

[特集]

改訂CGコードが目指すESG経営・開示

# グローバル金融機関による サステナブル投資戦略

土岐大介 BNPパリバ・アセットマネジメント(株)  
CEO・代表取締役社長

藤原延介 BNPパリバ・アセットマネジメント(株)  
マーケティング部 部長

## ◆ Summary ◆

BNPパリバ・アセットマネジメントのグローバル・サステナビリティ戦略とともに、それが欧州の目指す社会・経済への移行にどのように貢献していくのかを概観する。IVでは欧州を中心としたサステナブル投資に関する最新規制動向にも触れ、本邦企業の財務会計にも影響を与えうる注目ポイントを解説する。

## 《はじめに》

BNPパリバ・アセットマネジメント (BNPパリバ・アセットマネジメントグループを指す。以下「当社」という。)は、世界有数の金融機関であるフランスのBNPパリバ・グループの資産運用部門であり、個人投資家や事業法人、機関投資家に付加価値の高いソリューションを提供している。運用部門は、株式、債券、プライベート・デット・アンド・リアル・アセット (PDRA、低流動性資産)、マルチアセット・クオンツ・アンド・ソリューション (MAQS、計量運用)の4部門から構成されており、幅広い運用スキルを保持する。運用資産総額は4,740億ユーロ (助言を除く、2021年3月31日現在)であり、500名超の運用プロフェッショナルが在籍し、37カ国 (合弁会社含む)に拠点を有している。

当社のサステナブル投資の取組みは、最初の社会的責任投資 (SRI) ファンドを立ち上げた2002年にさかのぼる。その直後には、「気候変動に関する機関投資家グループ (IIGCC)」に参加し、2006年から「国連責任投資原則 (UNPRI)」初期署名メンバーとなっている。その後も取組みを強化し続け、2012年には、「国連グローバル・コンパクト原則」を運用するすべてのファンドにおける最低限の基準として導入し、2015年には運用ポートフォリオをパリ協定の目指すものと一致させることをコミットするなど、長きにわたってサステナブル投資の分野を世界のリーダーとして牽引してきたと自負している。

本稿のタイトルは、「グローバル金融機関によるサステナブル投資戦略」であるが、サステナブルな社会・経済の創造にインパクトある貢献をする「フューチャー・メーカー」になるというビジョンを持つ欧州大手資産運用会社である当社の立場から、目指すべき社会・経済への移行と、サステナブルファイナンスの考え方について述べていくこととした。

## I 欧州の目指す社会とBNPパリバ・アセットマネジメントの取組み

当社のビジネス活動の中心となる欧州では、2015年に欧州委員会が「サステナブルな EU 経済2035年への道 (2035 Paths towards a sustainable EU Economy)」を発表したことなどを契機に、サステナブル経済への移行が本格化している。同年12月には、フランスのパリで開催された第21回国連気候変動枠組条約締約国会議 (COP21) において、2020年以降の温室効果ガス排出削減等のための新たな国際枠組みとして、パリ協定が採択されている。

さらに、2019年12月に欧州委員会は、2050年の気候中立(温室効果ガスの実質排出ゼロ)目標を達成しつつ経済成長も実現する様々な措置を含む欧州グリーンディールを公表し、単なる環境政策にとどまらず、産業政策や運輸、エネルギー、農業分野など広範な政策分野をカバーする、新たな「成長戦略」として位置づけている。このような一連の動きを受けて、欧州を中心に移行すべき経済の具体的な姿が示されるとともに、金融業界はその将来像に対してどのように貢献できるかを考えていくことが求められている。

当社においても、こうしたサステナブルな経済の移行は不可欠なものとして捉えており、そのためには二酸化炭素の排出と吸収を合計してゼロとなる炭素中立(カーボン・ニュートラル)で、環境面での持続性があり、かつ包摂的でなければならないと考えている。当社のサステナブル投資は以下の6つの信念よ

り構成されており、受託者責任としての重要性のみならず、エンゲージメント等を通じてリスク調整後の運用収益向上につながることで、サステナブル社会・経済の貢献に不可欠であることが網羅されている。

- 1 ESG要素を体系的かつ明示的に投資分析や投資意思決定の運用プロセスへ取り込むESG統合(インテグレーション)は、リスク調整後の運用収益向上につながる。
- 2 ESGの視点を含めた投資先企業を分析し投資意思決定をするサステナブル投資に基づく受託者責任(フィデューシャリー・デューティ)。
- 3 議決権行使や投資先企業との対話(エンゲージメント)を通じたスチュワードシップ活動は運用会社としての機会と義務。投資対象から除外することは最終手段であり、エンゲージメントのほうが効果的と考える。
- 4 低炭素、持続的かつ包摂的な成長に焦点をあて、長期的に機能する経済モデルを考慮する将来を見据えた(フォワード・ルッキングの)投資家。
- 5 企業や当局との対話を通じて、ESGに基づくサステナブル投資を実践することで、市場の安定性と持続可能なサステナブル社会・経済創造に貢献。
- 6 投資先にESGに基づくサステナビリティな活動を求めるだけでなく、当社内のサステナビリティの実践と開示の有言実行もサステナブル社会・経済の貢献に不可欠。

当社では、2019年3月にサステナビリティ投資の具体的な戦略をまとめた「グローバル・サステナビリティ戦略」(Global Sustainability

ty Strategy, GSS) を発表し、全社的にサステナブル投資への取組みに注力している。当社のサステナブル投資は厳密なポリシーによって管理され、アクティブ株式運用、アクティブ債券運用、計量（クオンツ）株式・債券運用、低流動性プライベート・アセット運用のすべての運用戦略にすでに導入されている。II では、こうした当社の取組みの基盤となる「GSS」について説明していくことにしたい。

## II グローバル・サステナビリティ戦略（GSS）と「3つのE」

### 1 グローバル・サステナビリティ戦略

当社では変化の激しい世界において、投資家にとって持続可能な長期的投資収益を実現することに重点をおいている。2019年3月に当社はサステナビリティ投資の具体的な戦略をまとめた「グローバル・サステナビリティ戦略（GSS）」を発表したが、これは投資家の金融面での利益に加えて、経済全体の利益にもつながるものと確信している。GSSは大きく2つの鍵となる要素を含んでいる。1つは2020年までに投資戦略のすべてにおいてサステナブル投資を実施すると表明したこと、

#### Profile

とき・だいすけ◇BNPパリバ・アセットマネジメント(株) CEO・代表取締役社長。それ以前は、ドイチェ・アセット・マネジメント代表取締役社長、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント代表取締役社長を歴任するなど、金融業界で30年以上の経験を保有。一橋大学大学院および筑波大学大学院の客員教授（現職）。日本ファイナンス学会理事。

ふじわら・のぶゆき◇BNPパリバ・アセットマネジメント(株)マーケティング部部長。サステナブル投資を中心としたマーケティング・コンテンツを構築している。ドイチェ・アセット・マネジメント、アムンディ・ジャパンなど約20年に渡りリサーチ、投資啓蒙に従事。慶應義塾大学経済学部卒。

そしてもう1つは、スチュワードシップ活動をさらに強化し、持続可能な社会の実現に向けた運用ポートフォリオを目指し、全社的な測定目標を採用するということである。

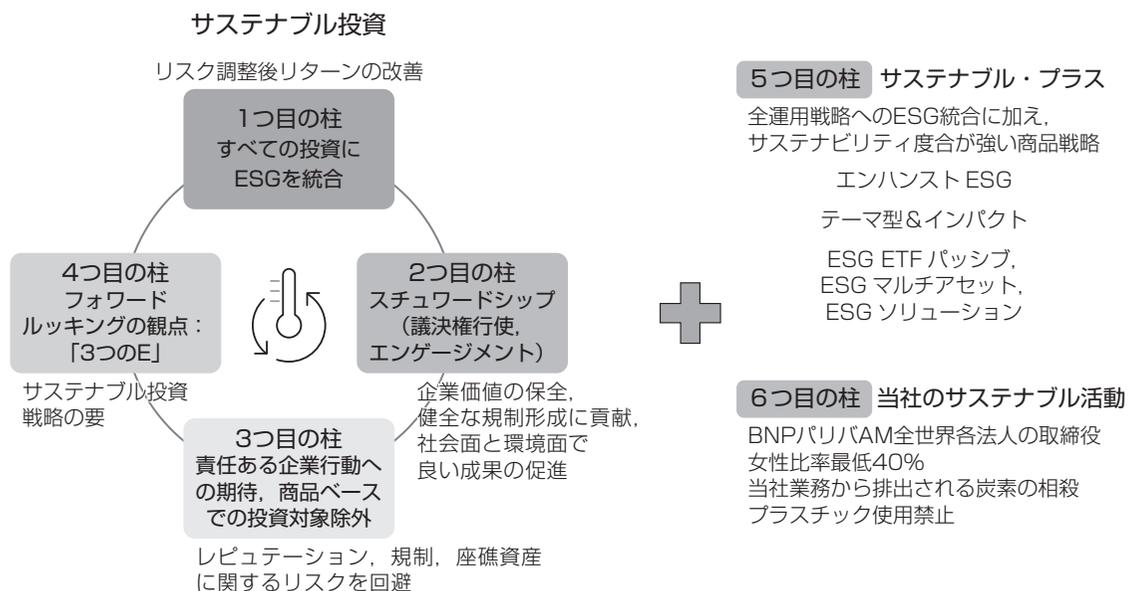
当社のサステナブル投資は図表1の6つの柱を定義し、厳格なポリシーによって管理されている。

1つめの柱はすべての運用へESGを統合することで、正式なESG統合ガイドラインに沿って、ESGの観点を投資判断に体系的に統合している。2つめの柱は積極的なスチュワードシップ活動で、議決権行使、エンゲージメント、公共政策への働きかけなどが含まれる。3つめの柱は責任ある企業行動指針で、規範・業種別の方針等が定められている。4つめの柱は「3つのE」と呼ばれるもので、将来を見据えたエネルギーの転換（Energy Transition）、環境の持続可能性（Environmental Sustainability）、平等と包摂的な成長（Equality & Inclusive Growth）からなる「3つのE」に焦点を当てるというものである。

また、5つめの柱として、全運用戦略へのESG統合に加えてサステナビリティ度合いが強い商品戦略の展開、6つめの柱として、当社自体のサステナブル活動の推進にも力を入れている。当社グループ各社の女性取締役比率を40%以上にする高い基準を設けるほか（投資先には原則30%以上を求めている。詳しくはIIIの2を参照）、当社業務からの炭素排出削減、社内でのプラスチック使用禁止など、アセットマネジャーとして投資先企業に求めることは自社でも積極的に取り組んでいる。

特に4つめの柱である「3つのE」は、当社のビジョンであるサステナブルな社会・経

【図表1】 サステナブル投資アプローチ：6つの柱



済の構築へのインパクトを創出するための「フューチャー・メーカー」としての具体的な施策となり、サステナブル投資の他の柱も、この「3つのE」を中心に実行されることとなる。

## 2 「3つのE」

当社では持続可能な経済に不可欠な3つの課題領域として「3つのE」の方針を定めており、このうち最初の2つは環境に関するものとなっている。図表2に示したように、1番目のEは「エネルギーの転換（Energy Transition）」で、低炭素へのエネルギー転換に貢献するため以下の3つの目的を設定している。

- (1) 2025年までにパリ協定の目標に沿った運用ポートフォリオを構築する
- (2) パリ協定の目標に沿った戦略を実施するよう、投資先企業および国に働きかける
- (3) 政策担当者がパリ協定の目標に沿った政

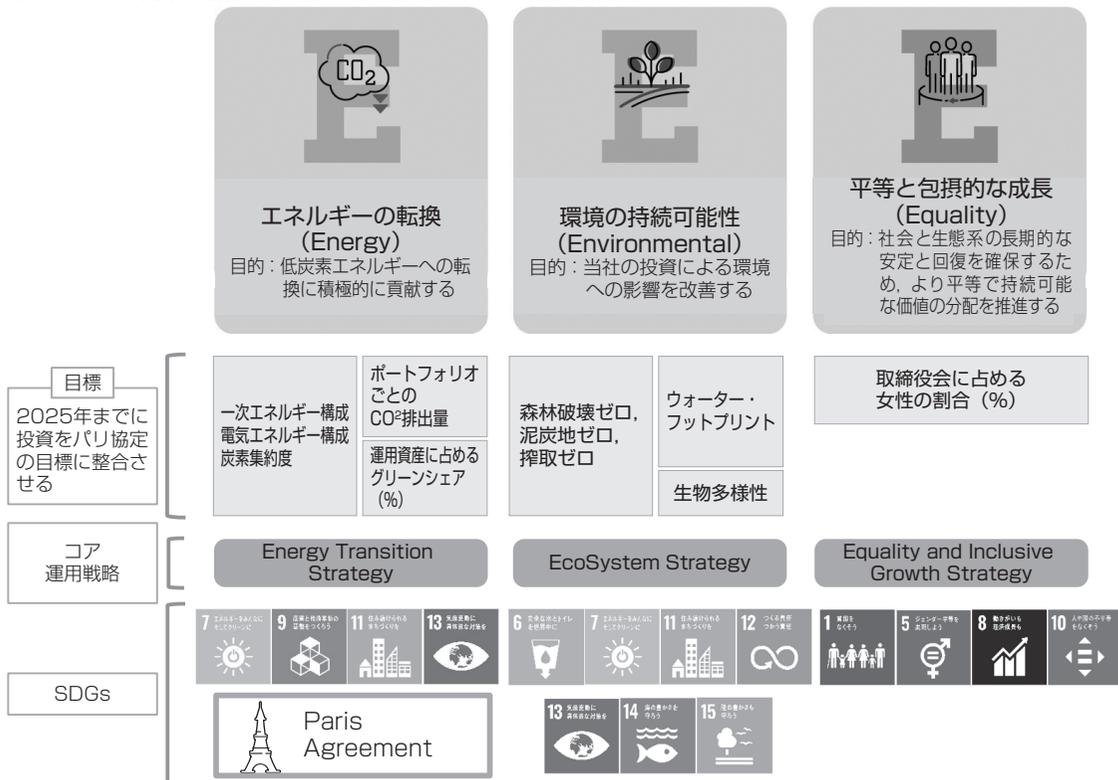
策を採用するように促す

また、2020年1月より、石炭に関する方針を強化し、ポートフォリオからの除外に明確な基準を設定している。

2番目のEは「環境の持続可能性（Environmental Sustainability）」で、投資がもたらす環境への影響を向上させることを目標として、水と森林資源の利用量の改善に関する目標を設定している。生物多様性への取組みはグローバルでの重要性が高まっている分野で、プラスチック廃棄物や持続可能な漁業に関する企業評価を改善させるなど、さらに高度な目標設定を進めている。

3番目のEである「平等と包摂的な成長（Equality & Inclusive Growth）」では社会の長期的な安定を確保するため、より平等で持続可能な価値の分配を推進している。新型コロナウイルスの世界的流行によって、すでに存在していた不平等がさらに悪化するなど、3番目のEの重要性も浮き彫りになっている。

〔図表2〕 持続可能な経済に不可欠な3つの課題領域



このように3つのEに対して具体的な目標を設定し、さらにこれらのKPIを測定・報告することで3つの課題領域にサステナブル投資で貢献していくということである。これらはパリ協定や持続可能な開発目標（SDGs: Sustainable Development Goals）とも明確に関連しており、サステナブルな社会・経済の創造にインパクトある貢献をする「フューチャー・メーカー」になるという当社のビジョンを実現するアプローチとなっている。

### III スチュワードシップ活動と具体的事例

スチュワードシップ活動は当社の投資の中

核である。サステナブル投資で最も重要なプロセスの1つは、企業や発行体との積極的な対話（エンゲージメント）を通じて、企業の活動にインパクトを与えることである。GSSの2つめの柱となるスチュワードシップでは、「3つのE」に沿って、企業や政府にも影響を与えながら、低炭素で環境に優しいサステナブルで、包括的な経済を促進していく。たとえば、当社では気候変動に対処する議案を強く支持しており、2019年実績で関連議案に賛成票を投じた比率が95%に達するなど、同業他社比でも極めて高い比率となっている。当社のスチュワードシップ戦略は、大きく以下の3つを通じて実現される。

## 1 公共政策

規制当局との積極的なエンゲージメントを通じて、投資対象となる市場形成や企業行動を監視し、導いていく規制整備をサポートする。公共政策は、長期投資家が持続可能な運用収益や価値を生み出すことに影響を与える。また、社会・環境・経済システムのみならず、金融市場の持続可能性と安定性にも影響を与えると考えている。企業の情報開示、気候変動に対する方針、コーポレートガバナンスに着目して、長年にわたり政策当局と前向きかつ効果的なエンゲージメントを行っている。

## 2 議決権、ガバナンス、および経営の質に関連するエンゲージメント

投資先企業との継続的なエンゲージメントの最優先事項は、優れたガバナンスの実践を促進することである。長期的で持続可能な価値創造への着目、株主権利の保護、独立で効果的かつ説明責任を持つ取締役会、ステーク・ホルダーの長期的利益に沿う形の経営陣の動機づけ、社会や環境の尊重、正確で適切かつ適時な情報開示などが含まれる。具体例として、投資先企業には原則30%以上の女性取締役比率を求めており、それが満たされない場合は、すべての男性取締役に反対票を投じるといったスタンスを取っている。ただし、これは欧米やオーストラリアといった国の企業のケースであり、日本を含むアジアでは欧米と状況も異なり、女性取締役を1名以上求めるなど、実情に沿った基準を設けている。

## 3 責任ある企業行動

国連グローバル・コンパクト原則に違反している投資先企業を含め、監視銘柄（ウォッチ

リスト）となっている投資先企業に対して、エンゲージメントの実施または投資対象からの除外を行う。当社の運用部門内でサステナブル投資を推進するサステナビリティ・センターでは、深刻な非難に直面し、国際規範やESGに関する重大なリスクのある投資先企業を抽出し、それらの企業とのエンゲージメントも実施している。なお、国連グローバル・コンパクト原則に加えて、非人道的兵器・石炭・タバコ・アスベストを厳格に排除、パーム油・原子力・鉱業・オイルサンド・農業にもセクター・ポリシーを設けるなど、同業他社を超える厳格なスタンダードを設定している。

## IV 欧州の最新規制動向と主な注目トピック

Ⅲまでは、当社のサステナブル投資を中心にアセットマネジャーとしての姿勢と取組みを述べてきたが、サステナブルな社会・経済への移行のためには、投資先企業との連携に加えて、投資家の行動も重要であることはいうまでもない。以下では、欧州のサステナブル投資をめぐる最新規制動向と注目されるトピックについて触れることにしたい。今、欧州で起きていることは、今後の日本の企業会計、投資行動においても重要な論点になることが予想される。

### 1 サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）と第2次金融商品市場指令（MiFID2）

今年3月に施行された欧州のサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）が、日本で

も注目を集めている。SFDRではEUで販売されるすべての投資商品について、サステナブルな投資目的を持つ商品（9条）、「環境」や「社会」の特性を促進する商品（8条）、それ以外の商品（6条）の3つのカテゴリーに分類することを通じて、サステナブル投資を比較可能なものとし、より高い透明性を提供する。また、金融商品等が環境に配慮しているように装う「グリーンウォッシング」といった問題を防ぐことも目指している。

さらに、2022年には第2次金融商品市場指令（MiFID2）において、サステナブル投資の嗜好に関する投資家への確認義務化が実施予定とされる。こうした投資家向けの規制が相次いで導入されることで、サステナブルな金融商品に対する理解が深まり、こうした商品への投資がさらに広がっていくことが予想される。

## 2 気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）スコープ3

3つのEの中でも「エネルギーの転換」、「環境の持続可能性」を推進するために重要なのが、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の財務情報開示の枠組みである。2017年6月に公表されたTCFDの最終報告書で、測定基準と目標を定めた開示内容において、スコープ1、スコープ2に加えて、該当があればスコープ3の温室効果ガス（GHG）排出量と関連リスクについても開示することを推奨している。企業が直接的に排出したスコープ1、企業が購入した電力などから間接的に排出されるスコープ2の開示は進んでいるものの、サプライチェーンの中で間接的に排出されるスコープ3については、

正しく測定することや他の排出量と境界を定めることが難しいとされている。それでも、スコープ3排出量に関しては金融市場や市民社会からの透明性向上の圧力に加えて、法整備や科学的アプローチが進化するにつれて、開示されるケースも徐々に増えている。特に注目度の高いテーマとなっており、今後の進化が期待される分野といえる。

## 3 自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）のイニシアチブ

国連は2021年から2030年までの10年間を「生態系回復の10年」と定めている。TCFDの最終報告書が公表されたのが2017年であることを勘案すると、気候変動に対する取組みからスタートは遅れたものの、今後企業会計にとっても重要な論点になるのが、自然資本の組入れである。自然資本の保全は「環境の持続可能性」に不可欠との認識は広がっており、2021年6月に正式に発足した自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）のイニシアチブへの注目が高まっている。2021年5月には「Sustainable By Nature: Our Biodiversity Roadmap」で当社が策定した生物多様性のロードマップを公表し、ESGインテグレーションへの取組みに生物多様性を組み込むことを明言している。とりわけ水のリスクについては、測定手法等の進展が見られる分野であり、早い段階での情報開示の進化が期待される。投資先企業に対するスチュワードシップ活動には自然資本に関する科学的根拠のある目標設定が重要になるため、こうした枠組みの開発にも積極的に参加していく方針である。

TCFDスコープ3やTNFDといった論点

については調査・研究中のテーマでもあり、国内企業の統合報告書等でもほぼカバーされていないのが現状である。一方、欧州を中心に「3つのE」に関するより充実した情報開示が求められるなかで、企業財務の視点だけではなくIRの視点でも取り組むべき論点といえる。サステナブルな社会・経済への移行を目指す長期投資家にとって貴重な情報であるのはもちろんのこと、企業が将来的なリスクや投資機会を見極めるうえでも重要な取組みとなるだろう。

### 《おわりに》

以上述べてきたとおり、サステナブルな社会・経済への移行は、企業、金融機関そして投資家の協力・推進が不可欠である。そのため的手段として、Ⅲで説明したようなエンゲージメントが重視されるのである。そして、Ⅳで取り上げたTCFDスコープ3やTNFDの自然資本を評価する取組みなど、企業の行う情報開示がサステナブルファイナンスの質を高めることはいうまでもない。効果的なサステナブルファイナンスが実施されるためには、「3つのE」に代表されるような課題領域と、その結果として目指す目標（Goal）を共有していくことも欠かせないプロセスとな

るだろう。

当社が注目するサステナブル投資のテーマとしても、依然として気候変動が最優先課題と考えているものの、新型コロナウイルス感染症などを通じて、生物多様性や社会問題への関心も高まってきたと見ている。こうした広がりに対応するため、昨年12月には平等と包摂的な成長をテーマとするインクルーシブ・グロース戦略を展開、今年6月には生態系回復をテーマとする投資戦略をスタートし、海洋・水システム、陸地・食糧および森林保全、持続可能なまちづくりといった分野に投資機会を見出している。このように持続可能な社会・経済へ移行する長期的な時間軸の中で、様々な投資機会が出てくるものと考えている。

当社では、より良い社会・未来の創造に貢献していく「フューチャー・メーカー」になるというビジョンを持つとともに、投資家が持続可能な長期的投資収益を実現することを重視している。企業と資産運用会社に加えて、こうした将来を見据えた時間軸を投資家とも共有していくことができれば、長期にわたってサステナブル投資が広がっていくと考えている。