての優先度を高めるとともに、生物多様性の保全是事業戦略に組み込む
4. 森林破壊の根絶に向けて明確な期限を定め、全社的な取り組みを進める
5. 森林破壊に対する苦情の記録を公開する

<sup>11</sup> 世界経済フォーラム「企業は自然関連リスクの脅威を認識している」(weforum.org)、[世界経済フォーラム「2024年グローバル・リスク報告書」](https://www.weforum.org/publications/global-risk-report-2024)(weforum.org)

<sup>12</sup> [2022年の国連生物多様性条約第15回締約国会議 \(COP15\)](https://www.cop15.org/)

<sup>13</sup> 自然関連財務情報開示タスクフォース (TNFD) は、企業のサステナビリティ開示要件を満たし、昆明・モンテリオール生物多様性枠組 (KMGBF) に沿った情報開示を実現するための一連の[提言](https://www.tnfd.org/)を発表しました。

私たちが2023年10–12月期に同社の担当者と面談した際には、それまでの提言事項の進捗状況について確認しました。さらに、生物多様性との相互依存関係の把握・測定、森林破壊の防止に向けた全社的な目標の設定、苦情に関する記録の公開について、引き続き働きかけを行いました。

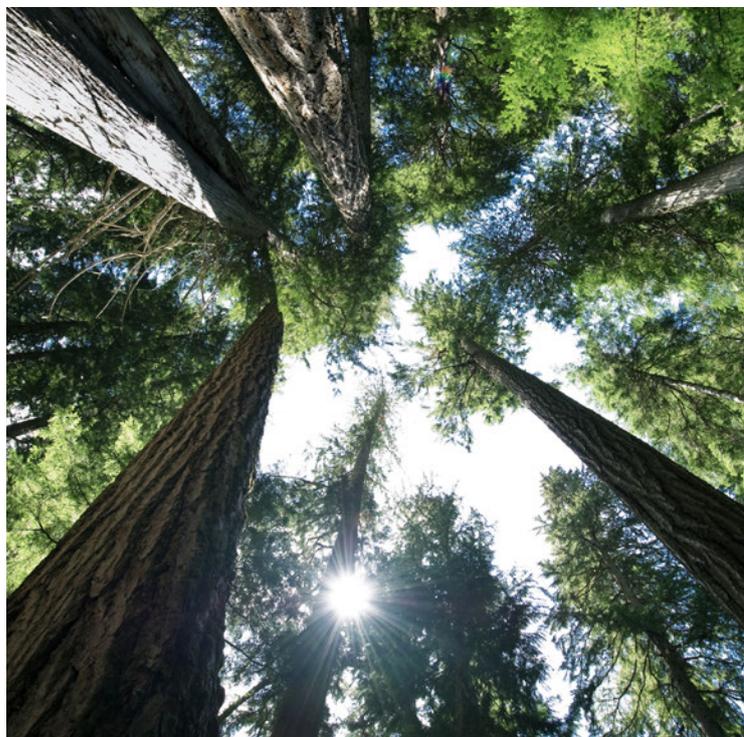
#### 企業の対応

2023年に行った2回目の面談において、同社は生物多様性に特化したチームを最近設置したことを明らかにしました。このチームは、TNFDなどの情報開示の枠組みに対する理解を深めるとともに、ダブル・マテリアリティ評価を実施することに取り組んでいます（訳注：ダブル・マテリアリティとは、環境・社会が企業に与える影響と、企業が環境・社会に与える影響の両方を重視する考え方）。私たちのアナリストは同社に対して、TNFDの枠組みに対する理解を深めること、および生物多様性との相互依存関係や影響に関する報告書を作成することを優先的に行うよう働きかけました。同社は、TNFDの提言に沿った情報開示については検討していなかったことを認め、アナリストからの提案を確認しました。

森林破壊の問題については、2回目の面談を行った時点で、苦情に関する記録はまだ公開されていませんでしたが、同社は当該報告書の作成に取り組んでいると説明しました。報告書には、取引を停止したサプライヤーに関する苦情処理手順や、エスカレーション体制についても明記されるとのことでした。同社からは、2022年に行った私たちとの対話が非常に有益だったとの評価がありました。同社は、非政府組織（NGO）からだけでなく、投資家からも情報開示を求める要請があったという事実を、社内のサステナビリティ委員会に示すことができ、これによって情報開示への取り組みを社内でも推進しやすくなったと説明しました。

#### 提案と結果

2回目の面談から数カ月後、同社はパーム油サプライヤーに関する苦情記録を公開し、この森林リスク・コモディティ（パーム油）に関する情報開示と透明性を向上させました<sup>14</sup>。私たちは、同社の取り組みを部分的な成果として評価しています。今後も引き続きエンゲージメントを行い、パーム油以外の森林リスク・コモディティ（大豆や紙・パルプなど）についても苦情に関する記録の公開を促していく方針です。また、森林破壊の防止に向けた全社的な目標の設定や、生物多様性への影響の評価などについても、継続的に対話を行っていきます。



<sup>14</sup> 森林リスク・コモディティとは、[欧州森林破壊防止規則（EUDR）](#)に規定されている通り、森林減少の原因となる商品や原材料を指します。具体的には、パーム油、牛、およびカカオなどの品目が含まれます。EUDRによると、これらのコモディティをEU市場向けに生産・輸出する企業は、その商品が最近の森林伐採地から産出されたものではなく、森林劣化を引き起こしていないことを証明する必要があります。

# 投資先企業と共同の上、適切な方針の設定と、ガバナンスおよび情報開示の強化を推進



## 背景

2023年4–6月期、私たちは金属・鉱業会社に対するエンゲージメントを行い、同社の脱炭素化計画、人権問題への取り組み、および持続可能社会への公正な移行（ジャスト・トランジション）などを含む幅広いサステナビリティ課題について議論しました。特に人権問題に関して、私たちのアナリストは同社の取り組みが同業他社と比べて遅れていると判断し、人権問題に関する説明責任を強化するよう同社に提言しました。

このエンゲージメントを行った結果、同社は私たちのアナリストに連絡を取り、同社の「現代奴隷に関する声明」に対する投資家としてのフィードバックを求めてきました。私たちのESGリサーチ・アナリストとファンダメンタル・クレジット・アナリストは2023年10–12月期、同社の人権問題担当者と面会し、この声明について議論するとともに、情報開示と人権問題への取り組みの強化について提言を行いました。

## 企業の対応

同社の現代奴隷に関する声明は包括的なものであり、第1の防衛線<sup>15</sup>における管理体制も明確に示されていましたが、私たちのアナリストは同社の人権問題ガバナンス体制は、同業他社と比べて脆弱であると判断しました。特に、第2、第3の防衛線における管理体制が同業他社と比べて不十分であり、人権問題リスクの低減や、是正措置のモニタリングに関する責任体制が曖昧であるように思われました。同社の声明は、同業他社と比べて抽象的で概念的な内容にとどまっていたため、私たちのアナリストは、リスク管理体制についてより詳細な説明を加えるよう提言しました。

同社は、各サプライヤーの監査では高・中・低の基準を用いてリスク評価を行っていますが、声明にはサプライヤーの範囲、再発性および事業所の特定などに関して明確に定義されていませんでした。したがって、私たちはリスク評価の具体的な手法や、苦情処理・不正行為への対応メカニズムについて、より詳細な情報開示を求めました。

さらに、同社はある程度の監査を実施しているものの、明確な目標を定めておらず、監査をどのようにリスク評価プロセスに組み込むべきかについて、私たちの意見を求めてきました。私たちのアナリストは、リスク評価の手段として監査を積極的に活用するよう同社に提言を行い、特にリスクの高い資産については、独立した立場から予告なしの監査を実施することが望ましいと伝えました。さらに、問題が発生してから事後的に監査を行うのではなく、問題をモニタリングし、未然防止している証明として、監査に関する将来目標を設定するよう提言しました。監査に関する将来目標の設定に加え、人権に関する広範な将来目標も合わせて設定することは、企業の取り組みの方向性を理解する上でのベスト・プラクティスとされています。

同社はミーティングの場で、私たちのフィードバックを確認しました。同社は2024年1–3月期に、現代奴隷制に関する声明を改訂する予定であったため、これは効果的なタイミングでのフィードバックとなりました。



## 提案と結果

この声明が公開された後、同社が私たちの要望項目のうち2つに対応していることが判明しました。具体的には、同社はリスク管理における3つの防衛線モデル（第1、第2、第3の防衛線）を明確に定義するとともに、サプライヤーの監査に関する新たな目標を設定しました。また同社は、サプライヤーの監査を担当する専門家パネルを設置しました。この監査は2024年に開始される予定です。

私たちが提言した他の重要項目についても、同社は部分的な対応を進めています。私たちは同社に対して継続的にフォローアップを行い、同社の現代奴隷制に関する声明および人権政策全般の強化を働きかけていく方針です。

<sup>15</sup> 組織のリスク管理体制は「3つの防衛線」で構成されています。第1の防衛線は、各事業部門におけるリスク管理の責任者を指します。第2の防衛線は、第1の防衛線が行うリスク管理を監視・評価するリスク管理部門を指します。第3の防衛線は、第1の防衛線と第2の防衛線の活動を、独立した立場から客観的に評価する内部監査部門を指します。

# Meet the Team



**ANUJ GULATI**  
Managing Director  
Global Head of Fixed Income  
ESG Strategy & Research

## ESG RESEARCH



**MARIANA JORDAO**  
Vice President  
Fixed Income ESG  
Research Specialist



**CHIARA SIRANI**  
Associate  
Fixed Income ESG  
Research Specialist



**LISA POPKOV**  
Analyst  
Fixed Income ESG  
Research Specialist



**HENRY MASON, CFA**  
Vice President  
Fixed Income ESG  
Research Specialist



**JASON VERNOFF**  
Associate  
Fixed Income ESG  
Research Specialist



**EVA BAURMEISTER**  
Analyst  
Fixed Income ESG  
Research Specialist

## ESG STRATEGY



**RACHEL SMITH**  
Analyst  
Fixed Income ESG  
Strategy Specialist



**SHREYA REDDY**  
Analyst  
Fixed Income ESG  
Strategy Specialist



**BARBARA CALVI**  
Executive Director  
Calvert Head of Sustainability  
& EMEA Fixed Income  
ESG Strategy

## ENGAGEMENT REPORT CONTRIBUTOR

チームメンバーは事前通知なしに変更となる場合がございます。



MSIMは2013年10月より「国連責任投資原則」(UNPRI) に署名しています。債券グループのPRI主導のイニシアチブへの参加の詳細については、「共同エンゲージメント」のセクションをご参照下さい。

MSIMはすべてのダイレクト・債券モジュールにおいて5つ星を獲得

MSIMはすべてのダイレクト・インフラストラクチャー・モジュールにおいて5つ星を獲得

評価項目 (モジュール)	MSIM AND MEDIAN SCORES (/100)	MSIM STAR SCORE (1 TO 5)
インハウス運用 – 債券 – 国債・国際機関債・政府関係機関債	95 / 59	★★★★★
インハウス運用 – 債券 – 社債	95 / 68	★★★★★
インハウス運用 – 債券 – 証券化商品	98 / 67	★★★★★

PRIによるモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの2023年評価報告書。署名機関は、報告フレームワークの資産別評価項目(モジュール)に対応することで、責任投資活動に関する報告を行います。各モジュールには、責任投資に関する特定の項目に対応する様々な指標が含まれています。報告後、署名機関の回答は評価され、結果はアセスメント・レポートにまとめられます。アセスメント・レポートには、指標スコア(達成した個々のスコアをまとめたもの)、モジュールスコア(類似した指標スコアを各モジュール(例:方針・ガバナンス、戦略)にまとめ、中央値と比較したもの)、モジュール内のすべての指標スコアを集約して5段階の評価を付与したもの、などが記載されます。PRIスコア手法:1-5つ星。詳細はPRIウェブサイト(<https://www.unpri.org/reporting-and-assessment/how-investors-are-assessed-on-their-reporting/3066.article>)をご参照ください。これらの評価は会社に対するものであり、特定の投資に対するものではありません。

**PRIによる2023年MSIMトランスパレンシーおよびアセスメント・レポートはこちら**



本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文(英語版)の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書は債券運用部門が運用する運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

## 重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

### 1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

### 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他の有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

### 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごと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、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をご覧ください。

### 4. 受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%(税込)を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じたかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

## リスクについて

債券運用部門が運用する運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

ESG格付けは相対的かつ主観的なものであり、絶対的なクオリティ基準ではありません。格付けはポートフォリオの保有銘柄にのみ適用され、損失リスクを排除するものではありません。市場、国、企業、政府に影響を及ぼす経済やその他の事象(自然災害、健康危機、テロ、紛争、社会不安など)により、市場価格は日々変化する可能性があります。事象のタイミング、期間、潜在的な悪影響(ポートフォリオの流動性など)を予測することは困難です。インパクト投資や環境・社会・ガバナンス(ESG)要因を組み込んだ投資戦略は、そのような投資が市場で有利か不利かによって、相対的な投資パフォーマンスが他の投資戦略や広範な市場ベンチマークから乖離する可能性があります。その結果、ESG投資戦略がより有利な投資パフォーマンスをもたらす保証はありません。

## モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号

加入協会: 日本証券業協会、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

[morganstanley.com/im/jp](https://morganstanley.com/im/jp)

