



2023年6月

情報提供用資料

SFDRにおける「サステナブル投資」 商品決定のメソドロジー

サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）

2018年3月に欧州委員会は、持続可能性（サステナビリティ）の開示と会計ルールの策定を強化することを目的に、持続可能な成長に向けた資金調達に関する行動計画を提出しました。これを受けて[サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）](#)（Regulation (EU) 2019/2088）が2019年12月に発効され、2021年3月10日から適用されています。金融市場参加者やファイナンシャル・アドバイザーは投資判断やアドバイスを行う際に、環境、社会、優れたガバナンスの要素をどのように統合するか、あるいはポートフォリオ全体や商品単位でのサステナビリティの野心的な目標をどのように達成するかにおいて、調和のある透明性の高いルールを定めています。この規制により、金融市場にさらなる説明責任や規律、そして効率性がもたらされると期待されます。

SFDRにおいては、以下の商品カテゴリーによって開示要件が区分されています。

- ・ 「サステナブル投資」を目的とする金融商品（「環境」を目的とする場合、「ダークグリーン」の金融商品とも呼ばれます）。これらの商品に求められる透明性については、SFDR第9条に規定されておりますが、欧州委員会は、SFDR第9条商品は「サステナブル投資」へのエクスポージャーは100%であるべきと示唆しています。
- ・ 「環境」や「社会」の特性を促進する商品（「ライトグリーン」の金融商品とも呼ばれます）。これらの金融商品は、SFDR第8条に記載される透明性の基準が求められることになります。

2021年10月に採択された[規制テクニカル基準（RTS : Regulatory Technical Standards）](#)の最終報告書では、SFDR第8条と第9条のファンドに対して、コミットされた「サステナブル投資」の比率と実際の「サステナブル投資」比率について開示することが求められています。

SFDRは「サステナブル投資」について、1）環境または社会的な目的を持つ、2）害を及ぼさない、3）優れたガバナンス慣行を持つ、という特徴のある投資と定義付けています。



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

SFDRにおける「サステナブル投資」の定義

「サステナブル投資」の定義

BNPパリバ・アセットマネジメント（BNPP AM）では、「サステナブル投資」か否かの要件は企業レベルで適用されるべきものと考えています。

「サステナブル投資」は、サステナブルファイナンスを規制するより広範な法的枠組みの中で理解されるべきです。「サステナブル投資」とタクソノミーとの整合性の2つには、プラスの貢献が達成できる投資を特定するという同様の目的があります。しかしながら、これら2つの分析フレームワークは、その性質が大きく異なります。EUタクソノミーとの整合性は、カーボンフットプリントや男女間の賃金格差、負債資本比率といった企業によって提供される客観的な尺度に基づき、[規制スタンダード](#)に定められています。逆に「サステナブル投資」は、市場参加者にその判断が委ねられている部分もあります。実際に、SFDRの解釈に関する欧州監督機構（ESA）の質問に対して、最近[欧州委員会は次のように回答](#)しています。「SFDRはプラスの貢献、重大な害を及ぼさない、優れたガバナンスといった概念を具体化するため、サステナブル投資としての主要なパラメーターなど最低基準を設定していない」。その結果、金融市場参加者は、各投資について独自の評価を実施し、その基礎となる前提条件を開示する必要があります。

最後に、「サステナブル投資」という概念は、SFDR、とりわけ第9条商品における文脈で検討されるべきものと言えます。法律や規制文書では、サステナブルを投資目的とする金融商品は、キャッシュやヘッジのためのデリバティブ取引など特定の目的を持った投資部分を除いて、「サステナブル投資」にのみ投資しなければならないとの記載例が見られます。そして、SFDRの解釈に関する[ESAの質問に対する欧州委員会の回答](#)によれば、パリ協定適合ベンチマーク（PAB）や気候移行ベンチマーク（CTB）に該当するファンドを除き、「サステナブル投資」は自動的に第9条商品に該当するとみなされる可能性があることを示唆しています。

「サステナブル投資」の特定

事業活動と業務運営

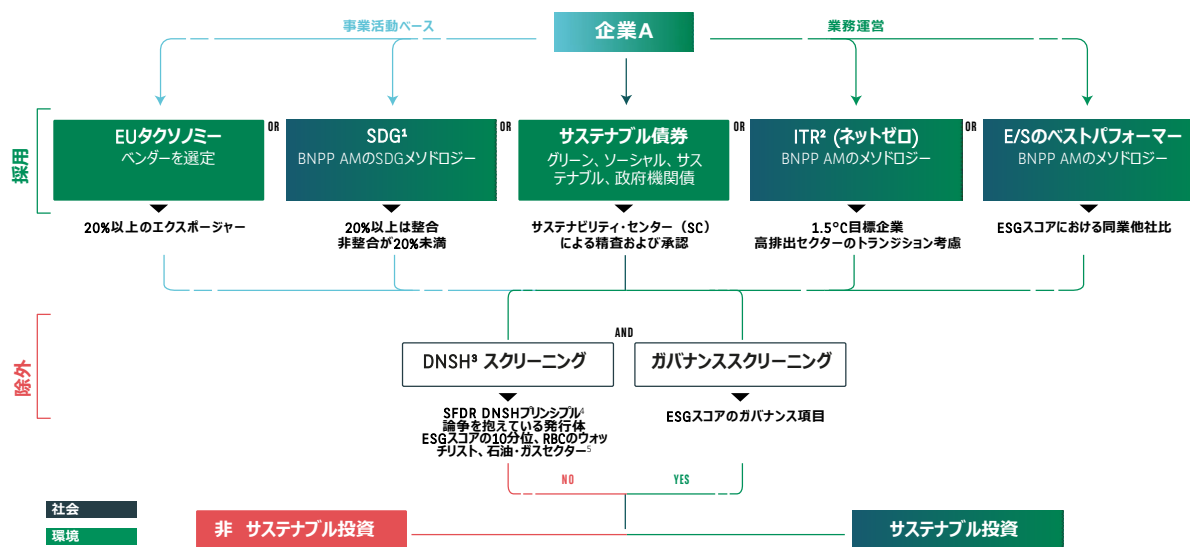
「サステナブル投資」の定義とは、環境または社会的な目的に対してプラスに貢献する経済活動への投資である一方、他の目的を損なうものではないこと、企業が適切なガバナンスを実践していることが条件とされています。「サステナブル投資」を特定するためには、プラスに貢献するという基準において包括的な視点を持つことが必要であり、事業活動自体の成果に加えて、その事業活動がどのように行われているかの双方を考慮することができるよう。

環境（「E」）または社会（「S」）の目的を持った経済活動におけるプラスの貢献は、まずは事業活動の成果分析を通じて測定されます。つまり、その事業活動によって提供される商品やサービスが、「E」や「S」の目的に対してソリューションを提供しているかどうか判断されます。さらに、経済活動が「E」または「S」の目標にプラスに貢献することは、その業務運営のモデルまたは、企業の全社的な事業活動と業務運営を「E」または「S」の目標に整合させることによって達成しうと考えられます。

「サステナブル投資」のメソドロジー

BNPP AMは、以下の5つの分析項目を「サステナブル投資」の定義において統合しており、これらは企業が持続可能（サステナブル）であると認定する際の中核となる要素であると考えています。

図表1: BNPP AMの「サステナブル投資」の定義



1: 持続可能な開発目標 (SDG)、2: 予想気温上昇 (ITR: Implied Temperature Rise)、3: 重大な害を及ぼさない (DNSH: Do Not Significantly Harm)、4: SFDN DNSHプリンシプルは、主要な悪影響 (PASI: Principal Adverse Sustainability Impacts) の考慮を義務化しており、OECD多国籍企業行動指針および国連のビジネスと人権に関する指導原則に準拠している、5: MSCI GICS産業分類のレベル4 (産業サブ・グループ) に該当する次のもの; 石油・ガス掘削、石油・ガス探査・開発、総合石油・ガス、石油・ガス貯蔵・輸送、石油・ガス精製・販売、石油・ガス装置・サービス、石炭・消耗燃料、各種金属・鉱業、公益事業 (ガス)

環境または社会的な目的への貢献の特定

実際に、環境または社会的な目的に貢献しているとみなされるためには、発行体は以下に説明する基準について、少なくとも1つを満たさなければなりません。

EUタクソノミーとの整合性

EUタクソノミーに整合する投資は、サステナブル投資の一部であるため、EUタクソノミーは明らかに最初に考慮すべき要素と言えます。EUタクソノミーは欧州サステナブルファイナンス規制の核であり、経済活動を持続可能なものとして分類するための欧州の共通言語となるべきものです。これまでのところ、タクソノミーにおける6つの環境目的のうち、2つ (気候変動の緩和、気候変動への適応) はテクニカルガイドラインで適切に定義付けされています。

BNPP AM は、市場でサービスを提供しているデータプロバイダーを検討し、最終的にブルームバーグ社をプリファードベンダーとして選定しました。これは、規制要件に対して最高水準のコンプライアンス遵守体制を整備しているプロバイダーであると考えているためです。

企業がEUタクソノミーに整合していると分類するためには、企業の事業活動に占める割合に対する下限値を設定する必要があります。当社では、企業収益の20%以上のエクスポージャーと設定しました。この水準に設定された理由は以下の通りです。

- 20%以上のエクスポージャーは重要とみなされ、規制当局が20%の水準を認めるケースが多いため。
- フランスのLabel ISRなど複数のサステナビリティ・ラベルの認定機関が、エクスポージャーが重要であるとみなす水準を20%以上としているため。
- 基準値を10%に引き下げたとしても、タクソノミーに整合している企業の割合は大きく変化しない。発行体は大幅に整合しているか、またはほとんど整合していないかのどちらかの二極化する傾向があるため。

SDGとの整合性

国連の持続可能な開発目標 (SDGs) は、各国と国連による数十年にわたる取り組みに基づいており、持続可能な開発を促進し、人間の生活を改善し、環境を保護することを目的としています。

当社はデンマークのフィンテック企業であるMatter社と提携し、収益をベースとした「SDG整合性モデル (SDG-alignment model)」を開発しました。このモデルに基づき、発行体の収益の20%以上がSDGsと整合しており、かつSDGsと整合していない割合が20%未満である場合に、「サステナブル投資」とみなされることになります。

サステナブル債券と政府機関債

グリーン、ソーシャル、サステナブルな目的を持つ債券は、環境や社会的な目的にプラスの貢献ができる特定の活動や資産、プロジェクトに調達資金が活用されているといえるため、「サステナブル投資」と特定されます。BNPP AMではグリーン、ソーシャル、サステナビリティ債券のうち、社内独自のシステムを用いてテーマ別債券の評価を行い、「中立（Neutral）」もしくは「ポジティブ（Positive）」の評価を獲得したものだけを「サステナブル投資」とみなしています。現時点で「サステナブル投資」の定義における除外スクリーニングにおいて、ラベル付き債券では十分位の10となったもののみ除外が適用されます。

これに加えて、環境および（または）社会的な使命を持って従来型の（サステナブル債券ではない）債券を発行している政府機関は、当社のサステナビリティ・センターによって「サステナブル投資」と認定される場合があります。「サステナブル投資」のリストに含まれる「政府機関」においては、当社独自のテーマ別債券評価において「ネガティブ（Negative）」評価となっているグリーン、ソーシャル、サステナビリティ債券を発行しているケースはありません。

予想気温上昇（ITR）

4つ目の分析項目は、発行体が地球の気温上昇を1.5℃以内に抑制するという目標に向けて整合しているかどうかに焦点を当てています。この目標に対してポートフォリオを整合させることは、アセットオーナーや販売会社、資産運用会社にとって同様に重要な優先事項になりつつあります。温室効果ガス（GHG）排出量の多いセクター（MSCI GICS分類における素材、エネルギー、資本財、公益事業）の企業でも、ネットゼロ（ITRの1.5℃以内）に沿ったビジネスモデルに移行していれば、環境目的に貢献しているとみなされ、定義上「サステナブル投資」に含まれることになります。

環境（E）または社会（S）のベストパフォーマー

上述のEUタクソミーの対象範囲が限定的であるため、これを補完し、発行体の持続可能な業務運営の実践を考慮するため、環境（E）および社会（S）のサステナビリティのベストパフォーマーという分析項目も定義されています。このE/Sのベストパフォーマーの評価は、当社独自の[ESGスコアリング手法](#)に基づいています。このメソッドロジーでは、企業をスコアリングし、類似のセクターや地理的に近い企業で構成されるピアグループと比較して評価を行います。環境または社会の目的に貢献しているかどうかのスコアが10を超える企業が、最も優れた企業として認定されます。

ファンダメンタル分析

また当社では、現在のEUタクソミーおよびSDGデータセットを補完するファンダメンタル分析のプロセスも導入しています。これにより、ポートフォリオマネージャーは、当社のデータモデルで取得できない発行体について、「サステナブル投資」として認定するようサステナビリティ・センター（SC）に要求することができます。このプロセスを通じて「サステナブル投資」と認定されるためには、対象となる発行体が上述の重要性を満たす基準値である20%を超えてサステナブルな事業活動を行っているという証拠が提供されるとともに、重大な害を及ぼしておらず（DNSH）、優れたガバナンス慣行に従っていない必要ありません¹。

DNSHとガバナンスによるスクリーニング²

発行体が「サステナブル投資」として認定されると、サステナブルファイナンス規制により、発行体が他の環境や社会の目的に重大な害を及ぼしておらず（DNSH）、優れたガバナンス慣行に従っているかどうかの評価が求められます。そのため、除外フィルターを追加で設けており、発行体において以下の確認が必要となります。

1. **他の環境や社会の目的に重大な害を及ぼしていないこと。** BNPP AMでは重大な論争を抱えている発行体、ESGスコアリング手法の10分位のうち最低にランクされる発行体、およびRBCウォッチリストや石油・ガスセクターの発行体を除外します。また、[企業レベルで主要な悪影響（PASI）を考慮](#)しています。
2. **良好なガバナンス慣行を実践していること。** BNPP AMでは、独自のESGスコアリング手法を使用し、環境、社会、ガバナンスの各スコアを算出しています。ガバナンススコアが10を下回る発行体は除外され、「サステナブル投資」とはみなされません。

1. ESGアナリストは特定の状況においてさらなる定性的レビューを行い、これらのネガティブ・スクリーニングを無効にする可能性があることにご留意ください。
2. 一部の発行体については、データ不足によってDNSHまたはガバナンスによるスクリーニングの評価が行えなかったことで、「サステナブル投資」として認定されている可能性がある点にご留意ください。

対象範囲

「サステナブル投資」分析の結果は、発行体レベルで適用されます。

	対象	対象外
発行体	- 民間企業（上場および非上場） - プライベートアセット（デットおよびエクイティ） - 政府系企業 - 政府機関あるいは準政府機関	- ソブリンは現段階で「サステナブル投資」とはみなされていないものの、EU当局から追加的情報が出たまたは市場慣行に変化が見られた場合には再検討される可能性
資産	- グリーン、ソーシャル、サステナビリティボンド：これらの債券は発行体の非財務特性ではなく、調達した資金の用途を当社独自の基準をもとに個別に評価 - 投資戦略としてエクスポージャーを取るために、シンセティック・レプリケーション、トータルリターンスワップ（TRS）などデリバティブを用いたフォーミュラ・ファンド：デリバティブの基になる資産に対して「サステナブル投資」のメソドロジーを適用	- キャッシュ：「サステナブル投資」の定義の対象外 - デリバティブ：シンセティック・レプリケーションの特別な場合を除き、「サステナブル投資」の定義の対象外

フォワードルッキングの観点

当社では、上述のメソドロジーを新しい資産クラス（プライベース資産に投資するファンド・オブ・ファンズなど）により幅広く取り入れられるよう積極的に取り組んでいます。

SFDRの商品カテゴリーと「サステナブル投資」

- ・ SFDR第6条は、環境、社会、ガバナンス（ESG）に関するリスクの考慮事項を投資決定プロセスに統合しているか、あるいはサステナビリティ・リスクとの関連していない理由を説明していますが、以下の第8条または第9条の基準を満たしていない商品です。
- ・ SFDR第8条は、「環境」や「社会」の特性を促進する商品です。こうした商品では「サステナブル投資」の対象に投資する可能性はありますが、「サステナブル投資」を主要な目的としている訳ではありません。
- ・ SFDR第9条は、「サステナブル投資」を目的とする商品です。

用語の定義

ISR: (フランスの) 社会的責任投資 (L'investissement Socialement Responsable)

ESG: 環境、社会、ガバナンス (Environmental, Social and Governance)

PASI: 主要な悪影響 (Principal Adverse Sustainability Impacts)

SFDR: サステナブルファイナンス開示規則 (Sustainable Finance Disclosure Regulation)

ご留意事項

- 本資料はBNP Paribas Asset Management Franceが作成した情報提供用資料を、BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社が翻訳したもので、特定の金融商品の取得勧誘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。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。万一、原文と和訳との間に齟齬がある場合には、英語の原文が優先することをご了承下さい。
- 本資料における統計等は、信頼できるとされる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- 本資料には専門用語や専門的な内容が含まれる可能性がある点をご留意ください。
- 本資料中の情報は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本資料中の過去の実績に関する数値、図表、見解や予測などを含みいかなる内容も将来の運用成績を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している商標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。
- 投資した資産の価値や分配金は変動する可能性があり、投資家は投資元本を回収できない可能性があります。新興国市場、または専門的なセクター、制限されたセクターへの投資は、入手可能な情報が少なく流動性が低い場合、また市場の状況（社会的、政治的、経済的状況）の変化により敏感に反応しやすい場合、より不安定性があり、大きな変動を受ける可能性があります。
- 環境・社会・ガバナンス（ESG）投資に関するリスク：ESGと持続可能性を統合する際、EU基準で共通または統一された定義やラベルがないため、ESG目標を設定する際に資産運用会社によって異なるアプローチが取られる場合があります。これはESGと持続可能性の基準を統合した投資戦略を比較することが困難であることを意味しており、同じ名称が用いられていても異なる測定方法に基づいている場合があるということです。保有銘柄のESGや持続可能性に関する評価において、資産運用会社は、外部のESG調査会社から提供されたデータソースを活用する場合があります。ESG投資は発展途上の分野であるため、こうしたデータソースは不完全、不正確、または利用できない場合があります。投資プロセスにおいて責任ある企業行動指針を適用することで、特定の発行体やセクターが除外される場合があります。その結果、当該指針を適用しない類似の投資戦略のパフォーマンスよりも良くなったり、悪くなったりする場合があります。

BNPパリバ・アセッ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378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、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world