

キャピタル・アイ特別企画

大和が SDGs ウェビナー

■■「六方よし」の資本主義■■

大和証券は4日、「『SDGs 債大国ニッポン』に至る道しるべ」ウェビナーを開催した。

--SDGs を中心に据えた資本主義への転換--

(大和総研専務取締役調査本部長・チーフエコノミスト・熊谷亮丸氏)

感染症とグローバリゼーションはセットで進む。したがって、今回の感染症の問題は長期化のリスクがある。歴史的に見ると、5～8 世紀のシルクロード時代は天然痘がインドから世界へと広がる。そして仏教と同時期に日本へと伝わってきて、聖武天皇が東大寺の大仏を作られて治癒を祈られた。また、14 世紀のモンゴル帝国の東西貿易によってペストがヨーロッパに広がり、その結果、農奴解放が行われ封建制が終焉する。そして、教会の権威が失墜してこれが主権国家を中心とした近代へとつながった。

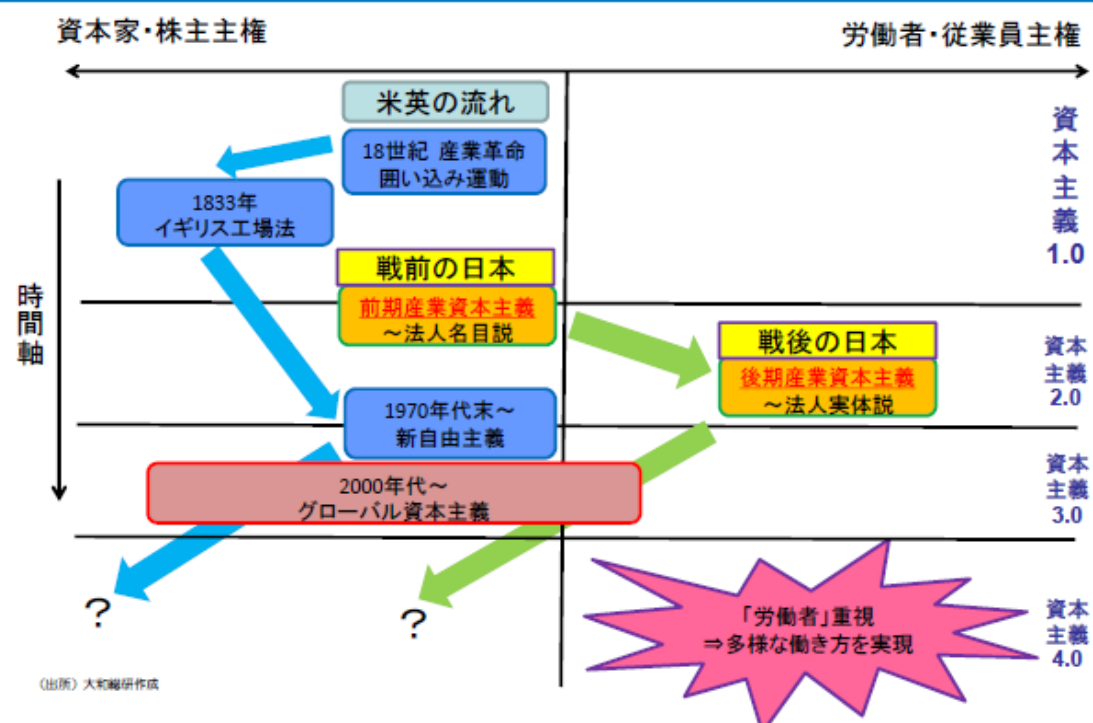
16 世紀の天然痘は大航海時代。スペインから新大陸に伝わった結果、インカ帝国やアステカ帝国が滅亡する。感染症というのは「家畜がくれた贈り物」という言葉があり、今回の感染症の拡大も無法図な都市開発、特に 1970 年代からの環境破壊が背景にあって、それまでの人間が住む世界と動物が住む世界の境目がどんどんなくなることによって、家畜由来の病気が広まった。そして、インカ帝国とアステカ帝国は元々あまり家畜を飼っていなかったので滅亡の憂き目にあった。さらには、19～20 世紀はコレラ。これが日本にも伝わって、尊皇攘夷思想につながり倒幕へつながったという考え方もある。また、20 世紀の初頭はスペイン風邪で、第一次世界大戦の死者と比べて 4～5 倍ぐらいの人が亡くなったと言われている。

■8つの構造変化

ポストコロナ時代には、グローバルな 8 つの構造変化が想定される。1 点目が最も重要な今日の主題でもある新自由主義・グローバル資本主義から SDGs 重視の「ステークホルダー資本主義」への転換。元々日本では、「三方よし」=売り手よし、買い手よし、世間よしという考え方があったが、今はこれに 3 つ加える。「地球よし（環境）」、「作り手よし（サプライチェーン）」、「未来よし（次世代）」の「六方よし」という考え方もある。いずれにしても、ステークホルダー資本主義という様々な主体の中長期的な利益を重視していくような、よりバランスのとれた資本主義へと変わっていく。これは 8 つのなかで最も重要な構造変化だ。

次に、パンデミックの逆進性によって反グローバリズムやナショナリズムが台頭する。これはまさにトランプ現象のようなこと。3 つ目は米中対立。資本主義と共産主義の争いが 20 年や 30 年続く可能性があるので、ブロック経済化や地政学的リスクの増大などが懸念される。4 つ目がグローバルなサプライチェーンの再構築。5 点目として過剰債務問題を背景に金融システムの毀損や潜在成長力低下の可能性が生じる。6 点目は、財政政策と金融政策の融合が進む可能性。7 つ目は、リモート、非接触型社会が来るなかで産業構造の激変が起きる。8 点目は、中央集権型から分散型ネットワークに移り変わって、地方創生の千載一遇のチャンスが生じるということ。

資本主義の歴史



8 つのなかで最も重要な SDGs 重視の「ステークホルダー資本主義」への転換について、資本主義の歴史を単純化すると、おカネが大事なのか、人が大事なのか、その間を過去数百年間動いてきた。資本主義 3.0 というのがグローバル資本主義で、一気におカネが大事という方向に振れ、株主の近視眼的な利益だけが重視される非常にバランスの悪い資本主義になってしまった。しかし、これからの大きな流れとしては、もう 1 度、人を重視する方向への揺り戻しが起きてくる。労働者が付加価値の源泉となるような新たな資本主義のステージへと入っていく。なぜそうなるかと言えば、金利がマイナスに転落し、相対的に今ほどおカネの価値が落ちている時代はないということだ。それ以上に、AI が出てくると人間の対人関係能力や、哲学といった AI や機械ではなかなかできない人間ならではの価値が企業の付加価値の源泉へと変わっていく。

■ 資本主義 4.0 と日本の親和性

これは、リュック・ボルトンスキーが資本主義 4.0 と言っているが、大きな流れとしてはおカネ重視に寄っていたものが、もう 1 度労働者が重視される新たな資本主義に変わっていくということ。それ以上に重要な点は、今までの資本主義は資本家と労働者が対立・ゼロサムで、どちらかが得をするとどちらかが損をする構造だった。しかし、これからの新たな資本主義は 1 段高いところで資本家と労働者の利益が一致する。例えば、大和証券グループは、なでしこ銘柄、健康経営銘柄の 2 つに 6 年連続で選ばれており、日本でこのような会社は当社を含めて 3 社しかない。従業員を大事にする働きやすい会社というのは、

就職ランキングが上がり良い人が来てくれる。これで収益・株価が上がり、株主にとってもプラスとなる。資本家と労働者の対立構造が1段高いところで止揚（アウフヘーベン）するような、新たなステージへと入っていく。

西洋は一神教であり事実上の身分制、エリート主義。例えばデカルトは、自然は大掛かりな機械だと考えて、自然をコントロールすることに力点を置いた。ところが日本は多神教であり、平等な社会であり、西田幾多郎などの哲学も主観・客観一体で実践的だ。自然とともに生きる生き方を重視する。西洋のあり方は、資本主義 3.0 との親和性があるのに対し、日本は資本主義 4.0 との親和性が高い。西洋の職種制・スペシャリスト的なものから、より現場主義・ゼネラリスト的なものに移っていくなかで、資本主義 4.0 は、元々日本が伝統的に持っていたものだから、そこでしっかりとしたモデルを作っていけば、もう1度日本が資本主義のフロントランナーに躍り出ることが可能になる。

菅義偉政権はよく、全体像がない体系性がないと言われるが、国民の安心・安全と経済成長・労働生産性上昇の2つの間で好循環を起こしていくというのが経済政策の全体像となっている。経済成長・労働生産性上昇のなかで最も重要なのが、グリーン社会で、経済と環境の好循環を実現すること。また、ダイバーシティ、多様性、国を開く。そうした意味で、菅政権はグリーン化とデジタル化の2つを経済成長の柱に据えている。

歴史・文化・哲学・勤労観から見た日本の立ち位置

◎西洋

- ・一神教
- ・事実上の身分制（エリート主義）
- ・主観客観の二元論、論理的（デカルト等）
- ・労働は「苦役」（←キリスト教の「原罪」）

職種制・スペシャリスト的

資本主義3.0と親和性
【理由】
社会の専門化⇒「職種制」の適用範囲拡大

◎日本

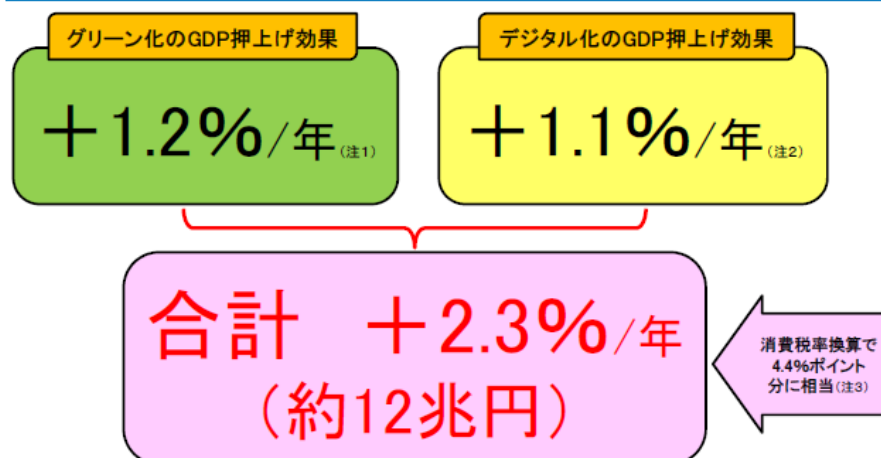
- ・多神教
- ・平等な社会
- ・主客一体、実践的（西田幾多郎等）
- ・労働は「神事」。余暇より労働を賛美
- ・協力・熟議の伝統（←「天の岩戸」の神話）

現場主義・ゼネラリスト的

資本主義4.0と親和性
【理由】
誰もが「創造性」を発揮⇒現場主義・ゼネラリスト的仕組みやわが国の勤労観に適合

（出所）大和総研作成

グリーン化、デジタル化のGDP押し上げ効果（暫定試算）



我々の試算による GDP 押し上げ効果は、グリーン化が年率 1.2%、デジタル化が年率 1.1%。合わせると年率 2.3%、毎年 12 兆円ずつ GDP を押し上げる。これは消費税の税率を 4.4%ポイント下げたのと同じ経済効果がある。パリ協定の目標を実現するためには、IEA の試算によれば、最大で 8000 兆円の投資が必要と見られている。また、世界の ESG 投資は、全体で 3000 兆円ある。そして、日本は企業の現預金は 240 兆円あるから、菅政権というのは、財政・金融政策を総動員して、240 兆円の企業の現預金をグリーン化とデジタル化という経済に対する押し上げ効果が大きいところに集中的に使っていくことを目指している。

（注1）IEAの「持続可能な開発シナリオ」実現のために必要なエネルギー投資を2040年にかけて実施した場合の推計。2020～2040年の平均。
（注2）世界銀行「Doing Business 2020」における日本のデジタル化関連スコアが世界トップレベルまで改善する場合の推計、一人当たり実質GDP成長率の押し上げ効果。
（注3）消費税率1%当たりの税収を2.7兆円として試算。
（出所）各種資料より大和総研作成

--質の高いSDGs 債発行への取り組み--

(鉄道建設・運輸施設整備支援機構理事・西川浩氏)

米国のバイデン大統領が就任初日にパリ協定への復帰を表明し、欧州を中心とした地域では「新型コロナウイルス感染症からの復興は環境に配慮したものであるべき」というグリーン・リカバリーの概念が広がっている。日本においても、昨年10月の菅首相による脱炭素社会の実現宣言を受け、12月に「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」が経済産業省を中心に策定され、この1月には金融庁で第1回の「サステナブルファイナンス有識者会議」が開催されるなど、脱炭素社会関連の取り組みが連日数多く報道されている。これからも環境に対する企業経営のあり方やファイナンスの形などが急激に変化・加速していくと思う。

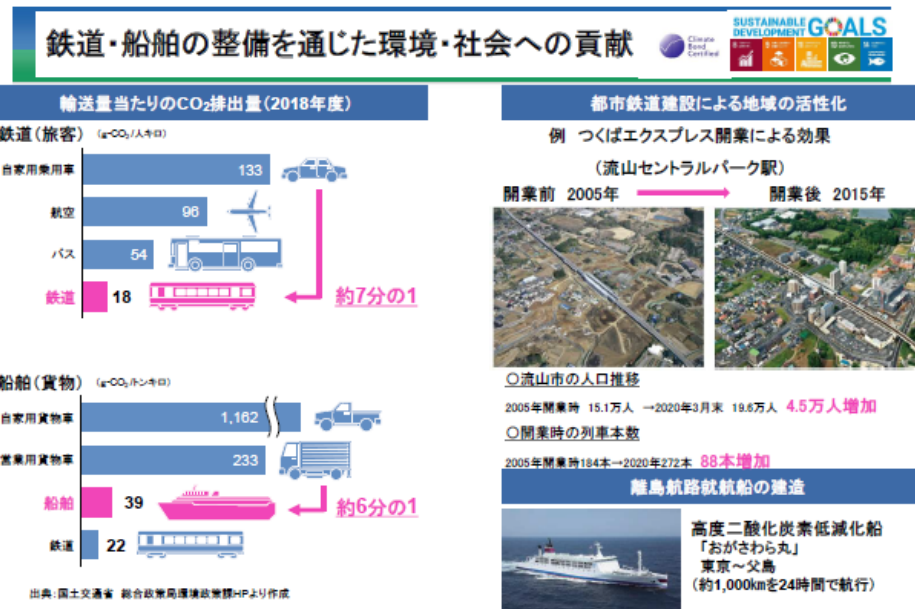
鉄道・運輸機構は、鉄道・船舶による交通ネットワークの整備・支援を総合的に実施する政府全額出資の独立行政法人。「新幹線を建設している」と言えば、鉄道・運輸機構の存在をより身近に感じてもらえるのではないかと。現在は北海道、北陸、九州の3つの新幹線（合計約400キロ）を建設しているが、これら整備新幹線は、鉄道・運輸機構が事業主体として建設・保有しているもので、完成後は営業主体であるJR各社に施設を貸し付けて貸付料をもらうスキームになっている。

新幹線以外にも多くの都市鉄道を建設してきた。関東地区では、つくばエクスプレスや武蔵野線、りんかい線なども機構が整備したとは知られていないかもしれない。最近では、2019年11月に開業した「相模鉄道がJR線を通して東京都心にダイレクトに乗り入れる相鉄・JR直通線」も鉄道・運輸機構が建設したもので、これまでに全国各地の鉄道路線128線、3600キロ以上を建設してきた。

■国内最大の船主

もう1つの柱である船舶共有建造事業では、これまで約4000隻の船を建造しており、あまり知られていないが実は国内最大の船主でもある。この事業では、国内を航行する旅客船と貨物船を海運事業者と共同で建造・保有している。動力源を電気推進とする「スーパーエコシップ」など環境にやさしい船舶の建造にパイオニア的に取り組んでいるほか、船舶分野でもゼロエミッションに向けた国際的な動きがあるなかで、内航海運分野での次世代バッテリーの活用や水素などの新燃料活用の可能性を探る取り組みも始めようとしている。

国連の地球温暖化サミットでスピーチを行った16歳（当時）の活動家、グレタ・トゥーンベリさんも飛行機での移動をやめて鉄道を使っているとのことだが、鉄



道や船舶は1度にたくさんの人や物を運ぶことができる輸送手段であり、ほかの輸送機関に比べCO2排出量の削減に大きく貢献するエネルギー効率に優れた地球環境にやさしい交通インフラだ。CO2排出量で見ると、鉄道は、旅客輸送でマイカーの約7分の1、船舶の貨物輸送は営業用トラックの約6分の1となっている。

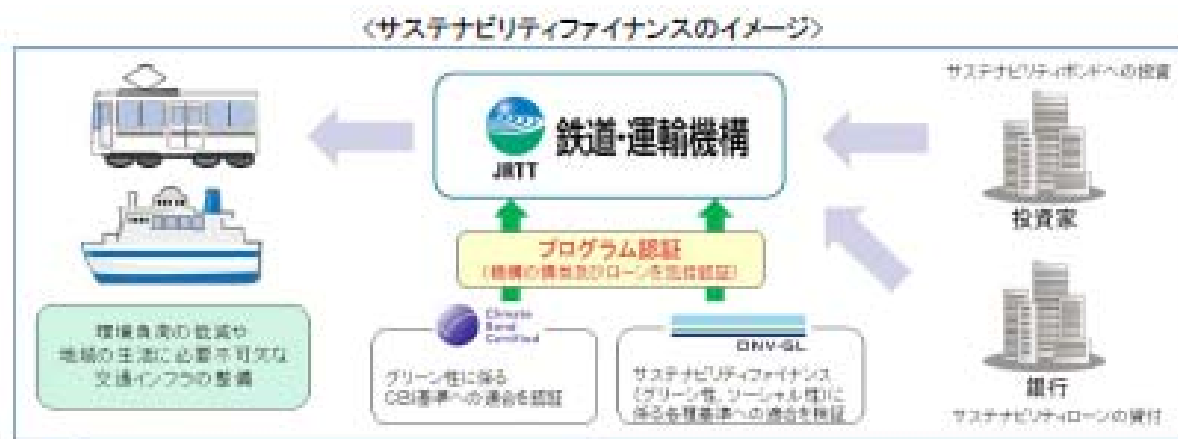
事業のためには、継続的な資金調達が必要であり、鉄道のグリーン性を活用し、相鉄とJR直通線などの建設プロジェクトに充当する資金調達のため、2017年度にグリーンボンド（GB）を発行した。これは環境省のモデル発行事例の第1号案件として採択された。GBを発行した理由は大きく2つある。

1つ目はプロジェクト自体の社会的意義を幅広く訴求して投資家の裾野をさらに広げたいとの強い思い。2つ目が独立行政法人として初となるGBを発行することで、社会的課題の解決を積極的に進めている鉄道・運輸機構の存在を知ってもらいたい。そして、ほかの債券発行体の参入促進に少しでも貢献したいという思いがあった。このGBは大変好評だったが、SDGs債投資に対する関心が高まるなか、継続的な発行を望む投資家の声が多く聞かれた。これに応えるべく、最適な債券発行のあり方を本気で検討することにした。

■三陸鉄道、仙台空港アクセス線、離島航路

機構の手掛ける事業のグリーン性については、先ほど話したとおりだが、さらに例えば東日本大震災で壊滅的な打撃を受けた三陸鉄道、あのNHKの朝ドラ「あまちゃん」で有名になったが、その復旧を担ったのは鉄道・運輸機構であるし、津波で甚大な被害を受けた仙台空港アクセス線の復旧も機構が支援した。また、日本には離島が数多くあり、そこに暮らす人々にとってのライフラインである離島航路を数多く整備するなど、機構はソーシャル性が相当に高い事業を行ってもある。であるならば、グリーン性とソーシャル性を兼ね備えたサステナビリティボンドを発行するのが最適と考えた。

一方、ちょうどその頃、世界の流れは欧州を中心にGBに対するタクソノミーの必要性や、その原則や判断基準について厳格化する動きが高まってきた。市場の急拡大の時に懸念されるのが、供給を急ごうとするあまり、質の確保がおろそかになること。本当にグリーンなのか、サステナビリティと言えるのか、その真贋がわかりにくい債券などが出てくる可能性についても、海外で議論がされているところだった。機構としては、将来的に認証基準の厳格化が進んだとしてもビクともしない、トップレベルの国際認証を取得することが、債券の買い手である投資家のメリットになるはずであり、こうした環境変化を意識したファイナンスが発行体に求められていると考えた。



また、多数の鉄道を整備していることから、個別プロジェクト単位ではなく、継続的に SDGs 債を発行できる仕組みを志向し、そういう観点で目指すべきブランドが最も厳格で透明性の高い CBI 認証だったということであり、結果的にアジア初の CBI プログラム認証を取得するに至った。「プログラム認証」は、発行の都度その債券について認証を取得するのではなく、1 度の認証で継続的にサステナ債を発行することができる認証取得の方法であり、プログラム認証を受けているということは、鉄道・運輸機構が、今後も質の高いサステナ債を継続発行していくという投資家へのコミットメントでもある。

サステナビリティファイナンス (SDGs への貢献)

サステナビリティファイナンスにより調達した資金は「鉄道建設業務」と「船舶共有建造業務」のファイナンス及びリファイナンスに充当し、両業務を通じて下記の国連の持続可能な開発目標(SDGs)の達成に貢献して参ります※



8 働きがいも経済成長も

9 産業と技術革新の基盤をつくろう

11 住み続けられるまちづくりを

13 気候変動に具体的な対策を

14 海の豊かさを守ろう



- 交通ネットワークの整備
- モーダルシフトの推進
- バリアフリー法に対応した、安全で快適なサービスの提供
- 環境にやさしい交通体系の整備
- 海洋汚染防止対策 etc

※第三者評価機関のDNV GLに、鉄道・運輸機構のプロジェクト及び資産の資金使途がSDGsに合致、貢献することを事前に確認・評価して頂いています

このプログラム認証は、初めに包括的に認証を受けて終わりということではなく、毎年第三者評価機関による年次検証を受けることが義務付けられていて、機構では、第三者評価機関の DNV・GL から毎年チェックを受けている。評価機関はサステナ債によって調達した資金が、機構のどの鉄道路線に充当されているかまでチェックを行う。その検証結果は機構ウェブサイトにも掲載している。CBI 認証というのはセカンドパーティオピニオンなどによる SDGs 債の発行と比べれば、手間や時間がかかるものの、より高い信頼性と質の確保に繋がるものと考えている。

我が国が国における CBI 認証債券の起債は、2019 年度は鉄道・運輸機構を含めて 2 社だったが、今年度は 5 社に増えており、SDGs 債の質に対する意識が高まってきていると感じる。

■SDGs との親和性

鉄道・運輸機構は、「明日を担う交通ネットワークづくりに貢献します」というサステナブルな基本理念を掲げていて、SDGs という言葉が生まれるずっと前から、その基本理念の中で「環境にやさしい交通」、「人々の生活の向上と経済社会の発展に寄与」を謳うなど、機構の手掛ける事業はSDGs との親和性が高く、そういう企業風土、DNA の下で、我々は事業活動を行ってきた。

そんななか、グリーンボンド原則などを定めている国際資本市場協会（ICMA）では、SDGs 債を発行する際には、SDGs とのマッピングを推奨していることもあり、自分たちのやっていること、やるべきことの意義や価値をSDGs という世界共通言語に照らして改めて見つめ直した。そのうえで今後さらに、サステナビリティファイナンスを通じて貢献していくべき5つのゴールを定めた。

1つの例を挙げると、東京一極集中の問題がある。地方の活性化が言われて久しいが、地方活性化の大きな鍵の1つが主要都市間を鉄道で結ぶことだ。魅力を持った都市にとって高速鉄道は活性化の起爆剤となるし、地域間の人的交流の活発化により、地域経済の発展に寄与する。

一方、海洋国家である日本では、船舶が国内輸送の40%を占めるなど重要な役割を担っている。加えて、海上輸送は災害に強いという側面もある。交通体系というのは、何か1つに頼るのではなく、複数の手段が重層的に用意されているということが「レジリエント」という観点から非常に重要だ。こういった取り組みは、SDGs 目標の9番「産業と技術革新の基盤をつくろう」や11番「住み続けられるまちづくりを」に貢献できるものと考えている。このマッピングについては、第三者評価機関のDNV・GLからも事前に確認・評価をもらっている。

2020年度は短期から超長期まで幅広い年限で毎四半期にサステナ債を発行している。機構としては、「質の確保」、「継続性的な発行」に加え、投資家の「予見可能性」を大切にしたいと考えており、毎年度末に翌年度の債券発行計画を公表している。つまり、いつどんな債券が発行されるのかを前広に案内するよう心掛けています。2021年度は、820億円のCBI認証付きサステナ債の発行を予定しており、2月末～3月上旬頃に具体的な発行時期、年限、金額などを公表するので、購入の検討の参考にしてもらいたい。



2019 昨年 5 月にサステナ債を発行して以来、グリーン性について質の高い CBI 認証付きの機構債を投資家から大いに評価されており、初回債で 44 件の投資表明があった。現在では一般法人・公益法人や地方公共団体など多様な業態から初回債の 4 倍となる合計 164 件の投資表明をもらっている。このセミナーにも投資表明をしている投資家が参加していると聞いている。この場を借りて心からお礼を言いたい。

■SDGs 先進の江戸時代

少し余談になるが、我々がサステナビリティ認証を受けた 2019 年に CBI の CEO が来日したが、授与式で彼が日本の江戸時代のことを熱く語っていたことがとても印象的だった。徳川幕府は、戦国の世に荒廃した山林を回復するために森林保護政策を採用し、森林資源の再生に成功していたという、有名な話だ。当時の江戸の人口は 100 万人でロンドンより多く、世界トップレベルを有していたが、森林の問題だけでなく、限られた資源を最大限有効に活用する循環型社会を確立するなど、もし当時 SDGs という概念があれば、まさしく日本は SDGs 先進国であったと。

日本人は環境や社会のマネジメントの仕方をよく知っていて、自然と共生することを昔から実践してきた国民であると。もちろん全ての外国人がそうではないだろうが、彼らのような海外知識層、知日派は、江戸時代の日本と現代の日本を重ね合わせ、グリーン化の推進に関して、日本に対してそんな印象を持っている様子だった。

そしてグリーン推進の旗振り役である CBI は、「鉄道」の重要性を力説し、「世界中の近距離飛行機をやめて都市間鉄道にしよう!」、「世界中の都市では車をやめて地下鉄や通勤電車にしていこう」と熱く語ってもいた。その時は、「まあそうは言っても」と思っていたが、今、欧州の一部の国ではそれがグリーン・リカバリーという名の下で現実味を帯びている。

ここ最近の脱炭素、地球温暖化対策に関する報道の勢いは凄まじく、「2050 年カーボンニュートラル」に向けた取り組みが、日本中、いや世界中で加速し始めている。昨年末において、世界の 3 分の 2 にあたる 126 の国と地域が、温暖化ガス実質ゼロを表明したということだが、これは人類がこれまで増やし続けてきた CO2 を一転して減らしていく大変革とも言われていて、2050 年にどのような「日本社会」を構築するのか、また、そのために我々の働き方、またファイナンスのあり方などをどう変えていくのかを「自分ごと化」し、考えることが求められていると思う。

一方で、現在直面している新型コロナウイルス感染症の拡大によって我々の経済・社会システム、ライフスタイル、そして価値観が根底から大きく揺らいでいる。このコロナからの復興においては、コロナ対策としての経済刺激策を環境課題への対策にどう結び付けていくのか、いわゆるグリーン・リカバリーの知恵が問われているのかもしれない。

鉄道・運輸機構は、鉄道、船舶という環境にやさしい交通インフラを整備しており、12月に策定された「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」のなかでは、低炭素型物流体系構築のためのモーダルシフト、つまり「自動車輸送から、CO2排出量の少ない内航海運や鉄道による輸送への転換の推進」が明記されている。機構としては、そういった責任をしっかりと自覚しながら鉄道建設や船舶建造事業を通じて、持続可能でレジリエントな社会の実現に貢献するとともに、微力ではあるが、良質なSDGs債の発行によってわが国SDGs債市場の発展にも尽力していきたい。

■■東大、長野県、かんぽ生命が登場■■

--パネルディスカッション「新たなSDGs債の潮流」--

パネリスト:

東京大学副学長・坂田一郎氏

長野県総務部長・関昇一郎氏

かんぽ生命保険市場運用部長・野村裕之氏

司会:

大和証券デット・キャピタルマーケット部SDGsファイナンス課長・清水一滴氏

司会：SDGsを中心に据えた資本主義を実現するためには、SDGs債の質を確保しつつ、量を増やしていく必要がある。より多くの発行体、投資家がSDGs債に積極的に取り組むことで、債券資本市場を通じた持続可能な社会の実現が可能となる。発行体、投資家両方の視点から、新たなSDGs債への取り組みとその効果について、議論していきたい。



東京大学安田講堂

■初の大学債

東京大学：現在副学長・経営企画室長を務めている。本業では工学部の教授をしている。東京大学では、未来社会協創、英語では、Future Society Initiative (FSI) というSDGs達成のために、東京大学のリソースを活かして貢献する活動を組織的に展開している。ここ5年ほどの間、そうした活動の枠組みづくりやビジョンづくりを担当してきた。このFSIの枠組みを活用し、東京大学FSI債と名付けたソーシャルボンドを発行することになり、その発行実務の責任者も務めた。この3年ほど、債券の発行のための調査・検討、統合報告書の発行、ステークホルダーとの直接対話の場づくりなどの準備を進めてきた。今日はそうした経験についても話したい。



白糸の滝（長野県軽井沢町）

■森林県の GB

長野県：最初に、長野県の GB を紹介する。県は 2000 年以降、地球温暖化対策に積極的に取り組んできた。2013 年には環境エネルギー戦略を策定し、経済成長とエネルギー消費量のデカップリングを目指し、全国でも先進的に取り組んできた。2019 年 12 月には、都道府県議会の決議を経て、都道府県として初めて「気候非常事態宣言」を行った。そして、2050 年 CO2 排出量実質ゼロの達成を掲げたところでもある。現在、CO2 排出量実質ゼロの達成と、自然災害による被害の回避・軽減に県を挙げて取り組んでおり、こうした事業の資金を調達するため、昨年 10 月、GB を発行した。

調達した資金の使途は、小水力発電所の県自らの建設、県が出資する並行在来線である「しなの鉄道」の省エネ車両導入への補助、県有施設の省エネ化、森林保全のための林道整備、河川改修や土砂災害対策などの気候変動の適応に関する事業に充当している。GB を発行したところ、その趣旨に共感をした 30 件の投資家から投資表明をもらった。長野県は県土の約 8 割を森林が占める全国有数の森林県だが、ある投資家からは、「GB の発行は森林県に相応しい調達手段だと思う」という意見ももらった。

かんぽ生命：市場運用部は、当社のなかでは、国内外の金融マーケットの最前線に席を置く部署で、一般的には運用フロントと言われ、見通しに基づく運用資産の売買執行、債券・株式の個別銘柄選定を担当している。

市場運用部が具体的に担当するのは、国内外の国債、地方債、州債、国際機関債、国内外の株式、外国為替取引、短期資金といった流動性の高い伝統的資産となる。当社は、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）提言への賛同を 2019 年 4 月に表明するとともに、同 5 月、署名していた国連 PRI をベースに ESG 投資方針を制定し、ESG 投資を発展させていくことを公表している。

■方針制定前から

債券投資に関しては、ESG 投資方針を制定する前から、地球規模の課題を解決する目的で、世界の女性と子供の保健への支援、アフリカの食糧支援・電力供給、アジアの女性活躍推進、国内の環境改善などをテーマとする債券に投資してきた。ESG 投資方針制定後は発行体と対話を重ね、よりグローバルな規模で重要な課題に目を向け、テーマ型投資を実施してきた。

具体的には 2019 年 5 月に欧州投資銀行の気候変動への認知度を高める外貨建て GB に 280 億円、2020 年 5 月に新型コロナウイルス感染症対策支援の活動を支援する外貨建てサステナ債 2 件に合計 480 億円の投資を行った。また、国内のグリーン・ソーシャルボンドにも投資実績がある。ESG 要素を加味した

円建て、特に超長期債への投資を積極化していきたい。機関投資家の代表として、ESG 投資とともに日本の債券市場、特に超長期債券市場の成長、活性化に力を注ぎたいと考えている。

司会: 大学債の発行意義について聞きたい。東京大学 FSI 債の調達資金は、ハイパーカミオカンデなど最先端大型研究施設の整備やキャンパス整備に充当し、より良い社会実現のために使われる。

■大学起点の資金循環

東京大学: その通りだ。発行の直接の目的は、大学の判断で投資の対象やタイミングを自由に決めることができる自由裁量度の高い資金の獲得だ。そうした資金をキャンパスのリノベーションや、世界から注目・人材を集められるような先端研究設備への投資に充てたい。五神真総長は、東大が「自立した能動的な経営体」となると宣言しており、そのために必須の資金となる。

経済社会がパラダイムシフト期を迎え、ロードマップが見えなくなっているなかで、幅広い知識と多様な時間軸を持つ、大学に対する社会からの期待は高まっていると感じている。そこで、今回得た資金を、大学の役割を拡張し、SDGs の達成への貢献も含め、社会変革を駆動する経営体となるためのリフォーム資金として活用する。例えば、現在、産学協創と呼ぶ、産業界と大学とが密に、中心的な経営課題に関して協働する活動を進めており、これに伴って、キャンパス内で多くの企業の方が活動するようになっている。こうした活動を支えるためには、キャンパスのリノベーションが欠かせない。また、新型コロナウイルスが流行するなかで、オンラインとフィジカルという 2 つの活動をシームレスに組み合わせ、いち早く行えるようになれば、世界から優秀な学生や研究者を呼び込める。



東京大学赤門

それだけではなく、今回の発行はより大きな目的があった。多様な知という無形の価値を生み出す大学を起点として、世の中に眠っている資金をより良い社会づくりに貢献する方向へと動かし、循環させる。そうしたドライバーとなることも我々は狙っていた。

■ソーシャル性、ソブリン性、投資家層の多様性

発行に際しては、オックスフォード、ハーバードなど、海外のトップ大学の大学債を参考にした。そうした大学は、多くの場合、ジェネラルパーパスの債券として発行している。米国では、新型コロナ感染症が広がるなかで発行が急増したが、それらの多くは、過去に発行した債券の償還や手元資金を厚くしておくためといった様々な用途のある債券だった。東京大学は、ソーシャル債として発行をしており、この点で違いを出せた。また、IR 活動の中で、海外大学に

はないソブリン性を評価する声も聞いた。さらに、ダイキン工業、住友林業、吉本興業といった産学協創のパートナーとなっている企業を含め、多様な投資家が参加した。それによって社会から広く支えられる姿を示せたと思う。ソーシャル性、ソブリン性、投資家層の多様性という3つの点で、特徴を出せた。

一方で、金融的な手法という意味では、多様な経験を蓄積している海外大学には遠く及ばない。例えば、米国の大学債には、メイク・ホール・コール(Make-whole call)を付けたものが多くあり、市場金利の変化に対して柔軟性を持たせた運用体制が敷かれている。また、一口に大学とはいっても、発行主体も多様だ。海外の大学の研究を進めながら、今後の発行に活かしていきたい。

司会：投資家から見たときに、この大学債という商品はどのような視点、どのような考えで投資できるものなのか、また今後の課題をどのように考えているか。



■超長期、利回り、ESG 性

かんぽ生命：機関投資家の立場から見たときに、魅力的だと感じるポイントは3点ある。1つ目は、40年債という長期の年限で発行されたことだ。当社は生命保険会社として、年限が長い保険契約とマッチするようポートフォリオを構築することが資産運用の基本だ。その観点から、年限の長い円建て債券が購入ターゲットとなり、同じような機関投資家の資金需要は高いと考えている。円建ての超長期債は日本国債が大半だが、同債が40年という年限で発行されたことに大きな意義を感じている。

2点目は、同債の利回りが0.823%と、格付け対比で相対的に高い利回りだったことだ。ESG要素に基づいた投資であると同時に、収益の確保は意識しなければならず、同債にはその点においても投資価値があった。3点目は、ソーシャル債として発行されたこと。国立大学の先端技術をはじめとした研究に資金が供与でき、持続可能な社会の実現に貢献することは、当社のESG投資の理念に合致している。併せて、当社を含めた機関投資家の購入を公表している点において、ESG投資の国内案件推進という観点から大きな意義があった。

今後、東大債のような信用力の高い機関によるESG要素の含まれる超長期債が、地方自治体や大学などにより発行され、債券市場が活発化してほしいと願っており、そのために当社としても最大限の貢献をしていきたい。当社のテーマ型投資の事例を挙げたが、そのような債券の購入にあたっては、発行体との対話を重ねてきた。起債を検討している発行体があったら、是非話をさせてもらいたい。発行体と投資家の間で建設的な関係を築きながら、市場を発展させていければ望ましい。

司会：次に、地方債の発行について話を聞きたい。長野県のGB発行は、CO2排出量実質ゼロの達成、気候変動に起因した自然災害による被害の回避・軽減に向けた、先進的な取り組みであると認識している。

■ESG 投資の機運も高める

長野県：気候変動は、今や人類共通の課題だ。将来世代のためにも、我々世代がしっかりと向きあっていく必要がある。省エネルギーの徹底、再生可能エネルギーの拡大、自然災害から命と暮らしを守るためのインフラ整備など、行政も様々な仕掛けで気候変動対策を進めていかなければならない。そのための資金調達的手段として、GB を発行した。また、当県の資金調達という目的のみならず、県内における ESG 投資に対する機運を高める狙いもある。GB の発行は、第三者機関からの認証が必要であったり、資金の使い道を開示したりするなど、事務コストがかかり、通常の起債に比べるとハードルが高い。しかし、県が率先して GB を発行することで、結果的には県全体のコストを下げることにもつながるのではないかと。

実際、投資表明のあった 30 件のうち 21 件は県内の投資家で、10 年債を定期的に購入していない団体も参加した。投資家からは「地元の銘柄なので資金の使い道がイメージしやすく購入しやすかった」という声ももらっている。昨年 11 月には、購入した投資家 4 人と長野県知事とで座談会を開いた。2050 年カーボンゼロの達成には、官民がそれぞれの立場で取り組んでいく必要があり、座談会では、GB の継続的な発行や年限の多様化など、さまざまな声をもらった。また、企業立地や建築物のエネルギー性能など、GB 以外のテーマについても認識を共有できた。GB 発行によって得た繋がりによって有意義な意見交換ができた。

一方、県が積み立てている基金の一部で ESG 債の購入も行っている。今年度は 4 件の ESG 債を購入しており、11 月には、神奈川県が発行した GB も購入し、投資表明もした。このような取り組みは、市町村などほかの自治体にとっても参考になると思う。発行と投資の両面で、ESG 債市場の発展に貢献していきたい。

司会：投資家として、地方公共団体による SDGs 債の増加をどう考えるか。

かんぼ生命：地方公共団体による SDGs 債の発行増加は大きな意味を持っており、本邦における脱炭素社会の実現に向けた意識の高まりを強く感じる。一方、SDGs を強く意識されている地方自治体は多いものの、GB を始めとするテーマ型債券は発行体にとって資金使途が縛られるため、資金管理の厳密さが求められる、加えて開示資料の作成を含めた事務コストの増加が、起債に踏み切れないボトルネックとなっているという話を聞くことがある。

当社グループ（日本郵政グループ）は全国に郵便局ネットワークを保有するなかで、資金運用を通じて多くの地方自治体における SDGs の実現に向けた取り組みを後押ししていきたい。より多くの地方自治体の SDGs への取り組みをサポートする共同発行市場公募地方債のようなプラットフォームはできないかなど、これまで大和証券とも様々な議論をしてきたが、事務コストの側面やテクニカルな課題が多く、当社としては起債の機運が高まるのを心待ちにしていた。長野県の GB の発行はまさにその試金石であり、今後の地方自治体における SDGs 債の発行が増加することを期待している。

■自治体の急務をサポートしたい

また、2020 年はグローバルに新型コロナウイルスへの対策が必要となるなか、地方自治体にとっては医療提供体制の整備や感染防止対策に関する設備投資などに大変苦労したのではないかと考え、その施策にダイレクトかつ迅速に投資家からの資金を供給する術はないかと各証券会社と議論を重ねたが、国内にその発行フレームワークはなく、非常に心苦しくなったことを記憶している。1 都 3 県に緊急事態宣言が再発令されたが、当社として地方自治体をサポートする手段を探っているところだ。

当社はアフターコロナを意識した新しい生活様式に向けた地方自治体における取り組み、例えば小・中学校におけるデジタル教育推進、行政サービスのオンライン化など、生活スタイルや経済活動の変容について、機関投資家として長期的な視点で資金運用を通じて地域社会の発展に貢献していきたいと考えている。今後は地方自治体のこうしたプロジェクトが、将来的には SDGs 債として発行されるよう、発行体となる地方自治体、アレンジャーとなる証券会社、そして投資家で課題を共有し、その解決に協力していきたい。最後に、要望としては、当社は超長期の投資家のため、年限の長い債券が発行されることを期待している。

司会：SDGs 債の投資判断について、投資の際にこういったところに気を付けているか。

■資金使途の明確化と改善効果

かんぽ生命：顧客から預かった保険料を運用する機関投資家として、低金利環境のなかで安定的な収益の向上・確保を目指すとともに、持続可能な社会への移行実現に取り組んでいる。市場の発展に資する要素としては、資金使途の明確化と環境的・社会的な改善効果の大きさが挙げられるのではないかと考え、現在、当社では ESG インテグレーションを全資産へ拡大していくとともに、当社の理念に沿うような債券などへの投資を拡大している。具体的には、広く SDGs の 17 の「持続可能な開発目標」や 169 のターゲットに貢献できる銘柄に投資するとともに、地域活性化、子育て、介護、教育や健康促進といった分野にも重点的に投資を行う予定だ。そのような領域にスポットライトを当てた債券があれば、非常に魅力的であり、このような投資案件が今後増えていくよう協力もしたい。

また、資金使途の明確化とともに必要となってくるのは、投資後の資金使途の開示だと考える。投資資金が投資後どのように活用されているか、改善効果がどの程度あったのか、その状況を一層開示してもらえば、また投資家がそれをモニタリングしていけば、市場がより発展すると思う。

昨年 11 月に「日本郵政グループ中期経営計画（2021～2025）の基本的考え方」を発表した。グループは資金運用に際し、公共性・社会性に十分な配慮を行うとともに、地域活性化などへの積極的な貢献を図ることが重要であると掲げた。かんぽ生命としても、保険契約を通じて顧客の将来を保障するとともに、ESG 投資を通じて顧客に 30 年後、50 年後のより良い持続可能な社会を提供することは、経営上の最重要課題の 1 つだ。今後、機関投資家として生命保険

という顧客との長期契約に見合った ESG 投資を拡大し、さらに発行体と対話を重ねて、債券市場全体の活性化や発展・拡大に貢献していきたい。発行体との対話は、株式投資におけるエンゲージメントと同様、SDGs 債投資において、我々にとっても重要なスキームの 1 つになってくると思っている。

司会：投資表明についての考えについて、また、直近の ESG 投資の現状について。

■「EBRD グリーン・トランジションボンド」を全額購入

かんぽ生命：1 月に新たな ESG 投資、「グリーン・トランジションボンド」へ投資を行った。コロナ禍におけるイノベーションの推進に繋がる新しいテーマ型投資として、プレスリリースをしている。なぜ、新しいテーマに投資を行ったのか。ESG 投資に関連して当社が今注目すべきは、国、企業、投資家、プラス中央銀行が、コロナ禍におけるグリーン・リカバリーとグリーン・トランジションに強い関心を寄せていることだ。そして、この動きはグローバルで今年の最重要課題になっていくと感じている。グリーン・リカバリーは、新型コロナウイルスからの経済復興と同時に、気候変動対策の取り組みを加速し、脱炭素社会への速度を高めることだ。グリーン・トランジションは、低炭素社会へ着実に移行していくこと。具体的には、炭素削減が難しい、炭素排出量の多い企業・産業が、低炭素化へ事業モデルを転換・移行していくことだ。GB では対象には入らない分野にも、イノベーションを起こし、脱炭素に貢献できる技術をもった企業が数多く存在する。

事業モデルの転換や環境イノベーションを強くサポートするグリーン・トランジションボンドで調達された資金は、低炭素社会への移行を促進するプロジェクトに充当されることから、SDGs の目標達成を掲げる機関投資家にとって、同債券は重要な役割を果たす。当社は発行体の EBRD、アレンジャーの大和証券と対話を重ね、EBRD が日本投資家向けに私募で発行する初のグリーン・トランジションボンド、豪ドル建て債を 1 月に発行額の全額である 230 億円相当を購入した。当社は ESG 投資、SDGs 債投資の先駆者となるべく、発行体、アレンジャーと対話を重ね、社会の大きな課題を解決していきたい。

司会：今後の発行について。

■継続発行、セカンダリーの育成

東京大学：社会の期待に応えるために、まだまだ先行投資を続ける必要がある。ソーシャル債に対して 45 社から投資表明をもらったが、これは期待の表れだと考えている。五神総長は、10 年で 1000 億円の発行を想定したいとよく述べている。40 年債を発行したが、これは、大学の活動の時間軸が民間対比で長いということを反映している。このことはまた、大学の社会的な価値を高めるのには時間がかかるということを示している。我々は過去の蓄積によって得た信頼によって発行できたが、未来の世代に対しては、信頼を受け止めて、今きちっと、東京大学の社会的価値を高める努力をしておくことが、現在の世代の責務だと考えている。

また、市場においては、大学債は、企業の社債や政府系機関の財投機関債とも異なる、新しいタイプの債券と評価されたと認識している。今後大学債の市場を創り出していくためには、東京大学が継続的に発行していくことが重要だ。また、継続発行によって、将来セカンダリー・マーケットも育てたい。大学が持つ知的な資産の価値は、定量的に測ることが困難だが、セカンダリー・マーケットができれば、社会からのシグナルの 1 つとなるのではないかと期待している。

今回の発行で、キャンパスのリノベーションを主目的の 1 つとして掲げた。財務諸表上、東京大学の資産の 8 割は、土地や施設。その有効活用のためには、これらへの追加投資が必要と考えたから。一方で、東京大学の社会的な価値を創り出しているのは、無形の知的資産を生み出す人材や、教員・研究者による教育・研究活動だ。このなかには、脱炭素やグリーン・リカバリーに貢献する活動も含まれている。現在、国立大学法人法では、大学債の使途が、施設、設備、土地に限定されており、そうしたソフト的なものに投資を行うことができない。投資が本当に必要とされる部分に効果的な投資ができるよう、政府には、資金使途に関する規制緩和も求めている。

我々の経験から考えると、大学債は、大学の経営ツールとして非常に有効だ。特に、長期資金が得られること、資金の使途や投資のタイミングについて、柔軟な設定ができること、大学債の発行を通じて、多様なステークホルダーとの対話の機会が得られることが大きなメリットとなっている。

この経験を伝えるために、1 月 15 日に日本証券業協会様と共催で、「大学債/ソーシャルボンドコンファレンス」を開いた。これには、多くの大学の人々に参加してもらい、全国の大学、投資家にも、興味を持ってもらっているものと認識している。

■継続発行、増額

長野県：GB は、来年度以降も継続的に発行していく。今年度の発行額は 50 億円と少なかったため、まとまったロットを確保したい投資家を呼び込みにくい面があった。投資家の声を聞きながら、発行額の増額を検討する。また、調達した資金を充当した事業と、その環境改善効果については、夏頃に県のウェブサイトで公開したい。その際も、投資家や県民に分かりやすく示して発行体としての責任を果たしていきたい。

司会：地方債の GB は東京都以外の発行がなかなかなかった。多くの地方公共団体が起債に動かなければ、市場拡大に繋がらない。その観点から、首都圏ではない地域からの発行で、多くの地方公共団体が自分たちもグリーンボンドの発行ができると認識しているのではないかと見込んでいる。

■■SDGs 債と企業の「社会的価値」■■

--SDGs 債と企業の「社会的価値」の創出--

イオンモール財務グループマネージャー・末松央行氏

モデレーター:大和総研金融調査部 SDGs ファイナンス室長・太田珠美氏

大和総研：事業会社の視点に立ち、SDGs 債に取り組むことの意義や、企業の「社会的な価値」をテーマとして、イオンモールの末松氏に話を聞く。企業の「社会的な価値」については、2019 年に米国で株主第一主義からの転換が謳われるようになり、2020 年にはダボス会議でステークホルダー資本主義が取り上げられるなど、ただ経済的な利益を追求するだけでなく、社会、環境的な価値の創出、ステークホルダーへの多面的な配慮を求められるようになっている。企業が「社会的な価値」を生み出すにあたり必要な資金調達をサポートするため、証券業界では SDGs 債の発行支援に積極的に取り組んでいる。

■東京ドーム 163 個分

イオンモール：イオンモールという会社のイメージを具体的に持ってもらったうえで、当社の価値創造モデルについて、経営理念、マテリアリティを中心に紹介する。皆さんの多くは、地元や住んでいる地域などでイオンモールを利用したことがあり、当社のショッピングモールのイメージは持っていると思う。企業の姿をイメージしてもらうため、まず数値でポイントを説明する。

当社が保有しているモールの施設数は 114。このほかにイオングループの別会社が所有している施設を当社が運営受託しているものを合わせると、イオンモールという看板を掲げた大型商業施設は国内に 142 ある。総賃貸面積は 142 の施設数では 760 万平方メートルと、東京ドーム 163 個分に相当する日本最大の商業施設運営会社だ。海外では中国、ベトナム、インドネシア、カンボジアに展開している。12 年前にスタートした海外事業は 2019 年度に黒字化を達成し、国内マーケットの成熟化が進むなかで、海外事業が 3 年間のキャッシュフローの 3 分の 2 を稼ぎ出すなど、成長ドライバーの位置付けとなっており、全従業員の 38%が海外従業員という構成になっている。

■究極のローカル企業

国内の規模に海外事業の目覚ましい成長が加わり、グローバルな展開を見せる企業イメージが沸くのではないかな。しかし、結論から言うと、当社は「究極のローカル企業」だ。

数字で見るイオンモール



事業ポートフォリオ

	2016年度	2019年度	増減
モール数 ショッピングモール	国内 76モール 海外 19モール	国内 84モール 海外 30モール	国内 + 8モール 海外 + 11モール
GLA (総賃貸面積)	国内 469万㎡ 海外 126万㎡	国内 514万㎡ 海外 207万㎡	国内 + 45万㎡ 海外 + 81万㎡
総資産 (内、外貨建資産)	1兆127億円 (2,723億円)	1兆3,600億円 (3,900億円)	+3,473億円 (+1,177億円)
EBITDA (内、海外事業)	829億円 (37億円)	1,255億円 (320億円)	+426億円 (+283億円)
従業員数 (内、海外従業員数)	2,871名 (956名)	3,406名 (1,295名)	+535名 (+339名)

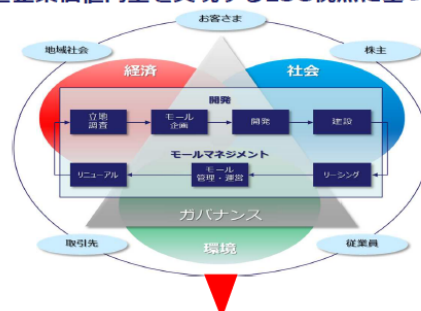
※モール数、GLAにイオンリテールPM受託モールは含めず。総資産、EBITDAは2019年度末の推定値を記載。従業員数は2019年第3四半期時点の数値を記載。

当社の価値創造モデルとは



ESG視点に基づく経営

持続的成長と企業価値向上を実現するESG視点に基づく経営の推進



新型コロナウイルス対応を契機にESG視点に基づく改革を加速

経済価値

社会価値

環境価値

ステークホルダーに対して経済価値・社会価値・環境価値を創出

針盤だと考えている。当社のような規模の大きい不動産業では、10年後、15年後を見据えて投資をしている。この意思決定においては、財務情報、すなわち数値だけで物事を判断し決定するのではなく、非財務情報とのバランスをどう取るかが重要だ。

大和総研：新型コロナウイルスの流行により、ESGのEの重要性はもとより、S（社会的価値の創出）の重要性はこれまで以上に高まってきていると言える。ESG経営の話があったが、ESGとSDGsの関係について簡単に補足する。

SDGsは、環境や社会、経済とのバランスを取りながら発展していこうという世界全体の目標だ。SDGsの17の目標はE・S・Gとそれぞれと密接に関係していることから、企業がESGの視点を経営に取り入れることはSDGs達成に貢献することにつながるものと言える。また、企業が事業を通じて環境や社会にポジティブな影響をもたらすことは、フィランソロピーやボランティアにとどまらず、企業が持続的に成長するための基盤強化につながる。

イオンモールのESG経営におけるマテリアリティについて、より詳しく聞きたい。マテリアリティはSDGs目標とも紐づけているが、イオンモールが昨年9月に発行したサステナ債が、このマテリアリティにどのように結び付いているのかも併せて教えてほしい。

■ミャンマーで小学校 61

イオンモール：マテリアリティを解決する具体的施策として多岐にわたる活動を行っている。様々な社会的課題の中で、当社とステークホルダーにとって特に重要度が高く、日ごろの企業活動と密接な関りを持つ項目を重要課題、マテリアリティとして選定し、改善・解決している。社会、地域の繋がりとして具体的な 1 例として、ミャンマーについて紹介する。

ミャンマーに関してイオングループでは、公益財団法人であるイオンワンパーセントクラブやイオン環境財団による活動を通じて、同国における教育・生活環境の改善、国際的な文化人材交流、人材育成の支援活動を行ってきた長い歴史がある。学校建設支援事業では、これまでに 61 校の小学校を建設した。こうした継続的な社会貢献活動が新たなエリアでの出店に繋がった。

国内では例えば、ハピネスモールプロジェクトがある。ハピネスモールは、Health、Wellness、Community、Opportunity という 4 つの要素で構成されており、館内でウォーキングを楽しんでもらえるイオンモールウォーキングや、オペラ公演やクラシックのミニコンサート、落語など、身近にアートを楽しむ機会を数多く提供している。

このハピネスモールプロジェクトと連動させたファイナンスの取り組みがある。国内外の成長投資の財源として毎年多額の資金調達を行っており、その 1 つとして個人向け社債を発行した。その愛称をハピネスモールとしている。社債の購入特典としてシネマチケットを進呈し、イベントに招待することで、ショッピングモールへの来店動機を創出し、実際に現地で展開される「ハピネスモール」を体感してもらう。これまでに、イオンシネマのステージなどを使ったオペラ公演は 10 回、クラシック音楽のミニコンサートは 16 回開催し、プロによる本格的なアートを身近で体感してもらうとともに、個人投資家との直接対話の機会にもなっている。

SDGs へのファイナンス的アプローチとして紹介したいのが、昨年 9 月に初めて発行したサステナ債だ。

■9 月にサステナ債

・サステナ債の概要（条件決定日：9 月 16 日、A-：R&I、主幹事：みずほ/大和/SMBC 日興）

回号	年限	発行額	償還日	表面利率	対国債	基準
25	5	200	2025/9/24	0.220	32.4#	絶対値
26	7	100	2027/9/24	0.470	56.3#	絶対値

発行額：億円/表面利率：%/対国債：+bp（#C-EYE 算出）

サステナ債は、環境改善効果が見込めるプロジェクトを資金使途とした GB と、社会的課題の解決が見込めるプロジェクトを資金使途としたソーシャル債の性質を併せ持つ。今回発行したのは 300 億円で、資金使途は、ソーシャルプロジェクトとして、新型コロナウイルス対策や東日本大震災復興支援案件、グリーンプロジェクトとして、一定の環境基準をクリアした国内外の新店建設資金だ。調達した資金の一部や全部を新型コロナ対応に充当するコロナ債の発行は世界で広がってきている。

大和総研：環境改善効果が見込めるプロジェクト、例えば再生可能エネルギーや温室効果ガスの管理、グリーンビルディングといった事業に資金が充当されるのが GB。社会的課題の解決が見込めるプロジェクト、例えば、基本的なインフラ整備や教育や医療といった必要不可欠なサービスの提供、食糧の安全保障といった事業に資金を充当するのがソーシャル債だ。サステナ債は、環境・社会双方の価値を生み出す事業に資金が充当される。

SDGs 債の発行は年々増えている。以前は GB が多かったが、昨年来コロナ禍への対応を資金使途とするソーシャル債の発行も増えている。昨年は EU がソーシャル債を約 400 億ユーロ発行したことが話題となったが、今後 GB の発行も見込まれており、市場拡大が続きそうだ。

ショッピングモールの中小テナントにおける事業継続、また従業員の雇用維持は、まさに新型コロナウイルスの流行に伴って必要性が高まった分野だと思う。新型コロナウイルスへの対応について、話を聞きたい。

■E から S へ、雇用維持 32 万人

イオンモール：これまで不動産業界においては、環境対応の GB は数多く発行されてきたが、コロナ対応のような社会的課題解決に繋がるプロジェクトを資金使途とした起債は前例がなく、当社の債券は非常に注目を浴びることとなった。新型コロナ対応により生じた生活や事業など様々な変化により、ESG の 3 文字でも E から S へシフトが生じていることを実感した。

新型コロナウイルス対策



その 1 つに、出店テナント企業に対する事業継続支援がある。国内では、緊急事態宣言の発動によりモールの現場が一時大混乱となった。国内全モールの専門店街を営業停止したことで、中小テナントの間では事業継続に対する不安が一気に拡大し、大手企業ですら従業員の雇用維持ができないといった悲鳴があった。このような状況下で当社が営業の最前線で真っ先にやったことは、「まずは落ち着いてください。そして事業を継続し従業員を守りましょう」とテナント企業各社に働きかけ、そうはいつでも背に腹は代えられない状態であったテナント企業に対し、一律平等に賃料を減免した。これによってどれだけの効果があったのかを定量的に示すことは容易ではないが、例えばテナント企業の事業継続による副次的効果として、32 万人を超える従業員の雇用維持が挙げられる。コロナ禍での事業継続の対応はまさに S = 社会的課題の

出店テナント企業に対する支援



事業の継続
従業員の雇用維持

国内84モール 専門店街 約14,000区画 従業員数約32万人

解決であり、これを資金使途とすることで投資家に対してポジティブなメッセージを発信できたと考えている。

国際資本市場協会（ICMA）は、サステナビリティボンドガイドラインにおいて 4 つの原則を定めており、発行体にはこれらを充足するフレームワークが求められる。当社のサステナ債では、その適格性について R&I からセカンドオピニオンを取得し、開示している。債券の発行段階では、4 つの原則の中で最も注目されるのが 1 と 2、すなわち何に投資し、それが SDGs の視点で意義あるプロジェクトかどうかということだ。しかし、発行体にとってもさらに重要なのが 3 の調達資金の管理と 4 のレポーティングだ。

大和総研： ICMA の 4 原則について補足すると、これは SDGs 債にとって必要な条件のようなものだ。発行体は環境や社会にポジティブなプロジェクトに必要な資金の調達を SDGs 債で行うわけだが、投資家に対しそのプロジェクトが本当に環境や社会にポジティブなのか、資金が適切なプロジェクトに充当されているのか、発行後も示すことが求められている。環境や社会に良いと見せかけて、実はそうではないというグリーンウォッシュ、ソーシャルウォッシュに対する懸念を払しょくしていかなければならない。発行体として、どのような開示を予定されているか、教えてほしい。

イオンモール： 債券の償還期限まで最長 7 年にわたり、各プロジェクトの支出を管理し、資金充当状況を追跡管理する必要がある。そして、プロジェクトごとに投資の効果測定と定期的な情報開示が求められる。例えば、環境投資に関するグリーンビルディングのインパクトレポーティングとして、一次エネルギー使用量および CO2 削減率といったような指標を開示する。また、ソーシャルプロジェクトのインパクトレポーティングでは、アウトプット、アウトカム、インパクトについて事業の性質を踏まえた指標の開示が必要となる。とりわけソーシャルプロジェクトでは、その成果を定量的に評価することが困難なものも多い。

開示内容、レポーティングの質の向上が非常に大きな経営課題となると考えている。近年企業経営には欠かせない要素となっている SDGs や ESG に関しては、理論がやや先行しているのではないかと思う。SDGs や ESG に関する実務面での仕組みが十分に整備されているとはいえない状況であることを痛感している。当社においても未だ試行錯誤しながら取り組んでいるというのが実情だ。

大和総研： 指摘の点は、投資家にとっても関心の高いことだと思う。投資家と発行体のエンゲージメントの深化、様々な開示フレームワークの発展などを通じて改善されていくことが期待される。

■ ■ サステナリティクス、評価機関の視点 ■ ■

--SDGs への貢献を目的とした債券への評価のあり方--

サステナリティクス・アジア・パシフィックリサーチ アソシエイト・ディレクター・竹林正人氏

モデレーター:大和証券 金融市場調査部兼エクイティ調査部・松坂貴生氏

大和証券：SDGs 債という言葉については、日本証券業協会で検討して 2019 年 4 月から本邦で SDGs に貢献する金融商品のなかで、調達資金が SDGs に貢献する事業に充当される債券を総称して活用されている。ただ、グローバルでは、ESG に関連する債券として SDGs 債が認識されているわけではない。実際に、SDGs への貢献を目的とした債券が、果たして本当に SDGs 達成に貢献するのかということは、投資家にはなかなか判断が難しいポイントであると思う。

一般的には、ICMA が定める、グリーンボンド原則やソーシャルボンド原則に準拠しているか、あるいは国内では環境省のガイドラインが判断基準となる。また、当然ながら GB であれば環境改善効果、ソーシャル債であれば社会的な価値について、しっかりと評価することも求められる。そうした評価の現状と、投資家が見るべきポイントについて、話を聞きたい。

サステナリティクス：当社は、企業の環境、社会、ガバナンス、いわゆる ESG の評価を行う専門機関だ。機関投資家に ESG 投資分析、レーティングの提供を行うことで、機関投資家の意思決定をサポートしている。債券市場向けでは、GB、ソーシャル債、サステナ債向けのセカンドパーティオピニオンのプロバイダーとしても活動している。

SDGs の達成を目的とする債券に対しての評価は、現在先行している GB・ソーシャル債・サステナ債の評価を出発点とする必要がある。これらの債券に対しては信用格付けとは別に、サステナビリティ側面に特化した評価が行われており、その中でも最も普及しているのは、ICMA 原則に基づいた、専門機関によるセカンドパーティオピニオンの発行だ。

■ ラベル付け、差別化

ICMA 原則は、核となる 4 つのコンポーネント、調達資金の使途（Use of Proceeds）、事業評価・選定プロセス（Project Selection Process）、調達資金の管理（Management of Proceeds）、そして情報開示（Reporting）から構成されている。発行体は、これらのコンポーネントと整合的にフレームワークを構築していることを市場に対してコミットする。それに対して、我々専門機関はそのフレームワークと原則との整合性についての客観的な意見を述べる--というのがセカンドオピニオンの基本的な位置づけだ。GB 黎明期に整えられたこの評価アプローチは、一言で表すならば、発行される債券にグリーン、ソーシャル、またはサステナビリティボンドというラベルをつけるための要件の整理、つまり一般的な債券との差別化を一義的に目的にするものと言える。

今回のウェビナーのテーマにもなっている SDGs 達成への貢献を目的とした債券に対しても、現状における実践は、これら ICMA 原則に基づいた債券発行フレームワークの評価がベースとなる。

グリーン債券、ソーシャル債券原則では、特に調達資金の使途（Use of Proceeds）において対象となりうるプロジェクトのカテゴリーを、例えば再生可能エネルギー、Affordable Housing（手頃な価格の住宅）のように規定している。SDGs の達成を目的とする債券においては、そこからさらに 1 歩踏みこんで、資金使途となるグリーンまたはソーシャルプロジェクトが、最終的に SDGs のどのゴールに貢献するのかを、例えば ICMA が作成したマッピングに基づいて検討する形が一般的だ。SDGs 達成への貢献を目的とした債券の評価は、すでに市場で普及している GB やソーシャル債への評価アプローチとの一貫性を保ちつつ、資金使途となる個々のプロジェクト単位での評価に焦点を絞り、新たな視点を加えたものと言える。

■戦略とガバナンス

一方で、昨年ドラフトが公表された国連開発計画（UNDP）の債券向け SDG インパクトスタンダードには新たな潮流が見て取れる。UNDP のスタンダードでは、同じく 4 つのコンポーネントによって構成されており、ICMA の原則と共通するマネジメントや情報開示の視点に加えて、戦略とガバナンスという要素が強調されている点に注目する必要がある。

ここでいう戦略とは、発行体となる企業・団体に対し、SDGs 達成への貢献を目的とした組織としてのサステナビリティ戦略の策定を求めるものであり、債券の資金使途となるプロジェクトがそれと整合的であることを求める視点だ。また、ガバナンスとは、単にプロジェクト単位のマネジメントではなく、発行体となる企業・団体そのものの組織統治が、SDGs 達成への貢献を下支えする形を有しているかという視点だ。ここ数年、GB やソーシャル債の評価においても、個々のプロジェクトレベルの評価に加え、発行体そのもののサステナビリティ経営に踏み込んだ評価が求められる傾向が強まっていたが、SDG インパクトスタンダードは、そこをはっきりと明文化した点に特徴がある。

大和証券：次に投資家からの視点を整理してもらいたい。SDGs への貢献を謳う債券の出現と評価を俯瞰したとき、債券投資家が見るべき SDGs 関連債の評価の視点とはどうあるべきか。

■インパクト投資の視点

サステナリティクス：サステナビリティを考慮した債券投資といえば、GB による気候変動問題への取り組みのように、単独の課題に対処するものがほとんどだった。しかし、ここにきて社会・環境課題を複合的に取り扱うフレームワークを設定した債券も増えてきている。なかでも SDGs 達成への貢献を謳う債券はその典型となる。

先ほど紹介したインパクトスタンダードが市場にどのように受け入れられるかは注視する必要があるが、1 つ明らかなのは、SDGs のような複合的な取り組

みに対しては、単に SDGs 貢献ボンドと名乗れるかという点に焦点を当てた評価では、今後投資の意思決定には役に立たなくなってくるだろうという点だ。投資家は単に SDGs 達成に貢献しているかではなく、どのように、どれくらい貢献している債券なのか、という視点で評価することが必要となり、そのためにはいわゆるインパクト投資の評価視点を意識することが、今後重要になると感じている。

SDGs は途上国のみならず先進国が抱える課題も含めグローバルで持続可能な社会を実現することを目的としている。その意味で対象は広く、捉え方によってはありとあらゆる活動が SDGs のいずれかのゴールに何らかの形で貢献するものとみなすことが可能だ。現在はまだ市場の形成段階にあるが、今後、SDGs 達成への貢献を謳う債券の発行件数が増えてくるにあたり、投資家はその貢献度合いを、インパクトの質と持続性に注目して評価することが重要だ。

インパクトの質とは、単にどの社会・環境課題に取り組んでいる事業なのかではなく、さらに 1 歩踏み込んで、どういった人々を対象に、どれくらいの規模・タイムスパンでインパクトを生じさせているのかを明らかにしようとする視点だ。インパクトの持続性とは、その事業実施体そのものがインパクトをきちんと発現させ、継続させていくうえでの確からしさを組織の戦略や体制構築から読み取ろうとする視点になる。

これらは、地域性や技術発展などの要因によって最善の方法が常に更新されていくものなので、定型的なフレームワークによって評価することが困難なものだ。また、どの程度の先進性を対象事業に対して求めるのか、という点は各投資家の ESG 投資方針によって判断されるべきものであるため、これら 2 点については、各投資家において社内で独自のボンド評価フレームワークを検討するのが望ましい。

その際に参考となるのは、インパクト投資の考え方だ。参考情報としてここで挙げているのはインパクト投資家と専門機関のフォーラムである IMP (Impact Management Project) が発表しているインパクト計測における 5 つの側面だ。IMP では、事業活動が創出する社会・環境へのインパクトを要素分解する視点として、What、Who、How much、Contribution、Risk の 5 つの側面を挙げている。

いずれも重要な視点だが、特に Contribution つまりその事業活動が実施されることにより、特に追加的に創出されたインパクトがどれほどあるのかを可視化しようとするアプローチが参考になる。仮に全ての事業活動が、何らかの付加価値を社会・環境に対してもたらすから存在するとするならば、特にその事業活動が SDGs に貢献するものとして市場にアピールする際に、その追加性こそが理由になるべきである、という考え方だ。

また、インパクト持続性を担保する組織の体制や戦略を評価する視点は、IMP の 5 つの側面の中で、Risk を掘り下げていくのが参考となる。つまり、債券の資金使途となる事業単体でみれば、SDGs 達成への貢献を目指している状況で、当該債券の発行体組織としての専門的強みや事業戦略と合致していた場合、インパクトの発現可能性はより確かなものとなる。逆に本業に全くない事業領域の取り組みである場合、その持続性や実現可能性に対してリスクを見て取る必要が出てくる、ということだ。

これら追加的な視点は定量的に判断しづらく、一貫性のあるフレームワークに落としにくいという難点がある。しかし、例えば投資の意思決定を行う際に、これら 5 つの項目について担当者コメントを一言添えて審議する、というプロセスを構築することは、投資家としての説明責任を果たすうえでも有用であると思う。

大和証券：最後に、SDGs 関連債券において従来の ESG 評価から参照しうる点はどのようなものなのか。

■組織の戦略、体制への評価

サステナリティクス：従来、ESG 投資における評価は、個別事業単位のものではなく、例えば上場企業の経営全体における機会・リスクを調査・分析するものとして普及してきた。その意味で、個別のインパクトを事業単位でみることの多い GB、ソーシャル債、サステナ債の評価とは対象となるスコープが違った。しかし、ここまで説明した通り、これらの債券においても、事業実施者となる組織の戦略や体制の評価が、インパクトの持続性・実現性を検証する目的で重視されつつある。

これらの債券を発行する企業が、必ずしも ESG のあらゆる側面において最高評価を取得していなければならないことはないと思う。しかし、例えば再生可能エネルギーの導入を資金使途とした債券を発行しようとする企業が、気候変動の機会・リスクに対しての情報開示を求める TCFD の情報開示をしていないとなると、やはりインパクト発現におけるリスクを気にせざるを得ない。逆に、債券発行による資金を充当しようとしているプロジェクトの分野が、発行体の企業価値創造における重要課題と ESG 評価において分析されている場合、その取り組みが見せかけだけ、いわゆるインパクト・ウォッシュとなる可能性は低く、投資家にとっての安心材料となりうる。

(了)

図表等の出典：大和総研、鉄道建設・運輸施設整備支援機構、イオンモール 資料（2021 年 2 月）

[キャピタルアイ・ニュース 菊地 健之]