

キャピタル・アイ特別企画：

「ソーシャル債が拓く未来」、大和がウェビナー

大和証券は11月25日、「ソーシャルボンドが切り拓く未来」をテーマにウェビナーを開催した。

～近年のソーシャル債の動向～

(大和証券エクイティ調査部チーフ ESG ストラテジスト 山田雪乃氏)

■公共セクターが8割

近年のSDGs債市場の動きについて、国際的な動向を振り返ると、2030年のSDGs目標達成に向けた取り組みや、「パリ協定」の採択などをきっかけに、貧困や格差、気候変動などに取り組む機運が高まった。グリーンボンド(GB)は、パリ協定によって、世界共通の長期目標が示されているため、民間企業も含めて発行実績が大きく積み上がっている。



一方、ソーシャルボンドは、まず、国際機関によって、途上国支援などを資金使途とするものが発行され、続いて、先進国でも発行が進んできた。その後、2020年にコロナ感染が拡大すると、「コロナ債」と呼ばれるソーシャル債の発行が大きく拡大した。国内市場を見ると、2016年度の1600億円程度から2021年度の3兆円を超える規模へと大きく拡大している。今年度については、10月21日時点で集計したところ、GBの発行額が鈍り、ソーシャル債もやや伸び悩みが見られる。GBは、トランジションボンドやサステナビリティ・リンク・ボンドなどの発行が増えたことなど、多様な調達方法が出たことによる影響と思われる。また、市場環境として、今年に入ってから金利上昇や、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の上昇、そして、2020年のコロナ感染拡大に対応したコロナ債発行の反動などが背景にあると考えられる。

ソーシャル債の発行は年々拡大しているが、GBと比較すると、公的セクターによる発行が大部分を占めている。2016年度以降の起債累計額で見ると、GBの約7割を社債が占めている一方、ソーシャル債は、高速道路会社が発行する社債を含む財投機関債など公共セクターが約8割を占め、社債の割合は7%となる。とはいえ、SDGsの17の目標には公共インフラ以外にも、子供の貧困、高齢化や障がい者などの社会的な包摂(インクルージョン)、ジェンダーギャップ、感染症や医療の改善など非常に重要な社会課題が多く含まれている。

経団連が6月に発表した報告書では、社会的課題として、「ヘルスケア」と「レジリエンス(変化への対応能力)」が特に重要だと考えられている。ヘルスケア分野の市場規模は、世界で約230兆円、国内市場だけでは約36.2兆円、レジリエンス分野は世界で約480兆円、国内で約55兆円に上ると推定されて

いる。SDGs の達成に向けて、民間企業への期待はより一層高まっており、こうした民間企業の取り組みについて、債券市場を活用して促進していくとの観点から、ソーシャル債のさらなる活用は有益と考えられる。

こうしたなか、我が国の民間企業におけるソーシャル債の普及を目的として、ソーシャルボンドガイドラインが策定された。ソーシャル債に関しては、国際標準である ICMA ソーシャルボンド原則があるが、これらの整合性に配慮しつつ、我が国の特性に即したソーシャル債に関する具体的な対応の例や解釈を示し、ソーシャル債の社会的な効果に関する信頼性を確保し、発行体のコストや事務負担の軽減との両立を目指している。

■アウトプット-アウトカム-インパクト

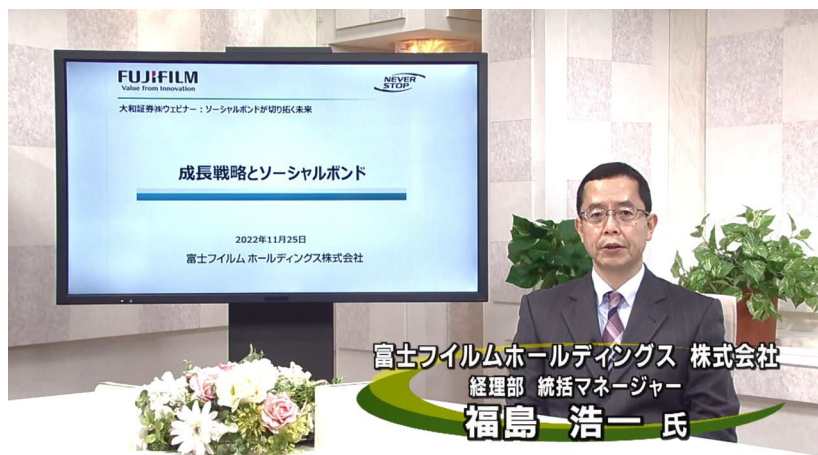
金融庁ソーシャルボンドガイドラインには、「社会的な効果」の開示について詳細に規定されている。具体的には、インパクトに至る過程を、アウトプット、アウトカム、インパクトという形で段階的に示すことが想定されている。具体的に見ると、ソーシャルプロジェクトは社会的課題の解決に貢献してポジティブな社会的な効果をもたらすプロジェクトとされている。例えば、健康増進や病気の予防プログラムを提供するプロジェクトの「アウトプット」は、直接もたらされる財やサービスとして、「これらのプログラムに参加した人数」などが相当する。「対象となる人々」は高齢者などが考えられるだろう。

次に、このアウトプットの結果として「対象となる人々」などにもたらされる便益や変化という成果が「アウトカム」だ。これは、参加者の健康の向上や維持などが成果と言える。さらに、「インパクト」とは、この成果を実現することで目指す最終的な社会的な効果や目標だ。参加者の健康が向上することで、平均寿命が延びたり、生活の質が向上したりすることが「インパクト」となる。ソーシャル債で調達した資金によってこのような社会的なインパクトに至る過程を示すことが求められている。

多くの日本企業は、社会的責任を経営課題や戦略に組み込むなど、社会的課題の解決を重視している。この考え方はソーシャル債の考え方にも通じる。ソーシャルボンドガイドラインの策定を背景に、今後、民間企業によるソーシャル債の活用が進み、社会的課題の解決が一層促進されることが期待されている。

～成長戦略とソーシャル債～

(富士フイルムホールディングス経理部統括マネージャー 福島浩一氏)



当社は 1934 年に写真フィルムの製造会社として創業し、今年で 88 年を迎えている。現在の 2022 年度予想は、売上高 2.8 兆円、営業利益 2600 億円で、今回のソーシャル債にも関係するが、近年はヘルスケアセグメントの成長によって、2 年連続の過去最高益を予定している。

■本業喪失の危機

ここで、少し当社の歴史を振り返るが、カラーフィルムの需要は、2000 年度がピークだった。その後、デジタル化の進展により、カラーフィルムの需要は急速に減少し続け、毎年 2 割か

ら 3 割の勢いで需要が減っていった。その結果、わずか十数年間で 100 分の 1 にまで減少してしまった。長い間、売上・利益のほとんどを稼いできた本業が急速に減少していくということは、当社にとって深刻な危機だった。それは例えば、自動車会社にとって自動車がなくなってしまう、あるいは製鉄会社にとって鉄がなくなってしまうのと同様のことだったわけだ。

こうした本業喪失の危機を乗り越えるため、写真で培った技術を活用して、事業の構造を大きく転換し、写真フィルムビジネスに替わる新たな事業基盤構築にこの 20 年間、挑戦し続けてきた。事業構造の転換を進めてきた結果、医療用の画像診断機器などのメディカルシステム事業や今回のソーシャル債につながるバイオ CDMO（バイオ医薬品の開発製造受託）事業などからなる、「ヘルスケアセグメント」が新たな成長ドライバーとなり、2021 年度には、このセグメントが、売上高・営業利益ともに全体の 3 割を超え、最大のセグメントに成長した。

次に、当社がソーシャル債発行に至った背景について。ソーシャル債発行のためには、その資金使途となる、ソーシャルプロジェクトを継続的に実施・運用していくことを担保するための、企業理念や計画が必要となる。その理念・計画にあたるのが、当社にとっては、「Sustainable Value Plan2030<SVP2030>」だ。<SVP2030>は、2030 年度に当社の目指す姿を表した企業経営の根幹となる長期 CSR（Corporate Social Responsibility）計画で、2017 年に発表した。このなかで、社会の Sustainable な発展に貢献するために、「事業を通じた社会課題の解決」を経営の大きな柱として位置付けている。

また、この SVP2030 のなかで、「6 つの重点分野」、「15 の重点課題」を設定している。この 6 つの重点分野の 1 つに、「健康」を位置付け、今回のソーシャル債にもつながる「アンメットメディカルニーズへの対応」、「医療サービスへのアクセス向上」を重点課題として設定している。さらに、SVP2030 では、各事業がどの重点課題にどのように貢献できるかということまで落とし込んでいる。今回のソーシャル債の資金使途となる、バイオ CDMO 事業についても、高品質なバイオ医薬品の安定供給や、先進医療分野である遺伝子治療薬のプロセス開発・製造受託を通じて、重点課題として設定した医療アクセスの向上・アンメットメディカルニーズへの対応に、この事業が貢献することを明確にしている。

■バイオ CDMO のポテンシャル

今回のソーシャル債の資金使途であるバイオ CDMO 事業は、一言で言うと、バイオ医薬品の生産において、製造プロセス開発や製造を製薬企業などから受託するビジネスで、半導体産業にとっての TSMC（台湾積体回路製造）のような存在だ。バイオ医薬品の生産には、高度な生産技術と設備を必要とすることや、近年、バイオ医薬品の製薬企業には、新薬の研究開発やマーケティングに注力するため、生産を委託するニーズが高まっており、バイオ CDMO 事業の市場成長率は 13%と、大きな成長ポテンシャルがあると当社では見ている。

そうした状況にあって、当社は、2011 年度に M&A によってこのビジネスに参入し、それ以降、設備投資・M&A を順次行い、市場成長率を上回る成長を維持してきた。その結果、2020 年度には 1000 億円を超える売上高となり、2024 年度には 2000 億円、2030 年度には 5000 億円のビジネスに成長させることを目標にしている。ここまでが、当社がソーシャル債発行に至った背景・経緯となる。

■初の ESG 債、総額 1200 億円

・富士フイルムホールディングスのソーシャル債の概要

(条件決定日：2022 年 4 月 14 日、AA：R&I/A2：ムーディーズ、総額 1200 億円、主幹事：大和/野村/三菱 UFJ モルガン・スタンレー)

回号	年限	発行額	償還日	表面利率	対国債	基準
16	3	400	25/4/18	0.100	13.6#	絶対値
17	5	400	27/4/20	0.195	16	国債
18	7	200	29/4/20	0.304	17	国債
19	10	200	32/4/20	0.374	14	国債

発行額：億円/表面利率：%/対国債：+bp（#付きは C-EYE 算出）

・出所：キャピタルアイ・ニュース

4 月に発行したソーシャル債は、総額 1200 億円、内訳としては、3 年債・5 年債がそれぞれ 400 億円、7 年債・10 年債がそれぞれ 200 億円だ。GB・サステナ債なども含め、当社にとって初めての ESG 債だった。資金使途は、「バイオ CDMO 事業における、製造拠点の新設、M&A、生産能力増強に関わる設備投資と高効率・高生産性技術の開発に要した支出のリファイナンスに充当」と定義した。

ソーシャル債発行のためのセカンド・パーティ・オピニオンは、認証機関の DNV から取得した。DNV を選定した理由は、当社のソーシャル債発行のストーリーを高く評価してもらった点と、資金使途としているバイオ CDMO 事業は欧米で事業展開をしており、将来的には海外での ESG 債による調達も視野に入れ、グローバルで認知されている DNV を採用した。また、認証取得のアドバイザーであるストラクチャリング・エージェント（SA）は大和証券を指名した。

まず、発行を検討するにあたって、資金使途となるバイオ CDMO 事業のソーシャル性を客観的な視点から裏付ける検証を行った。当社としてバイオ CDMO は「アンメットメディカルニーズへの対応」、「医療サービスへのアクセス向上」に貢献できるとともに、「バイオテクノロジーそのものが社会課題の解決」につながると捉えていたが、評価機関や投資家などからの要請に備え、客観的に見てソーシャル性が認められるのかという観点で検証した。その結果、厚生労働省の医薬品産業ビジョンなど、関係省庁や協会が出すビジョンや指針などから当社のバイオ CDMO 事業にソーシャル性があると判断した。こうした客観性の検証にあたっては、SA にも協力を求めて材料収集し、評価機関にも説明した。

ソーシャル債のフレームワークに記載された内容を、金融庁が定める「ソーシャルプロジェクトの社会的なインパクトに至る過程および指標等の例」のフォームに従って整理した。まず、「社会的課題」については、「グローバルなサプライチェーンの問題」、「アンメットメディカルニーズ」の 2 つとしたが、これについては少し丁寧に説明する。

■難病治療ニーズ・サプライチェーン問題の顕在化

まず、「アンメットメディカルニーズ」について。世界的に難病・希少疾患を始めとする、有効な治療法が確立されていない疾患に対する医療ニーズである「アンメットメディカルニーズ」の顕在化が進んでおり、こうした疾患に対する有効な治療薬の開発の重要度が高まっている。そうしたなかで、バイオテクノロジーから生み出されるバイオ医薬品は、低分子医薬品に比べて副作用が少なく、低分子医薬品では改善できなかった多くの病気に対して高い治療効果が確認されており、アンメットメディカルニーズの有効な治療薬として需要のさらなる拡大が見込まれている。一方で、バイオ医薬品の製造には高度な技術や大規模な設備投資が必要であることから、それらを有する CDMO 企業へのプロセス開発・製造委託が増加しており、アンメットメディカルニーズの解決に向けてバイオ CDMO 企業が担う役割や重要性が高まっている。

もう 1 つの社会課題「サプライチェーン」は、グローバルなサプライチェーンが拡大するなかで、COVID19 のパンデミック時に生じたように、医薬品のグローバルなサプライチェーンの問題も顕在化しており、バイオ医薬品を安定的に生産・供給することを通じた医療サービスへのアクセス向上が増々重要な課題となっている。

こうした背景を持つ「社会課題」を解決するため、「プロジェクト内容」に記載した製造拠点の新設・生産能力増強・M&A・高効率/高生産性技術の開発の投資を積極的に進め、その成果としてバイオ CDMO 事業の生産能力を増強させることによって、社会へのポジティブなインパクトを実現させようと考えた。

また、「アウトカム」については、ソーシャルプロジェクトが生み出す社会的効果を端的に表現する「成果指標」であると思うが、競争の激しい CDMO 業界で、あまり詳細な情報開示ができないなかで、社内で議論の末、バイオ医薬品への世界的なニーズの高まりを充足させることを端的に示す指標として、「当社グループ全体のバイオ CDMO 事業が有する生産能力」を定量的にリッターで、毎年公表することとし、認証機関にも認められた。

また、ソーシャルプロジェクトに入れた「M&A」については、「M&A で生産能力を買っただけでは、世界のバイオ医薬品の生産能力増には繋がらない」とことは理解しており、「買収後に当社の高効率・高生産性技術を投入することで生産能力の増加に資する」という考えを伝え、認証機関も承諾した。ソーシャルボンドガイドラインにある事業区分としては、「必要不可欠なサービスへのアクセス」、細目は「健康・健康管理」、対象となる人々としては「バイオ医薬品の利用者である患者」と定義した。

■通常の倍

次に、ソーシャル債発行の実務の話に移る。まず、発行のスケジュールは、2022 年 4 月中旬の条件決定をターゲットに立案した。全体としては、通常の倍の期間が必要なが分かると思う。当社の場合、検討は昨年 11 月頃からスタートし、12 月に、SA の選定を行った。複数の証券会社からプレゼンテーションを受け、提案するソーシャル債発行のストーリーがシンプルで的を射た内容になっているかという観点や、発行を成功に導きたいという証券会社の情熱・エネルギーなどを観点に選定した。

SA の選定後、12 月後半に、SA と社内のメンバーでキックオフを開催し、年明けから本格的にフレームワークの作成や認証機関とのコミュニケーション・同機関の審査の場であるアセスメントの準備を進めた。アセスメントは、2 月 18 日に開催し、最終的には、起債アナウンスと同日の 3 月 23 日にセカンド・パーティ・オピニオンの公表にこぎつけた。SA の選定とアセスメントに向けた準備期間が、後で説明する苦労・KSF（Key Success Factor）に関連するところだが、今から振り返ると、ソーシャル債発行にあたって一番重要なマイルストーンだったと感じる。

■財務・IR+ESG・広報・事業部門

続いて、通常の国内債との違いや苦労について。まず、通常の国内債との違いだが、1 つは先ほどスケジュールでも話したように、準備期間が長いことだ。今回は、当社にとって初めての ESG 債であったこともあり、フレームワーク作成・認証取得のために、通常より 2.5~3 カ月早く、昨年 11 月にスタートした。もう 1 つの違いは、多くの参加者が必要になるという点だ。通常の社債発行は、（カッコ内の数字は関わった人数）財務（3）と IR 部門（4）で対応しているが、今回は、ESG（2）・広報（2）・事業部門（1）の巻き込みが必要だった。当然、通常の業務を行いながらであり、ソーシャル債への業務比率としては、財務部門メンバーは 50~70%、それ以外は、5~10%程度の比率だった。また、認証機関とのアセスメントには、財務に加え、ESG・事業部門に参加してもらった。デット IR にも、通常の財務・IR に加え、ESG・事業部門も参加した。関係者も多くなったこともあり、一体感醸成のため、社債発行で初めて、プロジェクトのコードネームを設定したりもした。

次に、苦労した点だが、1 つは、当社の CSR 計画である SVP2030 とソーシャルボンドガイドラインなどの各種原則との調和で、主に、フレームワーク作成のプロセスでの苦労だ。SVP2030 は、ソーシャル債を意識して作成したものではないので、その内容とガイドラインが求めるストーリーを合わせていくことにフレームワークづくりのなかで苦労した。また、先ほども話したが、「アウトカム」は、競争の激しい CDMO 業界で、あまり詳細な情報開示ができないなかで、認証機関にも納得してもらえる指標・ロジックを考え出すのに苦労した。もう 1 つの苦労が、認証機関による審査の場となるアセスメント対応だった。認証機関からは、30 項目あまりの資料提示を求められ、それに対し、ESG・事業部門から情報をもらいながら、1 つ 1 つ回答を準備するのは工数的にも、非常に大変だった。

■メリットが上回る

次に、ソーシャル債発行のメリット、デメリット、KSF について。発行の最大のメリットは、投資家需要の拡大だ。タイミングが良かったことは認識しているが、それを差し引いても、これまで当社の社債には投資してこなかった多くの投資家からの需要が集まり、投資家層の多様化にも繋がった。また、当社の「バイオ CDMO 事業の成長戦略」と、SVP2030 で定義した事業を通じた社会課題の解決という「ESG 方針」と、財務活動としての「ソーシャル債による資金調達」の 3 つを、1 つのストーリーとして世の中に強力にアピールできた非常に良い機会となった。

一方のデメリットだが、やはり実務負荷は想定以上に大きかった。初めての ESG 債ということもあり、フレームワークの作成・認証取得の準備のために、準備期間も長く、社内メンバーも多くの部門からの参画が必要となった。もう 1 つはコストだ。コストとして、セカンド・パーティ・オピニオンの取得や発行後 1 年以内のレビューの費用が発生するが、メリットと比較すればほとんど無視できるものだ。

■ アセスメントに手を抜かない

最後にソーシャル債発行を成功に導く KSF について。今回、改めて振り返り、3 つあったと感じている。1 つは、社内メンバーの早期巻き込みだ。当社の場合、財務・IR のメンバー以外は初めての社債発行プロセスへの参加ということもあり、最初の SA 選定のプロセスから入った。これにより、メンバー全体の一体感の醸成とともに、全員が同じ速度でソーシャル債への理解度を上げていけたと考えている。もう 1 つは、SA からの最大限のサポートを得るということだ。認証機関とのコミュニケーションや認証取得までのプロセスは初めての経験で、分からないことばかりだった。そこで、SA の証券会社には、フレームワークの最終化の細かい部分などは、思い切って任せた。これにより、社内メンバーの負荷を減らし、アセスメント・後続のドキュメンテーションへの準備に専念することができた。

3 つ目の KSF は、アセスメントへの準備は手を抜かないということだ。手を抜かず、アセスメントの場でいかに認証機関の質問に適切・的確に回答するかが、認証取得にとって 1 番のポイントだ。実務責任者の私にとっても、ここにいかに、責任感をもって工数を割き、準備のなかでソーシャル債発行のストーリーを自分のものにしていくかということが大切なプロセスだった。ここをきちんと行ったことがデット IR での説明への備えにもなり、後続のプロセスが非常に楽になった。今回のソーシャル債発行には、社外・社内のたくさんの人々に世話になった。

～持続可能な社会への投資の流れをつくる～

(かんぽ生命保険クレジット投資部担当部長 白川良昭氏)

(JCR 常務執行役員サステナブル・ファイナンス評価本部長 梶原敦子氏)

(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：本邦 SDGs 債市場におけるプロダクト別最大シェアとなっているソーシャル債は、市場拡大の持続可能性もしくは商品の「質」といった側面からも引き続き注目される。そうしたなかで「持続可能な社会への投資の流れをつくる」というテーマ設定のもと、投資家と格付機関の立場から見たソーシャル債の注目点などについてディスカッションする。



かんぽ生命：かんぽ生命保険は、大正 8 年（1919 年）に簡易保険の積立金の運用を開始して以来、100 年以上にわたって社会基盤の整備や地方公共団体への投融資など、収益性のみならず、公益性も重視した投資を行ってきた。昨年度末時点での地方公共団体への投融資残高は約 8 兆円、独立行政法人などの公共セクターの投融資残高は 3 兆円弱ある。



昨今の SDGs への取り組みの広がりにより、公益性も重視した投資は、ESG 投資、ソーシャル債と新しい形に変わっている。こうしたなか、当社は、ESG 投資に対する基本的な考え方を定め、これまでと同様に社会課題の解決と長期的な収益向上の両立に取り組んでいる。「持続可能な社会への投資の流れをつくる」という今回のテーマに沿って、当社のソーシャル債への投資の考え方、具体的な取り組み、今後注目する資金使途などについて述べたい。

JCR : JCR は、2017 年にサステナブルファイナンス評価業務を開始し、現在は累計 400 件以上の評価を主に日本の市場に提供してきた。国内初となった介護施設を対象とするソーシャルファイナンスの評価を 2019 年に提供して以来、高齢者、子育て世代支援、女性の社会進出支援、社会のレジリエンスや Society5.0 の実現に不可欠なインフラなどについて民間企業が実施するソーシャルプロジェクトを中心に評価を提供している。

ソーシャル債は、GB よりも資金使途に対するイメージが分かれる分野だ。国内外を見渡すと、グリーンに関する基準ができ、その後ソーシャルの基準作りが行われるという流れは共通しているように感じる。これらの国内外の基準作りによって、少しずつソーシャル債の目線が統一されてきていると思うので、今日はこれらの国内外の動きについて話したい。



■SDGs 債投資、2016 年に開始

--投資方針について

かんぽ生命：最初に、ESG 投資へのこれまでの取り組み、ESG 投資に対する基本的な考え方、ソーシャル債への投資の考え方について。2016 年、当社として初めて SDGs 債に投資し、それ以降取り組みを本格化してきた。2019 年には ESG 投資方針を公表し、2021 年 4 月から全運用資産に ESG 要素を考慮した資産運用、いわゆる ESG インテグレーションを導入している。また、2021 年 10 月に ESG 投資の重点取り組みテーマを追加した ESG 投資方針の改正を行い、2022 年 4 月には、インパクト志向の投資を促すため、「インパクト"K"プロジェクト」という独自施策を開始した。

当社は、全運用資産を対象に ESG インテグレーションを導入しており、債券を購入する際も、財務情報に加え、ESG に対する取り組みも含めて総合的に評価して投資判断している。ソーシャル債を購入する際は、さらに「資金使途」、「レポーティング」など SDGs 債特有の項目を確認している。

また、投融資先とのエンゲージメントに力を入れており、昨年度は 30 の債券発行体とエンゲージメントを行い、ESG への取り組みを促してきた。ソーシャル債のエンゲージメントを行ったケースもあり、具体的な取り組みや社会的な目標の進捗状況を確認した。テーマ型投資、インパクト投資は、重点取り組みテーマを念頭に置いている。

「Well-being 向上」、「地域と社会の発展」、「環境保護への貢献」を重点取り組みテーマとし、かんぽ生命らしい“あたたかさ”を感じられる投融資を推進している。そのなかで、「Well-being 向上」、「地域と社会の発展」をソーシャル債の投資対象の領域と考えている。

ここで、ファンド投資ではあるが、「Well-being 向上」、「地域と社会の発展」への最近の取り組み事例を紹介したい。2022 年 3 月に「保育園ファンド」への投資を実施した。「保育園ファンド」は、東京都内に所在する認可保育園を投資対象とし、待機児童を多く抱える都市部に優良な保育園運営企業を誘致することで、長期安定的な収益の獲得と待機児童問題という社会課題の解決を目指すものだ。2022 年 4 月には、「地域・インパクトファンド」への投資を決定した。このファンドは、地域経済の活性化、SDGs の目標達成に向けた社会的インパクトの創出に資する企業や事業への投資を行い、持続可能な社会の確立を目指すものだ。このように、「Well-being 向上」、「地域と社会の発展」の社会課題の解決に資する施策に対しては、積極的に投資を検討したい。

■金融庁がガイドライン

--国内市場の整備や海外動向について

JCR：日本における GB とソーシャル債の近年の動向の大きな差異は、事業会社などの民間によるソーシャル債の発行がまだとても限られていることだ。民間企業がソーシャル債を発行しやすくなるように、金融庁がソーシャルボンドガイドラインをまとめた。このガイドラインのメッセージとして重要なのは、プロジェクトのソーシャル性を判断する前に、社会的課題を特定するというプロセスが入っていることだと思う。また、共通の社会課題として日本の SDGs アクションプランとの紐づけを明示的に意識している点も重要だ。これらの社会課題が、各企業の価値向上にどのように結びつくのかということを考えてもらうことで、個別資産を見るよりもソーシャル債をとらえやすくなったのではないか。

EU と CBI（気候債券イニシアチブ）もソーシャルについての考え方を整理している。EU では、まず実質的な社会貢献は何かを 3 つの社会目標、すなわち、働きがいのある人間らしい仕事、生活水準とウェルビーイング、包摂的で持続可能な社会の実現の観点から考慮する。ここが、金融庁の社会課題認識に当たるところだ。そこから、実際のアクションを想定する。ここが、日本の SDGs アクションプランとの紐づけに当たるところかと思う。その後、その活動がほかの目標に著しい影響を与えないことや最低限排除すべき活動を特定し、ネガティブな要素を排除している。CBI も考え方がかなり似ているが、特徴的なのは、除外リストを明示している点だ。

日本のガイドラインも、社会課題認識に加え、環境社会に著しくネガティブな要素があった場合にはという文言を入れているのだが、どちらかというとネットアウトの考え方になってしまっていて、軽減・緩和されればそれでよし、というような書きぶりになってしまっている。

EU と CBI のもう 1 つの特徴は、ソーシャルプロジェクトの適格性を考慮するとき、グリーンプロジェクトとしての適格性も判断することとなっている点だ。例として、低所得者向けの住宅供給をする際には、その住宅そのものが低炭素な住宅であることが望ましいといったことが挙げられている。実は、日本ではこの考え方がすでに実践され始めていると感じている。例として都心の再開発における資金調達では、オフィスがもたらす便益に再生可能エネルギー100%のオフィス提供というグリーン面でのインパクトと、働く人々のウェルフェアや地域住民にも提供されるレジリエントな防災設備の提供などの社会面でのインパクトの双方を兼ね備えていることが多く、すでに複数のサステナビリティボンドが発行されている。

■民間セクターの増加に期待

--投資事例・実績と今後注目する資金使途について

かんぽ生命：海外では主に国際機関が発行するソーシャル債に投資してきた。学校教育・ジェンダー平等の支援、新型コロナウイルス感染症対策、社会インフラの基盤整備など SDGs の達成や社会課題の解決に貢献できるものに投資している。

国内では、独立行政法人、国立大学法人、高速道路会社の公的セクターに対して、社会インフラの基盤整備や学校教育の支援を資金使途としたソーシャル債に投資している。民間セクターでは、ANA ホールディングスの「ユニバーサルサービス」や、みらかホールディングス（現：HU グループホールディングス）の「技術開発に向けた研究開発」を支援するソーシャル債に投資している。

2022 年 9 月末時点で ESG テーマ型債券の残高が 2996 億円ある。そのうち、1174 億円が国内の社債などとなり、国内の社債などのうち、47.5%をソーシャル債が占めている。そのうち、独立行政法人などの公的セクターが 76.9%、それ以外の民間セクターが 23.1%となっており、大部分を公的セクターが占めている。この割合は市場でのソーシャル債の発行額に起因するものだ。ソーシャル債の資金使途について国内外の基準があり、これらの基準のもと、今後、民間セクターからのソーシャル債の発行の増加に期待したいところだ。

■定量的・明確に

資金使途の対象となるプロジェクトで当社が注目するのは、次の 3 点だ。1 点目は、経済価値と社会的価値の向上を両立できるプロジェクト。慈善事業で投資を行っている訳ではないので、収益を確保できる事業が大前提だ。各社が掲げるサステナビリティ経営または ESG 経営の基本方針やマテリアリティのもと、本業と一体となった取り組みをベースにソーシャル債の資金使途となるプロジェクトを検討してもらうことが重要と考える。

2 点目は、社会的効果を可能な限り定量的に示すことのできるプロジェクトだ。社会的効果の目標と実績を定量的に示してもらえると、投資家としては状況を把握しやすくなる。その際、7 月に金融庁が公表した「ソーシャルプロジェクトの社会的な効果に係る指標等の例」が参考になる。その指標例に基づき、各プロジェクトがもたらすアウトプット、アウトカム、インパクトを明確にしてもらうことが望ましい。定量的に示されたアウトプット、アウトカムは、投

資家のモニタリングの質を高めるとともに、債券発行体とのより効果的なエンゲージメントにつながる。また、投資家として、ソーシャル債への投資に伴う社会的効果の見える化も実現できる。この点は後で国際機関のソーシャル債のインパクト計測で触れたい。

3点目は、当社の重点取り組みテーマと合致するプロジェクトだ。繰り返しになるが、ソーシャル債では、「Well-being 向上」、「地域と社会の発展」を対象領域としている。

あくまでも 1 つの事例ではあるが、ソーシャル債で想定されるテーマを抜き出してみると、「Well-being 向上」では、こども、高齢者、障がい者支援、感染症対策、医療・衛生の改善、IT 環境の整備などが、「地域と社会の発展」では、地域交通や都市再生などのインフラ整備が考えられる。当社は、長期的な運用を行うユニバーサルオーナーとして、引き続き社会基盤の整備を支援していけるものと考えている。

■ 社会課題解決&企業価値向上

JCR：かんぽ生命が目指している ESG 投資の考え方はとても重要だと思う。ソーシャル債が目指す先は、社会課題解決に貢献しながら企業価値も向上させることであり、これこそ、政府が打ち出した「新しい資本主義」の考え方だと思う。かんぽ生命のように、資金使途がソーシャルプロジェクト分類に該当するということの確認にとどまらず、是非、そのプロジェクトを実施したその先にはどのようなインパクトが期待できるのか、ということを考えて投資してもらうことが、いわゆるインパクトウォッシュの回避につながるのではないかな。

その意味では、サステナブルファイナンスの市場もかなり案件が積み上がってきたので、今後は各発行体のレポーティングでどのような指標が使われ、実際どのようなインパクトが期待できるのか、ということに着目してもらうことが重要だ。インパクトの整理については、省庁に設けられた検討会でも具体的な議論を進めており、私も参加しているものがあるので、いくつか紹介したい。

まず、ソーシャルプロジェクトのインパクトを適切に把握する際に大いに参考にしてもらいたいのが、今年 7 月に金融庁でまとめた「ソーシャルプロジェクトの社会的な効果に係る指標等の例示文書」だ。ガイドラインで特定した 16 分野について、最終ゴールを示したうえで、各段階で期待されるアウトプットやアウトカムを整理しており、ソーシャル債に関連したインパクトが非常に具体的にイメージしやすい内容となっている。

また、国土交通省では不動産の社会的配慮に対応する ESG 投資促進検討会を昨年開始している。この検討会では、不動産をキーワードとして、不動産がもたらしうるポジティブな成果を、安全・尊厳、心身の健康、豊かな経済、魅力のある地域という持続可能な社会・ウェルビーイングの実現に向けた 4 段階のそれぞれにおける社会課題とその課題解決のためのアクティビティを抽出した。

今年度は、中間とりまとめで抽出した各評価項目について、ロジックモデルを使ってアウトプット・アウトカム・インパクトをアクティビティに紐づける作業を行っている。この一連の作業から目指す先は、不動産という有形資産に対する評価、いわゆる不動産の鑑定評価から 1 歩進んで、有形物からもたらされる社会的課題解決能力の点に価値を見いだすというアプローチだ。

この価値が不動産鑑定額だけでなく、グリーンプレミアムのようなソーシャルプレミアムを生み出すことを期待している。その明確化には、やはりインパクトの計測と評価・管理がとても大事だと考えている。

--インパクト“K”プロジェクトと今後の期待事項について

かんぽ生命：インパクトの計測と評価・管理という点で、当社独自の取り組みを紹介する。その 1 つがインパクト“K”プロジェクトであり、インパクト志向の投融資を拡大するために独自に定めたフレームワークだ。インパクト“K”の K はかんぽ生命の頭文字だが、共に創る「共創」などの意味も込められている。

ESG 投資のなかでも、社会課題の解決志向が高い投資を切り分けている。そのうち、社会課題解決へのアウトプットまたはアウトカムの定量化が可能なものを、インパクト“K”プロジェクトの対象範囲と扱い、インパクトの測定や管理を行うとともに、それなりの投資規模を目指していきたい。

次にインパクト計測の事例だ。これは、10 月末に公表した「責任投資レポート」で開示しており、ESG テーマ型債券のうち、国際機関のインパクトを評価したものだ。ソーシャル債で言えば、「Well-being 向上」の部分が該当する。プロジェクトのアウトカムの数値は、プロジェクト金額に対する当社投資額の比率で調整しているので、当社の投資によるインパクトの効果となる。このようなインパクトの計測、開示を国内の社債などに広げたい。今後、ソーシャル債の社会的効果が明確になることで、ソーシャル債の起債や投資の意義が深まり、持続可能な社会への投資の流れにつながるものと考えている。

JCR：投資から生じるインパクトを明らかにする取り組みは、様々な分野で始まっているので、多方面にアンテナを張ってもらい、具体的な社会課題に対するソリューションを提供している企業を探してもらいたい。

欧州ではグリーンウォッシュの議論も盛んになっているが、投資家によって何をウォッシュととるか、何に重要性を感じるかという点はかなり多様性がある。日本のマーケットでも、各投資家の投資方針に独自性が出て、こだわった投資とエンゲージメントによるインパクト創出の後押しの機運が高まると素晴らしいと思う。

[2022/11/25 キャピタルアイ・ニュース 菊地 健之]