公益法人のための「ESG 投資研究会」
（第１フェーズ）

報　告　書

２０２２年3月

公益財団法人　公益法人協会

目　次

１．はしがき　1

２．ESG 投資研究会の設置趣意　2

３．委員名簿　6

４．ESG 投資研究会の検討経過　7

５．ESG 投資研究会の報告骨子　9

1. 本研究会の目的と公益法人にとっての持続可能な資産運用の在り方（総括）　9
2. 公益法人にとっての ESG 投資の本質（特別講演会）　10
3. 公益法人の資産運用の実態（特別講演会）　10
4. 公益法人の ESG 投資における留意点（研究会）　10
5. 公益法人等非営利セクターでの ESG 投資の事例（研究会）　11
6. ESG ファンドの検討（研究会）　12
7. 第二フェーズに向けての総括　13

６．ESG 投資研究会講義レポート　15

1. 特別講演会「公益法人と ESG 投資」　15

(1) 講演「公益法人にとっての ESG 投資」（高崎経済大学学長 水口剛氏）　16

(2) 講演「公益法人の資産運用の現状」（インディペンデントフィデュシャリー株式会社マネージングディレクター 栗津久乃氏）　25

2. 第 1 回 ESG 投資研究会
「公益法人と ESG 投資」（産業能率大学経営学部教授 光定洋介氏）29

3. 第２回 ESG 投資研究会
「ESG 投資の動向及びサステナブル・ファイナンス商品の多様化」（SMBC 日興証券株式会社サステナブル･ファイナンス部部長 チヴァース陽子氏）　37

4. 第３回 ESG 投資研究会
「公益法人による SDGs 債への投資事例と投資表明事例」（大和証券

株式会社債券営業部法人マーケティング課副部長 野津憲一郎氏）44
「インパクト投資の現状と課題」（大和総研 SDG s コンサル
ティング室室長　太田珠美氏）　44
5. 第４回 ESG 投資研究会
「集団投資スキームを活用した ESG 投資について」（三井住友
信託銀行アセットマネジメント企画推進部審議役 下島貴志氏）51
6. 第５回 ESG 投資研究会
「小規模財団における ESG 投資の導入とその効果」（一般財団
法人リープ共創基金代表理事 加藤徹生氏）　62
7. ESG 投資研究会共催新春特別講演会
「気候変動予測の現状と今後の展望」（国立研究開発法人海洋研究
開発機構環境変動予測研究センター センター長 河宮未知生氏）68
７．ESG 投資研究会質疑応答（自由討議）　72
1. 第１回 ESG 投資研究会　72
2. 第２回 ESG 投資研究会　75
3. 第３回 ESG 投資研究会　83
4. 第４回 ESG 投資研究会　89
5. 第５回 ESG 投資研究会　96
８．ESG 投資研究会資料　101
1. 特別講演会「公益法人にとっての ESG 投資」　101
2. 特別講演会「公益法人の資産運用の現状」　125
3. 第１回 ESG 投資研究会　144
4. 第２回 ESG 投資研究会　160
5. 第３回 ESG 投資研究会　213
6. 第４回 ESG 投資研究会　228
7. 第５回 ESG 投資研究会　266
8. ESG 投資研究会共催新春講演会「気候変動予測の現状と
今後の展望」　282

1 はしがき

近年、気候変動などの地球環境問題、人権の尊重、組織の統治の在り方など、環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）の三つの要素を重視する動きが世界的な潮流になっています。とりわけ地球環境問題において、気候変動のメカニズム研究でプリンストン大学の真鍋先生がノーベル物理学賞を受賞され、日本政府が「２０５０年カーボンニュートラル」というロードマップを示したこともあり、「環境の E」が強調されていますが、S や G についても、国や自治体、民間で、持続可能な世界を目指し様々な取り組みが開始されています。

さらにこの動きは、金融や投資の分野に広がりを見せており、特に金融界では、機関投資家による「責任投資原則」への署名や「スチュワードシップ・コード」の受け入れ表明等が、今や必須といえる状況にあります。

一方、私どもが属する非営利セクターについても、組織体として資産運用を行っているため投資家的要素を有しており、また公益法人は公益目的事業自体が ESG と広くかかわっています。資産規模によって異なるとは思いますが、公益法人こそ、公益目的事業のみならず資産運用を通じて環境や社会への貢献に寄与することが大変重要であると考えております。

このような観点から昨２０２１年１０月に、公益法人のための「ESG 投資研究会」を立ち上げ、ESG への正しい理解と公益法人の資産運用収入の向上及び安定化に寄与し、さらに資産運用を通じた環境や社会等へ貢献ができるよう、議論をすすめて参りました。

本報告書は、その講演録や各研究会での意見の内容をとりまとめたものです。

研究会活動に先立つ特別講演会では、ESG 投資分野の第一人者である高崎経済大学学長水口剛先生による「公益法人にとっての ESG 投資」と題する講演、非営利法人の資産運用が専門のインディペンデント・フィデューシャリー株式会社マネージングディレクターの粟津久乃様による「公益法人の資産運用の現況」と題する講演を、また新春講演会においても「気候変動予測の現状と今後の展望」と題して海洋研究開発機構の河宮未知生先生から講演を賜り、多くの方から賛辞を頂きました。改めて厚く御礼申し上げます。

さらに、研究会活動では、２０２１年１０月の第１回から２０２２年２月の第５回まで毎月開催し、副委員長の光定洋介委員、金融専門家を代表してチバース陽子委員、太田珠美委員、下島貴志委員、さらに実務家を代表して加藤徹生委員より講義を頂いたほか、委員の皆様にはご多用の中毎回参加を賜り、熱心な意見交換や質疑応答を頂きました。重ねて厚く御礼申し上げます。

なお、引き続き本研究会では更なる研究に備えてワーキンググループを開催しており、２０２２年４月より、第２フェーズに移行し、研究会活動を行って参ります。

本研究会での議論や意見が、公益法人にとって意義深いものとなり、今後少しずつであっても資産運用を通じて持続的に ESG に貢献できますことを願っております。

２０２２年３月

公益財団法人　公益法人協会

理事長　雨宮　孝子

2 ESG 投資研究会の設置趣意

１．趣 旨

(1) 近時、気候変動リスクや人権問題等への関心の高まり等を背景に、ESG（Environment:環境、Social:社会、Governance:ガバナンス）を重視する動きは、“経営”の分野で加速しており、さらにこの動きは、“投資”の分野にも広がりを見せている。ESG 投資とは、この「環境要因」、「社会要因」、「ガバナンス要因」という要素を投資判断に組み入れる動きである。日本でも、国連の責任投資原則（United Nations Principles for Responsible Investment）を受け入れる機関でその意識が高まり、急速にこの動きが拡大している。

(2) こうした情勢下、公益法人（特に公益財団法人）においても、現実に資産運用を行っており、投資家的要素をもっていること、さらに公益目的事業自体が、ESG と広く関わっていることから、ESG 重視の経営や ESG 投資の流れが、受け入れられつつあると言える。むしろ、社会のために資することを目的とする公益法人こそ、資産運用を行うにあたって ESG に配慮することや、資産運用を通じた環境や社会等への貢献を図ることは、極めて重要であると考えられる。

(3) このような観点から、公益法人に対する ESG 投資の理解の促進と ESG に配慮した運用機会・商品の提供を行うことを目的に、学識経験者（大学教授等）、専門家（運用機関、シンクタンク等）及び実務家（法人団体）を構成員とする研究会を、今般、たちあげるものである。

(4) なお、本件設置に先立ち、事前に 2021 年 6 月～7 月にかけて、(公財) 公益法人協会では、会員団体を中心に、法人の資産運用の現況、資産運用の課題、ESG 投資への関心、さらには、研究会設置に向けた趣旨賛同の有無等について、アンケートを実施している。（添付省略）

２．研究会の概要

(1) 名称：「ESG 投資研究会」

(2) 目的：

公益法人に対する ESG 投資の理解促進および ESG に配慮した運用機会・商品の提供を行うことを目的とする。

具体的には、公益法人を主な対象として、「資産運用収入の向上及び安定化」と「資産運用を通じた環境や社会等への貢献」を両立させるような投資のあり方や手法・運用商品を、関係団体や運用機関の協力を得て、研究する。

(3) メンバー

A 委員長：委員の互選による。

B 委員：学識経験者（大学教授等）、専門家（運用機関、シンクタンク等）及び実務家（法人団体）の中から、委嘱する。

委員の任期は、当面、2021 年 10 月 1 日から 2022 年 3 月末日の年度末までとする。

なお、委員は原則として無報酬とするが、学識経験者および講師に対しては相応の日当を支給する。

【委員候補者案】

委員は決定次第、別途報告する。

学識経験者(大学教授ほか)	若干名
専門家(証券会社又は投信委託会社、シンクタンクほか)	３社５名程度
専門家（信託銀行ほか)	１社２名程度
実務家（法人団体)	10～15 団体想定。(事前アンケートによる研究会への参加意向団体及び案内希望団体から参加を募集する。)

C 事務局：(公財）公益法人協会内に置く。

D 期間：プロジェクトの対象期間は、事業年度をまたぎ 2021 年 10 月 1 日から 2023 年 3 月末日までの 1.5 年間を予定する。

（ただし、委員はとりあえず 2022 年 3 月末日までの任期とし、次年度は更改を含め再度委嘱する。）

(4) 研究活動の内容・方法

上記委員を中心に、以下の内容で研究会を開催する。

A 期間：2021 年 10 月～2023 年 3 月まで

（第一フェーズ及び第二フェーズ）

B 場所：公益法人協会 10 階会議室。ZOOM でのオンライン会議を予定する。

C テーマ：

研究テーマは、第一フェーズ（2021 年 10 月～2022 年 3 月まで)、第二フェーズ（2022 年 4 月～2023 年 3 月）に分けて、以下の通りとする。

【第一フェーズ】:

日時：2021 年 10 月～2022 年 3 月まで原則毎月 1 回、5 回開催する。

時間は 17：00～19：00 を予定。

場所：公益法人協会 10 階会議室、ZOOM でのオンライン会議。

テーマ： 公益法人を中心とした非営利セクターを対象に、資産運用の実態とその課題、さらに ESG 投資への取り組み状況、ESG 商品事例の研究等」を行う。

なお、2022 年 3 月に報告書をとりまとめる。

	内容
第 1 回 ESG 投資研究会（2021 年 10 月 4 日）	キックオフ、趣意説明、委員の委嘱と委員紹介、内規の制定、アンケート結果報告、「公益法人と ESG 投資―基礎と概要―」(産業能率大学光定教授)、今後の進め方・自由討議

第２回 ESG 投資研究会（2021 年 11 月 9 日）	「公益法人・地方自治体等の資産運用状況と ESG 投資への取組み、ESG 商品事例研究」（証券会社・シンクタンク）、自由討議
第３回 ESG 投資研究会（2021 年 12 月 8 日）	「公益法人・地方自治体等の資産運用状況と ESG 投資への取組み、ESG 商品事例研究」（証券会社・シンクタンク）、自由討議
第４回 ESG 投資研究会（2022 年 1 月 17 日）	「公益法人・非営利セクターの資産運用状況と ESG 投資への取組み、ESG 商品事例研究」（信託銀行）、事例研究
第 5 回 ESG 投資研究会（2022 年 2 月 7 日）	REEP 加藤代表による報告、第一フェーズとりまとめ、最終意見交換
（2022 年 3 月）	報告書とりまとめ(報告書の提出は 4 月末まで)

【第二フェーズ】

日時：2022 年 4 月～2023 年 3 月まで、7 回程度開催する。

時間は 17：00～19：00 を予定。

場所：公益法人協会 10 階会議室、ZOOM でのオンライン会議。

テーマ:公益法人向けの資産運用手段の検討、公益法人向けファンドとしての「私募投信」「合同運用金銭信託」「ファンドオブファンズ」等の組成の具体的検討を行う。

また、第二フェーズの研究会では、ワーキンググループ設置により実務的な検討を行う。

スケジュールの概要は、別紙 ESG 研究会日程表案のとおり。（添付省略）

(5) 講演会の内容

公益法人界での ESG 投資の理解を深めることを目的に、以下の通り講演会を行う。

A 日時：2021 年 10 月 15 日金曜日 13 時 30 分開催を予定。

B 場所：「如水会館　３階 松風の間」を予定

東京都千代田区一ッ橋 2-1-1

C 定員等：50 名程度、（松風の間　214 ㎡の着席最大定員は 100 名）

D テーマ：「ESG 投資と公益法人（仮題)」

E アジェンダ

13：30～13：40	開会挨拶
13：40～14：45	講演１「公益法人の資産運用の現状」 講師：インディペンデント・フィデシャリー㈱　栗津久乃氏
14：45～15：00	休憩
15：00～16：30	講演２「公益法人にとっての ESG 投資」 講師：高崎経済大学　学長　水口剛氏
16：30～16：40	閉会挨拶

３．成果と波及効果

(1)成果の形態・内容、発信の方法・対象

「研究会」での研究成果については、報告書としてとりまとめ、世間一般ならびに本研究会その他の関係者宛報告する。

また、その概要につき「公益法人」誌に発表し、当協会その他のホームページ等においても、適宜公表する。

「講演会」についても、同様にその概要を「公益法人」誌に発表し、当協会その他のホームページ等でも適宜公表する。

「研究会」での報告を受けて、公益法人の資産運用手法への提言や公益法人向けファンドの組成の検討成果が得られるに至った場合には、別途報告書を取りまとめる。提言を含めた発表の方法はあらためて検討する。

(2)期待される波及効果

ESG 投資研究会の目的は、公益法人に対する ESG 投資の理解促進および ESG に配慮した運用機会の提供を行うことである。

この ESG 投資研究会の創設と研究会活動の実施により、公益法人特有の運用課題を浮き彫りにしつつ、資産運用手法としての ESG 投資の理解が、公益法人界において深まることを期待するものである。さらに、ESG に配慮した運用手法が定着し、実際に ESG 投資を行う公益法人が増加することを期待する。

この結果、公益法人界が全体として、環境や社会さらにはガバナンスを考慮した持続可能な社会システムの形成を担う一セクターとなり、一般社会から認知されるようになることを目指すものである。

3 委員名簿

No	氏　名	所属・役職
1	光定　洋介	副委員長、産業能率大学　経営学部　教授
2	太田　珠美	大和総研株式会社　金融調査部　SDGsコンサルティング室　室長
3	加藤　徹生	一般財団法人リープ共創基金　代表理事
4	小金澤英樹	SMBC 日興証券株式会社　公益法人業務部　副部長
5	徳永　直人	三井住友信託銀行株式会社　本店法人業務第一部　次長
6	柴田　成幸	野村證券株式会社　金融公共公益法人部　課長
7	下島　貴志	三井住友信託銀行株式会社　法人アセットマネジメント　企画推進部　審議役
8	チヴァース陽子	SMBC 日興証券株式会社　サステナブル・ファイナンス部　部長
9	野津憲一郎	大和証券株式会社　債券営業部　法人マーケティング課　副部長
10	秋山　孝二	公益財団法人秋山記念生命科学振興財団　理事長
11	石田　三也	公益財団法人伊藤忠記念財団　常務理事・事務局長
12	大岡　勝美	公益社団法人日本証券アナリスト協会　財務部長
13	川島　治彦	公益財団法人トヨタ財団　総務部長
14	堤　　正彦	公益財団法人三菱 UFJ 信託芸術文化財団　常務理事
15	竹澤　秀樹	公益社団法人日本証券アナリスト協会　理事・事務局長
16	姫田　和仁	公益財団法人稲盛財団　理事・事務局長　兼　経理財務部長
17	廣瀬　道男	公益財団法人オイスカ　副理事長
18	福冨　達夫	公益財団法人セゾン文化財団　管理部長
19	湯田　慎吾	公益財団法人諸橋近代美術館　総務部　統括部長
20	雨宮　孝子	公益財団法人公益法人協会　理事長
21	鈴木　勝治	委員長、公益財団法人公益法人協会　副理事長
オブザーバー		
22	鬼塚　和利	三井住友信託銀行　本店法人業務第一部　主務
23	司　　淳	日興リサーチセンター株式会社社会システム研究所　ESG　投資調査室　主任研究員
事務局		
24	長沼　良行	公益財団法人公益法人協会　理事
25	竹井　　豊	公益財団法人公益法人協会　調査部長
26	白石　喜春	公益財団法人公益法人協会　調査部主任

4 ESG 投資研究会 第１フェーズ議事経過

月別	備考	スケジュール
2021 年 10 月	4 日(月) 15 日(金)	【第一フェーズ】 ・第１回 ESG 投資研究会 １．研究会の趣意説明、委員紹介、アンケート結果報告（事務局） ２．「公益法人と ESG 投資」～基礎と概要（産業能率大学経営学部教授 光定洋介氏） ３．今後の進め方、自由討議、 ・講演会「公益法人と ESG 投資」開催 （場所：如水会館・３階「松風の間」千代田区一ツ橋 2-1-1、講師：高崎経済大学学長 水口剛氏、インディペンデントフィデュシャリー株式会社マネージングディレクター 栗津久乃氏）
11 月	9 日(火)	・第２回 ESG 投資研究会 １．事例研究Ⅰ「ESG 投資の動向及びサステナブル・ファイナンス商品の多様化」（SMBC 日興証券株式会社サステナブル・ファイナンス部 部長 チヴァース陽子氏、公益法人業務部副部長 小金澤英樹氏、サステナブル・ファイナンス部 金子良介氏） ２．自由討議
12 月	8 日(水)	・第３回 ESG 投資研究会 １．事例研究Ⅱ「インパクト投資の現状と課題」（大和総研 SDG s コンサルティング室室長 太田珠美氏） ２．自由討議
2022 年 1 月	17 日(月) 25 日(火)	・第４回 ESG 投資研究会 １．事例研究Ⅲ「集団投資スキームを活用した ESG 投資について」（三井住友信託銀行アセットマネジメント企画推進部審議役 下島貴志氏） ２．自由討議 ・新春特別講演会「気候変動予測の現状と今後の展望」開催 （オンライン開催、講師：国立研究開発法人海洋研究開発機構 環境変動予測研究センター センター長 河宮未知生氏）
２月	7 日(月)	・第５回 ESG 投資研究会 １．事例研究Ⅳ「小規模財団における ESG 投資の導入とその効果」（一般財団法人リープ共創基金代表理事 加藤徹生氏）

		２．第一フェーズ報告書とりまとめに向けての議論 ３．第二フェーズに向けての自由討議
３月		・第一フェーズのとりまとめ ・第１フェーズ調査報告書の作成

5 ESG 投資研究会の報告骨子

１．本研究会の目的と公益法人にとっての持続可能な資産運用の在り方（総括）

【本研究会の目的】
・公益法人は本来、それぞれの公益事業を通じて社会に貢献する存在であるが、同時に法人の資産運用を通じても社会の持続的な発展に貢献することが出来る。このため、公益法人においても、ESG 投資の本質を正しく理解する必要がある。
・ESG 投資を実践する前提として、公益法人の資産運用についての現状分析や問題点の整理を行い、最大公約数的な考え方や具体的な手法の取りまとめを行う。
・また、公益法人に求められる投資や運用に対する考え方、長期的な視点でのインフレや円安に備えどのように考えるのかという点についても、この研究会で整理する。
・更に可能であれば、ESG 要素を考慮し、様々な公益法人が安心して長期に保有できる公益法人専用ファンドの組成や投資スキームの検討を行う。
【公益法人と資産運用】
・公益法人が自立して永続的に活動するためには、長期的な展望とそれを支える財務基盤が必要である。
・公益法人にとっての資産運用とは、寄附や会費と同様に法人の活動を担保する収入手段であり、同時に保有する金融資産の長期的な保全手段でもある。
・公益法人が資産運用を通じて持続可能な社会の実現に貢献する手法を今後さらに研究する。
【公益法人における資産運用の基本的な考え方】
・単年度の事業支出を担うキャッシュフローの創出と、インフレ等も加味した上での長期的な財産の保全と価値の増加の、両立を目指す。
・国内外の分散投資と長期運用を基本として、過度な債券偏重や自国通貨バイアスはむしろ好ましくないと考える。またリスクとリターンを勘案した上での価格変動は受容しないといけない。
・上記を取り組む上で、キャッシュフローと総合リターンの確保のため、リスク許容度とあわせ、ESG 的要素も考慮する。

２．公益法人にとっての ESG 投資の本質（特別講演会）

公益法人が資産運用を通じて、持続的に ESG に貢献していくためには、「ESG 投資の本質」について正しく理解する必要がある。

・資産運用の高度化やより高いリターンを目指すこともあろうが、「ESG 投資の本来の意味」とは何かを考えるべきである。
・資産を運用することは、必ず社会に何らかの「インパクト（影響)」を与えている。
・公益法人も「資金の出し手」として、広い意味ではアセットオーナーであり、地球環境や社会への影響に責任を負っている。責任投資という考え方が定着するきっかけとなったのが「責任投資原則（PRI)」である。
・この理念を投資の言葉に置き換えると、投資の判断を「リスクとリターンの２次元」から「リスク、リターン、インパクト（影響）の３次元」へと広げていくことである。
・公益法人が実際に ESG 投資を行うにあたっては、通常の「資産運用の基本方針」だけでなく、「ESG 投資の基本方針」も策定することが好ましい。
・公益法人の実態である資産規模が小さく人材もいない等の課題に対しては、外部のイニシアチブへの参加やアライライアンス等を検討してよいのではないか。

３．公益法人の資産運用の実態（特別講演会）

公益法人にとって厳しい運用環境が続くが、長期的な運用には基本ポートフォリオが重要である。ＥＳＧのテーマは「持続可能性」であり、持続可能な資産運用ができているかを今一度考えてほしい。

・公益法人協会の資産運用アンケートによると、二極化が進んでおり、残念ながら「資産管理型法人」では運用できる債券がなく預金に資金滞留している状態で、超保守的な運用を継続している。一方、「準・資産運用型法人」と「資産運用型法人」では預貯金や公債以外に運用内容の多様化を進めている。特に「資産運用型法人」は安定資産も増やしつつ、リスクも取り、さらに分散し積極的に運用を行っている。
・持続可能な資産運用を行うためには基本ポートフォリオが重要である。法人の規模や運用タイプごとにリスク許容度や目標とする利回りは異なるが、残念ながらまだ、目標とするリターンと取りうるリスクが明確になっていない法人が多いのが現状である。
・新しい資産運用モデル、すなわち分散投資、資産配分比率を中心に据えた資産運用の在り方を考える必要がある。

４．公益法人の ESG 投資における留意点（研究会）

公益法人の資産運用と ESG 投資では、「①純粋にリターンを追求すべきか、ESG に配慮してリターンを追求すべきか、②ESG の見極め（ESG 金融商品の見極め、ESG 発行体の見極め）に留意する必要がある。

（１）公益法人にとっての ESG 投資の意義や課題

・ESG を考慮することは、投資リスクを低減し収益機会につながるので合理的だという側面と、自然資本や社会・関係資本などの経済活動の基盤を守るという側面がある。
・公益法人としては「ESG よりも純粋にリターンを高めることを追求すべき」という考え方のほかに、「公益法人だから公益に配慮し社会善につながる ESG を配慮すべき」と「ESG に配慮した投資はリターンにつながるから ESG 投資を行うべき」との考え方がある。
・公益法人特に公益財団法人では、公益目的事業の財源を運用益で賄っていくスタンスから、リターンは重要である。そのうえで、E 環境や S 社会に貢献できればよい。
・公益法人が ESG に配慮をした運用を行う場合、公益法人内部に目利きができる人材が乏しいことも多く、それを代行するゲートキーパー（またはアドバイザー）としての金融機関等の役割が重要になる。

５．公益法人等非営利セクターでの ESG 投資の事例（研究会）

（１）サステナブルファイナンス/ESG関連商品の多様性、定義や基準

・EU では、整理が先行しており「EU タクソノミー（定義と基準を示した分類)」に基づく基準・ラベル付けがされており、投資家に分かりやすい。日本では、今後、投資家にとってわかりやすい開示が求められる。
・EU では、資産運用事業者等には、「サステナビリティ情報開示に関する規則（SFDR)」により「９条ダークグリーン」「８条ライトグリーン」「６条ブラウン」の三分類が施行されている。また、機関投資家は「EU タクソミー最終版」、企業は「企業のサステナビリティ報告に関する指令（CSRD)」により、今後開示の充実が行われる見込みである。
・ESG関連商品のうち債券は、国際資本市場協会（ICMA）による市場参加者向けガイドラインに基づき、主に資金使途によって分類されている。資金使途限定型（グリーン適格事業、ソーシャル適格事業、その両方等）は、投資家からみても明確で透明性が高い。
・SDGs 債に固有な「投資表明」事例が公益法人でも増加している。市場への訴求メッセージとして評価されている。

（２）ESG 関連商品の評価

・ESGへの配慮が必ず投資リターンにつながるという明確な論拠はないと思われる。
・一方、ESG 投資では、市場下落時に、ESG 評価の高い企業のパフォーマンスが ESG 評価の低い企業のパフォーマンスより優れているという連動性が、フィデリティとブラックロックの検証によりなされている。
・「リスク」とともに「機会」の企業価値への影響、つまりダウンサイドリスクだけではなく技術活用によるアップサイドの影響により企業価値を高め得るという見方はある。

（３）ESG 投資（債券と株式）

・ESG 債市場規模はここ１～２年で拡大しており、公益法人によるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドへの投資は既に行われている。
・SDG s 債特有の「投資表明」は、金融機関、地方自治体、学校法人、もちろん財団法人も、さ

らに事業法人の間でもかなり増加している
・ESG に資金使途を限定した債券は、グリーン性やソーシャル性・サステナビリティ性等の判断が、資金使途、フレーワーク等の開示や、外部評価によって可能である。
・投資家から見ると、資金が SDGs の達成に貢献する事業にのみ使われるということが担保されているため、債券投資を通じて SDGs に貢献することが可能である。
・今後、リターン追及を考えると、ハイブリッド商品のような形もあり得る。
・株式の場合は、価格変動リスクへの許容度から、分散投資を行うとしても、法人の基本ポートフオリオに組み入れられるかどうか、またその組み入れ割合が課題となる。
・ESG 投資で代表的な手法は 8 つ程度あるが、一番多いのが ESG インテグレーション、その次がネガティブスクリーニングである。

（4）インパクト投資

・インパクト投資は最近注目を集めている分野である。「リスク」「リターン」という従来の伝統的な投資の軸に「インパクト」という３つ目の軸が加わる。
・インパクト投資の４つの要素「意図」「経済的リターン」「アセットクラスの幅」「インパクト評価」の中では、「意図」と「インパクト評価」が重要になる。
・経済的なリターンだけを重視する「一般的な投資」とインパクトだけを期待する「寄附」の間で、グラデーションがあり、「ESG 投資」と「インパクト投資」がある。
・具体例として、財団法人や学校法人におけるインパクトファンドや、運用会社におけるインパクトファンドの商品化等がある。

６．ESG ファンドの検討（研究会）

（1）ESG 関連ファンド

・公益法人の場合、自ら ESG 投資先企業群を見極め評価するのは難しく、目利きの能力に対する信頼という形で、ファンド形式への投資が好ましい。
・ファンド組成の課題は、ファンドの ESG テーマと複数資産の組み入れ割合である。
・公益法人向けファンドでは、公益目的事業に充当するための財源として、分配金のキャッシュフローが必要である。リターンを達成するために資産クラスを選定する必要がある。
・現状の円債券の金利レベルでは期待利回りに満たないため、他のキャッシュフロー（配当とか分配金）が見込めるような資産クラスを入れていかないといけない。
・リターンを獲得する方法論として、メザニン（劣後ローン／劣後債、優先株／種類株式など、シニアローンと普通株式の中間的なもの）のようなものもあり得る。
・個々の事情で債券中心でないとそもそも運用ができない法人もあり、リスク許容度によって、資産クラスもしくはそのファンドの形態を分けていこうというのは、いい考え方である
・債券型を選択することも、バランス型を選択することも、さらに株式とかにシフトしたものを選択することもできるようなイメージがあるのが一番よいと思われる。

（2）集団投資スキーム事例

・集団投資スキームには、「投資信託」というメジャーな集団投資スキームに加え、「信託社債」

や「合同金信」もある。
・投資対象資産は、債券、株式、オルタナティブ、そしてローン等もある。
・この研究会で議論されてきたとおり、国内 ESG 債券を投資対象とするのは利回りの確保が難しく、債券でリターンを求める設計なら外貨建グリーンボンド等が対象となる。
・日本株式を対象とする場合、インパクト投資や、高配当株を投資対象にネガティブスクリーニングを加味したファンドの事例がある。
・マルチアセット（複数資産）になると、バランス運用という形になるが、投資対象の組み合わせと ESG 投資手法が課題である。今後はマルチアセット指数のパフォーマンスに連動した私募債も考えられる。

（3）小規模財団における ESG 投資事例

・助成財団として、資金を運用し運用益を市民・NPO に還元するというモデルである
・基金として長く預かり中長期でリスクをマネージできればいいとい前提で、配分比率を決定している。（国内株式 35%、海外株式 35%、海外債券 30%程度）
・分散投資の考え方はまず国際分散にある。円以外の資産にも分散をしていくのが前提。
・日本の公共資金では、「単年度予算の問題」が大きい。1 年区切り 1 年で成果を出して終わらせてしまうでは成果も小さく、長期的な資金の流れが必要である。
・公益財団法人も、責任ある企業を応援するような形での ESG 投資、社会全体のリスクを下げていくことが望ましいのではないかと思っている。

7．第二フェーズに向けての総括

・現状、資産管理型の公益法人が多いという実態も踏まえて、公益法人に求められる投資とか運用に対する考え方、長期的な視点でインフレとか円安に備えてどのように考えるのかという点についてもこの研究会で整理したい。
・長期的なインフレ、もしくは円安などを実質的な購買力の低下と考えたとき、公益法人としての持続可能な資産運用、もしくは資産管理のあり方、資産保全のあり方をしっかり検討した上で、第二フェーズに続けていきたい。
・イギリスのガバナンスコードの例でも、資産とか財産の保全が大きな項目を占める。
・大きな要素として、資産の運用や管理、さらには永続的な保全が必要である。
・公益法人活動の一番のポイントは、自立して持続可能な活動であることである。従って、活動を今後永続的にしていくために、投資というのは大きな手段であるという基本に議論がなっていかないと、長期的という発想も出て来ない。
・公益法人運営に関わっているトップレベルの方たちが、長期的展望というのを立てるモチベーションが上がってこない点も、何か明確な指摘ができないか。
・投資というのは、本来は自立であり、持続可能性を担保する大きな手段である。
・安定したキャッシュフローの確保と併せて長期的な資産価値の増大が必要である。
・長期的な視点でインフレや円安などのリスクに対応するためには分散投資が基本で、自国通貨（円）や債券への偏重はむしろリスクと考える。
・公益法人が資産運用を通じて持続可能な社会の実現に貢献する手法をさらに今後研究する。

・これらを踏まえ、公益法人に投資に資する ESG ファンドなど ESG 要素を考慮した具体的商品の検討を今後行う。

以上

6 ESG 投資研究会講義レポート

１．特別講演会「公益法人と ESG 投資」

（公財）公益法人協会では 10 月 15 日、東京・神保町の如水会館で、特別講演会「公益法人と ESG 投資」を開催した。

本講演会は、ESG 投資の理解促進・事例研究および ESG に配慮した運用機会・公益法人専用ファンドの組成の検討を目的として立ち上げた「公益法人 ESG 投資研究会」のキックオフイベントとして開催されたもの。当日は、オンライン参加を含め、公益法人・ 証券会社関係者等約 120 名が参加した。

＜プログラム＞

◇開会挨拶　雨宮孝子（(公財）公益法人協会理事長）
◇講 演 Ⅰ　「公益法人の資産運用の現状」
　　粟津久乃（インディペンデントフィデュシャリー㈱ マネージングディレクター）
◇講 演 Ⅱ　「公益法人にとっての ESG 投資」
　　水口剛（高崎経済大学学長）
◇閉会挨拶　鈴木勝治（(公財）公益法人協会副理事長）

10 月 15 日、東京・神保町の如水会館で

（1）講演Ⅱ「公益法人にとってのESG投資」

（公財）公益法人協会では、10月15日に特別講演会を開催した。講演Ⅱでは、高崎経済大学学長・水口剛氏が、「公益法人にとってのESG投資」をテーマに講演を行った。

公益法人における資産運用、資産運用におけるESG投資とは何かについて解説した。

概要は以下のとおり。

◇登壇者プロフィール◇
水口　剛（高崎経済大学 学長）
1984年筑波大学卒。博士（経営学、明治大学）。ESG投資研究の第一人者。商社、監査法人等の勤務を経て現職。専門はESG投資、責任投資、非財務情報開示。サステナブルファイナンス有識者会議（金融庁）座長、ESG債市場の持続的発展に関する研究会（野村資本市場研究所）座長、ESG金融懇談会（環境省） 委員などを歴任

1）公益法人におけるESG投資

「公益法人における資産運用とは何か」、そして「資産運用におけるESG投資とは何か」と言われて、「資産運用の高度化」と思うだろうか。たぶん違うのではないか。

もちろん、ESG投資には資産運用を高度化するという側面もある。ESGへの取り組みは中長期的に企業価値の向上に貢献するし、ESGを考慮することは投資リスクの低減につながる。従ってESG投資は投資として合理的だという見方はある。

これに対しては、懐疑的な意見もある。例えば、実証の裏付けはあるのか、一時的なブームではないのか、ESGウォッシュがあるのではないか、などの意見である。

それでは、公益法人はESG投資をするべきなのか。もしすべきだとしたら、それは何故か。「公益法人ESG投資研究会」を設置した機会に、ぜひ考えてみるとよいと思う。その目的は「より高いリターンを目指す」ということではないだろう。

ESG投資が投資として合理的だとしても、それによって運用の平均利回りを数ベーシス上げるために、わざわざ研究会を作って検討しているのではあるまい。それではESG投資の本来の意味とは何なのか。そういうことを考えていきたい。

2）資産運用と投資の意識の違い

まず「資産運用」と「投資」という言葉の違いに目を向ける必要がある（図１）。「資産運用」と「投資」とでは、物事を考えるときの射程距離が違う。資産運用と言うと、どうしても現実の世界と切り離して、資産運用だけを見る傾向がある。

普通、「資産運用」と言えば、長期分散投資で ある。ではどんな投資先があるかというと、株式、公社債、REIT、仕組債、不動産、それに為替ヘッジなど。こういうものをうまく組み合わせて何%の利回りを上げるかと考える。これはつまり、資産運用という視点では、株式や仕組債など、さまざまなタイプの資産（運用先のアセットクラスという）をどんな比率にすればいいのか、というところまでしか目に入らないということだ。

しかし、それぞれのアセットクラスが何らかの利回りを生むとしたら、その先には、何らかの現実の世界がある。現実の世界で何かの活動をするから、そこで利益が生まれる。従って、私たちの資金は、必ずどこかで現実の世界に結び付き、何らか社会に影響を与えているはずである。こういう見方が「投資」という見方ではないか。

私たちが資産を運用するということは、必ず社会に何らかの「インパクト（影響）」を与えていることになる。「投資」という視点に立つと、図１ 資産運用と投資の意識の違いそういうものの見方ができるということである。そして皆さんは、投資をする際の資金の出し手である。

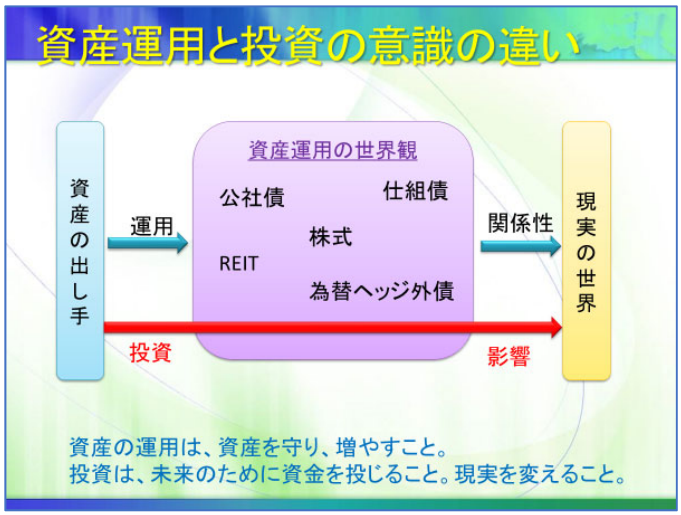


図１ アセットオーナーとしての責任

そして皆さんは、投資をする際の資金の出し手である。それでは、皆さんが行う投資は、どんな影響を社会に与えているのか。その資金は現実をより良い方向に変えるように使われているのか。より良い未来を生む投資になっているか。投資が社会に与える影響を意識したことはあるだろうか。未来のために資金を投じる、資金の出し方によって現実を変えていく、そういうことを意識して投資先を考えていく必要があるのではないか。

言い換えれば、資金の出し手には、資金を出すことで社会に影響を与えるという責任があるのではないか。

３）公益法人にとっての資産運用と投資

仮に、200 億円の運用資産があるとすると、たとえば２％で運用できれば、４億円の収入が入ってくる。この４億円で人を雇って公益活動をする。これはもちろん公益法人の基本的な仕事の仕方である。

しかし、このときに忘れてならないのは、200 億円の運用そのものが現実の社会に与える影響である。つまり、運用という視点で見ると４億円のインパクトであるが、同時にそれは 200 億円分の現実社会へのインパクトを与えている。だとしたら、この 200 億円分の現実社会へのインパクトを考えて資金を動かす必要があるのではないか。

もちろん、現実には、できること、できないことがある。しかし理想論を言うとすれば、実際の公益活動だけでなく、その原資を生むための資産運用のあり方も、各公益法人の本来の目的に沿ったものであるべきではないかということである。

４）アセットオーナーとしての責任

公益法人も資金の出し手なので、広い意味では GPIF と同様のアセットオーナーということになる（図２）。そして、アセットオーナーは、インベストメント・チェーン（投資の流れの意味）の頂点に位置する。その頂点に位置する人たちは、いわば一番強い立場にいて、自家運用でも運用委託で指図しても最終的には様々な企業に投資をしていることになる。そしてその先

の企業が地球環境や社会に影響を与えている。従ってアセットオーナーは資金の出し手として、地球環境や社会への影響に責任を負っている。

公益活動を行うのは、何らかの社会課題があるからだが、その社会課題を生み出すところにも、実は皆さんの資金が関わっているかもしれない。そう考えてみる必要がある。

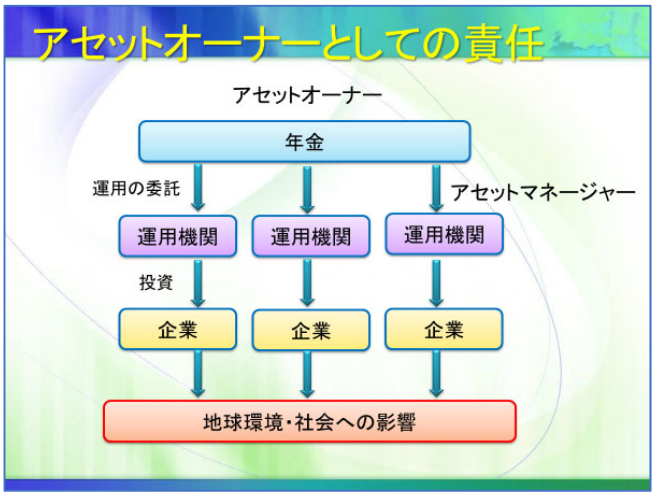


図２　アセットオーナーとしての責任

こういう構造は以前からあり、それに早くから気付いていた人たちは、社会的責任投資（SRI）という名前で活動をしていた。だが 2000 年代に至るまで大きな流れにはならなかった。しかし ESG 投資はここ数年、急速に注目を集めるようになってきた。

５）ESG 投資が注目される理由

それでは、なぜ近年になって ESG 投資に注目が集まるようになったのか。その背景にはおそらく危機感があるのではないか。

たとえば 2018 年には西日本豪雨で多くの犠牲者が出た。その翌年には、台風 19 号が大きな被害を出した。日本は毎年のように豪雨・水害に見舞われるようになった。

その状況は海外でも同様である。2021 年の夏には、地中海沿岸のギリシャ、イタリア、トルコなどで山火事が相次いだ。熱波と乾燥のせいである。同じ年にドイツやベルギーでは、ライン川が氾濫し、多くの人が亡くなった。同年、中国でも豪雨が多大な被害をもたらし、現地の報道では「千年に一度の豪雨」だと言われた。

気候変動はもはや誰の目にも明らかで、それは社会と経済の土台を揺るがし始めている。その危機感が ESG 投資の強い流れを生んでいるように思われる。

６）従来の資本主義の限界

いったい何が起きているのか。おそらく資本主義という仕組み自体が限界を迎えているということではないか（図３）。今や仕組み自体を転換する必要がある。そういう時代に直面しているのだろう。

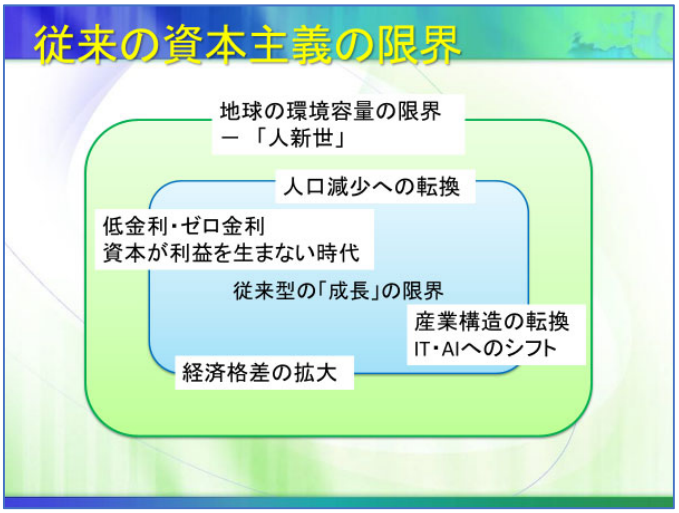


図３　従来の資本主義の限界

現代は Anthropocene（アントロポセン：人新世）という新たな地質時代に入ったとも言われる。地質時代はどんどん変遷してきたが、今や、人間活動が地球環境や生物界に影響を与える時代になった。人間の活動によって人工物質が

地表を覆い、人為的に排出した CO2 によって地球が温暖化をしていく。

つまり人間の経済活動の規模が地球という入れ物の限界（Planetary boundary）に近づいいるのではないか。

一方で、金融市場に目を向けると、すでに長期にわたって国債回りが低下し続けている。低金利がずっと続く時代というのは、いったいどういう時代なのか。

資本主義の原理は、「G-W-G'（ゲー・ヴェー・ゲーダッシュ）」というように、資金（G）を実物経済（W）に投下し、それがさらに大きな資金（G'）として戻って来るという仕組みであり、この循環を通して資本が資本を生む資本の増殖運動ではなかったか。ところが、ゼロ金利・低金利というのは、資本が利益を生まない時代である。資本が利益を生まなくなった時代というのは、資本主義の終焉ではないか。これは、水野和夫が『資本主義の終焉と歴史の危機』の中で提起した主張である。

そのような状況の下で、今、産業構造が大きく転換し始めている。その転換に乗り遅れた人たちは経済的に不利な立場に置かれ、経済的な不平等が拡大していく。非正規雇用が増え、少子化や高齢化が進むことで社会が疲弊する。少子化・高齢化というのは、単なる自然現象ではなく、社会現象であるが、こういった人口が減少していく社会の中で経済成長が可能なのかということも問題になる。

このように資本主義の基本的な特徴が地球環境を破壊し、社会の分断を加速している。それは従来型の資本主義そのものが限界に行きついたことを示唆している。もはや今までの資本主義では生き残っていくことはできず、資本主義のあり方そのものを変えていく必要がある。それが、ESG 投資や責任投資ということの本質的な意味ではないだろうか。

７）資本の概念の拡張

では、資本主義のあり方そのものを変えるために、何をしたらよいのか。資本主義を変えるためには、資本とは何かという「資本の概念」を変えることが出発点となる（図４）。

普通、資本と言えば「貨幣資本」をイメージすることが多いだろう。お金としての資本が経済に投下され、そのお金の資本が増えていくということを考える。

しかし、貨幣資本だけがあっても経済活動はできない。実際に現場で活動してくれる人間がいなければ、経済は回らない。これを「人的資本」という。そしてその人たちが実際に動くときに使っている知識やノウハウや技術などを「知的資本」という。

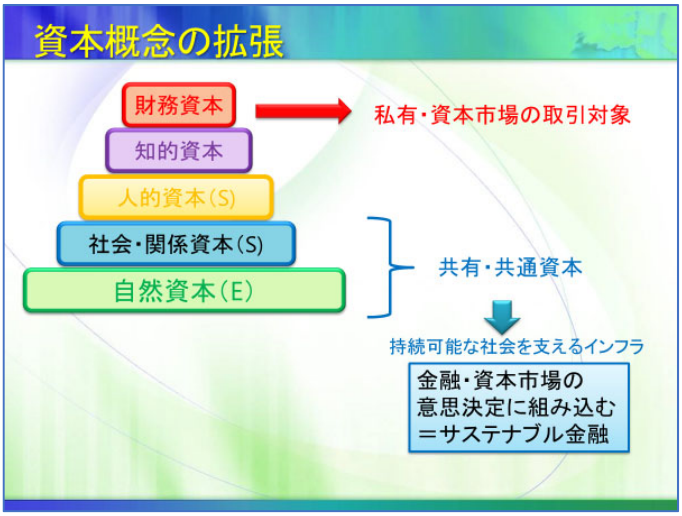


図４　資本概念の拡張

しかし、貨幣資本に加えて知的資本や人的資本があっても、それだけで経済活動はできない。安定した社会の基盤がなければ経済は成り立たない。安定した社会の基盤とは、社会の安心感や信頼感、誰もが約束を守るという規範意識、社会のネットワー

クなどを言う。これらをソーシャル・キャピタルないしソーシャル・リレーションシップ・キャピタルと言い、日本語では「社会・関係資本」と表す。

そしてこういった社会・関係資本は安定した自然環境に支えられている。頻繁に豪雨や水害に襲われるような社会では安定した経済活動をすることは難しい。そこで、安定した自然環境に名前を付けて、これを「自然資本」と呼んでいる。

自然資本や社会・関係資本がなければ経済活動は維持できない。そして、先ほどの資本主義の限界というのは、まさにこの自然資本や社会・関係資本を、資本主義のメカニズム自体が毀損してしまうという現象を意味している。

８）資本主義における新たな行動パターン、責任投資原則

ではどういう仕組みがあれば、自然資本や社会・関係資本を守ることができるのか。そのためには、資本主義における行動のパターンや行動ルールを変えていかなければならない。

貨幣資本は私有財産なので、市場のメカニズムに任せても、守ることができる。だが自然資本や社会・関係資本は特定の持ち主のいない社会の共有財産である。宇沢弘文はこれを「社会的共通資本」と呼んだ。この社会的共通資本は、普通に市場に任せておくと棄損されるので、政府が規制によって守るべきだと理解されてきた。

だが、気候変動の進展から明らかなように、政府の規制だけで社会的共通資本を守ることには限界がある。

そこで、社会的共通資本を守ることも、金融資本市場における基本的な行動規範として、投資行動のルールへと組み込んでいく。つまり、自然資本や社会・関係資本への配慮を金融資本市場の意思決定の中に組み込んでいく。これがサステナブル金融ないしESG投資ということの基盤にある考え方だと考えられる。

このような考え方を定着させるきっかけとなったのは、2006年に公表された「責任投資原則（PRI）」である。この責任投資原則は、前々国連事務総長を務めたコフィー・アナンのリーダーシップの下、世界の代表的な年金基金等が集まって、策定したものである。

９）責任投資原則の６項目

責任投資原則は６項目からなるが、一言で言うと、ESGの要素を投資の意思決定に組み込み、株主として、ESGを考えて行動するという宣言である。環境のＥ、社会のＳ、コーポレートガバナンスのＧを総称してESGと呼ぶという呼び方も、この責任投資原則から生まれた。

コフィー・アナンは、単に原則を提唱しただけでなく、この原則に賛同するならば、署名をしてほしいと世界の機関投資家に呼びかけた。

その呼びかけに応じて、署名する機関の数は着実に増え、2021年7月時点で世界の4000以上の機関投資家が署名している。その資産総額は100兆ドル以上と言われる。代表的な署名機関は、ノル　ウェー政府年金基金やオランダの公務員年金であるABP、スウェーデンの国民年金であるAPファンドなど、資金規模の大きい公的年金が率先して署名をしている。日本でも、年金積立金管理運用 独立行政法人（GPIF）が2015年に署名した。GPIFとは、私たちの国民年金と厚生年金の積立金をまとめて運用している組織で、現在の運用資産総額は約190兆円、世界最大の年金である。

10）なぜ ESG 投資をするのか

では、なぜ年金などの機関投資家は ESG 投資をするのだろうか。

もちろん冒頭に述べた通り、ESG を考慮することは投資リスクを低減し、収益機会につながるので合理的だという側面はある。だが、それだけでなく、機関投資家の立場に立てば、自然資本や社会・関係資本などの経済活動の基盤を守ることが不可欠だという事情がある。

特に GPIF のように規模の大きい投資家のことをユニバーサル・オーナーと呼ぶ。ユニバースとは宇宙とか全体という意味だが、資金規模が大きいために、市場に存在するほぼすべての株式に投資する投資家がユニバーサル・オーナーである。経済全体に投資をしているという意味である。

そのような投資家にとっては個別企業の業績よりも、経済全体が上手くいくことが重要である。そのためには「負の外部性」を減らして、環境や社会などの経済活動の基盤を守ることが合理的なのである。この考え方をユニバーサル・ オーナーシップという。大規模な公的年金等が ESG 投資を行う基本的な理由は、この点にある。

公益法人の中にも、資金規模が大きく、事実上ユニバーサル・オーナーになっているところもあるだろう。だがそれだけでなく、公益法人の場合には、さらに、ESG 投資を考えるべき公益法人に独自の論理があると思われる。それは、冒頭に述べた通り、公益法人のそもそもの創立基盤に関わる。公益法人としての目的に照らして社会へのインパクトを把握し、よいインパクトを与えていくという公益法人活動としての側面である。

また、たとえ資産規模が小さく、実質的なインパクトが小さいとしても、自らの理念に反する投資をしてよいのかということは問われるべきであろう。

11）リスク・リターン・インパクトの三次元化

こういった理念を投資の言葉に置き換えてみると、それは、投資の判断をリスクとリターンの２次元から、リスク、リターン、インパクトの３次元へと広げていくことだと考えられる（図５）。

通常の投資の判断では、同じリスクならリターンの大きいもの、同じリターンならリスクの小さいものに投資をする。これが投資の基本 的な原理で、ここまでは投資の考え方として、確立しているわけだが、その投資が環境や社会 にインパクトを与えているとすると、第三の軸として、環境や社会へのインパクトを考える必要がある。すなわち同じリスクで同じリターン ならば、できるだけ正のインパクトが大きいものに投資する。これがいわば、責任投資ないし ESG 投資の基本的な行動原理ということになるのではないか。

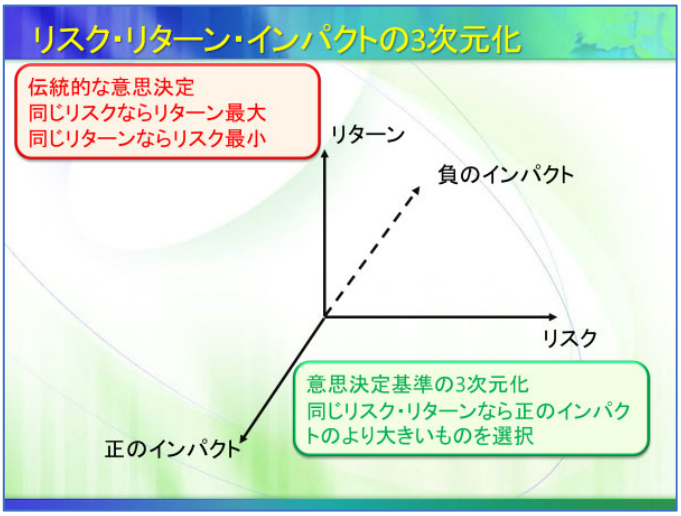


図５ リスク・リターン・インパクトの３次元化

12）ESG 投資の方法（株式）

公益法人が具体的に ESG 投資をどう行うかは難しいところだが、まず基本的な ESG 投資の方法論を紹介し、その上で私からの提案を示したい。

①ネガティブ・スクリーニング

除外（Exclusion）、ダイベストメント（Divestment）とも呼ばれる。例えば、地雷やクラスター爆弾などの非人道兵器の製造企業には投資をしないなど、一定の基準で投資先から除外する基本方針を持つことを言う。公益法人としての理念を守るという意味で、ESG 投資の第一歩になるだろう。環境問題に関わる公益法人ならば、石炭関連の事業に投資をしてよいのかなど、基本的な方針を検討してみてもよいのではないか。

②インテグレーション

インテグレーションとは、通常の財務的判断に ESG の要素を統合することを意味する。アクティブ運用で投資先を選ぶ際、通常の財務要因だけでなく、ESG 要因を加味して投資先を評価する方法である。

③ESG インデックス

インデックスとは、多数の銘柄に幅広く投資し、一度買ったら持ち続けるパッシブ運用の際の金融商品である。そのうち、環境要因や社会要因も考慮して銘柄を選んだものが ESG インデックスである。たとえば GPIF は ESG の総合指数に加え、気候変動や女性活躍をテーマにした ESG インデックスを採用している。GPIF がそのようなインデックスを採用すると、多くの企業はそこに選ばれたいと考えるため、ESG インデックスに選ばれるように企業行動が変化する。それによって社会に対するインパクトが生まれる。

④エンゲージメント

株式投資をすると企業の株主になる。そこで株主の立場から投資先企業と対話し、働きかけることができる。これをエンゲージメントと言う。企業と対話をする中で、環境・社会の要因をきちんと伝えて、企業行動を促していく。最終的には株主提案や議決権行使などの株主としての権利行使につながるケースもある。パッシブ運用などで運用機関に運用を委託している場合には、運用機関が代わってエンゲージメントをすることになる。

13）ESG 投資の方法（債券）

よりリスクを限定するという意味では、債券投資という方法も考えられる。

①グリーンボンド等

資金の使途をグリーン事業や社会課題への取り組みなどに限定して発行する債券をグリーンボンドやソーシャルボンドと呼ぶ。2014 年に国際資本市場協会（ICMA）が、グリーンボンド原則を発表したことを契機に広まった。日本でも環境省が 2017 年にグリーンボンドガイドラインを策定した。その内容は、４つの要素（資金使途の限定、基準の明確化、調達資金の管理、レポーティング）を守って債券を発行したときにグリーンボンドと呼べるというものである。

②サステナビリティ・リンク・ボンド

資金使途は限定しないが、その代わり、一定の環境・社会的な目標を設定し、その目標を実現することを約束して発行する債券である。

③グリーンローン等

グリーンボンド等と同様の考え方を債券ではなくローン、つまり銀行融資の形にしたものがグリーンローンやサステナビリティ・リンク・ローンである。

④トランジションファイナンス

トランジションとは脱炭素社会への「移行」を意味する。2050 年のネットゼロに向けたトランジション戦略を明確に示した上で、グリーンボンドやサステナビリティ・リンク・ボンド等の形で行う資金調達がトランジションファイナンスである。

14）債券市場は地球を救えるか

WWF（自然保護基金）が、今年９月に「CAN DEBT CAPITAL MARKETS SAVE THE PLANET?（負債市場は地球を救えるか)」と題したレポートを公表した。

この中で WWF は、世界の負債（債券とローン）市場の市場規模 124 兆ドルの中で、グリーンボンドなどは 3.4 兆ドルしかないと指摘した。それに対して、石炭・石油の事業に投融資している債券やローンは８兆ドルもある。そちらを見なければ、地球環境を救うことはできない。すなわち資金調達のあり方の全体像を見るということが必要だというのが、このレポートのメッセージである。

これが、公益法人の資産運用とどう関わるのかというと、ESG 投資ではない通常の資産運用でも、例えばボンドを選ぶときなどに、環境や社会にどういう影響を与えているかを考える必要があるということである。

さらに言えば、資産運用から離れて、公益法人の活動方法の１つとして、WWF と同様に資本市場のあり方について問題提起するという方向も考えられるのではないか。

15）インパクト投資

最近ではインパクトファイナンスないしインパクト投資という分野も注目を集めている。

アメリカに本拠を置く GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK（GIIN）の定義によれば、インパクト投資とは「金融上のリターンとともに、測定可能でポジティブなインパクトを生むという意図を持って行う投資」を意味する。日本では、(一財）社会変革推進財団等がインパクト投資を積極的に推進している。

具体的な事例として、(一財）社会変革推進財団等が中心に設立した「はたらく FUND」がある。これは社会課題の解決を目的にした非上場の社会企業に投資するファンドである。公益法人の投資の一部をそういったファンドに振り向けることによっても、実際に、社会にインパクトを与えることができる。

16）ESG 投資の基本導入プロセス

公益法人が実際に ESG 投資を行う場合、どのようなプロセスを経ればよいのだろうか。

まず、基本方針を策定する必要がある。通常の運用の基本方針だけでなく、ESG 投資の基本方針を策定することが必要で、当団体としては、どういう方針で ESG 投資を行うのかを明記する。また、その中に具体的な運用方法も書き込んでいく。すべてが自家運用でない限り、運用機関に運用の委託をすることになるので、次に ESG 投資に関して専門性のある運用機関を選定することが必要になる。

その後は、選任した運用機関が実際に基本方針に沿った運用をしているかどうか、定期的に

モニタリングしなければならない。このような一連のプロセスによってESG投資を実施していくことになる。

17）資産規模・人員・専門性の不足への対応

公益法人の実態を考えたときに、現実には資産規模が小さい、専門性のある人材がいないなどの課題に直面することが考えられる。そのような場合の対応として、一つは外部のイニシアチブへの参加が考えられる。それによって専門性の不足を補って存在感を発揮することができる。また、もう一つの方法としてアライアンス（連合）を結成してESG投資をしていくという方法も考えられる。

イニシアチブへの参加として最もわかりやすいのは、「責任投資原則」への署名である。署名すれば、ESG投資をしているとのコミットメントが明確になるし、ESG投資に関する最新の情報も得られる。他の署名機関とも連携できるなど、メリットは多い。ただし署名機関は会費を払う必要があり、毎年、活動に関する進捗報告をしなければならないので、単に名目上署名することは許されない。

責任投資原則以外にも、投融資ポートフォリオのネットゼロをコミットするNet Zero Asset Owner Alliance、畜産業のESGリスクを問題にするFarm Animal Investment Risk & Return（FAIRR)、強制労働などの人権問題に取り組むInvestor Alliance for Human Rights、栄養問題を切り口にしたAccess to Nutrition Initiativeなど多様なイニシアチブがある。これらに参加することで個々の公益法人の資金量を超えたインパクトを持つことが可能になる。

アライアンスのモデルとなるのが、アメリカのInterfaith Center on Corporate Responsibility（ICCR）である。これは同国のキリスト教教会が連帯して企業に対する社会的株主提案を行ってきた組織である。

公益法人の場合も、個々にESG投資をすることが資金量や専門人材の面で難しいなら、ICCRのように公益法人の連合体を作って取り組むという方法も考えられる。あるいは、公益法人協会などが専門人材を共同で支え、その人がESGのさまざまな情報を集めたり、イニシアチブに参加したりする方法もある。そういう形にすれば規模の小さい公益法人でも活動することができるのではないか。

つまりは、たくさんある公益法人の力を結集することによって、大きな発言力を生むことができる、ということである。もちろん、公益法人間の合意形成など難しい面もあるが、意見の一致できる部分から始めていくという方法もあるだろう。

ESG投資研究会が実際に成果をあげ、実務につなげていくためにも、一つのアイデアとして検討してみてもよいのではないか。

（２）講演Ⅰ「公益法人の資産運用の現状」

(公財)公益法人協会では、10 月 15 日に特別講演会を開催した。講演Ⅰでは、インディペンデント・フィデュシャリー㈱マネージングディレクターの粟津久乃氏が「公益法人の資産運用の現状」をテーマに講演を行った。

公益法人協会が実施した 2007 年と 2017 年に「資産運用アンケート」の結果をベースに、ESG 投資の前提となる公益法人の資産運用はどのような状況にあるのか、コロナ禍の運用状況も交えて解説を行った（アンケートの詳細は http://www.kohokyo.or.jp/kohokyo-weblog/topics/docs/参照)。

概要は以下のとおり。

１）資産運用アンケート 2017 の概要

アンケートの概要は以下のとおり。

◇対象法人：任意抽出の 601 法人（財団 463 法人、社団 138 法人）中 220 法人の有効回答。
◇質問項目：①資産運用の現状、②運用管理体制・手続きの現状、③今後の資産運用に関連した対応、④今後の見通しと課題
◇アンケート集計の際、預金・国債等以外での運用割合の大きさを基準に以下の３パターンに分類して集計
①資産管理型法人
短期資産・公債等以外の運用比率が 10% 未満の法人（運用に消極的な法人）
②準・資産運用型法人
短期資産・公債等を除いて運用比率 10%～ 70%の法人（ある程度運用している法人）
③資産運用型法人
短期資産・公債等を除いた比率が 70%以上の法人（運用に積極的な法人）

全体の金融資産の構成についての質問では、2007 年と 2017 年の比較では、短期資産が増えており、むしろ運用は積極的ではない。預貯金が大きく増加している一方、公債に至ってはむしろ減っている、社債はほとんど変わらず、仕組債は大きく減っている。これは、2008 年のリーマンショックで問題視された仕組債を控えたことが影響しているのではないか。

２）運用の変化、進む二極化

①「資産管理型法人」

短期資産が大きく増えて、公債が大きく減少している。定款や運用規程等で格付や期間等の縛りがある中で債券が満期になったが買え

◇登壇者プロフィール◇
粟津久乃（インディペンデント・フィデュシャリー㈱マネージングディレクター)
早稲田大学大学院ファイナンス研究科卒。東京三菱銀行入行、三菱 UFJ 銀行を経て、長年にわたり資産運用業務に携わっている。現在は、インディペンデント・フィデュシャリー（株）に参画し、独立公平な立場より、公益法人・学校法人に

ない（買いたいけれども買えない状態)、運用
できる債券がない。預金に資金滞留しているが、中身を見ても預貯金が増えているだけで、ほぼ運用する気はないと言える。

②「準・資産運用型法人」

短期資産は減っているが、公債について少し頑張って買っている。ただ公債は利回りが低いので手が出せない状態だと思う。従ってどうしているかというと、社債を買っている。また、全体では仕組債が減っている中で、このグループだけは仕組債や仕組預金が増えている。この法人は、債券で運用するという中で、どう利回りを上げていくかという観点から、社債、格付を落とす、仕組債に手を出している、株式等ほかのものの比率を上げているという状況。

③「資産運用型法人」

短期資産、社債、公債は変わらない。大きく変わるのは、仕組債を大きく減らしている点。これはリーマンショックを経験して減らしていこうとしている。そのほか、外債やファンド、投資信託を大きく増やしている。積極的に運用を始め、なおかつバランスを取ろうとしている状況がみえる。安定資産も増やしつつ、リスクも取り、外債・ファンド等にさらに分散し、運用内容の多様化を進めている。

〈小括〉

結果として、運用の二極化が顕著に表れた。「①資産管理型法人」は、超保守的な運用を継続。「②準・資産運用型法人」「③資産運用型法人」は、預貯金や公債以外に、運用内容の多様化を進めている。2007 年と 2017 年を比較しても変わらないことは、「資産管理型法人」の割合が、１/３のままであること。

「①資産管理型法人」は、引き続き消極的な運用。預金に資金を滞留させているが、少しでも運用益を得ようとする必要がないのかもしれない。「②準・資産運用型法人」では、外債や仕組債など、少しでも運用益を得ようとする意図がはっきり表れている。「③資産運用型法人」は、仕組債など大きく減らし、収益を追求するだけでなく、元本リスクにも配慮するというバランス感覚も芽生えていることがうかがえる。

３）運用利回りの実績と目標

運用利回り実績は、運用利回りの低下が進んでいる。利回り実績の中心帯は、半数が「１%～２%未満のグループ」と「２%～３%未満のグループ」。

これに対して、運用目標利回りは、最も多いのが「１%～２%未満のグループ」。一定の条件のもとで、全体の利回り目標の加重平均の推計値は 1.83%で、同実績は 1.48%。理想に対して、現実の利回りは平均で 0.4%ほど下回っている。

４）運用の決め方や運用基本方針の策定

法人には運用の熟練者がおらず、運用の決まり方の元となる判断材料の現状では、主な情報源が証券会社などからの提案にほぼ限定されている。

米国の大規模な団体にはファンドマネージャークラスの運用担当者がいる。いない財団もあるが、最近では、OCIO（アウトソース CIO）といって、第三者機関のようなところからアドバイスを受けることができ、利用が増加している。

ここが日本との大きな違いで、日本の場合、金融機関からアドバイスを受けるというのが一

般的。商品を選ぶというより、リスク許容度やリターンについて相談できる広義のアドバイザーが必要だが、現状は、金融機関の意見に頼らざるをえないことが運用上難しい点。

次に、法人の定める「運用規程」については、規程無しの法人は、2007 年調査比で大幅に減った。規定を定めたところが多かったのではないだろうか。ただ、規程の内容となると、基本ポートフォリオはあまり書かれておらず、おおまかな枠組みの記載にとどまっている。投資はリスクとリターン表裏一体でフリーランチ（ただ飯）はないというのが鉄則。そういう中で目標とするリターンと取りうるリスクが書かれていないという状態。運用計画書等（基本方針、ガイドライン、計画書等）を準備している法人はまだ少なく、その内容は予算に関連した収益目標など、アバウトで表面的な数字を記した年度計画書のようなものに留まっているのが現状。

５）今後の運用の割合

「①資産管理型」は、預貯金や公債が増える、「②準・資産運用型」は劣後債と仕組債、外債が伸びると考えている。この「②準・資産運用型」は、債券運用にとどまりつつ、どうにか利回りを上げたいという状況が見える。

ただ、劣後債は、運用期間が 10 年など長いものが多いので先々の判断に注意が必要。また、債券運用にとどまりたいという考えは間違いでなく、元本を守りたい気持ちは短期的には正しいが、永続的に資産を守って育てるならばインフレ等のリスクには対応しない点に注意が必要。「③資産運用型」は、株式、REIT、ヘッジ外債、海外の債券などに分散投資したいという意向がみてとれる。

６）コロナ禍を超えてみえる実態・課題

この 10 年は厳しい運用環境であり、急な投資環境の変化、母体企業の収益の増減、コロナ禍での事業収入の減少等に対して、考えてほしいことは、ESG のテーマでもある「持続可能性」というもの。持続可能な資産運用ができているか、を今一度考えてほしい。

長期的な運用を行うためには基本ポートフォリオが重要になる。運用割合は正解がなく、それぞれの法人で全く違う。洋服選びと同じで、最先端のもの、ブランドを追いかけるのではなく、公益法人はどちらかと言えば長く着られるものを持ちたいのではないか。資産運用も自らの法人の内容にあわせることが大事。法人の規模や３タイプの法人ごとにリスク許容度や目標とする利回りは全く違ってくる。

公益法人の運用規程の参考になるのが、国から示された資産運用ガバナンスのモデルで国立大学の「資産運用管理規程」。（「国立大学法人法第三十四条の三における業務上の余裕金の運用にかかる文部科学大臣の認定基準の一部改正について」）

大学法人が運用に失敗しないようにと文部科学省が考えた結果がホームページ資料に書かれており、「流動性を十分に確保する」ことと「分散投資に努める」こと。分散して偏りをなくすことと、すぐに売り買いできるような流動性を確保することは非常に重要になってくる。

リスクには二つあり、ひとつは「個別のリスク」、もうひとつは「価格変動のリスク」。投資の神様と言われる米イェール大学のデイビッド・スウェンセン氏によれば、取ってもよいリスクは「価格変動のリスク」で、取っていけないリスクは「個別のリスク」。「個別のリスク」とは、債券であれば、個別の銘柄によって利金が出なくなる、元本が棄損するといったリスク。

「価格変動のリスク」は、短期的にはプラスマイナスあるが、分散をしていれば長期的には

マーケットが上昇していく中でプラスのリターンを生むのではないかというもの。その次に、「基本方針の策定」があり、「運用資産の構成」は必ず記載すること。「基本ポートフォリオ」は、船の航海の指針となるようなものなので必ず作成する。

ロックフェラー財団の基金の運用を担当した著名な投資家チャールズ・エリスの「投資は、デートではなく結婚だ。」という言葉がある。デートというのはその都度商品を選ぶが、投資は結婚なので生涯を添い遂げるもの、ということ。最初に基本ポートフォリオを決めて、基本ポートフォリオの中に必要なものを入れていくというのが投資。従って、商品を選択するのではなくて、基本ポートフォリオをどう組むかが重要。

自家運用での注意点として、「集中投資の回避」が書かれている。これだけ変動が大きくなると、同じものばかりを買うのはリスクが高いと認識してほしい。

７）最後に

およそ 35%の財団が、財源を母体企業株式の配当に依存している。この母体企業株式の保有理由は、財団の成り立ちに関わっているとは思うが、東証の市場改革（プライム市場の創設）によって少し変化（流動性を確保するために母体企業から売却の要請）があり、資産の組替の相談をうけたことがあるので、ご参考まで。

資産運用の基本については『新しい公益法人・ 一般法人の資産運用』(2017 年、公益法人協会刊）をご参照。

２．第１回 ESG 投資研究会「公益法人とＥＳＧ投資」

（公財）公益法人協会では、10 月 4 日に第 1 回研究会を開催した。当日は、産業能率大学教授・光定洋介氏が「公益法人と ESG 投資」をテーマに講義を行った。

（1）はじめに

本稿では、公益法人が資産運用を行う際に ESG（環境 E や社会 S やガバナンス G に配慮した）投資についてどのように考慮すべきか、また、考慮すべき際の課題等について論じる。まず、ESG 投資の流れについて海外および日本での流れと最近の ESG 投資資産残高を確認する。次に、ESG と SDG s の関連について述べる。その上で、公益法人が ESG 投資を考える意義について考察と若干の提言を述べる。

（2）ESG 投資とは

1）海外の流れ

ESG 投資は、機関投資家が投資を行うに際して、単なる財務情報だけでなく、企業のガバナンス（G）や環境（E）・社会（S）に配慮している姿勢を評価することで投資先企業を選別することをいう。

その歴史を振り返ると投資倫理に行き着くことが分かる。1900 年代に教会に多くの寄付金等が集まっていた時代、教会がその余剰資金を運用するに際して、タバコ・アルコール・ギャンブルなど、当時の社会通念上、社会悪と思われる業界への投資を制限していたことに遡る。その後、1970～80 年代には市民運動（ベトナム反戦運動、南アフリカの反アパルトヘイトなど）と連携する形で拡大した[1]。1990 年代に入ってくると、企業の CSR（Corporate Social Responsibility、企業の社会的責任）活動に注目が集まるようになり、投資家サイドからは SRI 投資（企業の CSR 活動を評価する投資、Social Responsibility Investment）と呼ばれる投資が起こった。一方で、SRI 投資に対しては、受託者責任の観点から投資家は運用パフォーマンスを重視すべきであり、社会的な目的のためにパフォーマンスを犠牲にしてはならない、という批判の声も上がっていた。その後、2000 年代に入って、英米当局から、パフォーマンスに影響を与えない範囲内で企業の CSR 活動を配慮する SRI 投資は受託者責任違反には当たらないという解釈が出された。

◇講師プロフィール◇
光定　洋介（産業能率大学教授）
早稲田大学法学部卒業。早稲田大学大学院ファイナンス研究科（MBA）を首席修了後、東京工業大学にて博士号取得。30 年以上の投資経験があり、大手都長銀、外資系運用会社、ユニゾン・キャピタルおよびあすかコーポレイトアドバイザリーなどにて M&A、ファンドマネジメントや企業価値向上支援に従事。2007 年から産業能率大学にてガバナンスやファイナンス、ESG などについて広範に研究。

こうした中で、国連のイニシアティブによって 2006 年に PRI（責任投資原則）が策定され、ここで運用において ESG を考慮することが運用成績につながり得ることが整理された。PRI で定める６つの原則の中では、①投資分析と意志決定のプロセスへの ESG 視点の組み入れ、②株式の所有方針と所有慣習への ESG 視点の組み入れ、③投資対象に対し ESG に関する情報開示を

[1] 小方（2020）

促進、など ESG に関することが謳われている。PRI に署名した運用機関は当初は海外の運用機関が多く日本の運用機関は少なかったが、2015 年に GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が PRI へ署名している。2015 年には温室効果ガス削減に関する国際的な枠組み(パリ協定)が合意され、2016 年に発効したこともあり、環境(E)への意識が高まるきっかけも起こっている。

ESG 投資が、欧州を中心に発達してきた理由は色々と考えられるが、私見として、そもそも投資倫理という概念があったこと、PRI への署名、欧州では環境問題に対する意識が高い地政学的な背景があること（例：オランダやイタリア・ベネチアの海面水位問題など)、リーマンショック以降の格差拡大（特に、経営者報酬へのガバナンスの必要性）などがあったものと考える。また、最近、世界中で特に環境（E）に関する投資家による株主提案[2]や対話（エンゲージメント）が増加している背景には、パリ協定の発効、各国で起こっている大規模な水害やハリケーン、山火事など、温暖化がもたらしたと思われる事故の増加などがあると考えている。

２）日本での最近の流れ

さて、ここで、日本の動きに目を移す。日本の SRI 投資については 1999 年から 2007 年のリーマンショック前まで一時的なブームがあったが、その後下火となっていた 2012 年にアベノミクスが始まり成長戦略の一貫として、機関投資家に対して日本版スチュワードシップコード（以下、SSC。2014 年に導入され３年ごとに改訂）が長期的な企業価値の創造及び持続的成長を促すことを目的に制定された。また企業に対してはコーポレートガバナンスコード（以下、CGC。2015 年に導入され３年ごとに改訂）が導入された。

当初の目的は、主として成長戦略の位置付けの中で、企業のコーポレートガバナンス（G）改革を促し、リスクの取れる取締役会、ROE の 改善、投資家と企業の建設的な対話などが求められた。その後、環境（E）や社会（S）に配慮した経営を行うことが企業の競争力強化につながるので説明を求めるという文脈の中で E、S についても取り上げられてきた。

その後、GPIF が 2015 年に国連の PRI に署名したり、ESG の指数に連動した運用を行い始めたりすることで、G だけでなく、E や S への関心も高まっていった。さらに、2017 年に、気候関連の情報開示及び金融機関の対応をどのように行うべきかという観点から TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）が公表され、企業等に対して、気候変動リスク、および、機会に関する項目を開示するように推奨されるようになった。

こうした背景もあり、2020 年に再改訂された SSC ではサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的持続可能性）への配慮が言及され、2021 年に再改訂された CGC でもサステナビリティへのリスクと機会に関する言及が明文化された。さらに、パリ協定の影響も受けて、2020 年の菅政権は 2050 年カーボンニュートラル宣言を実施し、地球温暖化対策推進法が 2021 年に改正されて 2050 年までのカーボンニュートラル実現が法律に明記された。

こうした社会的な背景があり、日本でも ESG 投資は増加している。もっとも、日本の ESG 投資は欧州の教会での資金運用などにおいて 1900 年代から発展してきた投資倫理のような長い歴史のあるものではない。

---

[2] 2021 年６月、新興のアクティビストファンドのエンジン・ナンバーワンが、米石油メジャーのエクソンに対して脱
石油の計画実行を求め、取締役の選任を株主提案し、３人の環境派の取締役が株主提案され、可決された。

表１　ESG 関連のエリア別の運用資産残高　　（単位：10 億米ドル）

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	**22,839**	**30,683**	**35,301**

出所 GSIR2020

３）ESG 投資の世界の動向

表１にあるように世界の ESG 投資の残高は 2016 年の 22.8 兆ドルから 2020 年には 35.3 兆ドル（約 3,883 兆円、１$=110 円）と増加傾向にある。そのうち、日本の残高は 2.8 兆＄（32 兆円）と世界残高の１％程度を占めるに過ぎない。

表２は運用資産に占める ESG 運用資産の比率を示したものだが、欧州では約 42%が ESG 関連の運用資産であるのに対して、日本は、まだ運用資産全体の 24%を占めるに過ぎない。世界の運用資産残高に占める ESG 運用資産の比率は約 36%である[3]。欧州で、ESG 運用資産の比率が 2018 年から 2020 年にかけて減少しているのは、ESG 基準が厳格化されたためである。例えば、ドイツではドイツ銀行傘下の運用会社 DWS が、一部の投資商品についてサステナブル投資基準を誇張していた疑惑が持ち上がり、ドイツ連邦金融監督庁（BaFin）が調査を行っている。このように実際には ESG と関連が少ないにも関わらず、金融商品として ESG（または、サステナブル）ファンド等と呼ぶことをグリーンウォッシュ問題と呼ぶ。

ESG ウォッシュは、企業の開示の段階と、金融商品として組成する段階で生じうる。企業の開示段階では、実質的な環境配慮を行っていないのにロゴ変更や広告を打ったり、CSR 報告書

表 ２　運用資産に占める ESG 関連運用資産の比率

REGION	2014	2016	2018	2020
Europe*	58.8%	52.6%	48.8%	41.6%
United States	17.9%	21.6%	25.7%	33.2%
Canada	31.3%	37.8%	50.6%	61.8%
Australasia*	16.6%	50.6%	63.2%	37.9%
Japan		3.4%	18.3%	24.3%

*Europe and Australasia have enacted significant changes in the way sustainable investment is defined in these regions, so direct comparisons between regions and with previous versions of this report are not easily made.

出所　GSIR2020

[3] 日本経済新聞 2021 年７月 19 日「世界の ESG 投資額 35 兆ドル　２年で 15% 増」

などで誤った認識を持たせたり、詐欺的で不誠実な主張を行って当該企業があたかも ESG に配慮した経営を行っていると誤認させる行為などがある。金融商品として組成する段階では、実際には ESG 関連投資とは言えないにも関わらず、ESG に配慮した投資というだけで、ESG と冠して ESG がメインであるかのような金融商品を作ることを指す。こうしたグリーンウォッシュ問題が生じないように各国は規制等を検討中である。

（３）ESG 投資を SDGs の関係

ところで、SDGs と ESG という２つの概念があるので、ここで、若干の整理を行いたい。ESG は上記のように投資家が運用に際して環境・社会・ガバナンスに配慮する投資である。これに対し、SDG s は 2015 年の国連サミットで採択された持続的な開発目標（Sustainable Development Goals）で、2000 年に採択され 2015 年までを目標としていたミレニアム開発目標（MDGs、Millennium Development Goals。貧困、教育、ジェンダー、幼児死亡率、妊婦の健康改善、疾病の蔓延防止、環境問題など）を引き継ぐ形で採択された 2030 年までのゴールである。

投資家から見て企業が SDG s に取り組むことを支援しているのは、広い意味で企業価値の向上につながる、もしくは、将来のビジネスチャンスにつながると捉えているからである。具体的には SDG s に取り組んでいることをうまくコミュニケーションし新規顧客を獲得している事例や、現在 SDG s に取り組まないと将来サプライチェーンから除外されるリスクがあること、などがある。表３にあるように、ESG と SDG s は関連が深い。また、TCFD の開示では、自社のリスク要因を示すだけでなく、ビジネス機会としての開示も求められることから、表３の右段に一例として考えられるビジネス機会を紹介している。

（４）公益法人にとって ESG 投資を考える意義

１）公的機関や公益法人の ESG 投資資産の状況

上述のように、ESG 投資への投資家の意識が高まる中で、公的な資金運用にも ESG や SDGs に配慮した運営が求められるようになってきている。例えば、公的年金基金（GPIF、国共済、地共済、私学共済）では、2020 年２月に、それぞれに共通して適用される積立金基本指針（告示）において、ESG 投資に関する記述が強化された。また、2020 年４月、官民ファンド（政府が主導する投資ファンド）の政策性の KPI の一つに SDG s への貢献を明記されるようになった。

これらの資金は運用期間が長く、株式での運用も可能な資金であり、単年度の収支が求められ債券でしか運用を行わない一部の公益法人の運用とは運用対象が異なるという意見もあろう。しかし、満期保有目的の債券投資などを通じても ESG や SDGs への配慮を行うことも可能である。例えば、調達資金の全てがグリーンプロジェクトやソーシャルプロジェクトの初期投資又はリファイナンスのみに充当され、かつ、「グリーンボンド原則」と「ソーシャルボンド原則」いずれか一方、または両方の４つの核となる要素に適合する債券であるサステナビリティボンドへの投資は、既に一部の公益法人でも行われている。社会的課題の解決に貢献するソーシャルプロジェ クトに資金使途を限定したソーシャルボンドへの投資も既に一部の公益法人で実施されている。この他にも地球温暖化対策や再生可能エネルギーなど環境分野への取り組みに特化した資金を調達するために発行されるグリーンボンドへの投資も考えらえる。また、

低炭素経済社会等に移行（トランジション）するためのプロジェクトに資金使途を限定したトランジションボンドなどへの投資も検討の余地があるかもしれない。

表３ 運用資産に占める ESG 関連運用資産の比率

SDGｓ		ESG			ビジネス機会
		E	S	G	
1	貧困をなくそう		○		●グリーン・リカバリー（公共事業）への参画（E） ●環境経営のノウハウの共有（E） ●バーチャルオフィス提供（E,S） ●地方のサテライトオフィス（E,S） ●WLBの充実した在宅と通勤のハイブリッド型職場作り（E,S） ●植物由来の代替肉（E,S） ●DX（デジタルトランスフォーメーション）推進のサポート（S） ●WLBを充実させるためのコンサルティング（S） ●CO2を削減する新しい技術開発(E) ●サステナブルエナジーの貯蔵技術開発(E) ●サプライチェーンの見直し（S,G） ●BCP(事業継続計画）の見直し（G）
2	飢餓をゼロに	△	○		
3	すべての人に健康と福祉を	△	○		
4	質の高い教育をみんなに		○		
5	ジェンダー平等を実現しよう		○		
6	安全な水とトイレを世界中に	○			
7	エネルギーをみんなに、そしてクリーンに	○	○		
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	○	△		
10	人や国の不平等をなくそう		○	△	
11	住み続けられるまちづくりを	○			
12	作る責任、使う責任	○	○	○	
13	気候変動に具体的な対策を	○			
14	海の豊かさを守ろう	○			
15	陸の豊かさも守ろう	○			
16	平和と公正を全ての人に		○	○	
17	パートナーシップで目標を達成しよう			○	

注：SDGｓも目標の下線はコロナ後により注視されそうなSDGｓの目標
　　○は関連が深い。△は関連がやや深い。
　　E:環境、S:社会、G：ガバナンスの略称。
出所：筆者作成

鈴木（2021）によると日本の公益法人の運用資産は 29 兆円程度（2019 年）とされており、前述の表２のように日本でも ESG に配慮する運用資産残高が 2016 年の 3.4%から 2020 年には 25%程度に急上昇していることを考えると、公益法人の運用資産の一定割合が ESG を配慮した運用となってもおかしくはない。

もっとも、100 億円以上の大規模な資産運用を行っている公益法人は全体の 16%程度しかなく、運用資産規模の小さい公益法人においては、運用にさける人材がいるのかという問題もあると推察される[4]。こうした事情がある場合、運用の趣旨を理解できるゲートキーパー（または、アドバイザー）の役割が金融機関等に求められるかもしれない。

２）公益法人の ESG 投資活動例

ここでは、海外と国内の公益法人が実際に行った ESG 活動ケースを若干紹介したい。

まず、海外の事例として、マイクロソフト創始者のビルゲイツ財団では化石燃料から撤退（保有する石油メジャー株式をすべて売却）を決定している。これはインベスト（投資をする）の反対を意味するダイベストメント（投資からの撤退）という。

[4] 公益法人協会の実施したアンケート調査結果。この比率の前提となっているアンケートの調査対象の公益法人は 601 法人で有効回答数は 220 件、回収率は 36.6%であったことには留意が必要である。

日本での例として、（公財）自動車リサイクル促進センターの投資実績を述べたい。同公益法人では、独立行政法人国際協力機構、東日本高速道路株式会社、独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構などが発行しているソーシャルボンドやサステナビリティボンドへの投資を行っている。また、単に投資を行うだけでなく、発行体との建設的な対話を実施しているという。このような建設的な対話のことをエンゲージメントという。

会計上の制約から国内の一部の公益法人では満期保有の債券投資が中心となるかもしれないが、ESG に資金使途を限定した債券は今後増加することが予想され、こうした債券への投資の是非について公益法人は考える必要があるかもしれない。

３）公益法人の資産運用と ESG 投資についての課題

①純粋にリターンを追求すべきか、ESG を配慮してリターンを追求すべきか

公益法人の ESG での資産運用を考える場合、大きく次の A、B、C の３つの考え方ができると思われる。

A. 資産運用なのだから ESG よりも純粋にリターンを高めることを追求すべき。

B. 公益法人だから公益に配慮し社会善につながる ESG を配慮すべき。

C. ESG に配慮した投資はリターンにつながるから ESG 投資を行うべき。

以下は私見であるが、A の考え方は、昔であれば、資産運用なのだからリターンのみを考えれば良いという考え方として妥当だったかもしれないが、前述のように日本での運用資産全体に占める ESG 運用資産残高が 25%になってきていることを考えるとやや古い考えであるように感じる。

B の考え方を捕捉説明するために図６を見て頂きたい。公益法人は社会善である寄付金や事業活動などから資金を集めて、総費用の 50%以上を公益目的事業の実施のために使うことになっている。現在の社会的な価値観が、ESG（特に、ここでは環境や社会）に配慮しない事業は、その程度にもよるが、かつての公害を発生させる事業のように社会悪と認知されるかどうかの瀬戸際になってきていると考えている。

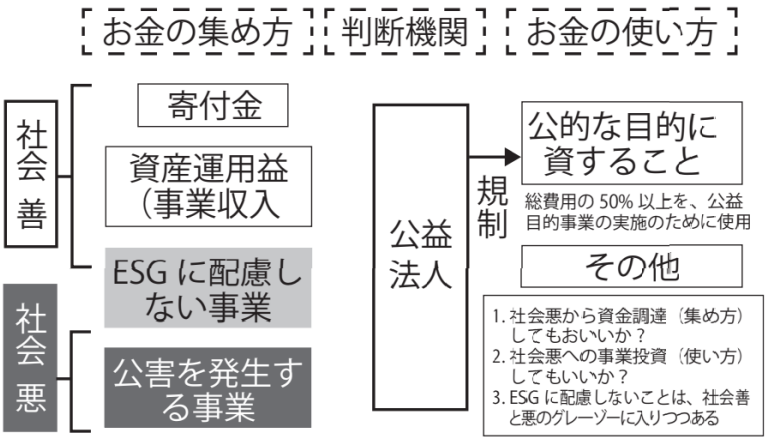


図 6 公益法人のお金の集め方と使い方

従って、公益法人である以上は、少なくとも社会善と思われる運用対象で運用すべきではないかと考える。ESG に配慮しないことが社会悪（公害のような）とまでは現在はなっていないが、将来的にそうなるリスクも考慮に入れて、その準備運動として運用資産の一定割合を ESG に配慮した投資を行い始めるのも一案ではないかと考える。

C の ESG に配慮した投資はリターンにつながるので投資をする、という考えについては、過

去の研究などを見ても、ESG への配慮が必ず投資リターンに繋がるという明確な証拠もなく、おそらくこれは時期によって異なるのではないかと考える（その時の需要が供給を上回ればリターンにつながり、供給が重要を上回る場合にはリターンにネガティブな影響を与える)。従って、C の論拠だけで ESG 投資を行うことは一時的なブーム に乗っている感が否めない。

② ESG の見極め

公益法人が ESG に配慮をした運用を行う場合、(2)の後段で述べたようなグリーンウォッシュ問題があるため、公益法人内部にそうした目利きをできる人材がいることがベストであろう。一方で、公益法人にそうした人材を確保できない場合、その目利きを代行するゲートキーパー（またはアドバイザー）としての金融機関等の役割が重要になるであろう。

（5）まとめ

本稿では、ESG 投資を考えるにあたり、まず、最近のトレンドとなっている ESG 投資の歴史を振り返った。そこでは、ESG 投資は、1900 年頃から教会などが資産運用を行うに際して、社会に害を与える投資は行わないという社会的倫理観が基になっていることが浮き上がった。

また ESG 投資資産残高は増加傾向にあり、世界の運用資産残高の約 36%が ESG に配慮した運用となっており、日本でも約 24%がそうした運用となっている。次に ESG と似たような概念である SDGs との関連について考察した。そこからは、ESG は投資家サイドから見た概念であり、SDGs は社会の構成員に対する責務として国連主導で導入されたものであることなどが浮かび上がるが、ESG と SDGs には共通する点が多いことが見てとれた。これらを理解した上で、公益法人が自社の余剰資金の運用を行うにあたって ESG 運用を考えるべきかどうか、もし考えるとしたらどういう要素に考慮すべきかということについて考察した。

公益法人の資産運用に関して、資産運用なのだから純粋にリターンだけを考えれば良いという考え方も排除はしないものの、社会的に ESG に配慮しないことが社会悪となるリスクも存在している。こうしたことも考慮して、公益法人である以上、社会善と考えられる金融商品での運用を行うことが求められる時代がくることも考えるので、ESG に配慮した運用に対する準備運動を行っておく方が良いのではないか、という提言を行った。

＜参考文献＞

・小方信幸（2020)「ESG 投資の社会的意義と今後の課題」季刊個人金融 2020 秋号
http://www.yu-cho-f.jp/wp-content/uploads/2020autumn_articles07.pdf
・「公益法人と ESG 投資」こうえき 2021 年９月１日号
https://www.smbcnikko.co.jp/corporate/public/magazine/pdf/210901_01.pdf
・公益財団法人自動車リサイクル促進センター
https://www.jarc.or.jp/automobile/designated-corp/fund/engagement/
・「公益法人資産運用アンケート」平成 29 年６月公益財団法人公益法人協会
・鈴木勝治（2021)「ESG 投資と公益法人」公益法人協会コラム 2021 年１月号
http://www.kohokyo.or.jp/kohokyo-weblog/column/2021/01/post_198.html
・日本経済新聞 2021 年７月 19 日「世界の ESG 投資額 35 兆ドル２年で 15%増」
https://www.nikkei.com/article/ DGXZQOUB163QV ＯＷ １A710C2000000/
・光定洋介「コロナ後の ESG 投資」東レ経営センサー2020 年 12 月

https://cs2.toray.co.jp/news/tbr/newsrrs01.nsf/0/A072455A6222C20E4925864
0000D6671/$FILE/K2012_011_018.pdf
・光定洋介「アクティビストファンド」『ファンドマネジメント大全』同友館（2021）予定。

３．第２回 ESG 投資研究会「ESG 投資の動向及びサステナブル・ファイナンス商品の多様化」

公益法人協会では 11 月９日、第２回「公益法人 ESG 投資研究会」を開催した。当日は、SMBC 日興証券株式会社サステナブル・ファイナンス部部長-チヴァース陽子氏ならびに同部ディレクター・金子良介氏が、「ESG 投資の動向及びサステナブル・ファイナンス商品の多様化」をテーマに講義を行った。

（１）はじめに

ESG 投資は EU（欧州連合）をはじめ各国の動向を見るとグローバルに進展しつつある。また、世界的な気候変動のリスクへの関心の高まりと各国政府の脱炭素宣託もあり、環境(E)、社会（S)、企業統治(G)を考慮した ESG 投資は全世界で急速に拡大している。

本稿では、ESG 投資の動向とサステナブル・ファイナンス商品の多様化について解説したい。

（２）EU サステナブル・ファイナンスの基準等

EU では、サステナブル・ファイナンスの整理を先行して進めている。欧州委員会では、投資家サイドで投資をしやすくすることを目的に、サステナブルの定義と基準を設け、ラベル付けをするといった取り組みがなされている。

「EU タクソノミー(定義と基準を示した分類)」では、以下の６つの環境目的を対象にしている。

① 気候変動緩和
② 気候変動適応
③ 水・海洋管理
④ 循環型経済と廃棄物対策・リサイクル
⑤ 汚染対策
⑥ 自然・生態系保全

◇講師プロフィール◇
チヴァース 陽子（SMBC 日興証券株式会社サステナブル・ファイナンス部部長）
SDGs 債のストラクチャリング等を行うサステナブル・ファイナンス部で部長を務める。日興証券入社以前は SMBC にて排出権取引、国内外の再エネ・新エネ事業（水素・アンモニア等）・CCUS 事業など環境エネルギー分野のグループ長として取組を牽引。SMBC 入行以前は大手監査法人で環境情報の検証・認証業 務・環境コンサル、国際排出権取引協会（IETA）にて排出権政策、国連にて環境関連の事業等に従事。

現時点で策定済なのは、①気候変動緩和と②気候変動適応の２つである。その内容は、セクターごとに具体的な基準がある（例えば自動車・運輸セクターにおける技術スクリーニング基準を紹介すれば、乗用車や小型商用車については、2026 年以降は排出がゼロでないとグリーンとは呼べない等)。

この基準がいいかどうかは別にして、何らかの基準があり、それがグリーンかどうかラベル付けすることで、投資家が分かりやすいというメリットがある。一方で、基準が厳しすぎるという批判やコメントもあり、バランスが難しいという印象がある。

（３）サステナビリティ情報の開示規則

「資産運用事業者等のサステナビリティ情報開示に関する規則（SFDR)」により、商品レベル

は３分類され開示される予定である（2022 年１月適用開始見込)。資産運用事業者には、サステナビリティ考慮の開示が求められる。商品レベルは①～③の３分類である。投資家サイドとしては、レベルが開示されるので、投資判断が容易であると言える。

①サステナブル投資が目的の投資商品であれば次頁図表にある９条(ダークグリーン)に合致。

②サステナブル投資を目的とはしていないけれども、環境性・社会性を促進する投資商品であれば表４の８条（ライトグリーン）に合致。

③①②以外の伝統的な投資商品については６条（ブラウン)。一般的なその他の商品はこのカテゴリーに分類される。

（４）機関投資家や企業のサステナブル情報開示義務

EU 域内の機関投資家は、「EU タクソミー最終版」により、運用会社、年金基金、保険会社と同様の情報開示が課されており、2021 年 12 月までに対応しなければならない。

一方、企業側は、「企業のサステナビリティ報告に関する指令（CSRD)」が公表され、2023 年の１月から適用を目指している。従業員が 250 名以上（事業年度平均)、売上高 4,000 万ユーロ以上、または総資産が 2,000 万ユーロ以上、このうち２つ以上の基準を超えている企業については、サステナビリティ情報の報告をしなければならない。

（５）サステナブル・ファイナンス市場の動向

本邦発行体による SDGs 債の発行動向は、2020 年度は 2019 年度を大きく上回り 2.2 兆円の起債である。2021 年度は、従来の SDGs 債に加えて、サステナビリティ・リンク・ボンドやトランジションボンドなども発行が増えている。

グローバルの SDGs 債の発行動向は、2021 年において起債額が前年度よりも大幅に増えており、特にサステナビリティ・リンク・ボンドの起債が増えている。これは、欧州の中央銀行でリンク・ボンドがオペの買い入れ対象になっていることもあり、色々な発行体がリンク・ボンドを出している。トランジションボンドも少しずつ発行が増えているが急拡大はしていない。

（６）サステナブル・ファイナンスの体系

グリーンボンドは、グリーン適格の事業に、ソーシャルボンドはソーシャル適格の事業に、サステナビリティボンドは、グリーン適格事業とソーシャル適格事業の２つに、資金使途が限定される。トランジションボンドも同じように、トランジション適格な事業に（または、グリーンボンドのグリーンの資金も一部含まれているものもある)、資金を限定するというものになっている。

こういった資金使途限定型のボンドについては、発行後のレポーティングで、資金充当状況、改善効果を、年に１度公表することになっている。一方で、サステナビリティ・リンク債とトランジションボンドのリンク債は、資金使途は限定しないという商品になる。資金使途は限定しない代わりに、企業全体のサステナビリティ目標（Sustainability Performance Target）を設定して、目標設定が期限内に達成できなかった場合は、金利のステップアップや最近は、寄附型も出ており、寄附をすることで金利がステップアップをするなど、発行条件が変わる建付けになっ

ている。従来型の資金使途限定型は、投資された資金の使途が明確で、透明性が高いこともあり、資金使途限定型の SDGs 債を投資対象としている投資家もいる。

一方、リンク債については、一企業の中の一部の事業だけでなく、企業全体のサステナビリティの目標をコミットするものであり、投資家によっては企業全体のサステナビリティが促進されるリンク債に投資している投資家もいる。商品それぞれの商品性や、企業、発行体の訴求ポイントが異なるため、投資家によっては、全ての商品に投資しているという投資家も、一部選定して投資しているという投資家もいる。

表４ SFDR による事業体レベル・商品レベルのサステナビリティ情報開示

<table>
<tr><th rowspan="2">開示内容</th><th rowspan="2">投資家レベル
3条、4条、5条</th><th colspan="3">商品レベル（3分類）</th></tr>
<tr><th>伝統的な投資商品
6条（ブラウン）</th><th>環境性・社会性を
促進する投資商品
8条（ライト・グリーン）</th><th>サステナブル投資が
目的の投資商品
9条（ダーク・グリーン）</th></tr>
<tr><td>サステナビリティ・
リスク統合の方針</td><td>サステナビリティ・リスクを
運用に統合する方針
2021年3月10日から</td><td colspan="3">• サステナビリティ・リスクを投資判断に統合する方法
• サステナビリティ・リスクの投資リターンへの影響
• サステナビリティ・リスクは軽微と評価した場合、その理由
ウェブサイト、目論見書</td></tr>
<tr><td>サステナビリティに
対する主な悪影響
（PAI）</td><td>PAIに関する
デュー・デリジェンス方針*1
2021年6月30日から</td><td colspan="3">• 悪影響を考慮する場合：悪影響の考慮・対処の考え方と方法
• 悪影響を考慮しない場合：考慮しない旨の声明、その理由</td></tr>
<tr><td rowspan="2">事業報酬方針</td><td rowspan="2">報酬方針とサステナビリティ・
リスクとの整合性
ウェブサイト</td><td>-</td><td>• 環境性・社会性を促進する方法</td><td>• 目標を実現する方法、その効果</td></tr>
<tr><td colspan="3">ウェブサイト、目論見書、アニュアル・レポート</td></tr>
</table>

出所：Sustainable Brands Japan 公表資料を基に SMBC 日興証券作成

（７）各種 SDGs 債の比較

SDGs 債の特徴として、以下の４つがある。

①市場への訴求メッセージ

グリーンボンドであれば気候変動や廃棄物といった環境課題への貢献が PR でき、ソーシャルボンドでは社会課題への貢献を、トランジションボンドであれば気候変動に対するコミットメント等を、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク債ではサステナビリティへのコミットメントを訴求できる。

②社債市場での希少性

トランジションボンドとサステナビリティ・リンク債が、2020 年の終わりころから出始めたため、起債する場合には、人気化し注目されやすい。

③需要創出効果

どの債券も需要が高まると言えるが、やはりトランジションボンドとサステナビリティ・リンク債は、より需要が多く集まる可能性がある。

④発行体の費用負担や主な事務負担

どの SDGs 債でも、発行体で前々から計画し、発行後も毎年レポーティングするなどの手間がある。このため起債を希望する発行体は多いが、最終的な発行体は、まだ限定的である。今後、拡大する可能性は十分あると考えている。

（８）ICMA のガイドライン、フレームワーク、外部オピニオン

国際資本市場協会（ICMA）では、市場参加者向けガイドライン（グリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、サステナビリティボンドガイドライン）を策定し、主に資金使途によって SDGs 債を分類している。

例えば、東京都の「東京グリーンボンド」では気候変動の対応やスマートエネルギー都市づくり、自然環境の保全、こういったところに資金が充当され、「名古屋高速ソーシャルボンド」では、高速道路の整備などが資金使途になり、「鉄道・運輸機構のサステナビリティボンド」では、新幹線、鉄道施設の建設、船舶共有建造が、ソーシャル的に重要な役割を果たしているということで、資金使途になっている。

また、SDGs 債の発行の意義や資金使途事業は、「フレームワーク」の中で明記される。SDGs 債では、必ずフレームワークが、事前に投資家に向けて公表される。東京都の「東京グリーンボンド」の場合は、資金使途について、スマートエネルギーの都市づくり、持続可能な資源利用・廃棄物管理、自然環境保全、生活環境の向上、気候変動適応などに充当するということが、起債の前に公表される。

資金の充当先の案件で、想定される環境改善の効果についても記載される。CO2 排出の低減だとか、廃棄物排出量の低減だとか、こういった効果が想定されるということが起債の前に分かる。また、起債終わった後、実際にどんな効果が達成できたのかというところは、また１年ごとに報告されることになる。

さらに、SDGs 債の場合、フレームワークに対して外部評価機関による「セカンド・パーティー・オピニオン」が付与・公表されている。そのフレームワークが、グリーンボンド原則や、ソーシャルボンド原則、そういったグローバルの基準に合致して起債されるものかを評価するものである。同じく、「東京グリーンボンド」の場合、「外部評価機関によるセカンド・パーティー・オピニオン」を外部評価機関に委託して取得している。このオピニオンについても、起債前に公表されるので、多くの投資家が起債の前に、フレームワークの内容や、外部評価機関のオピニオンを読むことができる。

この外部評価機関の評価は、オピニオンが存在することイコール、第三者から見てグローバルの原則に沿って組成されているという証になる。

（９）サステナブル・ファイナンス活用のメリット

発行体側のメリットとしては、SDGs 債を起債することで、社債の需要の増加につながる。また、従来投資されなかった投資家が SDGs 債だから投資したいという理由で新しい投資家が入ってくることもあるため、資金調達基盤の強化やアナウンスメント効果がある。

SDGs 債の発行により、投資家との IR、ニュースでの報道等でステークホルダーにどういう取り組みをしているかが分かりやすく伝えることができる。さらに、様々な取り組みを PR することで株価への好影響の可能性も考えられる。

一方、投資家側のメリットとしては、SDGs 債に投資することにより、ESG 投資の一環としての取り組み、投資利益と環境面・社会面との両立、資金使途限定型の場合についてはグリーン／ソーシャルプロジェクトへの直接投資につながる、などのメリットが考えられる。

なお、SDGs 債固有なものとして、「投資表明」がある。投資表明とは、企業や政府機関等で発行された SDGs 債に投資をしたことを、発行体のホームページや投資家自身のホームページで公表することである。

投資表明件数は年々増えている。2018 年に初めて行われた投資表明では、機関投資家が中心だったが、最近は自治体や地方公的機関などの投資家にも投資表明の取り組みが広がっている。この投資表明を行う理由としては、投資家が SDGs への取り組みに対して共感や応援の気持ちや、投資家として SDGs の取り組みをしていることの PR、などである。

実際の投資表明の例として、東北電力がグリーンボンドを起債した際のホームページのニュースリリースをみると、グリーンボンドの条件、内容の後に、投資表明投資家一覧が掲載されている。中心となる投資家だけでなく、信用金庫や学校法人、新聞社など様々な投資家が投資表明をしている。

エクイティにも広がっている事例を紹介する。例えば転換社債、エクイティ性のある転換社債や MS ワラント、公募増資、IPO、こういった商品にもグリーン／ソーシャルのラベル付けというのが少しずつ増えている。

また、ラベルは実際には取っていないが、ES サステナビリティ投資家に訴求することで、資金調達をより成功できたという事例もある。まいたけきのこ生産を工業化し、プレミアムきのこを作っている（株）雪国まいたけである。きのこ生産がサステナブルとなる理由は、雪国まいたけの製造工程で特に生産時の廃棄ロスが少ない、培地を再利用している、エネルギー消費量が低いことである。特にドイツの ESG 投資家の評価が高い。ラベルが付いていなくても、こういったサステナブルの取り組みをしっかり行っている企業に対する投資が注目を浴びている。

（10）ESG 投資を巡る評価・分析

ESG 投資で共通している結論は、市場下落時に、ESG 評価の高い企業は ESG 評価の低い企業のパフォーマンスより優れているという連動性である。

2020 年５月、６月に、今般のコロナ禍による市場下落時の投資パフォーマンスについて、フィデリティ証券㈱とブラックロック・ジャパン㈱が公表した検証レポートでも、マーケットが荒れた時期に、相対的に ESG 投資のパフォーマンス悪化が小さかったという共通の結論を出している。この背景・要因として一番大きいのは、ESG、SDGs への注目度が高まったという中で、投資家の見る動きが急速に強まったということと、やはり、ダウンサイドリスクの抑制という観点での ESG 要因の有用性、この２つを指摘できると思っている。また、ESG インテグレーションと言って、ESG を企業価値評価やクレジット分析にどう折り込むのかという議論は、この１～２年で本格化しており、今後ますます加速すると考えている。

企業価値評価にあたり、DCF（ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー）モデルでは、WACC（資本コスト＝期待収益率）を割引率として分母に、また将来キャッシュフローを分子に持っていき、企業価値を算出することになる。この分母・分子に ESG 要因を分けて入れるということは、分かりやすさと、議論を先に進めるという意味で有用である。

具体的に、この分母の部分で、従来から ESG に対する対応の欠如に起因してデフォルトリスクが高まる、クレジットスプレッドが広がるという局面がある。これは、過去、G（ガバナンス）、

E（環境）、S（社会）の要因が複数あったためである。例えば、E では、環境悪化と信用力、企業価値の毀損が関連する部分、Ｓは、労働関係が常に注目される。

実際に、ESG を勘案してバリエーションの変更をする事例が散見されつつある。分母の部分については、いわゆる割引率、資本コストを、ESG 性の明確さから評価の見直しを行った事例がある。分子の部分でも、利益水準について、GHG 排出量、CO2 のカーボンニュートラルへの取り組みが進んでいるかどうかを利益水準に折り込む、比較の際に調整するといった事例も出ている。野村アセットマネジメント㈱がこれを始めると 2021 年初めのニュースで取り上げられていたが、その後も、複数のアセットマネージャーがこの視点を入れている。次に、債券の視点に触れたい。

債券分野での ESG インテグレーションや ESG 要因の考慮は、①定量分析・社内格付の調整、②リスクの見える化・共有化を通じたイベント発生時の早期の Exit の２つがある。アセットマネジメント One㈱は、定量分析、将来の利益、また財務見通しに基づく格付評価を ESG 要因等も含めて ESG スコアを使用し、調整している。このため上述の①②のうち、①定量分析・社内格付の調整の事例と考える。

日興アセットマネジメント㈱では、②早期再評価・Exit と考えられる事例である。モニタリングで、定量・定性でそれぞれを計りながら、ある日突然イベントが起こった際、評価を見直し、その際のチェックリストが鍵になるというもの。従って、基本は数字で行われる世界であるが、合理的に落とせない部分について、アナリスト・ファンドマネジャー・マネジメントと三位一体でのコミュニケーションと、チェックリストを使って、言語化・共有化しているというのが②の分析の方法であると考えている。

投資家が投資表明する場合の意思決定の方法の事例を紹介する。

東京海上アセットマネジメント㈱は、「通常の社債の評価」に加えて、「グリーン性・ソーシャル性の評価」を表明しても適正かということを、責任投資部と債券運用部が一体となって行っている。従って、投資に値するけれども、投資表明のリスクがあるので、買えるけれども表明はできないという結論になる可能性もある。

（11）日進月歩の ESG 評価

ESG 評価が日進月歩で増えているが、「CVaR 分析」という、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が取り上げている分析方法がある。

図７の棒グラフは「リスク」とともに「機会」の企業価値への影響を分析するものである。気候変動はダウンサイドリスクだけ

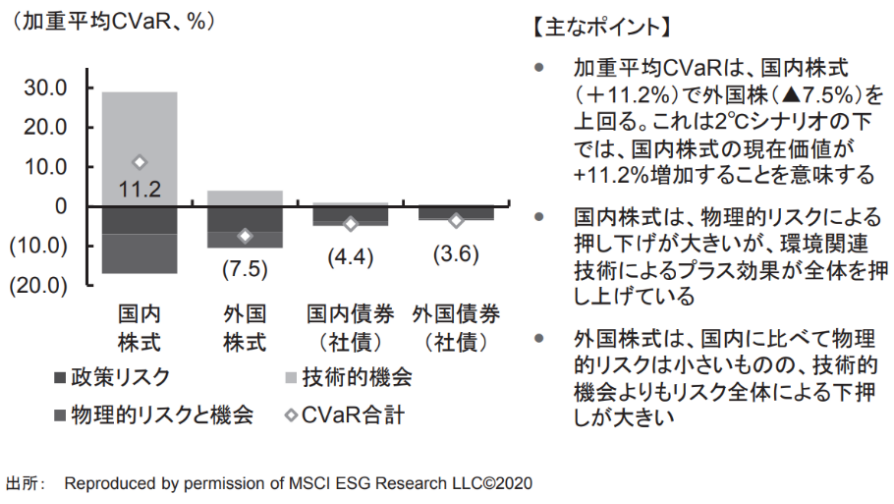


図７ GPIF 保有ポートフォリオの CVaR

ではなく、環境技術活用によるアップサイドの影響、それに より企業価値を高め得るということで、地域、プロダクツで分けたところ、国内株式は 11.2%の企業価値の増加というこの結果が注目を集めた。

また、ESG 評価ということでは、S&P や Moody's と言ったグローバルの格付会社が ESG 評価会社を買収していることも注目される。今後、信用格付とのインテグレーションという視点でも、かなり注目度は高まると思われる。

４．第３回 ESG 投資研究会「インパクト投資の現状と課題」

公益法人協会では 12 月８日、第３回「公益法人 ESG 投資研究会」を開催した。当日は、大和証券㈱債券営業部法人マーケティング課副部長・野津憲一郎氏、㈱大和総研金融調査部 SDGs コンサルティング室長・太田珠美氏が講義を行った。

講義Ⅰ「公益法人による SDGs 債への投資事例と投資表明事例」（野津憲一郎 氏）

SDGs 債と通常の債券の違いは、通常の債券が基本的に資金の使途を自由に決めることができるのに対し、SDGs 債は使途が限定されることである（環境改善につながるグリーンプロジェクト、社会貢献につながるソーシャルプロジェクトなど)。

投資家から見ると、資金が SDGs の達成に貢献する事業にのみ使われるということが担保されているため、債券投資を通じて SDGs に貢献することが可能になる。

通常の債券投資では「リスク」と「リターン」の軸を中心に考えることになるが、SDGs 債はこれに加えて「インパクト（環境・社会への影響)」の軸も考慮することになる。

また、SDGs 債には、SDGs の達成に貢献するということに加えて PR 効果といわれるものがある。投資家は、自分たちが環境や社会貢献を行っている発行体を応援しているということのメッセージをアピールするために、「投資表明」ということを行っている。この投資表明は、金融機関、地方自治体、学校法人、もちろん財団法人も、さらに事業法人の間でもかなり増加している。

講義Ⅱ「インパクト投資の現状と課題」（太田珠美 氏）

（１）はじめに

本稿では、インパクト投資について解説する。インパクト投資は、投資を通じて環境や社会に ポジティブなインパクトを与えることを目的とする投資である。概要、考え方、ESG 投資との違いなどについて解説したい。

（２）インパクト投資の概要

ESG 投資の歴史を辿ると、Socially Responsible Investment といわれる SRI 投資がある。SRI 投資は宗教上の理由から許容されない業種を投資対象から除外する、もしくは公民権運動・反アパルトヘイト運動において株主としての権利使を活用する、そういった様々な歴史の中で広がってきた。

2006 年から始まった国連の PRI 原則（責任投資原則）は、社会的責任の観点だけではなく、 経済的リターンに関係するものとして ESG 投資を位置づけ、これをきっかけに広がった。

◇講師プロフィール◇
太田珠美(株式会社大和総研 金融調査部 SDGs コンサルティング室 室長)
慶應義塾大学卒業後、大和証券に入社。早稲田大学大学院ファイナンス研究科ファイナンス専攻、専門職学位課程修了（2009 年)。2010 年に大和総研へ転籍、現在はサステナブルファイナンスに関連するリサーチを担当。東京工業大学大学院非常勤講師、日本証券業協会「カーボンニュートラル実現に向けた証券業界に対するアドバイザリーボード」メンバー。

投資による社会的なインパクトがあらためて大事だということは、2000 年代後半のリーマンショックの際に認識された。投資家の近視眼的な見方と企業経営者の近視眼的な見方が相乗効果のように相まったことが経済的な危機を生んだ一つの背景ではないかという批判があり、金融機関・投資家に対して社会的責任が問われた。

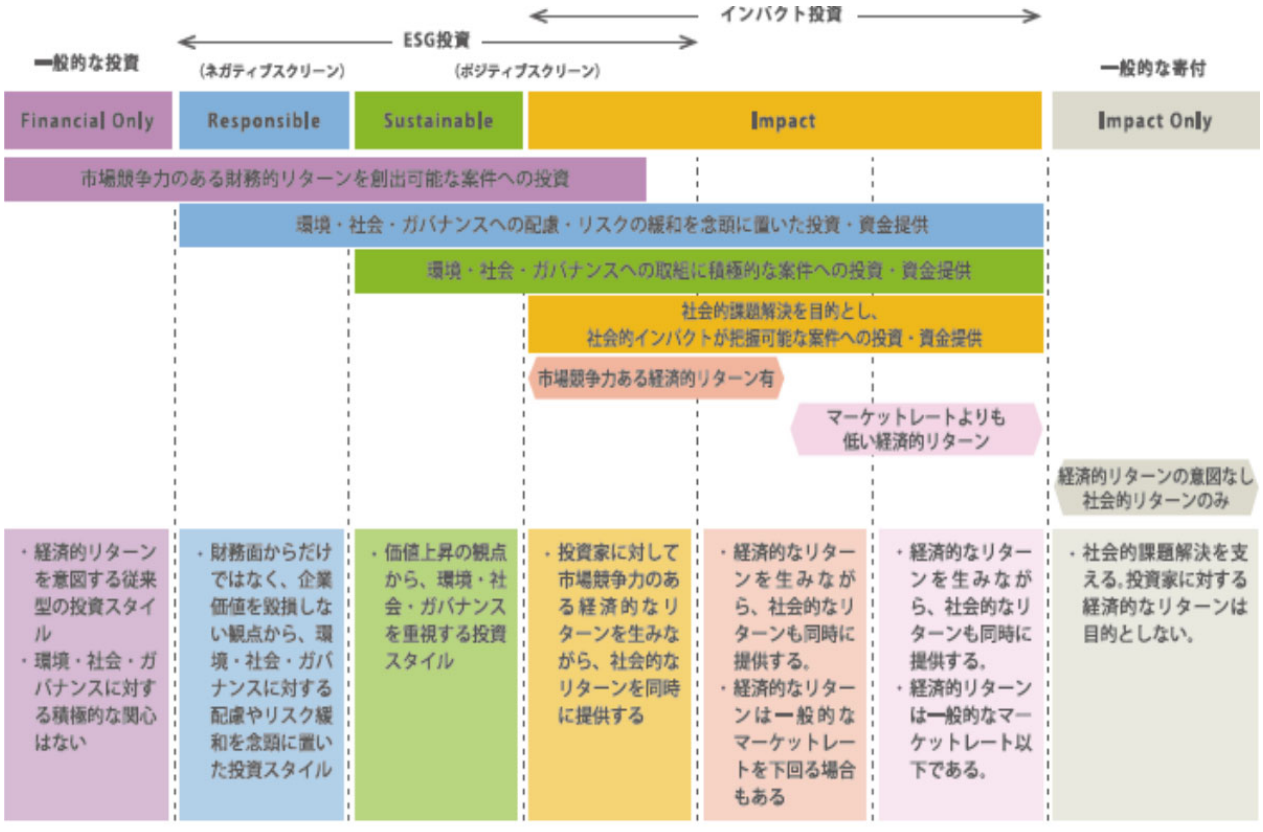
2007 年に米ロックフェラー財団が「インパクト投資」というワードを使い、経済的リターンと並行して、測定可能な社会的・環境的インパクトを生み出す投資＝「インパクト投資」に取り組むとし、「リスク」「リターン」という従来の伝統的な投資の軸に「インパクト」という３つ目の軸を加えることを掲げた。

現在、インパクト投資を推進しようということで、Global Impact Investing Network (GIIN) や、OECD、IFC 等でそれぞれ定義が行われている。微妙に要件が異なるが、GIIN では、４つの要素「意図」「経済的リターン」「アセットクラスの幅」「インパクト評価」を定義している。

４つの要素の中で、「意図」がポイントになる。環境、社会、何かしら課題の解決に貢献したいという意図を投資する側が持つということ、これが ESG 投資、責任投資等と異なる点である。

「経済的リターン」に関しては、インパクト投資でも幅があり、ESG 投資のように経済的リターンも求める方からフィランソロピーに近いスタンスの方もいる。リターンがなくていいということではなくインパクト投資もリターンは求める。また「アセットクラス」も幅が広く、ボンドやエクイティなどいろいろある。

もう一つの大事なポイントが「インパクトの評価」である。資金を出す意図がきちんと実現されているかを評価するもので、４要素の中では「意図」とともに「インパクト評価」が重要であるといわれている。



（出典）G8社会的インパクト投資タスクフォース ALLOCATING FOR IMPACT（2014）を基に筆者作成

図８ ESG 投資とインパクト投資の違い

（３）インパクト投資と ESG 投資の違い

経済的なリターンを重視するのが一般的な投資であり、反対にインパクトだけを期待すること、つまりリターンを求めないことになると、いわゆる寄附になる（図８）。その間で、グラデーションがあり、「ESG 投資」と「インパクト投資」がある。

経済的なリターンの追求に近い投資が「ESG 投資」だが、これも濃淡がある。ネガティブスクリーニングで一定のものだけ外す、運用全体に組み込む、インパクトまで配慮をするものなど、色々ある。

インパクト（影響）側に寄れば「インパクト投資」になる。これも経済的リターンに幅があり、それぞれの主体により、どこに当てはまるかのグラデーションがある状況になっている。インパクトは、資金の調達側で生み出すわけだが、投資家が拠出した資金が使われることにより、インパクトが生み出されるという考え方である（インパクト投資でも ESG 投資でも同じ）。

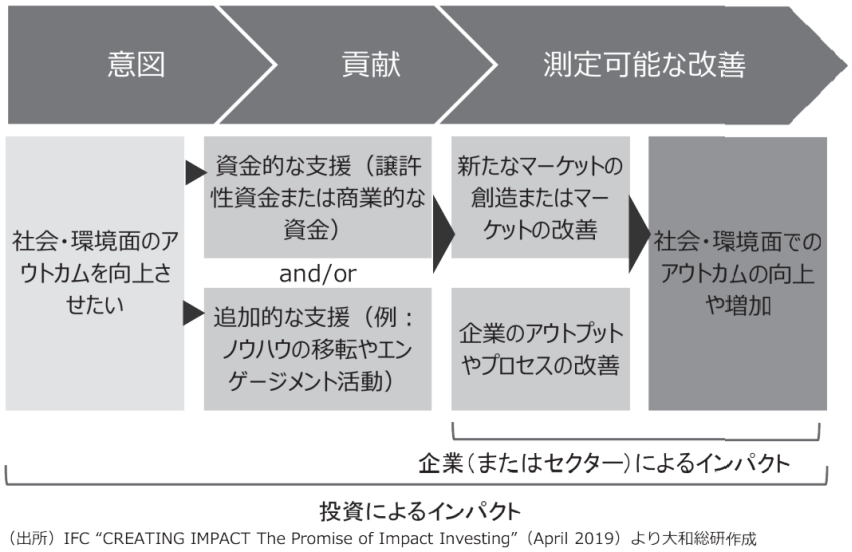
一方、インパクト投資では資金的な支援だけでなく、非金銭的な支援も重視される。非金銭的支援というのは、例えば投資家が持っているノウハウの提供であったり、取引先の紹介などである。

（４）インパクト投資の規模・資金の出し手

インパクト投資の実際の市場規模となると世界的に 7,000 億ドルぐらいであり、ESG 投資の 35 兆ドルと比較すれば、まだまだ小さい分野である。また、インパクト投資を行っているエリアは北米・欧州というところが基本的には多い。日本では、だいたい 5,000 億円ぐらいの規模である。

インパクト投資の資金の出し手は、運用機関が多く、特に規模でみると年金基金等が多い。年金基金がこのインパクト投資を行う理由は、財務リターンも当然期待はしているが、ユニバーサルオーナーということで、インパクトの創出が受託者責任の一部であるということで実施していると思われる。

日本では（公財）笹川平和財団の事例がある。また、第一生命や新生企業投資、野村アセット マネジメントが取り組みを始めている。



（出所）IFC “CREATING IMPACT The Promise of Impact Investing”（April 2019）より大和総研作成

図９ インパクト投資によるインパクトの考え方

（５）インパクト投資の対象地域、テーマ、アセットクラス

投資対象地域がどこかというと、現状はアメリカが多く、お金の出し手もアメリカということになる。アフリカも件数としては多い。アジアはそれほどまだ規模はないというような状況であ

る。

投資対象のテーマ、要は何のインパクトを出そうとしているのかというと、やはり環境、特にエネルギーが多い。このテーマは１件当たりの金額が大きい。次に多いのが、金融サービスで、金融アクセスを持てない方々に融資・決済サービス等を提供するということが１つ大きなテーマになっている。これと別に、貧困とか発展途上のエリアの方々に融資を行うマイクロファイナンス分野も多く、その他、食糧・農業、ヘルスケア、教育などがテーマになる。

次に、インパクト投資をアセットクラスで見ると、プライベート・エクイティが多い。ただ、債券も結構あり、SDGs 債という形ばかりでなく、シニア債に投資しているケースも多い、という状況である。

投資先企業の成長ステージは、ベンチャーから、上場している成熟企業まで幅広である。

（６）SDGs 債の投資はインパクト投資か

SDGs 債は、特定のプロジェクトに資金使途が限定されており、環境・社会へのインパクトはある。インパクト投資をしたい投資家からすれば、それを買うのが一番分かりやすくシンプルであり、これはストーリーとして成り立つ。

しかしながら、SDGs 債に投資をする投資家には、リスク、リターンの観点だけで SDGs 債を買うことも当然ある。インパクト投資の定義からすると、SDGs 債への投資も、インパクトを求めていない普通の投資家が債券として買う場合には、これはインパクト投資ではないという考え方になる。

やはりインパクト投資の大事なポイントは、インパクトを出したいという意図と、それをきちんとウオッチしていく評価という考え方である（図９）。

（７）インパクト投資の具体例

（公財）笹川平和財団では、2017 年に理事会決議を行い、ある程度リスクもリターンも取るということで、運用規程を変えた。女性の支援を重点目標の１つとしており、「アジア女性インパクトファンド」を設置した。運用資産の一部をこの「アジア女性インパクトファンド」に置き、そこから何年かかけて、少しずつ投資をして、総額 100 億円を投資するということである。現在既に４年たつが、数年かけて投資を行い、 現在ブルーオーチャードのマイクロファイナンス・ファンド、JAPAN ASEAN Women Empowerment Fund、Beacon Fund に投資をしている。

このブルーオーチャード・マイクロファイナンス・ファンドについては、国連が創設に関与していることや、またファンドがいくつかの出資クラスに分かれている等の設計上のポイントや、為替のリスクはあるが債券投資ファンドということが、投資を決めたポイントになっているとみられる。

JAPAN ASEAN Women Empowerment Fund もブルーオーチャード関連で、こちらは、（公財）笹川平和財団だけではなく、他の投資家も一緒に投資をしている。Beacon Fund は最近、投資決定のプレスが出たものである。

もう一つの例として、（学）上智学院がある。上智学院は ESG 投資を積極的に行っている。2015 年に PRI に署名し、グリーンボンドを購入した。様々な投資を実施しているが、建学の理念で

「学問研究及び社会貢献を通じて、『人間の尊厳』を脅かす課題の解決に貢献する」ことを掲げている。

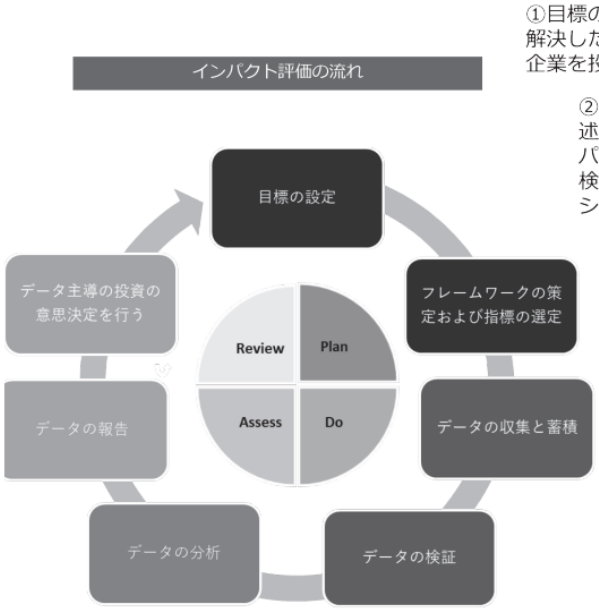
投資しているファンドの中には、貧困地域の生活改善を投資目的とするベンチャー・キャピタル・ファンドというものもあり、基本的には学校の理念が根本にあり、それに合ったものに投資をしていきたいといった考え方である。学校ということで、ESG 投資の授業を行うなど教育の面でも活用されているようである。

（8）インパクト投資ファンドの事例

りそなアセットマネジメント㈱のインパクト評価の事例とファンド運用の事例を紹介する。インパクト評価は、りそなアセットマネジメントがファンドの中で保有する債券の中から、４銘柄程度評価したようである。実際に温室効果ガスをどれぐらい削減できているか、土地改善や森林再生の効果がどれぐらいあったか、雇用創出の効果がどれぐらいあったか等について、その債券のインパクトレポーティングを見て一部ヒアリングも行い、きちんと効果が出ているか確認している。このインパクト評価は、保有している債券の一部の話である。

一方、ファンド運用に関しては、日本株インパクトファンドを設定している。社会課題の解決ということで、次世代のまちづくりとか、ライフライン機能の維持改善とか、防災とか、家事・育児の負担軽減とか、持続可能な医療・介護とか、いろいろそういった課題に合うような企業に投資をするようなファンドをつくっている。

組入銘柄をみると、日立製作所や日本電産等もあり、そういったところは比較的いろんなファンドに入ってくる銘柄であるが、それ以外は、あまり大手のファンドにはみられない、少なくとも上位には入ってこないような銘柄も並んでいたりする。ただ、実際の運用額はまだ少なく、まさに今ノウハウを蓄積しているところと理解している。



①目標の設定：組織（投資家側）やファンドとしてどのような課題を解決したいのか、目標を定める。目標の実現に適う事業モデルを持つ企業を投資先として選定する。

②フレームワークの策定および指標の選定：ロジックモデル（後述）などのフレームワークを用いて、どのような過程を通じてインパクトが創出されるのか、ロジックを組み立てる。このロジックを検証するために適した指標を選定する。投資先企業とのディスカッションを通じて指標を選定するケースが多い。

③データの収集と蓄積：投資先企業に対し、必要なデータを収集するように働きかけたり、データ収集の支援を行う。

④データの検証：データは適切な方法で収集されているか、指標として適切か（適切でないと判断されるならば別の指標を採用することも検討する）、検証する。

⑤データの分析：インパクトパフォーマンスについてベースラインとの比較分析を行い、プロジェクトの成否を評価する。

⑥ステークホルダーに対して報告を行う。また、可能であれば結果について開示を行う。

⑦投資資金のアロケーションなどの意思決定に活用する。

（出所）Social Impact Investment Taskforce (September 2014)"Measuring Impact: Subject paper of the Impact Measuring Working Group"をもとに大和総研作成

図 10 インパクト評価について

（９）インパクト投資の評価

インパクト投資の大事なポイントである意図と評価のうち、意図は比較的分かりやすいというかなじみやすいと思われるが、評価をどうするのかとなるとなかなか難しいところがある。これは、先進的な海外でも、四苦八苦している。

インパクト投資をしたい、社会・環境にいい影響を与えたいということになると、何かしら目標を設定することが起点になるが、実際にどういう指標を追うか、そのインパクトを何で評価するのかというのを決めなければならない。また、決めた後には、データを収集・蓄積し、投資家の思いに沿ったものになっているか分析し、最終的な資金の出し手にレポーティングを行い、PDCA を回していくことになる（図 10）。

ここに関しては、なかなか決まったルールもない。SDGs 債のレポーティング等で、ある程度自主的な開示にはなるが、評価ができるような下地は広がってきている段階であるといえる。実際に、インパクト投資家がどういったもの（ツールやフレーム）を使っているかというと、 インパクト投資家を対象としたグローバル調査で最も多く挙げられたのは、SDGs である。

環境・社会・経済に関する課題を網羅している SDGs は国際的に認知されているターゲットであるといえる。投資家からすると、SDGs に沿った考え方で、こういうインパクトを目指す投資をしたいというと、納得感があり根拠を持った設定にできるということで、インパクト投資の中でも SDGs を活用しようという動きが、ここ２～３年で、急速に広がっている。

他には、IRIS/IRIS＋(Impact Reporting and I nvestment Standards)、IMP(Impact Management Project) を参考にする投資家も多い。

IRIS とは、GIIN とロックフェラー財団、アメリカの非営利団体の B Lab、アキュメンという非営利のインパクトファンド運営団体の４団体が、インパクト投資のレポーティングに必要な要素を 2008 年に整理したものである。その後、この IRIS を見直したものが、IRIS＋である。

これの何が便利かというと、WEB サイトで、自分がインパクトを出したい分野を選択すれば、インパクトテーマの例が検索できる点である。例えば、金融サービスを戦略的目標とすれば、社会的弱者の金融アクセス率やサービスの質向上等の例示が出てくる。インパクトの指標の一覧も出てくるので、考え方の整理ができるためインパクト投資家は、結構使っているようである。

IMP も国際的なイニシアチブである。これはマネジメントとあるので、評価をするだけでなくて、投資先企業と一緒によりよい方法を考えるといった発想になる。どういった考え方でデータを収集すればよいかを整理し、全体を５つのカテゴリーに分けて、何をやるか、誰に対してやるか、どういうふうにやるのか、どれぐらいやるのか、貢献する分野は何か、リスクは何か等を提示している。

最後にロジックモデルの考え方だが、貧困の目標を解消したいといったときに投資をするマイクロファイナンスの事例で説明する。投資先のマイクロファイナンス・ファンドでは融資活動を行う。その結果、ファンドからお金を借りることができた人の数や、融資を受けた人たちが新規事業を立ち上げ収入を得られるようになったというアウトカムが出てくる。その上で、最終的なインパクトとして地域全体の貧困率などが改善されることになる。

ただ、そのインパクトが本当に投資による改善効果なのか、他の影響はどの程度入っているのかという面では、分析が難しい。

（10）日本における足元の動き

環境省は2020年３月、「ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」（座長・水口剛氏）を設置、2020年７月には「インパクトファイナンスの基本的考え方」を、2021年３月には、「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」を公表している。

金融庁でも、「インパクト投資に関する勉強会」（座長・水口剛氏）を開催して、金融機関を中心に30名以上が委員として参加するなど、プレーヤーが増加してきている。そして、2021年11月に、21の金融機関が署名し、「インパクト志向金融宣言」というものを公表した。中身としては、金融機関としてのインパクトの創出に向けた取り組みや金融商品の提供の推進などが入っている。

日本は、現在はシード段階かもしれないが、インパクトファイナンスが広がっていく余地はあると思う。海外では、インパクト投資の担い手として財団法人の存在感は大きいと感じるところもあり、今回題材に選ばせていただいた。

ESG投資も起源を振り返れば、色々な非営利団体が行ってきた。今は海外でこのインパクトという部分に重きを置く動きが広がっているが、国内で取り組む投資家が増えつつある。このインパクト投資の拡大というのは、SDGs達成にも貢献することが期待されている。

今後、公益法人各団体が投資される場合には、投資先のインパクト評価などを読み、エンゲージメントをしていくこともよいのではないだろうか。

５．第４回 ESG 投資研究会「集団投資スキームを活用した ESG 投資について」

公益法人協会では１月 17 日、第４回「公益法人ＥＳＧ投資研究会」を開催した。当日は、三井住友信託銀行㈱法人アセットマネジメント企画推進部審議役下島貴志氏による「集団投資スキームを活用した ESG 投資について」と題する講義を行った。

（１）非営利法人の動向について

本日は「集団投資スキームを活用した ESG 投資について」というテーマで、主に「非営利法人の資産運用に関する動向」と「ESG を考慮した投資戦略事例」についてご説明したい。

歴史的な低金利環境が続く中、それまで投資の中心であった国債・地方債での利回り確保が難しくなり、銀行の劣後債や為替の仕組債等、債券の領域で投資対象を拡げ、利回り改善を図ってきた法人も多いと思う。ただ、こうした債券も足元ではさらに利回りが低下。一部投資家では、特定銘柄や特定業種に クレジットリスクが集中してしまうことへの警戒感もあって、株式や REIT の配当利回りに着目する動きが顕在化し、投資対象を債券領域から、株式やオルタナティブまで拡張する動きがみられる。

この動きを予感させるデータとして、2017 年に公益法人協会が行ったアンケート結果がある。約５年前に実施されたものではあるが、資産運用型法人（預金・公債以外での運用割合が 70%以

◇講師プロフィール◇
下島貴志(三井住友信託銀行株式会社法人アセットマネジメント企画推進部審議役)
1993 年４月に住友信託銀行(現三井住友信託銀行)入行。1995 年 6 月以降、資産運用業務に従事し、企業年金・公的年金・金融法人・一般法人の資産運用に関するクライアントサービスを担う。特に、2012 年 10 月に配属となった法人アセットマネジメント企画推進部では、主にプロ投資家向けの私募投信に関する営業推進・販売企画業務を経験。現在は、オルタナティブ投資の自己勘定投資部署である投資金融開発部を兼務し、ESG 投資やオルタナティブ投資の魅力を伝える業務に従事している。

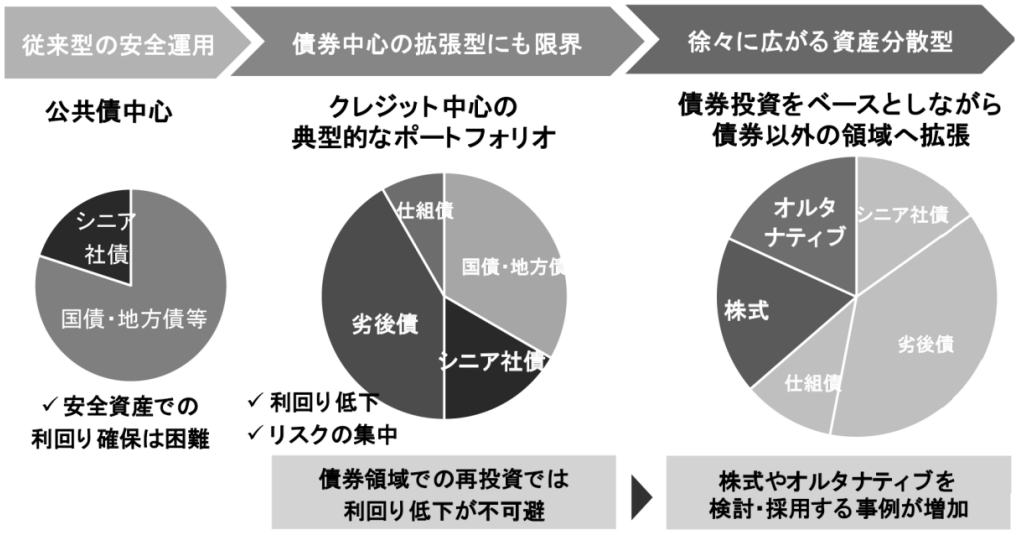


図 11 非営利法人の資産運用動向（イメージ）

弊社作成のイメージ図。一般的な傾向であり、特定の法人の動向を記したものではありません。

上の法人）では、その当時から低金利環境を背景とする運用難に対し、新たな資産運用スタイルとして、株式や REIT に期待・注目していたことが分かる。

また、投資家の中には、債券や株式、REIT などのオルタナティブへの投資を「バランス運用」「マルチアセットファンド」という１つのパッケージとして投資する動きも見られる。SMA はその代表例である。

図 12 注目される新たな資産運用スタイル

こうした動きの背景には、投資対象の拡張により、異なるリスクへの分散を図りながら、安定収益の確保と、収益源泉を多様化することによる利回り改善を期待する投資家の意向があり、ここに、ESG 投資という新たな潮流が加わり、非営利法人の資産運用に、更なる進化が生まれはじめているように感じている。

（2）集団投資スキームについて

では、実際に ESG 投資を検討するにあたって、何を投資対象とし、どのようなスキームで行う のか？まず、投資対象資産としては、債券、株式、マルチアセット、オルタナティブ、ローンなどが考えられる。

一方、信託を活かした集団投資スキームとしては、「投資信託」に加え、「信託社債（少人数私募債）」や「合同運用指定金

図 13 集団投資スキームの活用方法

銭信託（以下、「合同金信」と記載)」という信託ならではのスキームがある。

このように、投資対象資産と集団投資スキームを組み合わせることで、少額でも投資可能なESGを考慮したいくつかの投資候補群が考えられる。

（３） ９つの投資戦略（投資候補例）（注１）

その具体的な９つの投資戦略（投資候補例）をご紹介させていただく。

①ESG 債券*戦略（私募投信）

*グリーンボンド、サスティナビリティボンド（含む連動債)、ソーシャルボンドをESG 債券と表記

②日本株式インパクト投資（私募投信）

③日本株式高配当＆低ベータ（私募投信）

④ESG マルチアセット戦略（私募投信）

⑤同指数連動債（仕組債/例示）

⑥英国上場インフラファンド（私募投信）

⑦再エネブラウン２号ファンド（例示）

⑧国内総合型インフラファンド（例示）

⑨ESG 合同（合同金信）

なお、上記②③⑥⑨は、当社が販売会社となり、財団法人・学校法人など非営利法人から投資頂 いた実績がある。

① 高格付けグリーンボンド戦略（注２）

この戦略は、外貨建てのグリーンボンドを投資対象とする私募投信の組成を想定したものである。投資対象については、国内のESG 債券も考えられるが、ベースとなる国内金利が低いことから、信託報酬控除後の利回りに投資妙味が見出し難く、グリーンボンド等を投資対象とする“外貨建て”ESG 債券が現実的な選択肢となると考えられる。その際、為替ヘッジの有・無についてはカスタマイズが可能である。

現時点で想定されるポートフォリオの特性は、格付Ａ格以上、デュレーション約８年、利回りは約 1.5%。為替ヘッジを行う場合のヘッジコストは、現状 0.5%程度を想定している。なお、金利リスクと利回りの関係で言えば､現在の金利環境下で､本戦略の利回りを２.0%にするには、金利リスクを現状の８年程度から 15 年程度まで長期化する必要がある｡実際に投資する場合は、利回りとリスクのバランスを考慮することが重要である。

② 日本株式インパクト投資（注３）

当社のESG 投資の変遷としては、2003 年に年金基金および個人投資家向けにSRI 投資の商品提供を開始したことからはじまった。当時は、「理念は分かるが、投資でリターンが得られるかどうかは別」というご意見も多かったが、今では､「社会的な責任を果たす企業こそが利益 を上げる時代」という変化が生まれ、ESG 投資の流れが本格化する中で、従来の財務面だけでなく、非財務面も考慮する株式投資の考え方が広がっている。

当社では、2015 年に、この非財務面も加味した独自の評価体系システム「MBIS」を導入。翌年､ESG 調査や企業との対話（エンゲージメント）を担う専門部署（スチュワードシップ推進部）

を立ち上げ、2019 年に自己資金を投じて、日本株式インパクト投資を開始。そして、2021 年３月に、三井住友トラストアセットマネジメント（SuMiTAM）で「日本株式インパクト投資ファンド（私募投信）」を設定したところである。このファンドは、「経済的リターン」と「社会的リターン」の双方を同時に追求する投資スタイルであることが特徴のひとつ。

実際の銘柄選定にあたっては、SDGs 貢献が株価に直結するような銘柄に集中投資する投資スタイル（注４）である。具体的には、企業との対話の中でインパクト KPI、つまり数値目標を設定し、その後のエンゲージメントを通じて、「経済的リターン」と「社会的リターン」を獲得する蓋然性を高めている。

このファンドは、ポートフォリオの管理上も、通常の株式投資で行う 33 業種別の業種ウェイト管理だけでなく、SDGs ゴール別ウェイトの観点からも偏りがないかなど、独自のリスク管理も行っている。

なお、このファンドは、設定からまだ１年が経過していないが、「経済的リターン」となる設定来の累積リターンは約９％（注 5)、同期間の市場平均（参考値）である TOPIX が約６％（注

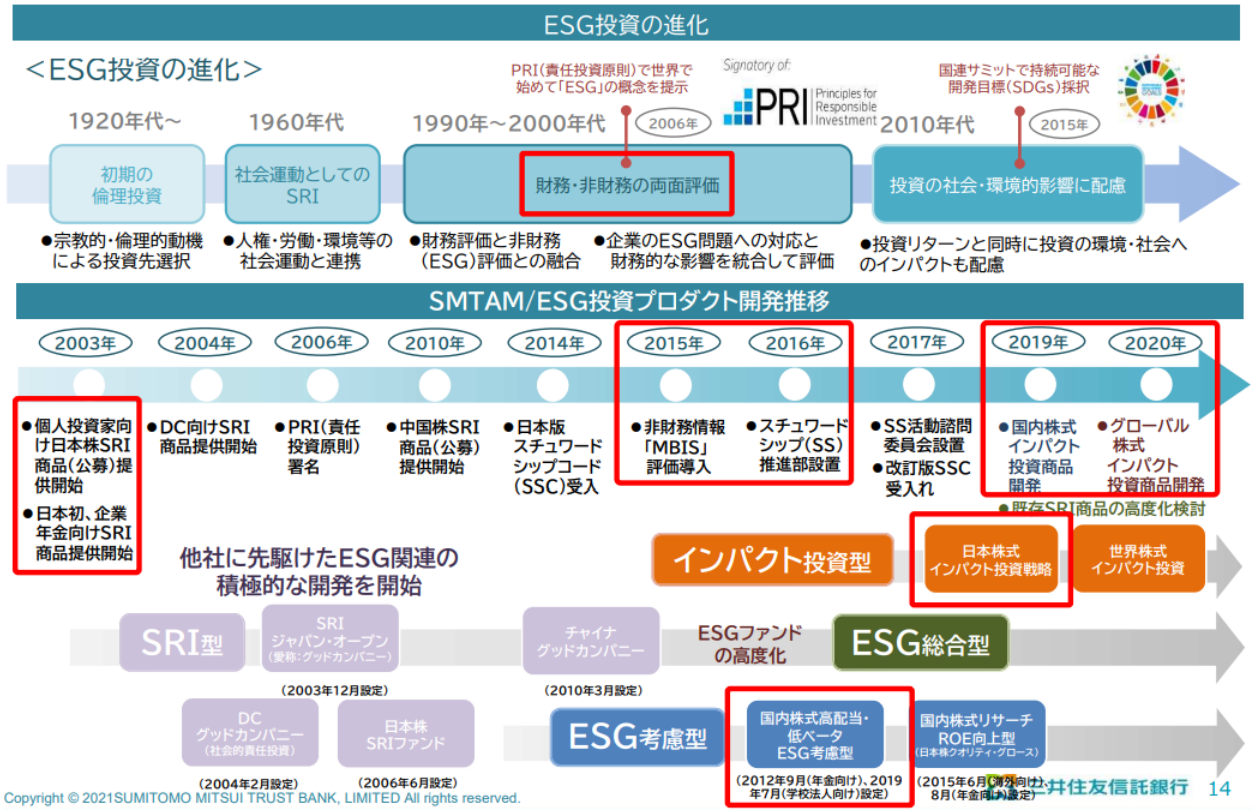


図 14 ESG 投資の進化

５)、となっており、ここまでは市場平均を上回るリ ターンで推移している。この傾向が長期に亘って継続できるかどうかが鍵となる。

一方、「社会的リターン」については、受益 者限定の「インパクトレポート」を年１回発行し、個別企業毎に設定している KPI とその実績、注目銘柄のエンゲージメント事例(ポジティブ・ネガティブ)、ファンド全体の CO2 排出量などを開示し、実際の効果を検証頂けるようにしている。

③ 日本株式高配当＆低ベータ

次に、2021 年３月に SuMiTAM で設定した「日本株高配当低ベータ・ESG 考慮型（私募投信：単位型での設定につき、募集終了済)」をご紹介する。

基本的には純粋な株式投資がベースになっている。もともと 2012 年から運用していた戦略をベースにしながら、最終ポートフォリオを構築するプロセスの中に、ESG の観点からリスクのある銘柄を排除する ESG 評価を加えることで商品化し、このファンド名も、「ESG 考慮型」とした。

従って、「インパクト投資」のような ESG 投資とは位置付けが異なる。インパクト投資は、SDGs に基づく企業の成長性に着目し、中長期投資で株価の上昇を狙っているので、その分、配当利回りは 1.0～1.5%程度（注５）と低い。しかしながら、公益財団法人や学校法人の皆さんから、事業運営上、配当利回りにも期待した投資を行いたいという声がある中、配当利回り重視の株式投資に、ネガティブスクリーニングという形で、ESG の要素も考慮するこのファンドが生まれた。

配当利回りは、現在 3.0%程度(注５)。財団等の中には、自ら個別株に投資をしておられる方もいるが、コロナ感染症拡大の影響などを背景に、配当の原資となる企業業績が劇的に変化する中 で、いかに安定配当が享受できるかがポイントになる。このファンドの場合、専任の企業アナリストが、投資対象先の企業業績をもとに、増配の期待値だけでなく、減配リスクを常にウオッチしている。

こうした専門家による調査機能や銘柄選定能力を活かし、銘柄分散・業種分散の効いた株式ポートフォリオに投資できることが、投資信託を活用する外部委託のメリットのひとつと考えている。

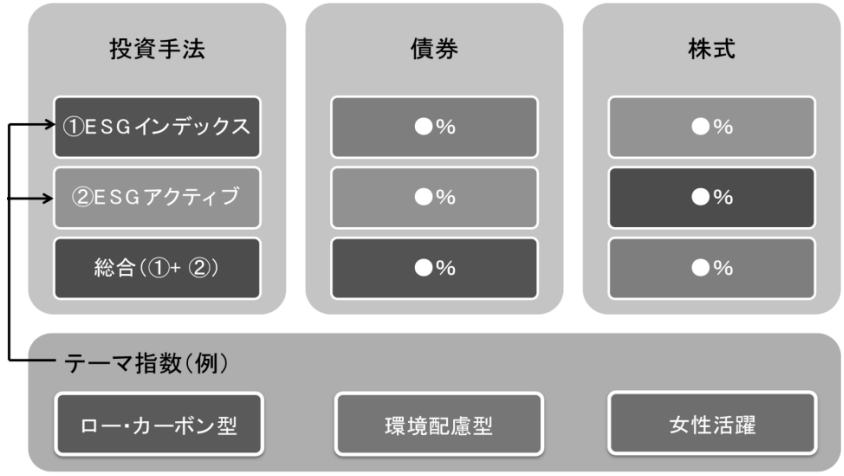


図 15 ESG マルチアセット戦略協議事項例

④ ESG マルチアセット戦略(注２)

この戦略は、債券や株式を組み合わせたマルチアセット戦略（バランス運用）を私募投信で組成することを想定したものである。

実際の投資にあたっては、ポートフォリオの目標利回りや資産配分、投資手法(インデックス、アクティブ、複合)、テーマ性（環境配慮型、ローカーボン型、女性活躍等）など、事前に協議すべき項目が、単独資産に投資する場合と比べて多くなるが、運用人員が限られた体制の中で、複数の資産に投資するには、こうした投資信託（委託運用）を活用するメリットがあると考えている。

最近では、財団をはじめとする非営利法人のみならず、プロ投資家である地域金融機関でも、運用人員が限られた中で、このマルチアセット戦略に注目し、投資信託を活用する動きが増えて

いる点は参考にしたい。

少し話はそれるが、EU では、ESG 投資に注目が集まる中、SFDR（金融機関に対して持続可能性に関する情報開示を求める規則）に準じて、金融商品を３つに分類し、それぞれ必要な情報を開示する動きがある。本研究会においても、今後の議論では、この SFDR の「８条」「９条」に該当するような投資を考えていくのだろうと考えている。

当社でも、企業年金向けの ESG マルチアセット戦略の組成に向けて、検討を進めているところであるが、このマルチアセット戦略については、ESG 投資に関する基準や規制について議論が先行している欧州を参考にするという観点から、欧州の運用会社である BNP パリバアセットマネジメント（BNP パリバ AM）と協議しているマルチアセット戦略の一部を紹介したい。

この戦略に採用する候補として、債券や株式 のラインナップが複数あるが、それぞれ BNP パリバ AM が独自に算定している「ESG スコア」や「カーボンフットプリント（注６）」があり、「SFDR に基づく分類（８条か９条か）」、「過去３年間の年率リターン」「テーマ」等が示されている。

前述の通り、マルチアセット戦略を検討するにあたっては、予め協議すべき項目があるが、 今回はご参考までに、２つの組み合わせ事例を紹介したい。

まず１つ目が「ロー・カーボン型」のテーマに着目した「インデックス運用」によるマルチアセット戦略。株式と債券の比率を、それぞれ 25%、75%とし、「ベンチマーク」を MSCI ワールド株式指数（25%）と、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル債券総合指数（75%）の構成で、運用した場合のバックテスト・シミュレーションを行い、リスク・リターンを比較検証した（図 16）。

リスクは同水準であったが、リターンは僅かながら「ロー・カーボン型（インデックス運用）」の方が高く、「ESG スコア」「カーボンフットプ リント」においても、「ロー・カーボン型」の優位性が確認できる。この結果から、「ロー・カーボン型」は、インデックス運用をベースにしたポートフォリオで、コスト（信託報酬）を抑えながら、グローバル分散投資による市場リターン（経済的リターン）を享受する一方、ESG 関連のスコアを改善していくことで社会的リターンも追求していくという意義が確認できる。

もうひとつが、「環境配慮型」のテーマに着目した「アクティブ運用」によるマルチアセット戦略である。資産配分やベンチマークは、「ロー・カーボン型」と同条件で運用した場合のバックテスト・シミュレーションを行い、リスク・リターンを比較検証した（図 16）。

アクティブ運用をベースにしている分、リスクとリターンはどちらもベンチマークに比べて高くなっているが、シャープレシオは、インデックス運用を上回っている。また、ESG 関連のスコアも改善しており、社会的リターンという観点からの投資意義も確認できる。

⑤ 同指数連動債（仕組債）（注２）

④ESG マルチアセット戦略は、投資信託での組成を検討しており、投資家によっては、時価変動が許容できない方もいると思う。先の 2017 年に公益法人協会が行ったアンケート結果を見ても、仕組債への期待の高さが伺える。そのような投資家には、「ESG マルチアセット指数」のパフォーマンスに応じて適用利率（クーポン）が享受できる仕組債も検討候補の一つになると考えており、組成を検討している。

ロー・カーボン型(インデックス運用)

期間:2014年12月末～2021年6月末
円ヘッジ付き/月次リバランス

	当モデル・ポートフォリオ	ベンチマーク
年率リターン	4.1%	3.8%
年率リスク	4.1%	4.1%
シャープ・レシオ	1.01	0.94
BNPパリバESGスコア	59.3	54.5
カーボン・フットプリント	15.5	104.3

環境配慮型(アクティブ運用)

期間:2017年9月6日～2021年6月末
円ヘッジ付き/月次リバランス

	当モデル・ポートフォリオ	ベンチマーク
年率リターン	4.9%	4.2%
年率リスク	4.7%	4.3%
シャープ・レシオ	1.08	1.00
BNPパリバESGスコア	75.0	54.5
カーボン・フットプリント	28.2	104.3

出所：MSCI、ブルームバーグ、BNP パリバ AM、2021 年 6 月末時点。
上記はご参考情報としてバックテストによる結果を示したものであり、将来の投資成果を保証するものではありません。当モデル・ポートフォリオの数字は費用控除前です。

図 16 マルチアセット戦略事例バックテスト

一般的な為替の仕組債は、適用利率（クーポン）が、為替の水準によって決まるが、この戦略は、ESG マルチアセット指数連動債なので、同指数のパフォーマンスに従い、適用利率が決まるという仕組みになっている。ただ、同指数のパフォーマンスがマイナスゾーンの場合は、予め設定していた下限利率が適用される前提となる。

ESG 投資への間接的なアプローチにはなるが、投資家の運用制約に応じた対応策として検討していく意義はあると考えている。

なお、信託社債のスキームについても簡単に説明しておきたい。投資家から頂いた資金を信託銀行（受託銀行）である当社が発行する信託社債でお預かりし、その資金で、証券会社から仕組債（ESG マルチアセット指数連動する仕組債）を購入。その仕組債から得られる元本と利息が投資家に還元されるというものである。

また、信託社債を集団投資スキームとして紹介した理由は、少人数私募債として、複数の投資家が同時に、同条件で、この仕組債に投資することができるということによるものである。ちなみに、信託社債は金商法２条第１項に定める有価証券に該当しており、会計上も、普通社債と同じ有価証券として取り扱いが可能である。

⑥ 英国上場インフラファンド(注３)

次に、2021 年３月に SuMiTAM で設定した「英国上場インフラファンド（私募投信)」をご紹介したい。

インフラファンドは、発電所・道路・鉄道・ 学校・病院などの社会基盤（インフラストラクチャー）に投資し、そのインフラから得られる収益が、主なリターンの源泉となる。事業会社を投資対象とする上場株式や上場 REIT に比べ、比較的景気変動の影響を受けにくい特性があることから安定配当への期待が高く、また、SDGs への関心が広がる流れも受けて、再生可能エネルギー事業や公共インフラ事業に対する投資家の注目度も高まってきている。

ただ、インフラファンドにも特有のリスクがある。そのひとつが、事業運営リスクである。これは、サービス提供先の需要や運営者の事業運営能力等による収益変動リスクと、実際に施設が完工し、正常稼働するかといったリスクを指しているが、より安定収益を期待するのであれば、できるだけ稼働済案件の比率が高い方が望ましい。

次に、政治・規制リスクがある。社会的に不可欠なインフラ事業については所在国政府の政策・法制度・規制・許認可等の影響を色濃く受ける中、政治的な不安などが原因で、制度・規制などの事業環境が大きく変わってしまうリスクである。このリスクを低減するには、欧州などのようなできるだけ政治及び法制度が成熟・安定した市場を選択することが望ましい。

そして、もう一つは、流動性リスクである。インフラファンドは、一定期間解約ができないクローズ・エンド型で投資するケースも多いが、流動性リスクを低減する方法として、上場インフラファンドを投資対象とすることも選択肢として考えられる。これらのリスク軽減を考慮したのが、「英国上場インフラファンド」である。このファンドは、ロンドン証券取引所に上場している「HICL（通称：ヒクル）」と「TRIG（通称：トリグ）」という２つの投資法人を投資対象とし、概ね 50 対 50 の割合で投資するファンドである。「HICL」は病院や学校、交通機関（道路・鉄道）、水道関連などの 100 件以上のインフラ施設、「TRIG」は再生可能エネルギー（太陽光・陸上風力・洋上風力・蓄電池等）に特化した 70 件以上の事業に投資している。

それぞれの配当利回りは、概ね 4.5%～ 5.0%前後（為替ヘッジコスト控除後）（注５）。どちらも、日本だけでなく、海外の投資家からも投資意向が強まる中、年々資産規模が拡大しているが、一口当たりの配当も着実に拡大してきたところは注目したいポイントのひとつ。

また、累積リターンの構造にも特徴がある。リターンの寄与度が、「キャピタルゲイン＜インカムゲイン」という構造で、インカムゲインの寄与の方が圧倒的に大きい。さらに、両ファンドの標準偏差は 9.0～10.0%程度。一般的に、上場株式や上場 REIT の指標（インデックス）における標準偏差（価格変動リスク）は、20%～25%程度であることを考えると、このファンドは、相対的に価格変動リスクも低いことが分かる。従って、このファンドは、キャピタルゲインの高さよりも、インカムゲインに期待する投資家向きと言えるかも知れない。

なお、一般的にインフラファンドは、債券や株式などとの相関も低いことで知られているので、既に、債券や株式、REIT といった資産に分散投資をしている投資家には、インフラファンドを組み入れることで、ポートフォリオ全体のリスクを抑える効果も期待できるため、このあたりも魅力のひとつかと思う。

こうしたインフラ資産への投資は、「3.すべての人に健康と福祉を（病院）」、「4.質の高い教育をみんなに（学校）」、「7.エネルギーをみんなに、そしてクリーンに（再生可能エネルギー）」、「13.気候変動に具体的な対策を（再生可能エネルギー）」など、SDGs 目標への貢献にも繋がることから ESG 投資としての側面もあり、四半期毎に作成する報告書にもその具体的な貢献内容を掲載している。

⑦ 国内インフラファンドについて

日本も 2050 年のカーボンニュートラル達成に向けて動き出した中、当社はインベストメントチェーンの活性化を担う運用機関として、投資家（アセットオーナー）のご資金を、持続可能な事業を展開する事業会社等に投資することで、「社会的価値」と「経済的価値」、双方の創出実現

を目指している。

例えば、投資家に、再生可能エネルギーなどの優良な資産・事業を投資対象とする投資機会をご提供する過程で、当社がその劣後部分を保有したり、シード資金の供給を通じて、専業信託銀行の強みを活かした“信託銀行型金融仲介機能”による、取り組み易さを提供するなど、社会課題解決に資する資金の好循環を投資家と共に創造していきたいと考えている。

実際、2018 年４月に組成した「国内再生可能エネルギーブラウン１号ファンド（募集終了済）」では、当社が建設段階・未稼働段階の太陽光発電・風力発電のプロジェクトに先行投資するファンドを伊藤忠エネクスと共に立ち上げ、まず当社が開発のリスクを取り、安定稼働した後にブラウンファンドとして投資家への投資機会を創出し、年金基金や国内金融機関の投資資金を受け入れる、という案件を実現している。

⑧ 再エネブラウン２号ファンド（注２）

こうした経験を踏まえ、現在、同２号ファンドの組成を検討している。同１号ファンドは、FIT 制度を活用した再生可能エネルギー案件として、投資期間＋20 年としていたが、投資家によっては、投資期間が想定よりも長すぎて投資頂けなかった例もあった。

そこで、同２号ファンドでは、投資期間を７年程度に短期化し、利回り１％台後半を期待できるような商品へのアレンジを検討中である。この戦略は、取引先大手事業者、特にユーティリティ企業が、自社の CO2 排出を相殺するために将来にわたって再エネ発電施設の取得ニーズがあり、今から設備を確保しておきたいというニーズがあること、そして、投資家はより短い期間で再生可能エネルギーへの投資案件に分散投資したいというニーズがあることに着目し、双方のニーズをマッチングしたものである。

そして、この戦略の最大の特長は、７年後の売却条件について、大手事業者との間で予め取り決めをすることで、売却時の価格下ブレリスク抑制を目指している点である。利回りは市場売却前提で長期投資する一般的な案件よりも低下するが、７年程度の債券的特性を有する資産への投資として検討することができるのではないかと考え、弊社ならではの戦略として検討を進めている。

⑨ 国内総合型インフラファンド（注２）

この戦略は、これまでの当社の投融資経験を活かして、地域経済の健全な発展や日本経済の持続的成長への貢献と投資家への投資機会の提供を目指し、国内インフラ市場に精通するパートナー企業と共同で国内インフラに投資する総合型ファンドの組成を検討しているものである。

当社は、これまで各地の空港や水道、アリーナなどのインフラ関連のファイナンスや投資ノウハウを蓄積しており、これを活用して各地域の重要インフラプロジェクトや関連するインフラ企業に幅広く投資する予定である。

上場株式市場や景気変動に左右されにくい長期安定キャッシュフローの追求と SDGs・ESG の観点から社会課題への貢献が期待できる投資としてご検討頂けるものにしていきたいと考えている。

⑩ ESG 合同（合同運用指定金銭信託）

最短１か月～５年程度まで、投資家の短中期の運用ニーズが高まる中、当社の合同運用指定金銭信託（合同金信）のお取り扱い残高は、１兆円を超える規模に成長した。財団法人はもちろん、

学校法人、健康保険組合など、安全性を重視する投資家からもこの商品への投資を頂いている。

スキームは、お客さまからの資金を合同して、金銭信託でお預かりし、その資金を住宅ローン債権・携帯電話の割賦債権・企業向けの貸付金等に投資をして、そこから得られる利金等が投資家に配当として還元される仕組みである。

その中でも、丸紅がスポンサーとなっているユナイテッド・アーバン投資法人、イオンがスポンサーとなっているイオンリート投資法人への貸付金を投資対象とした合同金信については、貸付金等に対してグリーン認証を取得し、所謂 ESG 関連商品として提供した。

尚、当該貸付金等に対して格付会社からグリーン認証を取得できた理由は、各投資法人が、合同金信を通じて調達した資金の使途を、環境配慮がなされている物件への取得や、リファイナンス（ローンの借り換え）等に限定したことによるものである。

今後は、国内の再生可能エネルギー施設へのプロジェクトファイナンスなども投資対象候補に成り得るかも知れない。

⑪ GPIF の動き

最後に、同じ公的セクターの投資家動向として、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の取り組みに触れておきたい。

GPIF では、低金利による運用難から、債券の保有比率を減らし、株式やオルタナティブ投資の比率を上げていることはご存知の方も多いと思う。

公表内容からは、ESG をテーマとする内外の株式投資や、インフラストラクチャー投資をはじめとするオルタナティブへの投資が増えていることが分かる。例えば、オルタナティブ投資については、1 兆円を超える規模まで徐々に拡大しており、安定キャッシュフローが期待できる投資の一つとして、注目している様子が伺える。その投資の中心が、インフラファンドであり、こうした公的セクターの動きも参考にしたい。

注１：本レポートでご紹介する商品（戦略）については、予告なく内容が変更となる可能性があること、また、必ずしも商品組成をお約束するものではありません。
注２：本戦略の組成は未定であり、当社の判断により組成されない可能性があります。
注３：商品概要（詳細）については、弊社法人営業窓口にご照会ください。

	英国ｲﾝﾌﾗ投信ﾌｧﾝﾄﾞ（為替ﾍｯｼﾞあり） （一般投資家私募/適格機関投資家転売制限付）	日本株式インパクト投資ファンド （一般投資家私募／適格機関投資家転売制限付）
区分	オルタナ	アクティブ
設定日	**2021/3/15**	**2021/3/12**
信託報酬（税抜）	**0.50%**	**0.60%**
（うち委託会社分）	**0.44%**	**0.50%**
（うち販売会社分）	**0.03%**	**0.05%**
（うち受託会社分）	**0.03%**	**0.05%**
その他費用（税抜） （会計監査費用）	300億円未満の部分：0.0050% 300億円以上の部分：0.0005%	300億円未満の部分：0.0050% 300億円以上の部分：0.0005%
備考	ファンド全体の購入申込金額と換金申込金額の差額の絶対値が20 億円(相当）に達した時点で、その日の申込受付を終了します。	-
注文締切時間	購入・解約とも毎週第1営業日（申込不可日の場合、翌営業日）の11：00まで	購入は15:00まで・解約は11:00まで
基準価額適用日	購入・解約ともに注文日の翌営業日(T+1)	購入・解約ともに
約定連絡票送付日	購入・解約ともに注文日の翌々営業日(T+2)	購入・解約ともに
購入単位	1億円以上1円単位または1億口以上1口単位 ●上限：5億円相当	1億円以上1円単位または1億口以上1口単位
購入手数料	-	-
購入代金受渡日	購入注文日の翌々営業日(T+2)	**0**
解約単位	1口単位　●上限5億円相当	1口単位
解約手数料	-	-
解約代金支払日	解約注文日から起算して14営業日目(T+13)	解約注文日から起算して営業日目()
注文受付制限	-	-
注文受付不可日	①ロンドン証券取引所の休業日およびロンドンの銀行休業日 ②申込日当日から起算して14営業日までの期間中、上記に記載する休業日が３営業日以上ある場合	-
信託財産留保額	解約時 ：0.30%	なし
決算日	年4回	年回
	原則、毎年1月、4月、7月、10月の各20日	原則、毎年
分配金支払日	決算日から起算して2営業日目(V+1)	決算日から起算して営業日目()
繰上償還	次のいずれかの場合には、委託会社は受託会社と合意の上、信託契約を解約し、信託を終了させること(繰上償還)ができます。 ①受益権の口数が30億口を下回ることとなった場合 ②ﾌｧﾝﾄﾞを償還することが受益者のために有利であると認める場合 ③やむを得ない事情が発生した場合	

注４：SDGs 貢献が株価ドライバーとなる銘柄に集中投資するスタイルであり、個別銘柄リスクに伴うリターンの変動幅が株式市場の変動幅に比べて、大きくなる可能性があります

注５：2021 年 9 月 30 日基準

注６：商品やービスの原材料調達から廃棄・リサイクルに至るまでのライフサイクル全体を通して排出される温室効果ガスの排出量を CO2 に換算して、商品やサービスに分かりやすく表示する仕組み

６．第５回 ESG 投資研究会「小規模財団におけるESG投資の導入とその効果」

（公財）公益法人協会では２月７日、第５回「公益法人 ESG 投資研究会」を開催した。当日は、（一財）リープ共創基金代表理事・加藤徹生氏が「小規模財団における ESG 投資の導入とその効果」をテーマに講義を行った。

（１）はじめに

2015 年に財団を設立した。財団としては 63 名の市民から約 300 万円の資産を託して頂いた小さな市民財団である。その後５年、６年が経過し、最近は休眠預金の財源も預かり、財団活動を広げている。

今日の結論になるが、長期的な資金提供をすれば、市民社会の活力や社会的な成果が挙げやすくなる。さらには、資産運用のポートフォリオと助成のポートフォリオというのは本質的には変わらず、双方を理解することで、より本質的な財団活動につなげることができると理解している。

◇講師プロフィール◇
加藤徹生（一般残団法人リープ共創基金代表理事）
アジア及び日本におけるソーシャルビジネスおよび非営利組織の事業開発に携わり、これまで約５億円を提供し、計 48 社の事業開発及び変革を支援。東日本大震災の復興支援を経て、財団法人を設立し、東北、日本、アジアでの「社会的投資」を手がけてきた。AERA「アジアで勝つ日本人 100 人」に選定。著書に「辺境から世界を変える」（ダイヤモンド社 2011 年）

（２）当財団の運用モデル

当財団は、若干変わっており、篤志家から資金を預かり運用をして、運用成果を市民・NPO に還元をするというモデルを取っている。運用益は一部再投資をしながら助成に永続的に流れる仕組みである。従来、運用なしの財団が多かったが、運用をすると、助成が継続的にでき、かつ拡大できるというのがあらためて得た大きな学びだ。

ターゲットとなる運用益は４％を超えている状況が続いているが高すぎる運用益は狙っていない。

もちろん、非営利の財団法人として課税はないが、様々なコストがかかるため、管理費は運用益の中から拠出させていただいている。また、一部財源は保留されるものの、それを除いた運用益の全てが助成されるというメカニズムである。この近年のアメリカの財団から学んだ。例えば、日米を単純に比較してみても、助成額では 73 倍違うが、資産規模を見ると、20 倍に過ぎない。なぜ、このような違いが生まれているのかというと、恐らく、ひとつは資産の運用の効率が低いことが直結しているであろう。

本モデルの実現のきっかけは、財団をつくる前に、3,000 万円の遺産を教育機会に恵まれない子どもたちのために使ってほしいという相談からであった。NPO に直接寄附をすると１年や２年で使い切ってしまうがどうするのが良いかと相談を重ねた結果、当財団で基金化をしましょうかという話になった次第である。

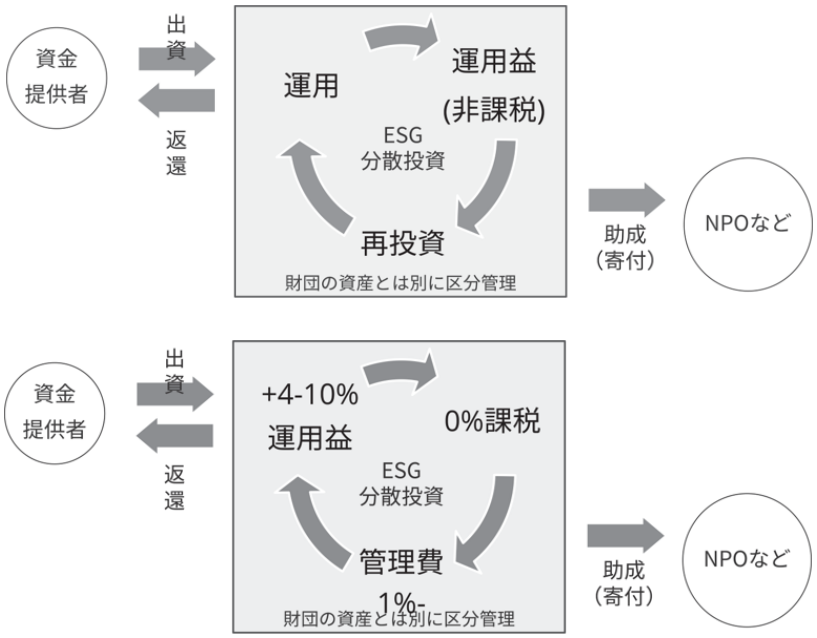


図 17 運用モデル

結果、6 年間ほどで 1,400 万円ぐらいの運用益が出た。関西の NPO 法人にまず助成を行い、その後も助成が続いており、かつ使い道もきれいだということで、親族全員が安心できたというのが、大きな価値であった。

やってみて分かったことは、運用益が出ると何度でも助成することができ、そうすると次の使途はどうするかという話が自然に出るということだ。基金の目的自体も発展していく。運用額に関しては、6 年強で、当初元本は 3,000 万、年度単位では元本割れはなく、コロナ禍のタイミングでも内部の留保で対応でき、結果として安定運用ができた。現在評価額としては、4,450 万円となっている。この評価益の増加額の部分が助成の原資になっている。

（3）当財団のポートフォリオ

現行の運用ポートフォリオに関しては、株式が中心である。いろんな意見があると思うが、基金として長く預かる前提で、ここはリスクを取っている。あくまで、中長期でリスクをコントロールできればいいという結論に達している。ただし、海外債券を組み入れながらリスクのバランスは取っている。

この結果、国内株式が 35%、海外株式が 35%、海外債券（米国債券）が 30%程度である。もう少し債券の割合を高くすることを検討しているが、現行ではこの形で運用している。また、許容リスクのモニタリングをしており、10%を切っているような段階である。

（4）投資対象ファンド

具体的には次のファンドに投資している。

①「結い 2101」

鎌倉投信という日本の独立系の投信が運営しているファンド。経済性と経営理念、もしくは社

会性を両立させるというようなファンド組成になっている。いわゆる「レスポンシブル・カンパニー」で、経営がしっかりしていて、社会にもきちんと貢献するという方針を持っている会社にだけ投資をする企業である。10 年平均のリターンが 7.82%でリスクが低いのが特長だといわれている。管理費用は 1.1%で、丁寧なファンド運用を ESG でやっている中では比較的安くて、小ロットで買えるというのが特長である。ただし、CO２の排出量のような環境インパクトはまだ計算されていない。

表５ ポートフォリオ詳細

	結い2101	ETHO	NUBD
運用会社	国内独立系投信	米国金融ベンチャー	米国大手金融会社
ESG方針	経営理念と経済性の両立	脱化石燃料	ESGスクリーニング
投資対象	国内上場企業株式	米国上場企業株式	米国債券
運用通貨	円	ドル	ドル
平均リターン	7.82%（10年平均）	16.59%(5年平均)	3.25%（3年平均）
配当	再投資のみ	0.74%	2.09%
管理費用	1.1%	0.48%	0.15%
リスク（年率）	8.97%（5年）	17.42%（5年）	3.77%（3年）
CO2排出量（tCO2/$M Sales）	N.A	54.13	296.38

②ETHO

アメリカの金融ベンチャーが立ち上げたファンドで、化石燃料を扱う企業には一切投資をしませんというポリシーを掲げている会社で米国の環境ファンドの先駆けの一つだとされている。運用通貨はドルで、アメリカの上場株式、特に IT ベンチャーが投資対象として多く平均リターンが高くなる傾向がある。その分リスクも大きいため、債券や日本の株式を組み合わせながら、リスクをマネージしている。なお、アメリカの上場ファンドであり管理費用は安い。CO２排出量に関しては、米国の株式や債券の中では、かなり低めである。

③アメリカの債券ファンド

大手金融会社による ESG スクリーニングをきちんとしている債券ファンド。平均リターンが配当込みで 3.25%ぐらい、管理費用が 0.15%でかなり安い。このファンドは、「結い 2101」と「ETHO」の組み合わせの中で最適化するように組み込んでいる。債券ファンドであり、リスクは低く 3.77%と書かれているが、為替のリスクが入ると、もう少し上がると思う。CO２排出量に関しては、平均的な債券ファンドより低い。

（５）ファンドの選定理由

ファンドを選ぶ基準は、ESG に配慮しているかを一番のポイントとしている。数百本の ESG フ

ァンドの中でも、やはり形だけやっているところと、本気でやっているところ、ファンドの投資先企業に何か起こったときにきちんと投資を引き上げているか等で、内実の評価が変わった。

また、われわれは助成財団であり運用益は市民やNPO等に助成をするため、リスクが大きかったり、売り買いができない（流動性が低い）こともやはり問題であり、リスクと見ている。

さらに、経済面での評価である。経済的リターンが大きいほど、多くの費用を助成できるというのも前提である。この３つのバランスを見ながら、ESGファンドを選んできた。

（6）ファンド選定での課題

インパクト投資等、ESG投資のデータベースは、少しずつ英語圏では開示されるようになってきた。データベースを参考に世界で最も条件のいいものを探すようにしているが、日本でもこういうデータベースがあればよいと思う。

データベースの視点も、二酸化炭素の排出量、女性の参画、森林破壊をしない、人権を配慮する等、ランキングがずいぶんグローバルで見えるようになってきた。ESGのスコアや評価に関する情報は劇的に増えつつあるのだが、我々の経験上は、そもそも、ファンド運営企業がどういうポリシーか、ファンドマネジャーがどういう人かという点が一番重要であった。

（7）ファンドのモニタリング

われわれの法人は､投資やポートフォリオ管理が分かる人もおり､環境としては特殊であるが、恐らく皆さんの財団でもできることがあるだろうと思う。

リスク許容度は、株式中心のため年率 10%に設定をしている。リスク許容度は信託会社・投資会社と話をしながら設定をすればよいと思う。ESGリスク、ESGの方針もずいぶん変わってきており、うまくキャッチアップをしていくには配慮がいる。

リスク分散に関しては、非常にオーソドックスなリスク分散の手法を単純にやっているだけである。日本とアメリカで分散をする。債券と株式を分散する。購入時期も分散している。基本的には、四半期に１回、定期的なリバランスを行っている。

体制としては、ボードメンバーに金融出身者も複数名おり、恵まれてはいるが、運用ポリシーをボードメンバーと私で決め、運用判断に関しては、私と財務担当者でやっている。

（8）分散投資の考え方

まず重要視しているのは、国際分散だ。財団をつくる前に、日本の明治期の財団がずいぶん破綻したという歴史を勉強した。なぜ破綻したのかというと戦中のインフレによる資産価格の下落が要因だったという。だからこそ、円以外の資産にも分散をしていこうということを資産管理の前提に据えている。

もう１つは、天災で、例えば、関東大震災が起こったときに株式市場がどうなるかとか、円がどうなるかということは、やはり中長期の投資をする財団としては考えたほうがいいテーマだと思っている。そういう意味で、国際分散をしている。今は、ドルと円だけであるが、ユーロ建てのファンドにも興味を持っている。

また、資産クラスでは、株式と債券のバランスに加えて、マイクロファイナンス・ファンドに

も興味を持っている。債券に近い性質であり、試験導入をしたいと思っている。

将来的には、プライベートエクイティやベンチャーキャピタルへの投資を組みこむことが理想系だとされるが、現状では、まだまだ運用規模が小さく、実現には至っていない。

なお、株式市場の下落は、資産のクラス等を分散すること、国際分散で回避ができていると判断している。それぞれの株式ファンド、投資ファンド、数十社から数百社、分散して投資しているので、例えば、その中の１社が例えば破綻したとしても資産運用にはほぼ影響がない状況になっている。

（９）ESG 方針

ESG 投資の運営で重要なのは、ESG 方針だと思う。ネガティブスクリーニング、その次の段階でのポジティブスクリーニング、この２つはどのファンドでも実施していることが多い。その中で本当にやっている会社をどこまで選抜していくかは、ファンドを１本、１本見ながら考えている。

前回の研究会でもインパクト目標の設定の話が下島委員から出ていたが、まだまだ発展段階である。これからどう発展していくのかを見ている。

ESG 投資の水準というのは、ずいぶんと変わってきている。我々は ESG の水準を引き上げていくファンドに投資をさせて頂きたいと思っており、対話をしながら新しい基準を作っていくというのも公益法人の役割のひとつではないかと考えている。

（10）最後に

最初は、3,000 万の基金を設立するための小さな財団だった。その後、認知度があがり、休眠預金等活用事業にも採択してもらい、今年間２億円ぐらい助成をしている。

今まで 29 団体助成をしているが、助成だけではなくて、違う資金の提供方法も含めて、いろんな方から話をいただくようになった。いわゆる、助成財団というイメージから、ずいぶん役割が変わってきた。まだまだ、先輩方の財団に比べると、小さな主体ではあるが、役割として果たせることは少しずつ増えてきている状況にある。

日本の公共の資金というのは、「単年度予算の問題」が非常に大きいと思っている。現場を見ても、短期資金を１年区切りで、１年で成果を出して終わらせてしまうという話が多い。成果も小さいものしか出ない。短期的な変化しか出ない。そうすると、当事者の方へ支援が切れたりする。こんなことが非常に多い。

これをなんとかしたいというのが、我々の思いである。それにはやはり長期的な資金の流れが必要だし、それがあれば、現場の思考パターンももう少し長期的なものを目指せるのではないかと思う。そうすると、成果も大きなものになる。変化もより大きくなる。そのようなことを信じながらやっている。

最後になるが、ESG 投資というのは、エコシステムの問題も非常に大きいと思っている。お金を預かる以上、属人的な判断に依存しない仕組みをつくり上げることは重要だ。ガバナンス、会計管理、取引にいたるまでのプロセス整備を行った上で、ようやく安定した資産の運用が可能になる。

これまでは、優良な債券を保有し、配当益を利用する運用だったので問題は少なかったが、これをポートフォリオ管理するとなると、より属人性が強くでる。これをどう考えていくかというのは大きな課題である。個別の財団だけではなくて、ひょっとすると公益法人という業界全体のシステムの問題かもしれないと思っている。専門人材がどういう形でプールされていくか、ガバナンスやリスク管理体制はどうか、外部のアドバイザーはどうかなどの論点も存在する。

そのほか、ESG ファンドの優良なデータベースも必要ではないだろうか。日本で ESG ファンドが広がらない原因は、一般財団法人や公益財団法人が積極的に運用してこなかったこともあるのではないかと思っている。

７．ESG 投資研究会共催新春特別講演会「気候変動予測の現状と今後の展望」

公益法人協会では１月 25 日、ESG 投資研究会が共催する新春特別講演会をオンラインにて開催した。「気候変動予測の現状と今後の展望」をテーマに、国立研究開発法人・海洋研究開発機構（JAMSTEC）の環境変動予測研究センター・センター長である河宮未知生先生にご講演をいただいた。当協会会員をはじめした関心のある方々約 100 名が視聴した。

（１）はじめに

本誌でも既報のとおり当協会では「公益法人 ESG 投資研究会」を発足し、公益法人ならではの資産運用、投資のあり方や手法を研究しており、その中で ESG について、その大枠を学んでいく必要があるということから、今回のテーマ設定となった。

気候変動による異常気象、多発する災害、温室効果ガスの排出など人為的な要因による地球温暖化、あるいは脱炭素社会実現といった環境対策のニュースは途切れることがなく、また、これらに関して、昨年、ノーベル物理学賞を眞鍋淑郎氏が受賞し話題となった。それは地球の気候を解析する手法を開発し、大気中の二酸化炭素濃度の増加が地球温暖化に影響することを実証した業績によるものであった。

ESG の中でも、そうした環境（E）が私たちにとって一番身近な関心事といえることから、地球温暖化や気候変動予測について専門家である河宮先生をお招きした。

◇登壇者プロフィール◇
河宮未知生(国立研究開発法人海洋研究開発機構 環境変動予測研究センター センター長)
1969 年名古屋生まれ。1997 年東京大学大学院博士号（理学）取得。独キール大学海洋学研究所研究員を経て現職。IPCC データタスクグループメンバー、IPCC 国内幹事会副代表などとして活動。著書『シミュレート・ジ・アース』(2018 年、ベレ出版)、『異常気象と温暖化がわかる～どうなる？気候変動による未来～』(監修、2016 年、技術評論社）ほか。

（２）温暖化研究の最前線で活躍

人類の生存、地球の存続、持続可能な社会に大きな影響をあたえる気候変動については、昨年、国連気候変動枠組条約第 26 回締約国会議（COP26）で、気候変動の悪影響を回避するのに必要な水準に至るためには、今から 2030 年までの 10 年間の取組みが重要とされた。

河宮先生は、温暖化予測モデルの開発などを担われ、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）の国内幹事会の副代表で政府代表団メンバーでもある。温暖化研究の最新成果をまとめ気候変動への対応を検討するうえで最も信頼のおける基礎資料として、上記 COP26 などで国際的な政策や交渉に影響をあたえる IPCC 評価報告書の作成にも関わるなど気候変動予測研究の最前線で活躍されている。

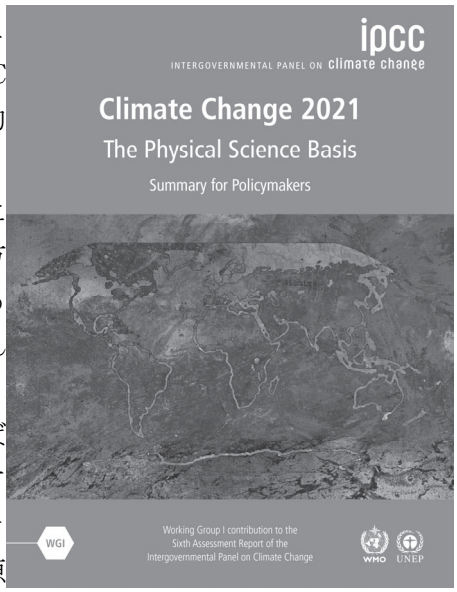
（３）地球温暖化予測

１）IPCC 第６次評価報告書（AR６）

「人間の影響が大気、海洋および陸域を温暖化させてきたことは疑う余地がない」と、2021 年８月９日に公表された IPCC 第６次評価報告書（AR６） の通読用「政策決定者向け要約（SPM)」の最初の見出しで明記された。

2013 年の第５次評価報告書では「可能性が高い」といった確率的な表現がもちいられたが、 今回のような断定的書き方は、人為起源の温暖化が、確率的表現が不要な“事実”であることを示しており、微妙な表現の違いかと思われるかもしれないが、このような記述は大変なことであると述べられた。

「地球が自転していることは疑う余地がない」と言われればすんなり入ってくるが、「地球が 自転している確率が極めて高い」と言われると首を傾げるだろう。この差は非常に大きく、断定するということはとても勇気のいることで、人為起源の温暖化は地球の自転と同じ次元で捉えるべきレベルに入ったとした。



IPCC 第６次評価報告書

２）CO_2排出が温暖化の主要因

大気中の CO_2（二酸化炭素）濃度の増加が、温暖化の主要因であり、人間活動による CO_2排出量は増大し、この 40 年でほぼ倍増しているという。石炭や石油といった化学燃料によるものが大勢だが、森林伐採を主とした土地利用による CO_2排出が全体の 15%あることにも注意をはらう必要がある。さまざまな地球環境のシミュレーションを行うが、その一つに CO_2排出にともなう海氷分布と海面水温をみていくと、2000 年代後半には夏の北極海は氷のない“普通の海”となり、北極圏の温暖化が激しいのは海氷の消失が大きな原因の一つであるとした。

（４）昇温予測

１）将来シナリオ

1850～1900 年を基準とした地表面気温（地球全体の平均）の変化をみていると 19 世紀後半との比で現在は約１℃昇温しており、将来の昇温予測をしてみると、CO_2排出が最大である時、2100 年時点で５℃近く気温が上がるであろうと述べられた。

この５℃が感覚としてどの程度あるかと言えば、およそ２万年前の氷期の地表面気温が現在より５～７℃低かったと考えられているそうだ。

氷期といえば、分厚い氷河とマンモスが闊歩しているようなイメージを私たちは抱いているだろう。温暖化がはじまると長い間続いた寒冷期が去りマンモスも絶滅するなど地球の気候と生態系に甚大な影響をおよぼしたわけである。その温暖化による気温上昇が５～７℃ということであれば、2100 年までに５℃近く気温が上がるということは、その時の地球に与える影響は一体どれほどのものになるのだろうか。

２）CO_2排出分だけ、気温も上がる

CO_2排出量の過去データをもちいて将来想定をしてみると、どれだけ抑制しようがどのシナリオの予測結果も一直線上に右肩上がりに気温は上がっていくという。これの意味するところは、排出しただけ気温は上がるということ。

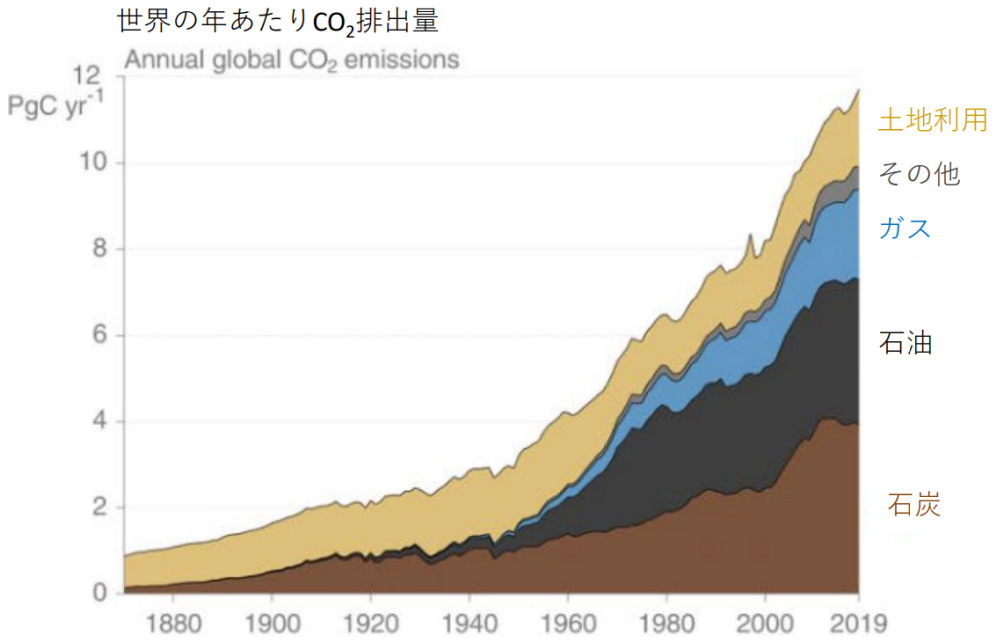


図 18 世界の年あたりの CO_2 排出量

（講演会資料より。AR6,Ch5,Fig.5.5）

つまり、人為起源による温暖化の進行は、累積の CO_2 排出量に強く依存する。排出量をものすごく削減しようと地球環境に負荷をかけないように少しずつはき出そうとしても、非常に抑制的であっても排出している限り気温は上昇する。これは世界的にも合意がとれるようになってきていると述べられた。

本当に温暖化を止めようと思うのなら、本当に CO_2 排出を止めないといけないということだ（正味ゼロ排出）。

３）CO_2 排出抑制（カーボンバジェット）

昨年の COP26 において、世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて 1.5℃以内に抑える努力を追及することとなった。この 1.5℃という目標を達成するために CO_2 排出をどの程度までに抑えないといけないかという場合、今後の CO_2 排出量の上限値（カーボン バジェット）が算出できる。

抑制目標 1.5℃までに温暖化を抑えられる確率が 50%達成の「一か八か」でよいとするならば、今後 CO_2 排出量の上限を 500$GtCO_2$ までに抑える必要があり、70%達成の「大丈夫そう」をめざすならば上限値 400$GtCO_2$ 以下となる。現在の年間 CO_2 排出量が 40$GtCO_2$ だから 10 数年で 400～500$GtCO_2$ にまで達してしまうということなので、相当な努力を要することとなるということだ。1.5℃目標というのは非常に難儀であると言われた。

＊$GtCO_2$ とは、二酸化炭素を重さであらわした世界排出量。G（ギガ）は 10 億。

４）2050 年カーボンニュートラル

難儀であるといえば、カーボンニュートラルもそうだ。平均気温上昇 1.5℃という目標とともに、それを達成するために 2050 年までに CO_2 をはじめとする温室効果ガスの排出を全体としてゼロにするという「カーボンニュートラル」をめざすことも日・米・欧はもちろん世界中の国と地域で目標として掲げている。

上記のカーボンバジェットでみてみると、2050 年のカーボンニュートラル、つまり 2050 年までに直線的に CO_2 排出ゼロまで削減していった場合をシミュレートしてみてみると、その累積排

出量は 600GtCO₂となって、1.5℃目標達成の確率 50％となる 500GtCO₂を越えてしまっている。そうなると、1.5℃目標達成のためには、2050 年以降“負の排出”が必要になってくるとした。“負の排出”とは、人為的な CO₂吸収をいい、これを実現していく必要があるというのだ。

５）コロナ禍の気候への影響

コロナ禍により CO₂やその他の温室効果ガス、大気中の微粒子の排出は、一時的に最大で 20％減少したという。新型コロナウイルス感染症の蔓延は、温暖化防止のためにはいいこともあったと思えるかもしれないが、2020 年の CO₂排出は減少したとはいえ年率換算で７％程度で、残りの 93％程度は排出している。

先ほど述べたように、排出した分だけ温暖化は確実に進行するわけで、なおかつ、微粒子が減れば太陽光がよく通るため、むしろ温め効果のほうが大きかったのではないかという。

コロナ禍による経済活動の抑制によって、削減効果が７％程度であったということは、2050 年のカーボンニュートラルの実現のためにいかほどのことをすべきか、どれほど難しいことなのか(逆に)実感がもてたのではないか、産業構造の抜本的な変換が必要ではないかと述べられた。

（５）具体的展望（質疑応答より）

１）温暖化への適応と限界

「温暖化を防ぐのは実際問題難しい。温暖化の結果、プラスの効果もあるのではないか？」と、聴講者からの質問があった。

北海道やシベリアが温暖化により農地になれば、食料問題の解決にもつながるかもしれない。温暖化と人類の共存することもできるのではないか、というのだ。

それに対して河宮先生は、「温暖化への適応」もきちんと対応しなければいけないということで、取組みも進んでいると答えた。　降雨量が増えるから堤防をどうしようか、温暖化に合わせ農作物をどう変えていったらいいのか、そういったところでデータを活用、応用していこうという取組みがはじまっている。ただ、「適応の限界」があるという指摘もなされ、そのあたりの限界が見え始めているという報告もあり、適応の限界がどのあたりのところか、定量化されていくことがより進んでいくだろうと説明された。

２）排出ゼロは間に合うのか？

次に、「2050 年のカーボンニュートラルは実現するのか、間に合うのか？」という質問があった。CO₂を抑制するだけでなく、減らすために CO₂を吸収しなければいけないと言われている。

ただ、一気に吸収してしまうことにはならないが、さまざま技術が発達してきており、開発が進められてきている。「間に合うといいですね」とまとめられた。

7 ESG 投資研究会質疑応答(自由討議)

１．第１回 ESG 投資研究会

検討のポイント

（光定副委員長）せっかくの機会なので、公益法人の ESG 資産運用への問題提起として、研究会で公益法人が ESG 資産運用をやるべきか、やらないべきかの議論があってよい。

① 現在の ESG ブームは一過性の可能性がないかどうか。私見としては、そうでないと思っているが、議論があってよい。

② そもそも公益法人の資産運用で ESG を考慮する意義。公益法人なのだから考慮すべきという意見とリターンだけを追求すべきという意見もある。

③ ESG の考慮といった場合その手段。具体的にどんな金融商品であれば E（環境）や S（社会）に配慮することになるのか。ファンドと言われているものはほんとうに E や S のことを考えているのか。ESG 金融商品の見極めで、グリーンウオッシュの例も。

④ ESG 発行体の見極め方。例えば東京都の債券で E や S に関連することをやっているかどうかを見極める力があるか。グリーンボンドの発行体の見極め。レポーティング等でエンゲージメントしにくい。

質疑応答(自由討議)

（秋山委員）ささやかに ESG 投資を実施している。基本財産の運用収入のウエイトが高い構造のため、基本財産の安定運用に神経を注いでいる。

財団の設立時には、定款（設立時の名称は「寄付行為」）に安全かつ安定した運用で「日本国債」という銘柄まで書き入れなさいと言われた。が、運用は選択があってしかるべきであり、民間財団の運用として理屈にあわないことから、断固書き入れなかったという出自がある。むしろ、運用で何もしないことが問われる。

（鈴木委員長）公益法人改革後は自己責任原則であるはずなのに、未だに、基本財産の管理運用指針が存続しているとか、基本財産の運用は預貯金や国債等に限定されている、と勘違いしている人が多い。

（姫田委員）基本財産の株式以外を金融商品で運用しているが、格別 ESG 資産運用しているわけではない。純投資としてしっかり判断し、銘柄・カテゴリーの見極めをしている。一時的なブームに乗ってファンドを立ち上げるよりまず基本となる投資についてこう考えるというのが大事。アンケートの通り、多くの公益法人は残念ながら規模も小さく運用の専任担当者も置くところは多くない。公益法人全体でスタンダードな取組みをどのように考えるのか、ガイドラインのようなものがあるのかないのか、も考えてほしい。あまり、SDGS や ESG という言葉に上滑りしないでもらいたい。

（下島委員）公益法人にとって何が一番大事かと言えば、（公益目的）事業を継続していくことであり、その活動そのものが、公益に資するものだと思う。従って、ESG 投資が全てではなく、公益性の高い事業を継続する上で、何が必要かと考えたときに、その解決策のひとつとして

ESG 投資があるのかもしれない。本日の講義にもあった通り、GPIF も ESG 投資を推進しているが、(GPIF は) ESG 投資と SDGs の関係について、社会的な課題解決が、企業にとっての事業機会と投資家の投資機会を両立させるものとしている。公益法人にとっても、投資家として ESG 投資から得られるリターンを、公益性の高い事業に活かせるような取り組みを成立させたい。そして、その目的やニーズに沿って投資対象を選定し、金銭信託や投資信託など、信託の器を使った ESG 関連商品の組成を通じて何か貢献できることはないか知恵を絞り、今後、皆さんと一緒に議論できればと思っている。

(竹澤委員) 光定先生の問題提起で、これまで漠然と考えていたものが一つ一つ整理できそうである。ただ、公益法人の場合、持っている資金の性質から、単年度毎となり、なかなか長い目で見られない。またロスが発生した場合の問題がある。公益法人特有の財務に関する制約や特性といったところを解決しないといけない。

(光定委員) 株式運用ではボラティリティ (価格の変動) の問題が大きいと思う、従って、資金の運用の大半は、債券運用になっている。が、債券運用の中でも ESG には貢献できる。海外では評価を気にすることなく長期運用している例もあり、信託等の器の中で長期運用出来たらよいのでは等を漠然と考えている。

(太田委員) 光定先生の問題提起は研究会の論点出しになっていると思う。①公益法人だから ESG 投資を行うのか、②リターンのために ESG 投資を行うのか、どちらを前提にするかで論点は変わる。①の場合は、法人の目的によって E を重視するのか S を重視するのか異なることも考えられる。必要な管理体制も違うので、①と②どちらかに重きを置くのか、あるいは総論的に双方議論するのか。事務局の考えも聞きたい。

(竹井事務局) 難しいかもしれないが、ふたつともニーズがある。①の方は、すごいシンプルな話として、資産運用を通じて ES に貢献したいと考える法人。リターンはさほどなくとも、例えば社債を東京都のグリーンボンドに替えるだけでもいい。②の方は、リターンだけを追求したいとする法人。ただこれができる法人は公益法人全体の中でも数が少ないかと思われる。このほかに、ESG 商品では、プロとアマの違いも検討したい。機関投資家がプロなら、我々はアマ。金融機関の皆さんには、ESG の商品設計でアマの我々にもっとわかりやすく・簡明にしていただいて、市場を作っていただければという想いがある。

(川島委員) 運用商品の話は、会計処理の仕方で法人により状況が異なる。元本保証のない商品はその他有価証券に分類され、その場合期末に時価評価することになる。評価益を単年度の収入に繰り入れない法人の場合、いくら運用益が積み上がり評価益が得られても、単年度の収支相償の関係ではなかなかなか難しい。

(鈴木委員長) 先程来の話は、会計研究会の議論もある。法人の規模の問題で分かれており、必要とするところとそうでないところがあるので、分けて議論しないといけないのかもしれない。

参考、その他論点

＜公益法人における資産運用＞

(法人には運用の専門家がいない。担当者や責任者すら置かれていない等)。

⇒人がいないが、運用収益を得るため、安定的な自家運用をしなければならない。
⇒小口でわかりやすいもの、公益法人向けの集団運用スキームは考えられないか。
⇒助成型財団と事業型財団があり、それぞれ違う課題を抱えている。

(従来からの慣行として、元本保証のあるもの以外には運用しない等)

⇒非営利法人の資産運用に関する考え方やルールを明確にするのはどうか。
⇒国立大学法人での資産運用ガバナンスモデルが参考にならないか。
⇒「自己責任原則」でかつ「受託者責任原則 fiduciary investment standards」「慎重投資原則 prudent management」が重要。
⇒米国では統一法「UNIFORM PRUDENT MANAGEMENT OF INSTITUTIONAL FUNDS ACT」があり、これに基づき各州ごとに制定している。

＜公益法人にとっての ESG 投資について＞

(ESG 投資の考え方への理解や賛同等)

⇒公益法人が資産運用を通じて ESG に貢献する手法の理解が進んでいない。
⇒財政上の理由からリスク許容度の小さい法人でも ESG に貢献できるか。
⇒ある程度リターンを犠牲にするのか、それともリターンを追及するのか。
⇒ESG 投資を通じた社会貢献の方法や商品開発について業界として研究してほしい。

(ESG 金融商品への理解)

⇒そもそもどのような ESG 金融商品があるのか、体系的なメニューが欲しい。
⇒ESG 金融商品を客観的に判断する基準が欲しい。
⇒どの商品を選べば、ESG に貢献できるのか。評価も欲しい。
⇒公益法人の性質に特化した商品が欲しい。
⇒プロの機関投資家向けでなく、公益法人が利用できる簡明な商品が必要。

２．第２回 ESG 投資研究会

検討のポイント

１）EU でのサステナブルファイナンス

・EU では整理が先行。「EU タクソノミー（定義と基準を示した分類)」に基づく基準、ラベル付けがされており、投資家に分かりやすい。

・サステナビリティ情報の開示規則として、①資産運用事業者等（**「サステナビリティ情報開示に関する規則 (SFDR)」。９条ダークグリーン**、８条ライトグリーン、６条ブラウンの三分類)、②機関投資家：「EU タクソノミー最終版」。2021 年の 12 月までに情報開示。)、③企業：「企業のサステナビリティ報告に関する指令（CSRD)」。2023 年の１月から一定基準を超える企業はサステナビリティ報告。」がある。

２）サステナブルファイナンス市場の動向

・本邦、グローバルともに、SDGs 債の発行は大幅に増加。2021 年度は、従来の SDGs 債に加えて、リンク・ボンドやトランジションボンドなども増加している。欧州州中央銀行でリンク・ボンドがオペの買い入れ対象になっていること等も理由になっている。

３）サステナブルファイナンスの体系

・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等の資金使途限定型（グリーン適格事業、ソーシャル適格事業、その両方等）は、投資資金がどこに流れているが明確で透明性が高い。この資金使途限定型の SDGs 債を投資対象とする投資家がいる。

・一方、資金使途が限定されないリンク・ボンド（企業全体のサステナビリティ目標（SPT）を設定し目標未達成の場合に金利のステップアップ等発行条件が変わる等。）もあり、このリンク・ボンドに投資している投資家もいる。

・SDGs 債の特徴として、「市場への訴求メッセージ」、「社債市場での希少性」、「需要創出効果」等があり、比較的どの債券も需要が高まると言える。しかしながら、「発行体の費用負担や主な事務負担」があり、起債を希望する発行体は結構多いが、最終的に発行した発行体はまだ限定的である。今後拡大する可能性は十分ある。

４）ICMA のガイドライン、フレームワーク、外部オピニオン

・国際資本市場協会（ICMA）は市場参加者向けガイドラインを策定し、主に資金使途によって SDGs 債を分類している。

・SDGs 債の発行の意義や資金使途事業は、「フレームワーク」の中で明記され、起債の前に投資家に向け公表される。また、「フレームワーク」に対する外部評価機関による「セカンド・パーティー・オピニオン」が公表される。多くの投資家が起債の前に、フレームワークの内容や、外部評価機関のオピニオンを読むことができるということになっている。

５）サステナブルファイナンス活用のメリット

・投資家側のメリットとしては、ESG 投資の一環として取組んでいることや、投資利益と環境面・社会面での両立ができるとか、資金使途限定型の場合についてはグリーン／ソーシャルプロジェクトへの直接投資につながるというようなメリットが考えられる。

・SDGs 債に固有なものに、「投資表明」というのがある。SDGs 債に投資をしたことが、発行体のホームページや投資家自身のホームページで公表される。

６）ESG 投資を巡る評価・分析

・ESG 投資で共通している結論は、市場下落時に、ESG 評価の高い企業のパフォーマンスが ESG 評価の低い企業のパフォーマンスより優れているという連動性である。（フィデリティとブラックロックの検証。）これは、SDGs への注目度が高まり投資家の見る動きが急速に強まったということと、ダウンサイドリスクの抑制という観点での ESG 要因の有用性、この２つが指摘できる。
・債券の分野でも ESG インテグレーション＝ESG 要因の考慮で、①定量分析・社内格付の調整、②リスクの見える化・共有化を通じたイベント発生時の早期 Exit 等が行われている。
・ESG 評価は日進月歩で進歩している。「リスク」の他、「機会」の企業価値への影響、つまり技術活用によるアップサイドの影響により企業価値を高め得るとの実証結果もある。

参考（モーニングスター　ファンドニュース（2021/07/27）より）

「進化する ESG 投資、欧州で登場した「第９条」「ダーク・グリーン」の区分も意識」

「第９条ファンド」や「ダーク・グリーン」という言い方が、これからＥＳＧ（環境・社会・企業統治）を話題にする時には当たり前に使われるようになるかもしれない。これは、欧州で今年から始まった SFDR（Sustainable Finance Disclosure Regulation）という情報開示基準で定められた金融商品区分を指す。欧州を中心に、余裕資金が ESG ファンドに大きく流れ込む中で、「グリーン・ウォッシング」（似非環境ファンド）が多く出てきたことへの対応として、従来よりも厳しい基準を設けた。日本国内でも ESG ファンドへの資金流入は拡大傾向にあり、それぞれのファンドが ESG について、どの程度の配慮を行っているのかが問われるようになりそうだ。

SFDR における金融商品分類で「第９条」とは「サステナブルな投資目的を持つ商品」とされ、インパクト投資など社会的な目的に寄与する経済活動への投資などを行う商品が分類される。ESG に最も深く関与している商品群といえる。また、「第８条」は「環境や社会の特性を促進する商品」とされ、ESG の評価項目を銘柄選択の中に加えて投資先の投資判断をする ESG インテグレーションなどを投資プロセスに加えた商品になる。そして、この２つの分類に相当しない一般的な金融商品を「第６条」に分類している。第６条に分類された商品は、一般的な金融商品で ESG ファンドではない。

そして、サステナブルな社会の実現への貢献度をイメージして、「第８条」に分類される商品を「ライト・グリーン」（うす緑）と呼び、「第９条」の分類商品を「ダーク・グリーン」（深緑）と通称している。

このような商品区分を信頼できる機関が仕分けして区分けするようになると、投資家にとっては、投資先を判断する上での目安として有効だ。また、「第８条」に区分される ESG ファンドについては、いわゆる「ESG インテグレーション」について、外部の ESG 評価機関から評価情報を購入し、それをポイント化して財務評価などのポイントに加えることで総合的に企業を評価する手法が多いように見受けられる。この場合は、「銘柄評価に ESG 要素を加えている」という事実に相違はないのだが、「（経営陣との対話等を通じて）投資先企業の行動を ESG に配慮するよ

う促す」という効果はほとんどないといえ、「第８条」の区分では現実的な効果を見極めるところに限界がある。その点、「第９条」に区分される商品は、社会的な効果について数値化して発表するところまで求められているため、より明確に「投資によって持続的な社会の発展に寄与する」というESG投資の目的に適う投資が可能になる。それだけに、「第９条ファンド」や「ダーク・グリーン・ファンド」への投資ニーズは高まろう。

質疑応答（自由討議）

１）普通社債とSDGs債の発行レートの差

（堤委員）SDGs債の発行レートは、投資家サイドからして非常に関心がある。普通社債と比べれば、SDGsだと評価をされるので発行体としては低いレートで発行されるのか、変わりがないのかを伺いたい。

（チヴァース委員）発行レートについては、発行体からも、投資家からもよく聞かれる。発行体は、できたら発行レートが低くなることを期待している。が、コストというか手間がかかるところもある。一方、投資家からすると、SDGs債だからといって、発行レートを安くすることを許容することはできないという投資家が多い。通常は、他の通常の社債と同じようなレートのレンジから始めるが、最終的に需要が大きくなることが多い。このため需要が拡大することによって、普通の社債よりも、少しタイトサイドで着地するということはよくある。結論としては、SDGs債だからといって、必ずしも、レートをタイト化することはないが、需要の高まりによって少しタイト化することはあると思う。

（堤委員）SDGs債の種類によっては多少違うのか、あまり関係ないのか。

（チヴァース委員）日本国内だとあまり種類によって違いがない。ただ、リンク債については、金利のステップアップが付いているものについては、少し需要が低いというか、通常のSDGs債よりはちょっと低くなる傾向というのはある。

理由としては、金利のステップアップが付いていると中央銀のオペの対象にならないことや、ベンチマークに入らないというようなことから、そのパッシブ運用をしている投資家やオペに入れようと思っている投資家には、投資の対象にならないということがある。あと、中央投資家の一部のESGにすごく熱心な投資家には、何らかの理由で目標達成できなかったからといって、投資家側が利益＝金利のステップアップによるメリット、を受けるというのがいいのかというような疑念を持つ投資家もいる。

その他のボンドについては、いわゆる資金使途限定型だと、どれもだいたい人気化し、普通の社債よりも需要が高まることが多いかなというふうに考えている。

ただ欧州だと、やはりグリーンボンドに投資をする専門のファンドが多くて、グリーンボンドのほうが、需要が高まり、投資してもらえる投資家が多いということで、欧州ではグリーンボンドのほうがタイト化する幅が大きいという可能性はあると思う。日本には、現在そういった専門ファンドがないので、あまり変わらないかなと思う。

２）個別商品とファンド商品の違い

（秋山委員）商品の買い方で、日本の証券会社では発行体ごと単体の銘柄を展開することが多いが、公益法人ではむしろ、ファンド的な形でと思っている。個別の評価うんぬんまで見ている余裕もないし、そういう専門家という必要もない気がする。その辺りの展開の仕方はどうか。

（チヴァース委員）ここ１年ぐらいで、SDGsやサステナビリティをうたったファンドの商品は

日本でも増えている。弊社でも、今日の資料には入れていないが、確か10銘柄ぐらい投資の商品を個人投資家も含めて、販売している。他にAIMとの協業もある。
ただ、２年前にファンドを一番初めに出した時は、正直あまり人気がなく、その時はあまりまだ盛上がっていなかったので投資が少なかった。ここ１年ぐらいの間でかなりファンドに対する投資というのも増えてきて、種類も結構広まっているかなというふうに思う。
（秋山委員）投資する側からすると、個別の単体の発行体の評価というよりも、むしろ、ESG投資先の企業群を見極める目利きの能力というものに対する信頼という形で投資するということがこれから増えてくると思う。個別というよりもファンド。
（金子氏）まさにご指摘のとおり。今の目利きの部分だと、ESG評価、従来の企業価値評価、信用価値評価ともクロスオーバーするイメージで、そこの目利き力もやはり高まっている。まさにそこが重要。たぶんそこはセールスサイドも投資家も評価会社も含めて議論しているところである。そのインフラが拡充されて、今ご指摘どおりの、個別でない投資がしやすい環境になっていくと予想する。
（竹澤委員）今のファンドを通じた投資に関連した質問だが、投資する側の手間、銘柄選定のコストを考えると、ファンドへの投資というのは非常に魅力がある。実務的には扱いやすいと感じる。その上で、やや感覚的な議論であるが、公益法人がESG投資をする意義は何かを問うときに、先般の講演では「投資家として世の中にインパクトを与える、お金そのもののインパクトをよい方向で生かさなければならない」という大変高い志が示されたわけだが、そうした意義・その意味が、ファンドでは希薄化しかねないかと思うが如何か。
個別銘柄だと、理事会でも理解が得られそうだが、ファンドになるとそもそも何でそんなことやるのかとか、パフォーマンスがどうなのかといわれかねないと感じる。まだ事例がそれほどないのかもしれないが、どういうふうにお考えになっているか伺いたい。
（チヴァース委員）今、ご指摘いただいたとおり、やはりファンドだと、なかなか個別の案件が見えにくくなってしまうというのはあるかなと思う。ただし、レポーティングするような仕組みが備えられているものも多いので、日本においても、そういったレポーティングを投資家にしていくファンドはこれから出てくると考えられる。弊社のほうでもそういった商品を考えていきたいと思う。
（竹澤委員）少なくとも中身の見える化などで意義が伝わるようにしないと、なかなか共感を得られないのかなと思う。

３）リンク・ボンドの利率

（川島委員）先ほどのリンク・ボンドのステップアップで、目標が達成できなかったら金利がステップアップするというのは、投資家から見たら目標は達成できないほうがハッピーという風になるが、そうするとESG投資の本来の考え方とは何か矛盾すると思うが、如何か。
（金子氏）まさにご指摘の意見が、昨日か今日のブルームバーグに出ていた。欧州投資家が、リンク債がすごく発行が増えていると。ですので、そういった向きも一部にあると思う。 他方、チヴァースが先ほど申し上げたところは、商品としてのコンセプトというもので、やはりサステナビリティ戦略を応援するという気持ちがあって投資してもらうことかと。なかなか、Win-Winにならないものが、たぶんサステナビリティ性のある商品なのかもしれないし、やはりそれはアップサイドのポテンシャルだとも考えらえる。
（チヴァース委員）そうですね。あと、中央の投資家さんとかと意見交換をしても、あまりステ

ップアップを期待して投資はしていませんと言う。目標は達成していただきたいというふうには思っているということではある。

４）グリーンボンドの利率

（廣瀬委員）以前、東京都のグリーンボンドを購入したのを機に、グリーン投資とかESGに関心を持っている。われわれ公益法人としては、やっぱり利率がいい商品を買いたいというニーズが潜在的にあるが、両立するようなものというのは、可能性はないのか。

（チヴァース委員）たぶん利率が高くなるというのはあまりない。普通の社債と同じ利率で、かつ、サステナビリティ性とか、環境に貢献できるとか、そういった商品はある。例えば、普通の社債とSDGs債どっちか選択肢があれば、同じ利率であれば、SDGs債に投資されるとか、そういったところから。

５）ファンドでのリターンのレベル

（姫田委員）やはり公益法人が投資等を通じて、社会により良い方向性を持って影響を与えることができるというのは、本当に理想なことだと思う。一方で、先ほどの話にあったように、公益法人自体が公益事業を行うために一定のリターンを担保しないと、そもそもの公益事業にその資金を使うことができない。今日の話は、どちらかというと債券中心の話だったが、現状ラインアップされているこういったカテゴリーの債券、もしくは、その債券を束ねたファンドが、例えば、通貨ごとに考えて、ドルと円とユーロ、それぞれの一般的な発行の金利のレベル、平均的な期限、といったものを少しご提示いただければ、今後の参考になるのではないかと思うが如何か。

（金子氏）いわゆる金利・レートの部分だと、いわゆる社債の平均利回りとそこまで大きく変わらない。もしかしたら、米国であれば、やはり相対的に高い格付のところがESG債を出している前提に立つと、若干低いという傾向が出るかもしれない。恐らく、金利は一本一本でなく、期限の分布みたいな形であれば、ブルームバーグ等でそれをお作りできるかもしれない。

（姫田委員）もし可能であれば、後日でも結構なので、発行年限の分布とか、それに応じた金利の分布を、われわれにご教示いただければ、大変ありがたい。よろしくお願いしたい。

（光定副委員長）前回会議のときには、債券のほうがなんとなくやりやすい、株はちょっと価格変動リスクがある、というような雰囲気のことがあった。先ほどファンドの話になったが、実際に販売されているファンドは、債券だけを束ねたファンドなのか。それとも、債券と株と一緒になっているものなのか。また、債券だけを束ねたグリーンファンドみたいなものというのは、日本で発行可能なのか、組成することは可能なのか。

（金子氏）恐らくESG債市場は、ここ１～２年ぐらいで大きくなってきたので、やはり株式中心と思われる。株では、クオンツの視点とか、責任投資担当みたいなところは、それなりに歴史があるところだと思うので、この歴史がまず圧倒的に違うという部分がある。

言い換えると、やはりここまで大きくなってきた中で、ESG 性と、恐らく買う方からすると、２つ動機はあろうかと思う。１つはやはりインパクト。そこに貢献したいという機関投資家、個人、そういった、やはり存在感は高まっていると思う。

もう１つは、評価する上でのESG・非財務情報。たぶんこの議論自体も従前からあったと思うが、その重要性というのが、ESGという形で共有化・言語化されたということで、そこの認識も高まっていると思う。

株のほうが圧倒的に先行してはいるが、今、ご指摘いただいたように、この債券の世界はというのは、私は個人的にはあり得ると考える。
（光定副委員長）その債券の世界でファンド組成ができるとして、一般的にこの日本の金利は低金利なので、そこからマネジメントのフィーとかを取ると、商品として成り立つか。
（金子氏）あくまで私の個人的な一想像ではあるが、ハイブリッド商品のような形で、例えばESG債が増えてくるみたいな形は一つあるのかなと思う。
いわゆる、相対的にリスクが高いようなところをESG性で非財務情報の観点からも、信用力、評価の安定性というところが担保できるような形であれば、一つ利回りだというところは、もしかしてあるかもしれない。これはもうESG要因だけによらず、この社債、クレジットマーケット全体の議論になる。ご指摘どおりで、恐らくピュアな債券だけとなると、かなりもうイールド追求は難しい状況なので、少しそういった安全性が極めて高い商品として打ち出すのか、ESG性に係る商品が今後だから広がっていくのかと。たぶんその双方のベクトルによる議論かなと考える。

６）ESG投資と公益法人としての理念

（秋山委員）一連の話題とは少し違うが、公益法人として、なぜ投資というのかというのは、やはり事業に対する収入の構成・収入に占める運用益の比率というものが大きいような気がする。主要な事業とよって来たる収入のあり方、それはまず財団運営としての基本的考え方であり、重要な意味を持つ。例えば、ライフサイエンスという研究・活動を支援している私どもの財団であれば、収入となるお金に働いてもらう投資においても、やはりライフサイエンスとしての理念がそこに一本筋が通っていなければならないと思う。
もう一つ、十数年前に、日本の某証券会社に、例えばファンドにおいて武器産業の企業とか財団の理念にそぐわない企業の株は除外する旨の要望をした時、この会社の株は買ってくれというポジティブスクリーニングは可能だが、ネガティブスクリーニングは難しいと言われた。確か当時、外資系金融機関ではネガティブスクリーニングは可能だったように記憶している。日本国内ではその時に個人向け国債を盛んに販売していた時期、国内の金融機関は時の国の政策に沿った商品を推奨する姿勢にならざるを得ないのだろうか。
（チヴァース委員）資料に、ESG投資で８つぐらい代表的な手法が載っているが、一番多いのがESGインテグレーション、その次がネガティブスクリーニング。ネガティブスクリーニングというのは、一番、歴史の古いESG投資の手法。日本の投資家だとネガティブスクリーニングの手法を使っているところは少ない。欧州ではまずネガティブスクリーニングされて次にインテグレーションされる。発行体自体がまずはそこで評価をされて、その発行体さまが発行しているグリーンボンだとか、ソーシャルボンドを投資するというような流れをしている投資家も結構多いので、例えば、ESG的にあまり望ましくないような企業というのは一番はじめのスクリーニングのところで振り落とされてしまう会社もあるというところになる。
（秋山委員）ESG投資ということの概念というか、それが出てきた時からではなく、以前からネガティブスクリーニングというのは存在していたということか。
（チヴァース委員）そうである。投資を決める、評価するときに、何らかのネガティブスクリーニングという名称は使っていなかったとしても、そういったスクリーニングというのは、行われていたというのはあると思う。ただ、ESG投資というのが盛んになってきて、この手法について、ディスカッションするときに、こういったのが、名前付けされて出てきているというよ

うなところかなと思う。
（秋山委員）ポジティブスクリーニングはかなり以前からそういう手法は存在した？
（チヴァース委員）そうである。先ほどの評価、投資評価するときに、そういったポジティブなところというのは、もちろんプラス評価されて選定されていると理解している。
（光定副委員長）先ほどのご質問に、私の知っている範囲でお答えしますと、欧州の投資家は、かなり前から戦争とかなんかには投資しないでくれというふうに言っていたので、十数年以上前から、資産運用会社に委託する際には、戦争関連はやめてくれということで、ネガティブスクリーニングで受託している資産運用会社はいくつかありました。

７）SDGs 債の特徴

（石田委員）基本的に規模がそれほど大きくない財団で、JGB 中心の運用をしてきている。これからの債券の再投資先を考えると JGB では利息が稼げないといった時に、ESG ボンドみたいなものに対しての興味は非常にある。
２点教えていただきたいが、１点は、公益財団というのは、レポ（レポ取引、債券貸借取引）ができるかどうか。運用会社で、投資額の何％は例えば ESG 関連のボンドを持っていなきゃ駄目というようになったときに、期末とかに債券を貸してくれとかいうマーケットが出来上がったりしないのかなと思う。利息収入を増加させるという観点での投資もありうると思うが。もう１つは、CDS のプライシング。デフォルト確率によってプライシングが決まるということと思うが、この ESG という要素、非財務情報が入ってくることによって、考え方がどうなるのかなと思う。まだピンと来ていない部分があり、その辺り如何。
（金子氏）最初の点は手元に資料ないので、２点目について。この CDS、クレジットマーケット全体がすごく大きな流れの変化の中で、ボラ（ボラティリティ）が高まる、ワイドニングリスクがあるのでは、という指摘だと思うが、同じ債務償還能力でこの ESG 債に参照するというような、CDS の敷き方は、まず敷かないと思う。あまり何か一足跳びにこの ESG の要因がワイドニング材料、ボラの上昇になるとはまず思っていないというのが、個人的な見解である。ESG は、むしろ、安定性、たぶんサステナビリティとの親和性が高い議論だと思うので、どちらかというと、やっぱりボラの抑制、タイトニングの要因になると思う。

８）財団の運用の基本方針、リターンを得ること

（福冨委員）当財団が運用を積極的に行っているのは、親会社からの寄附が受けられるという仕組みがないため、とにかく運用で賄っていくというスタンスからである。基本的にはリターンありきである。ただ、今後 ESG 投資ということが、公益法人に対して求められるような社会になっていくのであれば、それがどういうことなのかを今のうちに勉強しないといけないため、この研究会に参加している。現状では、やはりリターンをメインに考えているというところがある。

９）個別商品とファンド商品の違い

（竹井事務局）事務局として議論の整理のためにあえて伺いたい。
社債としてのリスクとリターンということの評価に加えて、グリーン性・ソーシャル性とかインパクトを見るのが ESG 投資ということになるが、グリーン性等を、どうやって評価するかというのが、たぶん一番のポイントだと思う。

その時に、個人投資家にもわかりやすい市場になっていないといけないが、そもそもESG債は機関投資家向けが多いのではないか。個人も対象になっているのか。

もう１つ、ファンド組成だと、小口で集団投資でき、判断を専門家に任せられるということがメリットになる。しかしながら、グリーン性とかソーシャル性等が、個別銘柄投資と異なり、ファンドではかけ離れる可能性もあり得ると思う。ファンドを組成した場合のESGテーマの評価で、何かご意見とかがあれば。

（チヴァース委員）まず、ホールセール債とリテール債が、SDGs債にもあり、リテール債については、例えば、今年３月、トヨタ自動車がサステナビリティボンドを国内でリテール向けに販売し、個人投資家にも広く投資できるようになっている。

通常のホールセール債では、やはり機関投資家、中央の機関投資家はかなり大口で投資したいニーズがあり、起債額が大きければ大口にできるが、資金使途限定型のグリーンボンドやSDGs債では、なかなか大きい金額での起債ができない。資金使途限定型では、起債額が一つずつ、50億円からだいたい200億円ぐらいのレンジが一番多い。そうすると、大口で投資してしまうと、参加できる投資家が減るので、人気化した場合は、例えば１億円とか、場合によっては１億円以下の投資もあるという形で、広く投資できるように、分割してやっているケースが多いかと思う。

（竹井）ファンドのグリーン性等の評価はどうか。公益目的事業とかけ離れると、そのファンドに投資できなくなるというのが、われわれ業界の悩みになってくる。

（チヴァース委員）現状だと、SDGs債が増えてはいるが、まだ需要のほうがかなり大きいので、いろいろどういう環境改善効果だとか、社会的改善効果があるものを商品にするかとか、結構目的を限定してしまうと、ファンドを例えば作った場合に、投資できる対象が少なくなってしまうという課題は出て来てしまうのかなと思う。将来的に、起債額がどんどん増えていけば、いろんな投資家の希望に添った商品がいろいろ出てくると思う。

３．第３回 ESG 投資研究会

１）インパクト投資における個別投資とファンド投資

（堤委員）インパクト投資について、笹川平和財団と上智学院の事例の説明を頂いたが、運用資産がそんなに大きくない法人がインパクト投資を個別に行うというのは、評価等でなかなか難しいのかなという気がするが、如何か。

前回も話が出たが、ファンド等をつくって、そこに皆さんが投資をして、このインパクト投資に近いものをやるということが考えられないか。はっきり整理ができていないが、自分たちが実際にやるとなったらどういうふうにやればよいのかについて伺いたい。

（太田委員）ご指摘のとおり、規模が大きくない法人が個別投資を行うのは、率直に言って難しい面もあろうかと思う。

現状 SDGs 債は一つの選択肢であるが、前回も話があったとおり、ファンドとなると、国内 SDGs 債でのファンドは（SDGs 債に限らず国内の社債市場でも）なかなか難しく、海外債券も含めたファンドで為替ヘッジが入っているものになると思われる。

あとは、最後に話があったように、皆さんで何かしらファンド組成をして、そこに資金を出す方法はあろうかと思う。

（堤委員）現状だと、やはり個別にやろうとすると相応の規模がないとちょっと難しいということか。

（太田委員）そうだと言える。また、ファンドもいくつかあるが、海外債券のファンドというものが多いので、リスクをどこまで取れるかというところが課題になるかもしれない。

２）ファンド投資の事例

（廣瀬委員）証券会社としてそのようなファンドをつくり、一般投資家から資金の受ける例は多いか。

（太田委員）例として（りそな AM、野村 AM 等の事例）、アセットマネジメントという運用会社でファンドを立ち上げ、一般の方から資金を集めて運用している。

（廣瀬委員）公益法人の場合は、どうファンドと関われるかが重要となるのではないか。小規模の運用法人では、個別投資ができにくいと思うので。

（太田委員）そうだと言える。ただ、ファンドには少し課題もある。

例えば、E の環境では、温暖化防止というものが比較的目的が絞れるため、資金も集めやすく、投資する先も結構あると言える。一方、S の社会が目的になると、結構皆さんの関心がある部分がばらばら（ジェンダーの問題だったり食糧の問題だったり等）なので、その問題にフォーカスすればするほど、運用の規模が広げづらくなって、なかなかファンドがつくりにくくなる。この辺が、一つ課題であると思う。

３）小規模法人を前提にした検討、為替リスクについて

（秋山委員）最初の入り口の議論として、専門の人材がいない法人、運用ロットの小さな財団でも始められるような“なにがしかの方策”をこの場、今後の議論で提起していただければと思う。先ほど海外ファンドの為替リスクについてお話があったが、私の財団では長期的な運用の中で、年に１回は円で事業原資が必要で、運用実績の中から実現益にしてそれを円で払い出す必要がある。為替は予測が困難であるのと同時に、長い目で見れば為替損益は財団経営には大きな影響は与えないと思うが、その辺りは如何か。

（野津委員）私から回答する。法人会計上、期末時に円換算して評価し、為替差損益を出さないといけない為、その点から為替リスクを躊躇する、事務負担を意識するという意見を法人から頂くことも多い。
（秋山委員）ただ、為替の場合は年度末の為替レートによって損もあれば益もあり、例え基本財産の中にそういう資産があったとしても、それが多少変動しても、それほど議論にはならない気がするが…。為替ヘッジをした商品だけへの投資ということもないと思う。
（野津委員）私の訪問先の法人では、残念ながら圧倒的に、単年度で見て、やはり損に対する抵抗がまだ多いのかなという実感がある。
（鈴木委員長）小規模法人が今回の研究会のメインの対象であり、公益法人向けファンドをつくるというのも一つの方法であると考えるが、これは第２フェーズからということにしている。これから皆さんの意見を聞きながら研究していきたい。
例えば、利回りを追求するのが最低の要件だとか、他方、ESG ということなので単に利回りの確保だけではなくてそのファンドが ESG に寄与するものじゃなきゃいけないとか、どのような要素を加味しなきゃいけないか、というふうに様々な見方がある。
公益法人の皆さん方にそれを一つの器でとなると、なかなか難しいかなと思っており、今後おいおい相談申し上げたい。もともと第１フェーズは、ESG 投資や商品でどういうものがあるかという調査研究が主体で、先程来の疑問や提言については、第２フェーズで検討させていただければと思う。
（秋山委員）商品の紹介で、例えば、海外では小口のファンドというのはたくさんあると思う。従って、詳細な説明はいらないが、各公益財団法人に連なる会員には、ある程度海外商品事例を紹介する必要があるように思う。
（鈴木委員長）もう少し間口を広げるということで、時間があれば海外のものにも目を向けたいと思っているが、第１フェーズも半年しかない。第１フェーズで得られる知識が全てということではなく、海外の証券会社なり運用会社を呼び話を聞きたい等、あれば遠慮なく言って頂きたい。
（竹井事務局）事務局から一点だけ補足。現在、ご指摘のような感じで、集団投資スキーム、ファンドという形に焦点を絞った議論に移行したいと思っており、ファンド調査も開始している。これから皆さん委員の方の意見を伺い、期待リターンとリスク許容度の関係からいくつかに類型化し、代表的なファンドはこんなものがあるとか、非常に多くなっているファンド・オブ・ファンズの具体例とかも、次回以降に入れていきたいと考えている。

４）インパクト投資と公益目的事業

（川島委員）インパクト投資に限って言うと、もし単体で公益目的事業としてインパクト投資を行うとなると、公益認定が必要になると思う。このため、投資信託のようなファンドに対して、あくまでも運用手法として行うことでないとなかなか対応ができないと思う。
（鈴木委員長）確かに、その問題はあって、現在、事業と運用の結び付きについて、内閣府がそこまでアメリカの方針のような考え方を持っているわけではないと思う。
（雨宮委員）ご指摘の通り、そういう公益的な投資そのものは公益事業なのか、というのは、一つの問題である。
皆さんが話ししているのは、運用について、どういう形で運用するのが公益法人として妥当か、社会的な評価としてもいいのかという点である。

もう一つは、運用そのものが公益事業だという場合である。例えば、自分が公益的なことに運用するから資金を出してください、それを公益事業としたいというケースになると、もし何か問題が起きたときに誰がどのような責任を取るのかということも含め、これは通らない。運用そのものを公益事業とするかどうかというのは、これから出てくるかもしれないが、問題があろうかと思う。

（鈴木委員長）今のところ、運用については、ガイドラインみたいなものが一応出ているが、そこでは公益目的との関連というようなことは、特に書かれていない。自己責任において、反社会的なものは除くくらいしかない。追っ付け問題になる可能性はあると思う。

５）法人の公益目的事業と投資の意図

（大岡委員）インパクト投資の社会への影響力や将来性について認識を深めることができた。ただ、私も、意図をもって投資をすることは投資を公益事業と捉えなければならない可能性があり、変更認定申請の要否など認定法との関係が気になる。

また、投資のロットに関して伺いたいが、多額の資金を運用していない我々でも手の届く規模。例えば 1,000 万円程度でも投資はできるのか。

（太田委員）普通のオープンロットであれば、別に普通の投資信託と同じなので可能である。若干、もともとのファンドが一般的なオープンのファンドでないものがあると少しは制約が出る可能性があるかもしれない。

（大岡委員）ファンド・オブ・ファンズの話があったが、種類によるかもしれないが、途中で配当がないものが多いと聞いているがどうか。我々は、年間を通じ安定したキャッシュフローを得ることが必要なので、途中でキャッシュが入らないとさすがに困る。

また、為替リスクも、今、為替はあまり動いていないので為替変動リスクはそれ程意識されていないかもしれないが、かつてのように1ドル90円台になると一気に為替差損が出てしまう。我々の内部の運用ルールで、価格変動リスクの大きい資産の保有率は何%以下に抑えなければならないというのがある。外債を買うとしても為替変動リスクは極力取りたくない。一方、外債にヘッジをかける場合、ヘッジコストを勘案すると利回りは相当低下する。

（鈴木委員長）大岡委員の最初の指摘、「意図」について、公益目的事業と投資の意図が一致する、投資が自分たちの事業と直接結び付くというのは、稀有な事例だと思うが。

（太田委員）アメリカの財団の例が念頭にある。アメリカであれば、社会的な課題を解決する主体が、NPO から企業にシフトしていく中で、企業にとっては課税されないために投資のほうがいいという考え方がある。そういうシフトの中で、今は５％ぐらい資産の中ではグラントしないといけないというのがあるが、一部投資でもいいというように置き換わってきており、アメリカでは投資というのが結構なされるようになってきている。日本では、さすがに、時期尚早かもしれない。

（鈴木委員長）日本の場合、公益の事業が細分化されていて、そのロットが大きくないため、投資と公益の事業が合致するというのは少ないと思う。日本の現状だとそのような感じなので、将来アメリカみたいに自由にファンドで事業ができればいいとは思う。現状は、結び付けるのは難しいかなという気はする。

６）ESG 投資とインパクト投資の違い

（姫田委員）ESG 投資とインパクト投資の違いで、本日のテーマであるインパクト投資のほうに

寄せてしまうと、投資のリターンより社会のインパクトを追求する形になる。
そうすると、リターンは低くてもこれは寄附に近い投資という形になり、そうであれば、現在日本における公益法人の制度の枠組みの中では、適用するのが少し難しいと思う。
我々は今、公益法人向けのファンドの立ち上げを視野に入れていると理解しているので、どちらかというと、ESG 投資を加味した公益法人の運用のあり方をどのように追求していくのかを重視したい。
キャッシュフローから生み出されるリターンを、公益目的事業に充当するための仕組みが必要である。現状の債券の金利のレベルは、それにはたぶん満たないと思うので、ある程度、年間のキャッシュフローが配当とか、分配金で見込めるようなものを入れていかないといけないのかなと思う。
債券は比較的 ESG の観点で組入しやすいが、株式とか REIT は ESG の観点で組入できるのか、どの程度の割合であれば全体のバランスが取れるのか等を議論していきたい。せっかく皆さん多忙の中参加されているので、単なる勉強会ではもったいないと思う。
リスク商品という言い方は個人的に好きではないが、投資対象としての株式とか REIT を ESG と絡めてどう考えるのかというところに軸足を持っておいたほうが良いと思う。
（光定副委員長）一点確認したい。笹川財団の事例で、国連が創設に関与しておりある程度ダウンサイドリスクがヘッジされているといった点について、追加説明いただきたい。
（太田委員）ブルーオーチャードファンドに関しては、いくつか出資クラスが分かれており、もともとのブルーオーチャードファンド自身の出資分など、何かあったときに先に毀損していく部分があるような仕組みになっていたはずである。
（光定副委員長）その意味では、シニアローン、株式との間にあるメザニンみたいな、劣後債のような仕組みになっているという理解でよいか。
（太田委員）設計がそういうふうになっているという理解である。
（光定副委員長）メザニンのようなものも、一つの、リターンを獲得する方法論としてはあり得るのかなと思う。あと、公益法人向けのファンドについては、どの程度のリターンか、最低限このぐらいの利回りは欲しい、というコンセンサスがあるほうが、これからいろんな商品を考えていく上でも議論しやすいのかなというのを感じた。
（鈴木委員長）やはり、リターンについては、それで事業をやっているわけなのでむしろ最優先というふうに言ってもいいぐらいのところがあり、その辺はファンドをつくる場合でも議論していかなければいけない。では、今後の日程案について事務局のほうから簡単に説明してください。

７）ESG 投資研究会日程表案

（竹井事務局）ファンドの検討に関連して、今後の日程案として、１月 17 日の第４回研究会において、集団投資スキームを前提とした ESG 商品をテーマに三井住友信託の委員にお願いしている。
第２フェーズで予定していた資産運用手段のあり方やファンドの組成の検討の議論も、前倒しで、できれば２カ月ぐらい早めたい。そのためワーキングを設置したいと考えている。ワーキングでは、ファンドの調査研究を行い、公益法人のニーズにあうファンドを類型ごとに議論したい。
来年１月 17 日研究会では、ワーキンググループに参加いただける委員の方に手を挙げていた

だきたいとも思っており、皆さんの意見をいただきたい。

８）SDGs 債の発行事例について

（竹井事務局）事務局から一点。期待リターンの水準は、アセットクラスあるいは許容リスクによるが、債券投資オンリーの法人で 0.5％未満、それから１～２％の法人、ある程度リスクが取れるところは３％～、程度を想定している。
SDGs 債の発行事例で、リターンは、期間の長いものを別にすると、概ね 0.5％未満で 0.1～0.4％ぐらいのイメージだがどうか。前回説明があった東京都のグリーンボンドになると 0.001％と低く、これはもうリターンがほとんどないに等しい。どうしても外債、あるいはユーロ円に行くしかないと思われるが、コメントを頂きたい。

（野津委員）財投機関といわれる公共性の高いセクターで考えても、例えば都市再生機構は 20 年で 0.4％台なので、10 年から 20 年程度であれば、0.1～0.4％のリターンは実現可能だと考えられる。クレジットリスクということなので、普通の企業が発行するボンドであれば、もう少し短い期間でも十分実現達成が可能な利回りであると思う。横浜冷凍の事例は、37 年債、劣後債で、当初７年は固定金利で、それ以降は変動になるというタイプになる。格付は劣後の格付で BBB ということで、これぐらいの利回りというのが現状である。

（野津委員）東京都のグリーンボンドの利回りが低い点については、投資表明を目的としてこういった利回りでも全く問題ないということで投資するケースが多いかもしれない。プラスの利回りであれば投資している割合はまだまだ多いかと思う。
また、特殊なものに、学生支援機構の事例がある。0.001％のレートで発行単価が 100 以上、つまり実質０％で発行されている。この学生支援機構の債券は、昔で言う奨学資金を扱う独立行政法人なので、投資表明目的で投資しているケースや、代理返還制度という制度の中で企業がリクルートの一環として投資しているケースが多いかもしれない。

（光定副委員長）三井住友パナソニックファイナンスの事例があるがこの発行体は。

（野津委員）リース会社である。

（鈴木委員長）三井住友トラストグループとパナソニックグループの関連で、むしろ三井住友トラストが買収したということかと。

（大岡委員）東京都にしても、学生支援機構にしても、信用力の高い発行体なので、SDGs 債でなくても、低利回りで調達できると思う。

（野津委員）ご指摘の通り。

９）トランジションボンドについて

（光定副委員長）トランジションボンドについて伺いたい。
要は、二酸化炭素を今排出しているが今後削減する方向に持っていくのにだけお金を使うという債券の発行体というのは、どちらかと言えば、今二酸化炭素を出しているので、レートが高い企業が多くなると思う。こういうのも ESG 債の中に含めてよいか。

（太田委員）含めて良い。レートが高いかどうかは、結局、発行体の信用力にかかっており、トランジションのプロジェクトとか、それに何かひも付くわけではない。そこは通常のシニア債と一緒だと思う。トランジションを行うには、TCFD に準拠して、パリ協定に整合的な戦略ということをやらなくてはならないので、ESG に含めて問題ないと考えている。

（光定副委員長）そういう発行体にも広げられると、公益法人の利回りに合うような形にもなっ

てくるのではないかと思う。
（竹井事務局）公益法人の利回りにあうようなファンドのアセットクラスについてさらに伺いたい。インフラとか不動産も、意外とキャッシュフローが得られる仕組みで、ESG の目的にかなっていて、リターンもあると思われる。こういったものをアセットクラスの中に加えることについて、この辺、姫田委員のほうが詳しいのでは…。
（姫田委員）私は、公益法人がそれぞれの公益目的事業を行うには、一定のリターンがあって初めて公益目的事業の財源となり得ると考えているので、リターンを達成するために必要な資産クラスというのは、それなりに出てくるだろうと思っている。
例えば、ここにラインアップされているような債券だけでは、それは達成できない。でも、個々の事情で債券中心でないとそもそも運用ができない法人もあり、リスク許容度によって、資産クラス、もしくはそのファンドの形態を分けていこうというのは、いい考え方だと思う。集まる資金のボリュームによって成り立つ場合と成り立たない場合も出てくると思う。それらを組み合わせて、債券型を選択することもできるし、バランス型を選択することもできるし、もう少し、株式とかにシフトしたものを選択することもできるようなイメージがあるのが一番いいんじゃないかと思う。

10）最後に

（鈴木委員長）最後に、式次第には書いていないが、新春特別講演会についてお知らせしたい。気候変動が地球温暖化にどういう影響があるのか、ほんとうにカーボンが原因なのかといった点について、来年１月 25 日に如水会館で新春講演会を開催することとした。
学者の一部には、大氷河期や中寒期から説明される方もいるが、最近では、IPCC 等で、地球温暖化の問題についてはほぼ CO2 が原因だということで学問的には確定しつつあると言われている。
ESG 投資研究会の皆さま方にも、物理学的に、ESG の本質がわかればよりよいということで是非参加願いたい。オンライン参加でも結構である。国立研究開発法人海洋研究開発機構（JAMSTEC）の環境変動予測研究センター長の河宮先生をお招きしている。「気候変動予測の現状と今後の展望」と言う仮題であり、純粋に学問的なものなので、新春講演会としてふさわしいかどうかという疑問は残るが、是非、皆さん方はもちろんのこと、周囲の方をお誘いいただいてご参加いただけると幸いである。

４．第４回 ESG 投資研究会

１）「高配当低ベータ戦略ファンド」について

（石田委員）「高配当低ベータ戦略ファンド」について伺いたい。これが ESG 投資だというのがすっと入って来ない。普通に考えると高配当株ということは、設備投資が少ないので ESG 的要素は低いと、ざっくりした感覚では思ってしまうが如何か。結局のところ、ESG の高い銘柄とは、何をもって ESG が高いとするのか、分かったようで分からない部分があるので、ご説明いただくと助かる。

（下島委員）この戦略は「ESG 考慮型」というものであり、基本的には純粋な株式投資がベースになっている。つまり、高配当株投資として魅力があるかどうかというところを前提にしている。一方で、配当を重視した株式投資をしたいが、ESG を考慮した投資もしたいという投資家のニーズもあり、もともと 2012 年から運用していた戦略をベースにしながら、最終ポートフォリオを構築するプロセスの中に、ESG の観点からリスクのある銘柄を排除する ESG 評価を加え、2021 年 3 月に商品化したものである。

従って、「インパクト投資」のような ESG 商品とは位置付けが異なる。インパクト投資は、SDGs に基づく企業の成長性に着目し、中長期投資で株価の上昇を狙っているので、その分、配当利回りは１.0～1.5％程度と低い。しかしながら、公益財団法人や学校法人の皆さんから、事業運営上、配当にも期待したいという声がある中、配当利回り重視の株式投資に、ネガティブスクリーニングという形で、ESG の要素も取り入れ、この商品が生まれた。

２）ファンドの手数料水準と、ESG 認定基準の将来的な変更への対応について

（竹澤委員）２つ質問したい。１つは、外債等を組み込んだファンドでヘッジ後の利回りが 1.02％という話であったが、手数料（＝信託報酬）はどのぐらいの水準になるのかという点について。

もう１つは、全体に共通するが、現時点で ESG を配慮している銘柄、ESG 認定を受けているアセットであっても、将来的に ESG の認定を受けられるのか、あるいは、ESG に配慮している銘柄と言えるのかどうか、不確定要因としてあるのではないかという点について。この点は、その企業自体の行動がどう変わるかという企業行動の面とともに、もう一つこの ESG の分野がまだ新しいので規制がしっかりできていないという制度的な面があるのではないかと思う。行政では、ESG の認証のあり方などを今後のアジェンダに上げてくると思われる。制度設計次第では、現時点で ESG 考慮と思われる銘柄や ESG 認証を受けている案件が、対象外となってくる場合もあるだろう。そうしたものを組み込んだファンドを私どもが購入した場合にどうなるのかというのが２つ目の質問である。

（下島委員）まず、ESG 債券型ファンドについて。当社グループで、もし当該戦略を提供できるとするならば、概ね 0.3％程度の信託報酬で設定できないか運用会社と協議をしている。従って、先程の利回り（1.0％程度）から、0.3％程度控除した数字が、投資家として受け取れる利回りのイメージとなる。

もう１つは、ESG の基準に将来的にかなうかどうかという点であるが、正直申し上げてこれはまだ基準が明確でない。先行している欧州でも明確なものが定まっていない中で、日本には基準そのものがまだ存在せず、運用会社自身が、SFDR８条に該当する・９条に該当するというように宣言をして、商品を作っているのが現状だと思っている。

従って、先ほどの例では、ESG 債券型だと債券そのものがグリーンボンドなどの定義に従い

発行されているので、認証される可能性が高いと思われるし、英国上場インフラファンドも恐らく認められるのではないかと考えている。
ただ、高配当低ベータ ESG 考慮型のようなタイプになると、ESG 投資として認証されるかどうかは、必ずしも明確ではない。最終的な結論は私自身も正直分からないというのが現時点の答えである。今後の規制や基準に対する様々な議論が進んでいく過程の中で、徐々に明確化されていくものと考えている。
（竹澤委員）１つ追加で質問したい。仮に将来の基準で ESG の基準から漏れてしまうようなアセットがファンドの中に入っていたとして、その銘柄を別の銘柄に入れ替えることは可能か。ファンドの組成の仕方次第によるかもしれないが。
（下島委員）債券や株式のような、いわゆる伝統的資産は比較的流動性が高いので、その中での入れ替えは十分可能かと思う。一方で、インフラファンドのような投資対象そのものが流動性が低いものについては、簡単に売り買いできるものではないので、その辺りは注意が必要かと思う。

３）長期的な財団の資産運用におけるリスク認識と意識改革について

（秋山委員）２つ質問したい。財団法人側のニーズとして、前回も質問させていただいたが、為替をヘッジする財団が多いと言われるがその一番の理由というのは何なのか。　為替リスクというが、メリットも当然ある話なので、それはいわゆる「変動するリスク」に過ぎず、長期的に見れば為替も分散すればそのリスクは軽減できし円建てだけでの投資こそリスクファクターと思うのだが、このことを嫌うことなのかということが１つ。
２つ目は、同じく長期的に見たときに、運用する財産（基本財産）そのものをインフレヘッジのために増やしていくということも、財団運営として必要な気がするが、言い換えると運用益全てを事業財源と考えるのではなく、元本の増加にも運用益の一部を充てる運用、そういった視点を持っている財団は、日本の場合どれぐらいあるものなのか、の２点である。
（下島委員）まず、先程の説明でも触れた通り、為替ヘッジをしない投信の設定は可能である。本日説明した戦略の場合、現時点のヘッジコストが 0.5%程度。従って、戦略としての想定利回りは、1.5%程度となる。一定の規模が見込めるのであれば、為替ヘッジあり・なし、いずれの対応も可能と考えている。
一方、インフレヘッジに対する意識について、資産運用型法人に近い方々は、その意識が徐々に高まってきていると感じている。ただ、求められる必要利回りがそこまで高くなく、現状で満たされていると考える法人の方々の場合、比較的安全な債券投資だけでも十分と考えておられる方が多いのも事実。やはり、インフレに対する意識を強く持っておられる法人の皆さんから、インフレヘッジ資産と呼ばれている株式やインフラファンド、私募 REIT などの不動産への投資が進んでいるように感じている。
（秋山委員）為替の変動リスクをそこまで気にするのだろうか、円と特定の通貨だけの運用だとリスクはあるのかもしれないが、長期的に考える、或いは複数通貨での運用の手法もあると思う。ヘッジしないで利回りが増えるほうを選ばないのだろうか。
（下島委員）為替ヘッジを希望する方は、為替水準の変化に伴う時価の変動をやはり気にしているようである。為替も、今はレンジ内の動きがずっと続いているが、何かイベントが起こると急激に円高に向かうような事もあるので、そのような局面での時価変動に耐えられない方々も中にはいるということ。あとは、事業そのもので他国通貨を使っている先が少なく、自国通

貨である円での事業がベースになっている方々が多いことも、為替オープンで投資されない方が多い理由の一つではないかと思う。

４）インパクト投資ファンドの指標について

（加藤委員）日本株式のインパクト投資ファンドについて、インパクトKPIという指標という説明があったが、これは、評価するアナリスト側が決められるのか、そもそも企業側が決められるのかを伺いたい。また、決められたとして対話（エンゲージメント）にどう使っているか、もう少し教えていただけるとありがたい。

（下島委員）企業として具体的な数値目標を掲げているところもあるが、運用会社のアナリストが、企業への取材を通じて、企業と対話を行う中で、企業が目指している方針も加味しながら、KPI（目標）を引き出すケースが多いと思う。

ESG・SDGsへの取り組みについては、企業サイドとしても、自分たちがアナリストなど外部からどう見えているのかという事に意識を高め、それをどのように生かしていけばいいのかという視点が、求められる時代になってきており、エンゲージメントの過程の中で、株価を伸ばすための数値目標を共有し、それを事業に活かしているのだと思っている。

５）配当利回りに着目したREITとインフラファンドの相違点等について

（鈴木委員長）私のほうから質問して恐縮であるが、REITとインフラファンドの違いについて伺いたい。インフラ投資というのはREITで行うと思っていたので、このインフラファンドとはどういう法律的な形態として行うのか、信託的にファンドを受託するものか、投信的に法人を設立して行うものか等について、少し詳しく説明いただけるとありがたい。

（下島委員）事例で申し上げると、英国上場インフラファンドの場合、ロンドン証券取引所に上場している２つの投資法人に投資している。投資法人が運営しているという点では、JREITと同じである。

その投資法人が、例えば、太陽光や風力発電事業を投資対象としている場合、この事業を展開している事業者の財務内容や過去も含めた運営状況などを吟味し、それらを見極めたうえで、出資の可否を判断するケースが一般的かと思う。

一方で、公共施設や規制業種の場合、これらはもともと国がつくっているインフラ施設となるので、その運営権を取得し、その対価として支払われるフィーが投資家の配当原資になる。なお、資料に「PPP」とあるがこれは、Public-Private Partnershipと言って、官と民が相互に事業リスクを負担して事業運営を行う方式のことである。日本では、2012年、第二次阿部政権下で初の取り組みがスタートしたと記憶しているが、日本での事例としては、まだ関空とか一部の水道事業でしか、民間資金の活用が進んでいない。一方、海外、特に英国をはじめとする欧州では、1980年代から民間の資金を活用してきた歴史もあり、空港などの交通インフラだけではなく、公共施設、規制業種といった幅広い投資対象が存在しているのも、日本とは異なる点かと思う。

６）私募投信の信託報酬コストについて

（加藤委員）一点伺いたい。私募投信の組成だと、やはりメニューに広がりを持たせられるという印象をもっているが、だいたいどれぐらいのファンド規模や管理報酬を想定すればよいか。もちろん億円単位だと思うがだいたいの金額感があれば教えていただきたい。

（下島委員）本日、事例としてご紹介した私募投信として設定済みの３ファンドについては、いずれも１億円以上１円単位からの投資が可能。信託報酬は概ね 0.5%程度である。これらは、少人数私募投信という形で商品を設定しており、公募投信に比べてコストは低く抑え、購入・解約の手数料はかからないなど、投資家にとって投資しやすい条件を設定している。
（鈴木委員長）その場合、公益法人が投資しようと思った場合に１億が最低ということであるが、これは投信の型で言うと、追加型ということでオープンエンドになっているのか、私募でそれなりの制約があるのかどうか、手続き的に簡単なのかどうなのか、その辺のところはどうか。
（下島委員）当社でご提供している私募投信の事例でいうと、「インパクトファンド」と「高配当低ベータ戦略」では、その投信形態が異なる。これらは同じ株式投信であるが、前者は追加型投信、後者は単位型投信として設定した。単位型は設定時の募集期間だけ購入ができるという特性がある。
なぜ戦略よって、投信形態を変えたかと言えば、「インパクトファンド」は、基本的に株式の配当利回りよりも、中長期的な株価の伸びであるキャピタルリターンを期待するところが大きい。追加型の場合、「特別分配（購入時の基準価額に対して、分配後の基準価額がそれを下回ると、その下回った部分の分配は特別分配に該当してしまい、普通分配として収益計上出来ない可能性がある）」となるケースもあるので、インカム重視の戦略にはあまり向かないが、インパクト投資のようなキャピタル重視の戦略には適応しやすいと考えたもの。
一方で、「高配当低ベータ」というのは、配当利回りを毎期安定的に享受したいというインカム重視の戦略なので、特別分配という概念がない単位型での設定とした。テクニカル的な話になるが、同じ日本株式の投信でもやり方を分けているということである。
（鈴木委員長）そうすると、投資の限度額のようなものがあるのか。売り切れだというようなことにはならないような仕組みになっているのか。
（下島委員）例えば、この２つのファンドでいうと、投資対象が流動性の高い上場株式でもあるので、例えば、20～30 億円といったような規模で、募集を終えてしまうようなことはない。「高配当低ベータ」の方は最大 300 億ぐらいで、「インパクトファンド」の方は、どちらかというと 1,000 億ぐらい投資されても可能な、そんな建付けで商品として作っている。

７）ファンドの流動性について

（大岡委員）投資対象の選定の観点からは、個々の銘柄への投資よりも、集団投資スキームを活用したほうが取り組みやすいとの印象を受けた。その場合、１点質問がある。我々は運用資産の流動性を重視している。集団投資スキームは長めに資金が拘束されるイメージがあるが、流動性はどの程度確保されるものなのか。
（下島委員）まず、この流動性に関しては投資対象資産によるというのが結論である。債券や株式を投資対象とするファンドは、流動性はオープン市場で担保されているので、基本的に日々解約が可能という条件が多いと思う。
一方で、同じ設定ファンドの中でも、「英国上場インフラファンド」は、１週間に１回という形で解約頻度や、1 回あたりの投資金額を制限させていただいている。　REIT もたぶん同じような形だと思うが、債券や株式の市場と比較すると、インフラや REIT の市場規模は、そこまで大きくはないので、投資家のリターンに影響を与えないよう配慮も必要なため、一部制限を設けている。
また、ESG 合同の投資対象であるローン債権も、やはり流動性の低い資産なので、どうして

も解約の制限はかかりやすい。
全般的に、投資信託が投資対象としているものは、基準価額算定上、時価の把握が比較的容易である事が必要となるので、投資対象は、流動性の高いものが中心になってくるのではないかと思う。
（姫田委員）時間の関係もあり、この後ワーキングチームのところで話に入りたいと思うが、1点だけ。秋山理事長が為替のことを、前回も今回も話されたと思うが、概して日本で投資をする方は為替リスクを取りたがらないのが一般的だと思う。その理由の最も大きなところは、すう勢として円高が続いた時代の印象が強く、為替リスクを取りたくない。為替リスクを取るといわゆる損失を被るというイメージが強いので、皆さんそれを避けてきたということではないか。ドル建てで金利を取る代わりに、為替でやられるというような悪い印象がずっと続いていると思う。例えば昔の生保の外債投資においてもそうだったかと思う。しかし個人的には、最近はその（円高）一辺倒ではなくなってきたのではないかと考えている。秋山さんのおっしゃるように、為替においてもリスクとリターンを考えて投資するべきじゃないか。
それと、日本国内の投資家は、いわゆる自国通貨へのバイアスが非常に強くて、通貨を分散するという意識が低いというところも指摘できるのではないか。そういうところも、こういった勉強会を通じて、公益法人の投資、もしくは、資産の保全をいかに考えるのかを協議したい。投資対象の分散というのは、通貨も含めて考えるべきじゃないかと思うので、今後、われわれがもし独自のファンドの設立を目指すのであれば、そういうことをぜひ論点として入れていきたいし、実現していきたい。

８）ワーキンググループ設置の事務局案について

（鈴木委員長）それでは次に、第２フェーズでファンドの実際の設定の可能性について研究するにあたり、ワーキンググループを設置したほうがスムーズに移行できるだろうということで計画をしており、事務局の竹井のほうから説明させていただき、皆さんの意見を伺いたい。
（竹井事務局）資料４にてワーキンググループの設置についての事務局案を説明したい。
第２フェーズの研究会活動をこの４月から予定しており、そこでの大きなテーマが公益法人向けファンドの組成の具体的検討ということになるが、これについて前倒しで進めることとし、これに先立ち実務的な検討を行う「ワーキンググループ」を設置したく、委員の皆さんの意見をいただきたい。
内容については、事務局のたたき台として、法人のタイプごとに３つの類型でのニーズを想定したファンド組成の検討をワーキンググループで行うのはどうかということと、運用メニューやファンドの調査ということが案である。シンクタンク・金融機関の皆さんの力も借り検討したいと思っている。
なお、参考として、金融庁の「資産運用業高度化プログレスレポート」の一部を抜粋している。というのも、このレポートで初めてESG関連商品のコメントが出ており参考となる。いろいろあるが、ESG関連ファンドの立ち上げ本数は2020年度は33本しかないこと（2021年度から大幅増であること）やESG関連アクティブ運用の信託報酬平均は1.44％と少し高めであること（インデックスファンドの信託報酬が0.47％位である）等が示されている。金融庁のレポートであるが、こういう信託報酬の水準もコストとして考慮していかないといけないかと思う。ワーキングの活動は、２月７日の第５回研究会で承認いただいて以降、開始したいと思っている。メンバーは、委員の中から数名を選出するということで、これについては、別途メー

ルを事務局から送付申しあげるので、ぜひ手を挙げていただければと思う。なお、金融専門家の皆さんについては、商品企画部門の方が適材適任かも思われ、そういう方々にも参加を要請したいというふうに思っている。あらためてメールしたく意見をいただきたい。

（鈴木委員長）まだ非常に雑な段階で、３つに分けることについても意見があろうかと思うが、いただいた意見で決まれば、それにのっとって、２月、３月に集中的に検討させていただきたい。皆さん方の意見を賜ればと思う。どうぞ遠慮なく。姫田委員どうでしょう。

（姫田委員）まず、提案いただいたことに感謝したい。スケジュールに関しても、前倒しいただいたことに関しては非常に良いと思う。聞きたい点はこれを進める場合、勉強してメニューを提示するだけでなく、実際にファンドを組成するというところまで目標に置いていると思うが、この場合のファンドのミニマムロットのイメージを伺いたい。今日の講師はたまたま信託の方であるが、既存ファンドのミニマムでなくて、公益法人等が専用ファンドを立ち上げるとした時のミニマムロット、つまりイニシャルのファンドアマウントはどれぐらいをイメージするのかをまず聞いておきたいと思うが、如何か。

（下島委員）投信を設定する場合、最終的には、投資ロットだけではなく、信託報酬も考慮したうえで、設定可否を判断することになる。例えば、ESG 債券型だと一般的に信託報酬率が低くなるので、その分、投資金額を多くして頂かないと採算が維持できない事がある。運用会社との協議では、30 億円から 50 億円ぐらいの投資ロットを前提に、商品組成の可否を議論させていただくことになるかと思っている。

（姫田委員）例えば、こういうファンドを仮に受託するとなれば、それは公益法人専用のファンドとして設定することに賛同していただいて、通常の商業ベースより手数料面を配慮していただくということは可能か。

（下島委員）はい（笑）。信託報酬の水準含め、最終的な投信設定の決定権限は運用会社にあるのですが、販売会社としての立場から、運用会社にしっかりと働きかけ、考慮して貰うべく協議していく事は可能であると思っています。

（姫田委員）ぜひこれまでの勉強会、数回残っている勉強会を通し、いろいろ学んだことを生かして、ぜひゴールを達成したいと個人的に思う。ワーキングのほうにも参加したいので、よろしくお願いしたい。

（鈴木委員長）光定先生も商品設計の経験があるようで、如何。

（光定副委員長）素晴らしい案を頂いた。私も参加できるのであればしたいと思う。なお、検討にあたって、資産運用のタイプの①②③ごとにプロダクトはずいぶん違ってくるので議論する際の優先順位を、ワーキンググループかこの研究会で決めたほうが良いのではないか。③の人向けのプロダクトから議論していくのか。同時並行的に①②③の人たちを議論するのか。今日じゃなくてもよいと思うが。

（鈴木委員長）当然、参加している皆さん方が、自分の型はどれだという認識をした上で参加されていると思う。ただ、私どもの調査報告書にあるとおり、圧倒的に①の法人さんが多数を占めるためそれをどういうふうに考慮するのか、それから③の資産運用型法人も大規模な法人さんとしてニーズが強いということなのでその辺をどこまで配慮するかということについては、皆さんの意向次第ということになる。意見を伺う方法についても、単純にアンケートということでなく、少し考えてみたいと思う。

（鈴木委員長）その他、次回ご説明いただく予定の加藤委員、如何。

（加藤委員）あらためて、今日の話を聞き、こういうスキーム自体を積極的に検討する場という

のは素晴らしいと思う。その上で、私が貢献できることがあれば。
（竹井事務局）事務局から最後に一つ、「信託社債」について伺いたい。「私募投信」は、証券会社の皆さんからもファンド組成の提案の期待をしているが、今日話があった「信託社債」は、事務局として実は想定していなかった。これは単品のメニューとして考えるべきものか、何かのファンドに入れたりすることは可能なものか。公益法人の全体のニーズを勘案して、信託社債を発行するということは考えられるのか。
（下島委員）考えられる。少人数私募債として信託社債を発行するにあたり、投資金額や最低報酬金額を考慮することになるが、複数の投資家が、同じタイミング、同じ条件で投資できるようであれば、ニーズに応じた信託社債の発行は可能である。例えば、先ほどのような「ESG マルチアセット連動債」で言うと、参照する指数が決まってしまえば、そのパフォーマンスに連動する信託社債というのは、比較的柔軟に設定は可能である。

９）ESG 投資研究会の報告とりまとめについて

（鈴木委員長）では次回に意見をということで、今日のところはとりあえずここまでとしたい。最後に、これまでの研究会の報告についての取りまとめイメージについて、事務局から。
（竹井事務局）資料に基づき事務局案を説明したい。次回２月の７日第５回の研究会で報告書の取りまとめを行いたく、委員の皆さんからの意見をお願いしたい。
まず、ESG 投資研究会の報告骨子案について。内容は、ESG 投資の本質ということで特別講演会での水口学長のコメントと栗津さんのコメントから、その後は第１回からの研究会の議論の取りまとめである。この案をたたき台にして、委員の皆さんから、これは削除したほうがいい、強調したほうがいい、修正してほしい等の意見をいただきたいと思っている。
なお、運用の基本方針に関して、一つ例示として加えているものがある。公益法人会計基準に関する実務指針からの引用で、「公益目的事業の財源の相当部分を運用益によって賄うため、債券、株式、投資信託により資産運用する。なお、デリバティブ取引は行わない方針である」といった「金融商品に関する取組方針」の書きぶりである。少し認識する必要があるということで追加して記載している。
次に、最終報告書の全体のイメージであるが、目次をみていただきたい。表題は「公益法人のための ESG 投資研究会報告書 目次」で、「はしがき」があって「１．設置趣旨」「２．検討経過」と先ほどの「３.ESG 投資研究会の報告骨子」となる。報告の骨子で、仮に５番、「第２フェーズの活動に向けての意見」、と６番「研究会から提言」を書いているが、これらの意見が第５回研究会の議論で出れば、これも研究会報告書に入れたいという意である。
それから、ESG 投資研究会資料である。まずは、「特別講演会の講演録」を水口学長と栗津さんの分のフルバージョン分、次に、第１回からの「講演レポート」を光定副委員長、チバース委員、太田委員、下島委員、加藤委員等の分、及び自由討議の議事録を記載する予定である。いずれも講師の方の了承を得たもので、講演レポートについては、『公益法人』誌に掲載したもの、自由討議の議事録・質疑応答要旨は毎回研究会資料に添付したものである。あとは、委員名簿を記載し、最終報告書にしたいというふうに考えている。皆さんからの意見をお願いしたい。
（鈴木委員長）本日は以上である。新春講演会では、気候変動予測の現状と今後の展望ということで、海洋研究所開発機構の河宮未知生先生から講演をいただく予定である。まだ若干の余裕もあるのでよろしければ申し込みいただけると幸いである。

５．第５回 ESG 投資研究会

１）ファンドにおける資金の分配方法

（姫田委員）本財団の基金運用はファンド・オブ・ファンズの形態であると理解しているが、５～６年の運用実績で助成に使われた資金は、値上がり益も含めて分配をしているのか。

（加藤委員）そのとおり。ただし多くは評価益で内部留保されている。なお、アメリカでは、一定の割合を必ず助成に使わなければならないというペイアウト・ルールがあると思うが、日本でも大規模財団ではそのルールがあったほうがいいと思う。資産が増えていくものなので、いつ使ってもいいというような緩やかなルールでは、問題があろうと思う。

（姫田委員）本財団は一般財団法人であるが、一部内部留保をしながら助成を行うという会計処理は可能か。公益財団法人になると財務三基準の縛りがあって、内部留保を拡充しながら長期的な助成を拡大するというのは、制度を厳格に理解するほど、難しいのだが。

（加藤委員）会計士に聞いている限りは、評価益は収支相償に当てはまらず、収支相償の対象外と聞いている。

２）ファンドの選択方法等

（姫田委員）３つのファンドを選ぶにあたって検討の期間はどの位要したか。

（加藤委員）一つ目のファンド（鎌倉投信）がまず決まり運用を始めた。次に国際分散投資を始めようとしたが当時はなかなか ESG ファンドが米国で見つからず、二つ目のファンド（ETHO）は財団設立から４年目に設立された新しいファンドになった。三つ目のファンド（債券ファンド）も３年前にできたばかりである。選択肢が少ない中で組み入れていったというのが実情である。

（姫田委員）ファンドの中で再投資していく形態は、個人等における運用では非常に望ましいが、キャッシュフローを必要とする公益財団法人の場合は、分配と内部留保の兼ね合いが課題であると思う。

３）国際分散投資における主要リスク

（秋山委員）国際分散投資における主要な想定リスクで、「為替変動」と「インフレ」と「天災」という話があったが、日本の場合は為替のリスクということを強調するところが多い。長期的な視点に立てば、インフレに対するリスクということが非常に大きいと思うが如何か。また、天災についてはある種地球規模で起きたときに国際分散という形で回避できるものなのかといえば疑問がある。

（加藤委員）日本の財団があまり運用しない理由に、かつて運用の方法まで省庁の指導下にあったという理由が大きかったと聞いている。インフレリスクは考えずに、省庁からすると円で運用していれば安全ですというのが前提になっているかもしれない。公益法人制度改革以降は、ずいぶん、ポートフォリオ管理みたいな言葉も出て来ているで、やりやすくなっているのかもしれない。もう一点、気候変動のようなリスクを考えた場合、自身が環境問題を解決しなければ運用リスクも増えてしまうという構造があり、これにどう向き合うかは大きな問いかけだと思っている。公益財団法人も、責任ある企業を応援するような形で社会全体のリスクを下げていくほうが望ましいのではないかと思っている。

（秋山委員）1990 年代というと円だけに投資していることのリスク「ジャパン・プレミアム」ということが国際金融ではもう常識になっていた。それにもかかわらず、日本国内では、メディアも含

めてほとんどそういう話をせずに、非常に情報の狭さというものをこの間ずっと感じているが如何か。

（加藤委員）為替については、ヘッジを商品に組み込むのか、自分たちで分散をきちんとすることによりコントロールするのかということは大きな選択である。為替ヘッジのコストというのはポートフォリオ管理ができれば、必要ないコストなので、その部分は助成事業や何かの公益活動に回せるかもしれないといったことを考えてみるべきだと思う。

４）ファンドにおける売買のタイミング

（光定副委員長）小規模な財団法人でも十分にいろんなやり方があるということが一つ大きな学びだった。ファンドの事例で、売買のタイミングをずらしながら買うという話であったがどの位の頻度か。

（加藤委員）標準的なやり方であるが、四半期に一度に加えて、基金を設立するタイミングである。シンプルなルール設定をしている。

５）許容リスクと期待リターンと ESG 方針の優先順位

（竹井事務局）事務局から、「許容リスク」と「期待リターン」と「ESG 方針」の三つの優先順位を伺いたい。

（加藤委員）ESG 方針が１番である。ESG ファンドの中で、優良なファンドを選んでいる。結果として、ファンドの組成や投資の基準となるインデックスを外注しており、あまり ESG の方針が発展しそうにないファンドは除外している。２番目はリスク（流動性リスクも含む）である。投機的なリスクを取ることは公益法人にはふさわしくない。個別のファンドでリスクが年率 10%を越えるはどうしてもあるが、リスク分散することで 10%以下にキープしている。３番目がリターン。投資対象市場の中で平均的なリターンぐらいでいい。日本の ESG ファンドで一番よかったものをとりあげ、そのパフォーマンスを維持しながら、リスクも全体として下げていくという形で配慮をしながら設計をしている。

６）マイクロファイナンス・ファンドへの興味

（竹井事務局）もう１点、国際分散において、大和総研の太田委員が結構取り上げていたマイクロファイナンスの分野について興味があるとのコメントがあったが、意向は？

（加藤委員）マイクロファイナンス・ファンドを取り入れるかどうかは実はかなり迷ったが、投資ロットが大きかったので、現状では組み入れていない。市場の形成も ESG 投資より、マイクロファイナンス・ファンドのほうが早かった。債券投資に近い形の運用で、かつ、ソーシャルな効果が高くて、産業としては大きい。ただし、マイクロファイナンス自体は、ESG の評価指標は進んでいるものの、株式市場の ESG 評価のような形にはなっていない。マイクロファイナンス・ファンドもいくつかの選択肢があり、財団のミッションに合った商品をうまく選べばいいと思う。

７）他の候補ファンドの有無

（光定副委員長）ファンド選択において、最後まで選考に残ったファンドと、ESG インデックスファンドの議論の有無について伺いたい。

（加藤委員）最後まで残ったファンドはいくつかあり、他の候補で有力だったのは世銀債である。例えば、世銀がマイクロファイナンス債を出しており、また一定の流動性がありリターンも悪くない

のでドルでよければ十分組み込めた。結局、ロットの問題と、世銀債が発行されるタイミングでしか買えないことがネックになった。もう１つは、大和証券の「椿」。女性のエンパワーメントファンドで、日本の上場会社の中で女性の活躍を応援し、かつ取締役会にも女性のダイバーシティを要求するという新しいファンドだった。手数料水準等勘案し結局は組み込まなかった。インデックスや ESG 指標の評価に関しては、「Rating the Raters」というレポートがよくできていると思うが、このようなレポートも始まったばかりで、評価が固まっているわけではないと理解している。基本的には ESG の評価は上場会社が出したデータを基に評価をするため、鶏と卵のような状況が続いていると理解している。

８）ファンドのリバランスについて

（姫田委員）ポートフォリオのリバランスは当然必要だと思うが、そのリバランスの機会を捉えて現金化することによって、資金を助成事業に回せるという理解でよいか。

（加藤委員）そのとおり。リバランスのサイクルと助成のサイクルをどう合わせるかというのはポイントになる。ポートフォリオの設計によるが、日本の財団の運用益（１％から 1.5％ぐらいだと聞いている）の配当を確保する前提でポートフォリオを組み、一方で時価評価の増大も狙っていくようなポートフォリオの設計もあるのでは？ということを、これまでのこの研究会の議論を伺いながら、考えていたところである。

９）ワーキンググループの設置について

（鈴木委員長）次のテーマに移り、前回頭出ししているが、ESG 投資研究会の第二ステージにスムーズに移行できるように、ワーキンググループの設置を考えており、その事務局案について、竹井のほうから説明させていただく。

（竹井事務局）共有資料「ESG 投資研究会 ワーキンググループの設置について（事務局案）」に基づき説明。

（鈴木委員長）メンバーとスケジュール（非常にタイトであるが）がほぼ決まったが、意見は如何か。

（竹澤委員）結果報告を楽しみにしたい。気になる点は、「公益法人全体として、スタンダードな資産運用手段で、かつ ESG に貢献できる商品メニュー、ガイドラインを示す」というところであり、この「ガイドライン」とはどのようなものか。

（竹井事務局）これは公益法人向けファンド組成の検討が難しくなった場合に、既存商品のタイプを示すものである。例えば価格変動リスクを取らない法人はこういうタイプという具合である。商業イズムで個別商品に踏み込むことはしない。

（鈴木委員長）了解いただいたので、次に、本研究会の報告書のとりまとめイメージにつき、事務局の竹井のほうから説明させていただく。

（竹井事務局）事務局より、第一フェーズ報告書とりまとめについて、資料に基づき説明。

（鈴木委員長）後ほど委員の皆さん方にはチェックしていただく予定である。現時点で何かあればご指摘願いたい。

（姫田委員）まとめていただいて感謝する。気になるのが、この報告の骨子案で、(2) 公益法人の資産運用の実態、これはアンケート調査を分析報告してもらったものだが、ももう少し、現状どのような問題があるのか掘り下げてもらえないか。

現状、資産管理型の財団が多いという実態を踏まえて、秋山委員が再三発言されているように、そもそも公益法人に求められる投資とか運用に対する考え方、長期的な視点に立ったときに、インフ

レとか円安に備えてどういうふうに考えるのかという点につき、この研究会でも考え方を整理して、提言まで踏み込むのかについても議論した方が良いと考える。
いわゆる、長期的なインフレ、もしくは購買力の低下、それは円安も含めて購買力の低下と考えたときに、本当に公益法人として、サステナブルな資金運用、もしくは資産管理のあり方、資産の保全のあり方をしっかり検討した上で、第二フェーズに続けていきたいと思う。
（鈴木委員長）ご指摘の通りであるが、これは昨年 10 月に実施した特別講演会の要約である。ここでは問題意識が欠けているようにみえるが、詳細は当協会より本を刊行しているので参照されたい。足らない部分があれば、今回の研究会の中でさらにプラスするということは可能である。現状を前提とすると進歩がないという指摘に当たると思うため、ワーキンググループでの活動も通じながら、今後考えていきたい。
（雨宮委員）長く公益法人の運営を行ってきた方々は、保守的な考えから新しいことにチャレンジすることができないかもしれない。国がやること企業がやること以外で、民間の非営利セクターがやる場合には、小粒ではあるけれどもピリッと辛いものを、公益法人というのはどうあるべきかを含め、まとめる必要があると思う。
（秋山委員）いわゆる財団活動の一番のポイントというのは、自立して持続可能な活動でということだと思う。従って、財団活動を今後永続的にしていくために、「投資」というのは大きな手段であり、その辺の財団活動の基本部分に議論が進んでいかないと、長期的という発想も出て来ない。
その他にも、今日本で財団に関わっている方たち、特にトップレベルの方たちの任期が非常に短い。何か風潮としては長いとよくないみたいなことがあるものの、長期的展望というのを立てるモチベーションが上がってこないのではないか。この辺りでも、何か明確な指摘ができないか。
『投資というのは、本来は自立であり、持続可能性を担保する有力な手段である』という、大前提をどこかで盛り込んでいただきたいと常々思っている。
（雨宮委員）そのとおり。今回の研究会報告書には入れないといけない。
（鈴木委員長）まさに「はじめに」とか「おわりに」とかでの言葉だと思う。
（姫田委員）秋山理事長と同じである。我々の財団が 38 年ほど前に設立する際、著名な国際財団に「財団」と「国際賞」の運営において一番大事なものは何かと伺った。その答えはシンプルで本質的なものだが、「国際賞」としては公正な審査であり、「財団運営」では健全な財務基盤の維持ということであった。つまり財団運営の大きな要素として資産の運用や管理、さらには永続的な保全が必要ということである。
（鈴木委員長）イギリスのガバナンスコードの例でも、資産の管理とか運用は力を入れて書いており、資産とか財産の保全とかが非常に大きな項目を占めている。日本では何か財産の管理とか資産の運用だけであると保守的な感じの部分があるが、そういう部分は、払拭していかないといけないかもしれない。
では、最後に今後のスケジュールについて事務局から。
（竹井事務局）事務局より、資料に基づき説明。
（鈴木委員長）来年度のスケジュール等は、事務局からの説明のとおりである。最後に、各委員から、追加のコメント等あれば伺いたい。
（福冨委員）過去の研究会において、J-REIT の投資法人が ESG 商品債を発行していることを学んだ（2021 年 12 月 8 日第 3 回研究会大和証券作成 資料 2「公益法人による SDGs 債への投資と投資表明事例について」）。ESG 債を発行しているそうした投資法人に、通常の J-REIT として投資している場合 、それは間接的に ESG 投資をしていることになると捉えられるのか。つまり「ESG

投資を行っている」と解釈できる範囲をどこまで拡張可能なのかについてという点も、今後研究の対象の一つとしたらいかがだろう。

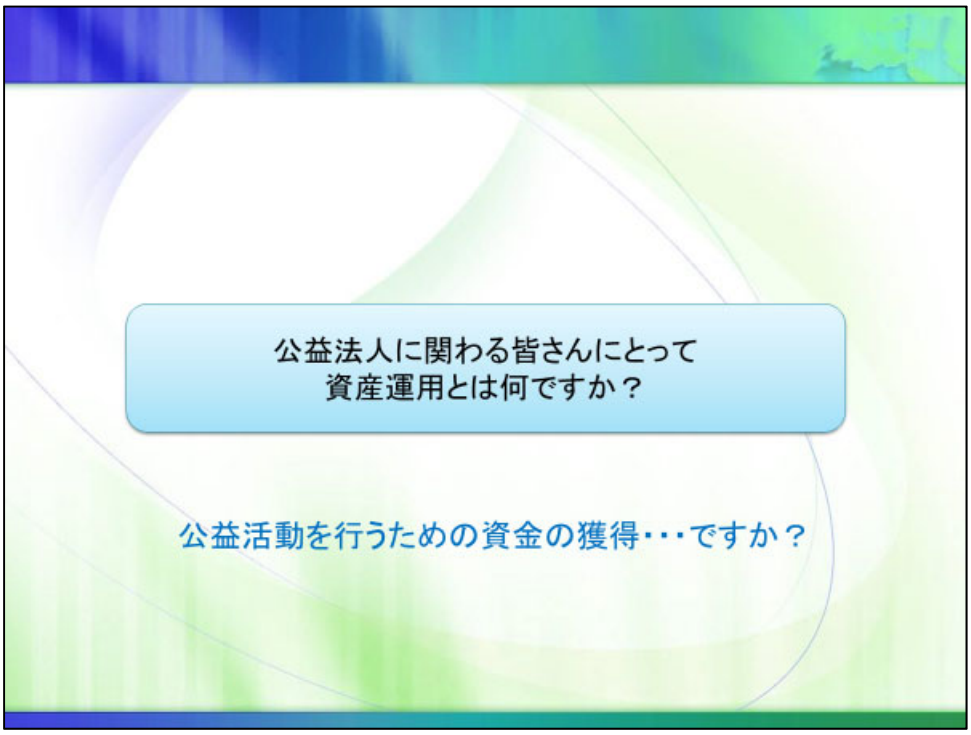
（廣瀬委員）あらためて様々な公益法人がある中ワーキンググループの取りまとめも大変かと思うが、何らかのコンセンサスを得てこの研究会が実績を持てて次の時代に反映できるような形になればありがたい。

（加藤委員）ESG の評価を主観で行う客観で行うかという問いがそれぞれの公益法人に課せられていると考えている。本来、ESG の指針は各の公益法人のミッションに従って、設定されるべきであり、それに応じた、スクリーニングの手法や投資すべきファンドの取捨選択があっても良いのではないか。

以上をもって、本日の議題及び第一フェーズの研究会の議事は全て終了した。

8 ESG 投資研究会講演スライド

１．特別講演会「公益法人にとっての ESG 投資」



それでは、ESG投資とは何だと思いますか？

資産運用の高度化・・・でしょうか？

1つの見方

- ESGへの取り組みが、中長期的な企業価値向上に貢献する
- ESGの考慮は、リスクの低減につながる

［懐疑的な人も存在］
- 実証の裏付けがあるのか？
- 一時的なブームではないのか？
- ESGウォッシュがあるのではないか？

そもそも公益法人はESG投資をすべきなのでしょうか？
もしすべきだとしたら、それはなぜでしょうか？

より高いリターンが得られるから・・・だと思いますか？

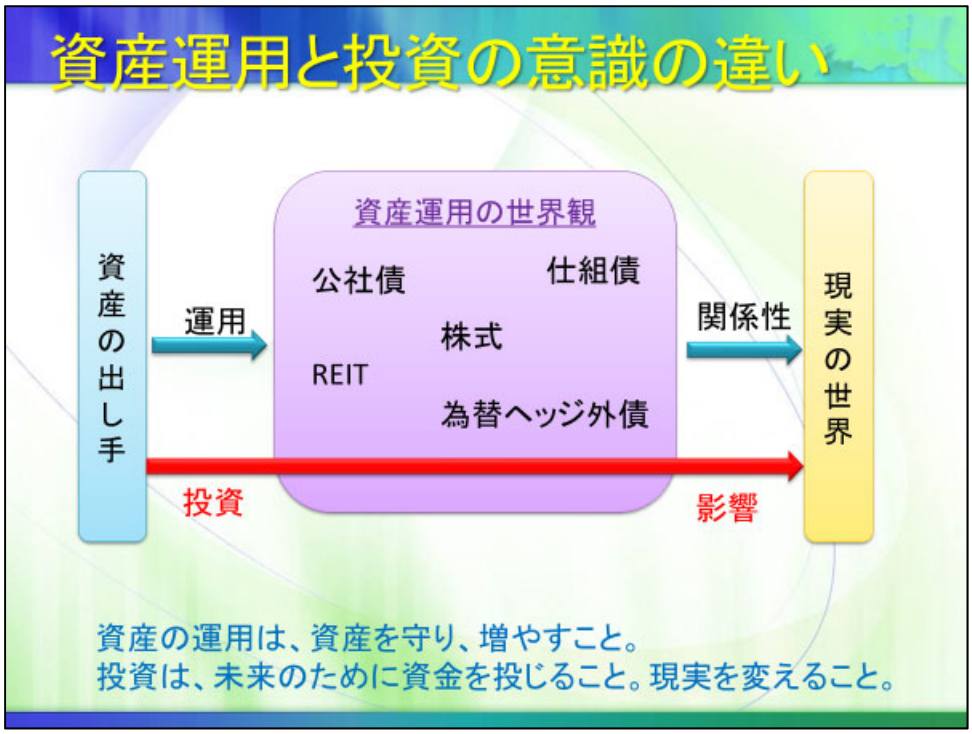
公益法人の資産運用の現状

太田達男・梅本洋一（2017）『新しい公益法人・一般法人の資産運用』より

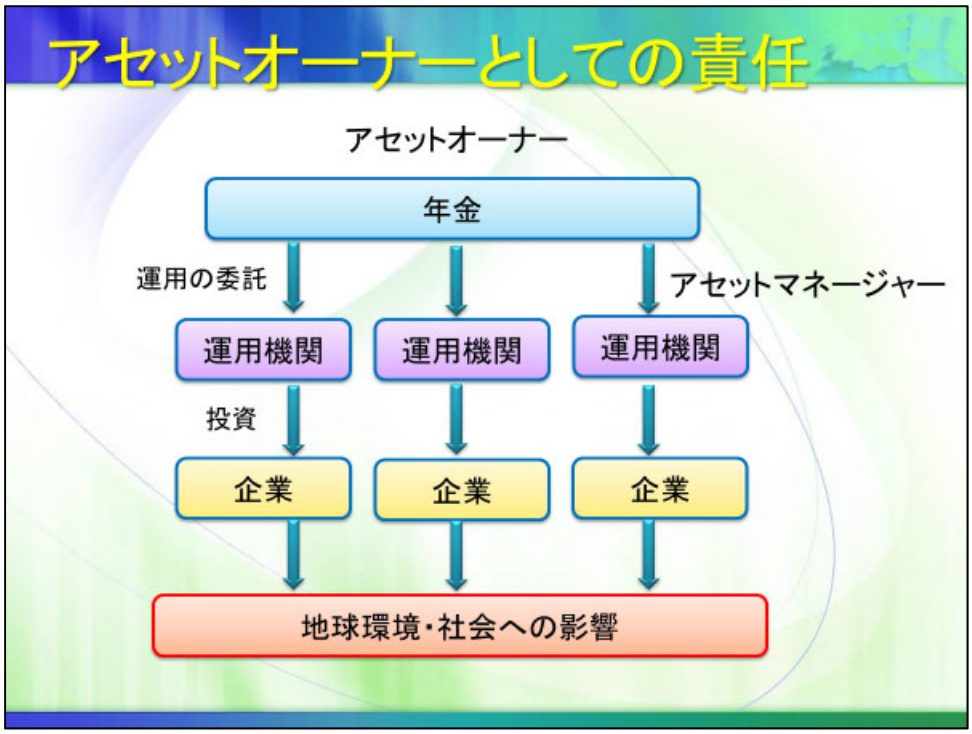
2017年、191法人（運用資産総額1兆690億円）の調査
- 資産管理型（預金・公社債以外は10%未満）、準資産運用型（同10－70%未満）、資産運用型（同70%以上）が3分の1ずつ。
- 利回り実績は、3つのタイプ別に0.75%から2.31%の間。平均は、1.48%

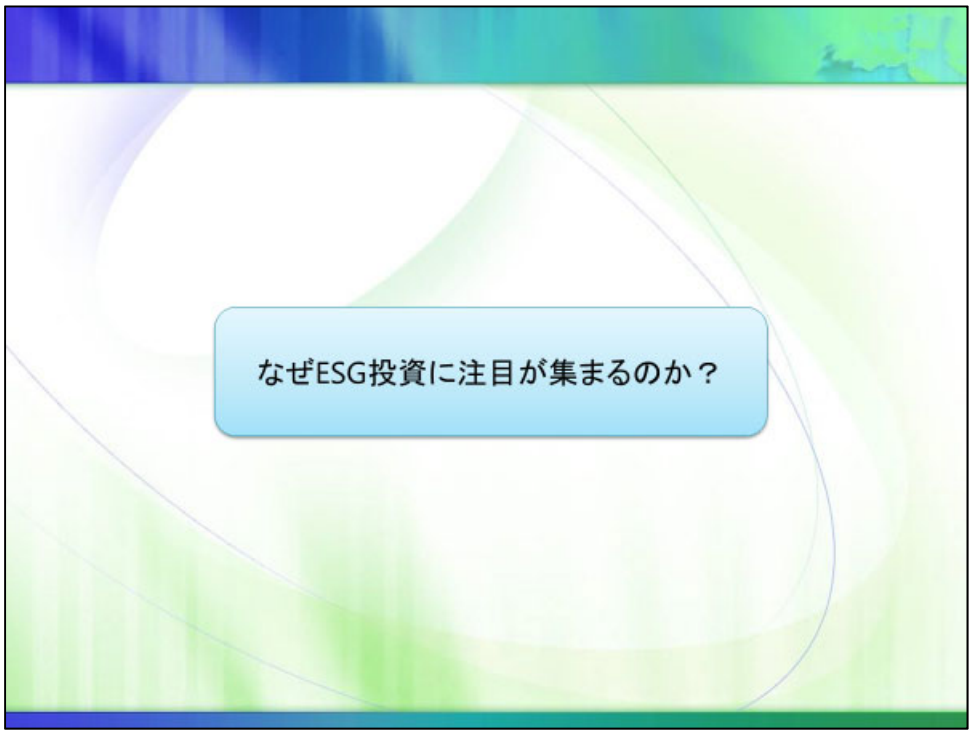
ESG投資をしたら、この利回りをどのくらい上げられると思いますか？

それが、皆さんがESG投資に関心を持つ理由ですか？


資産運用と投資の意識の違い
資産の出し手
運用
資産運用の世界観
公社債
仕組債
株式
REIT
為替ヘッジ外債
関係性
現実の世界
投資
影響
資産の運用は、資産を守り、増やすこと。
投資は、未来のために資金を投じること。現実を変えること。

公益法人にとっての資産運用と投資
200億円のインパクト
200億円
資産運用
（2%）
公益法人
4億円
人件費等
現実の世界
公益活動
資産運用のあり方も、各公益法人の本来の目的に沿ったもの
であるべきではないか。


アセットオーナーとしての責任
アセットオーナー
年金
運用の委託
アセットマネージャー
運用機関
運用機関
運用機関
投資
企業
企業
企業
地球環境・社会への影響


なぜESG投資に注目が集まるのか？

背景にある危機感

西日本豪雨（2018年7月）
死者278人

岡山県倉敷市の様子（2018年7月7日）共同通信社

台風19号（2019年10月12日 上陸）

イタリア・ギリシア・トルコの山林火災

ドイツ・ベルギー豪雨

中国「千年に一度」の豪雨

中国中部・河南省　2021年7月17日―20日に、年間降雨量に匹敵する豪雨
地元メディアは「千年に一度のレベル」と報道。出所：ロイター2021年7月21日

従来の資本主義の限界

地球の環境容量の限界
― 「人新世」

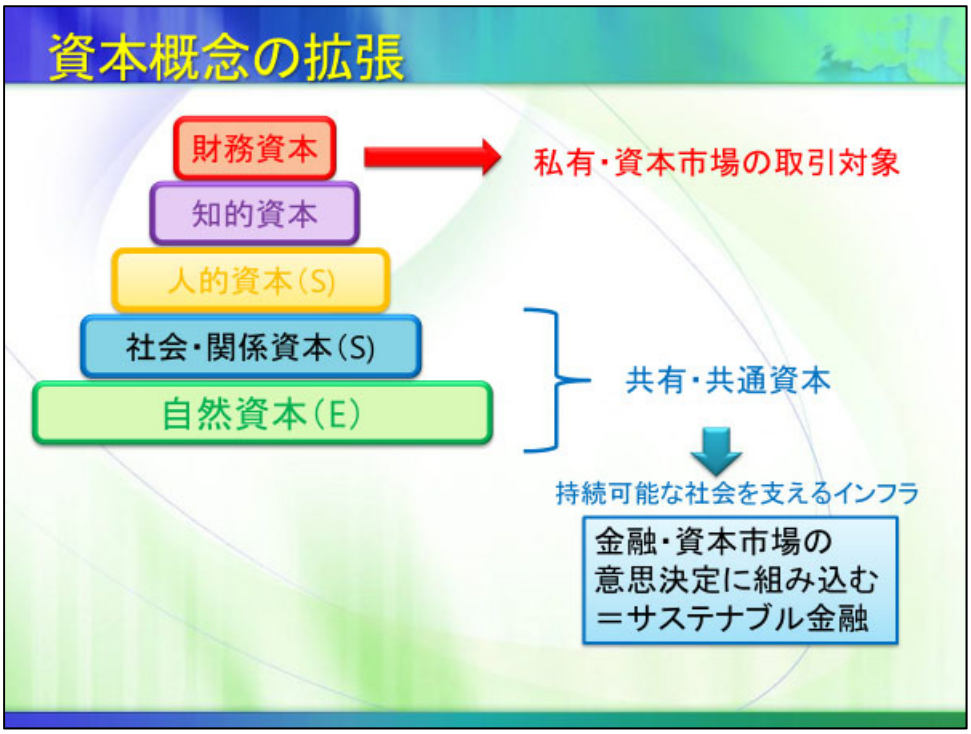
人口減少への転換

低金利・ゼロ金利
資本が利益を生まない時代

従来型の「成長」の限界

産業構造の転換
IT・AIへのシフト

経済格差の拡大


資本概念の拡張
財務資本
私有・資本市場の取引対象
知的資本
人的資本(S)
社会・関係資本(S)
自然資本(E)
共有・共通資本
持続可能な社会を支えるインフラ
金融・資本市場の
意思決定に組み込む
＝サステナブル金融

2006年4月　責任投資原則(PRI)発足
PRI
Principles
for Responsible
PRI
APRIL
27
NYSE Group

責任投資原則（PRI）の6項目

1．ESG課題を投資の分析と意思決定のプロセスに組み込む。
2．積極的な株主となり、ESG課題を株主としての方針と活動に組み込む。
3．投資先企業にESG課題に関する適切な情報開示を求める。
4．投資業界がこれらの原則を受け入れ、実践するよう促す。
5．原則の実施にあたって、効果が高まるよう相互に協力する。
6．原則の実施に関する活動と進捗について報告する。

責任投資原則（PRI）署名機関の推移

出所：PRIホームページ（https://www.unpri.org/pri/about-the-pri）より

PRIへの主な署名機関

国内	海外
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF） 企業年金連合会 第一生命保険 日本生命保険 労働金庫連合会 かんぽ生命保険	ノルウェー政府年金基金 ABP（オランダ公務員年金） スウェーデン国民年金（APファンド） CalPERS（カリフォルニア州公務員年金基金） CalSTRS（カリフォルニア州教職員年金）

なぜESG投資をするのか？

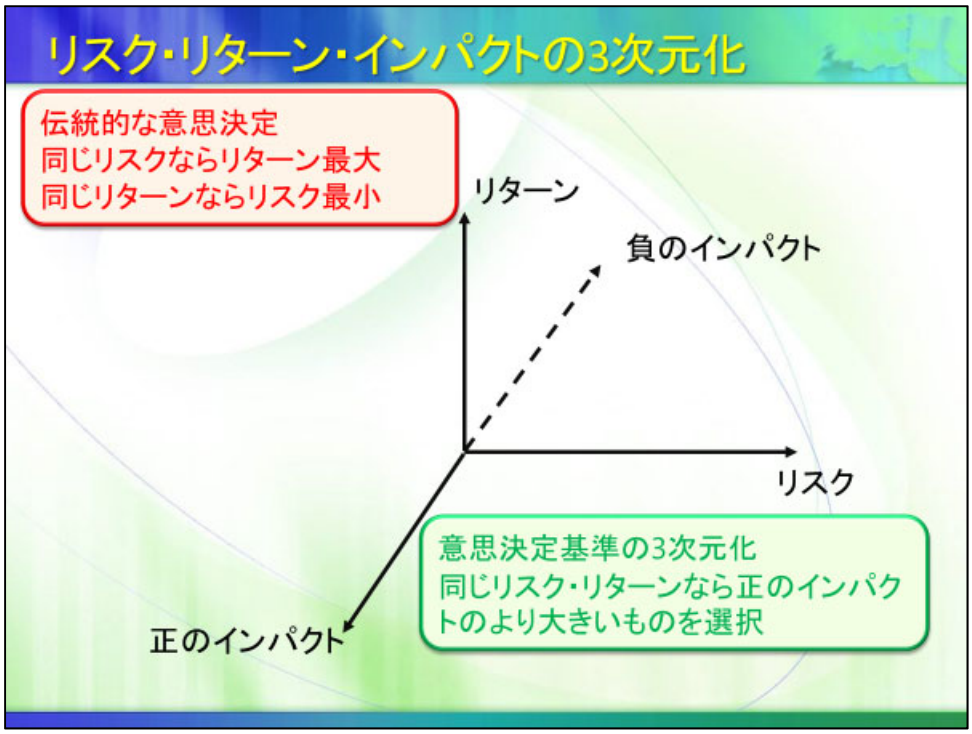
機関投資家の視点

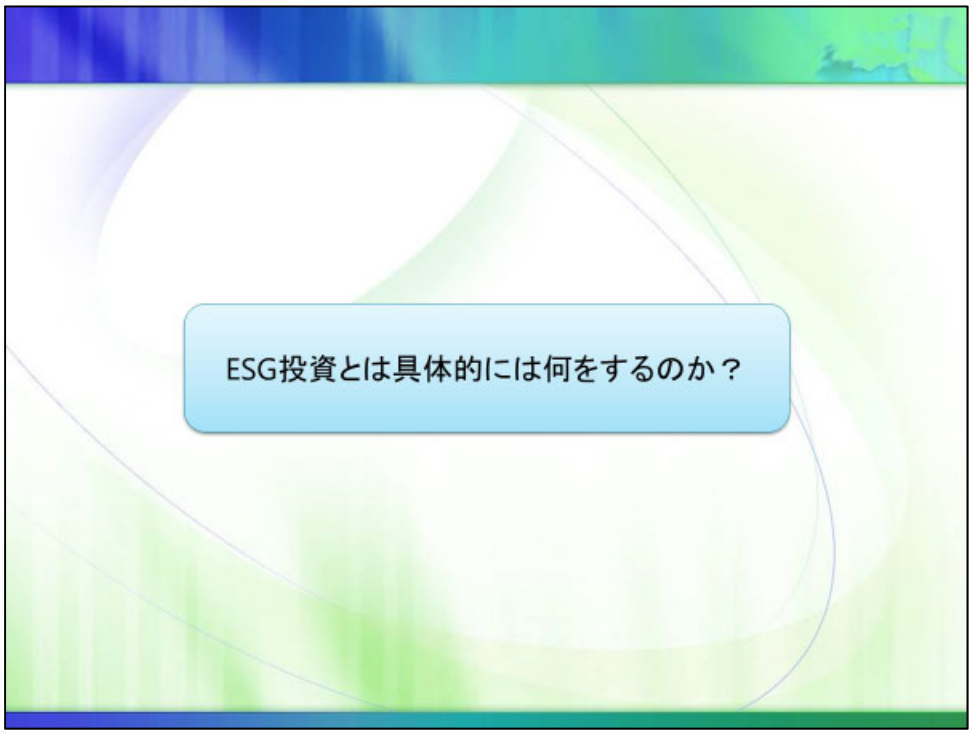
投資判断の改善
－ESGリスクの回避
－収益機会の追求

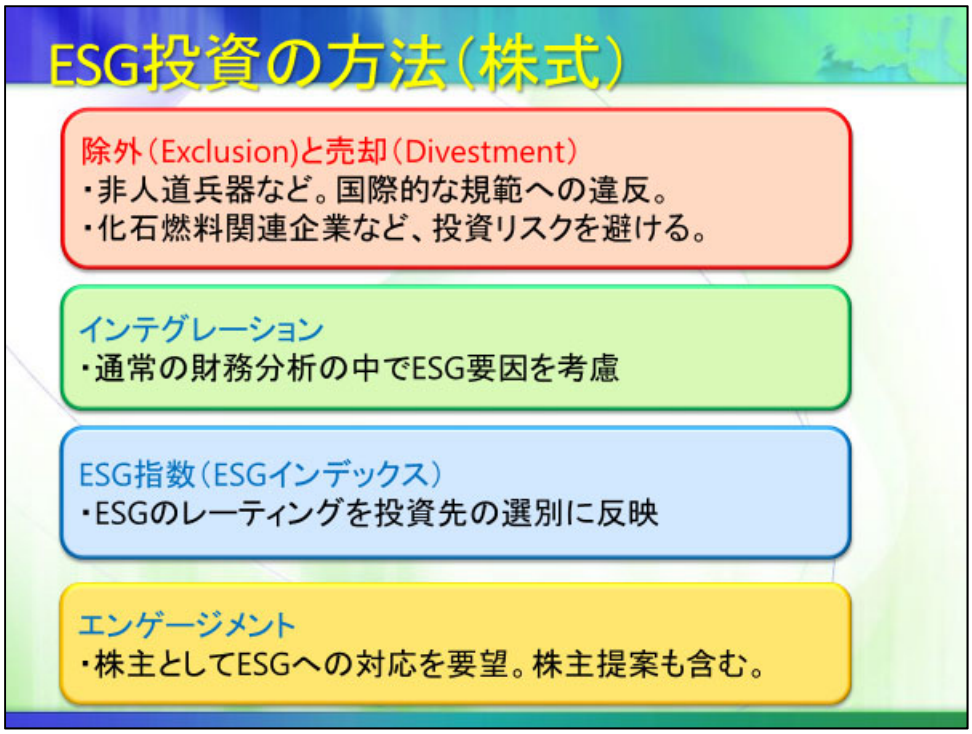
ユニバーサル・オーナーシップ
－負の外部性の最小化
経済活動の基盤を守る

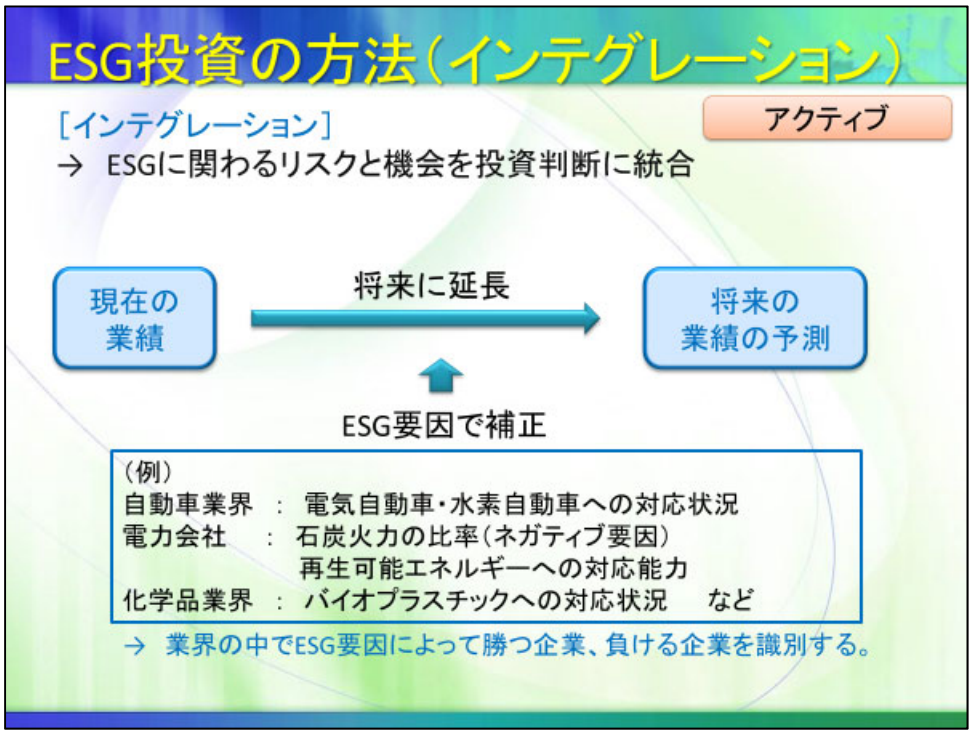
公益法人の視点

- 社会へのインパクト
- 公益法人としての理念（価値）

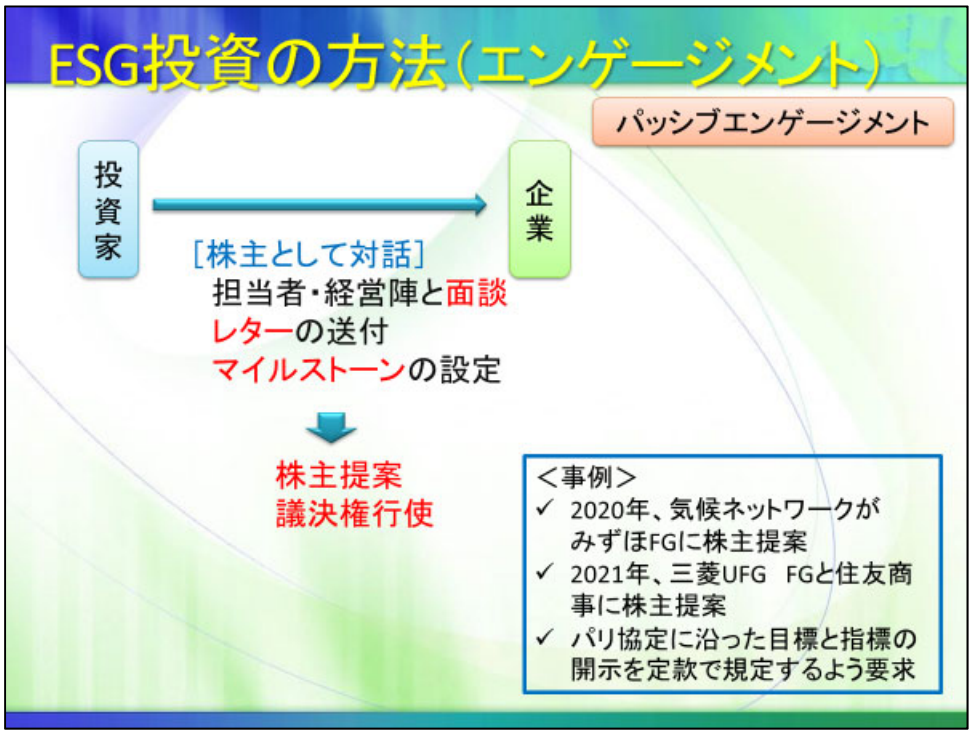

リスク・リターン・インパクトの3次元化
伝統的な意思決定
同じリスクならリターン最大
同じリターンならリスク最小
リターン
負のインパクト
リスク
正のインパクト
意思決定基準の3次元化
同じリスク・リターンなら正のインパクトのより大きいものを選択


ESG投資とは具体的には何をするのか？


ESG投資の方法（株式）
除外（Exclusion）と売却（Divestment）
・非人道兵器など。国際的な規範への違反。
・化石燃料関連企業など、投資リスクを避ける。
インテグレーション
・通常の財務分析の中でESG要因を考慮
ESG指数（ESGインデックス）
・ESGのレーティングを投資先の選別に反映
エンゲージメント
・株主としてESGへの対応を要望。株主提案も含む。

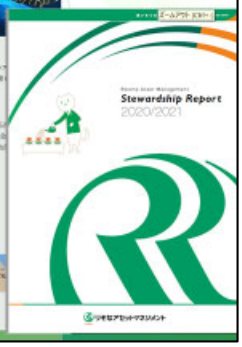

ESG投資の方法（インテグレーション）
アクティブ
［インテグレーション］
→ ESGに関わるリスクと機会を投資判断に統合
現在の業績
将来に延長
将来の業績の予測
ESG要因で補正
（例）
自動車業界 ： 電気自動車・水素自動車への対応状況
電力会社 ： 石炭火力の比率（ネガティブ要因）
再生可能エネルギーへの対応能力
化学品業界 ： バイオプラスチックへの対応状況 など
→ 業界の中でESG要因によって勝つ企業、負ける企業を識別する。

ESG投資の方法（ESGインデックス）
［ESG指数］ GPIFのESG指数の例
採用ESG指数一覧
総合型指数
テーマ指数
国内株
FTSE Blossom Japan Index
国内株
MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数
E（環境）
S（社会）
G（ガバナンス）
国内株
外国株
S&P／JPX カーボン・エフィシェント指数シリーズ
国内株
MSCI 日本株女性活躍指数（WIN）
現在採用なし


ESG投資の方法（エンゲージメント）
パッシブエンゲージメント
投資家
企業
［株主として対話］
担当者・経営陣と面談
レターの送付
マイルストーンの設定
株主提案
議決権行使
＜事例＞
✓ 2020年、気候ネットワークがみずほFGに株主提案
✓ 2021年、三菱UFG FGと住友商事に株主提案
✓ パリ協定に沿った目標と指標の開示を定款で規定するよう要求

パッシブエンゲージメントの例

りそなアセットマネジメントの
スチュワードシップレポート。



ESG投資の方法（債券）

	資金使途を限定	資金使途を限定しない。 SPT(Sustainability Performance Target)を約束
ボンド	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	サステナビリティ・リンク・ボンド
ローン	グリーンローン ソーシャルローン （2021年原則公表）	サステナビリティ・リンク・ローン

グリーンボンドとソーシャルボンド

調達資金の使途をグリーン・プロジェクト/社会課題に対応するプロジェクトに限定し、資金を適切に管理し、報告する債券

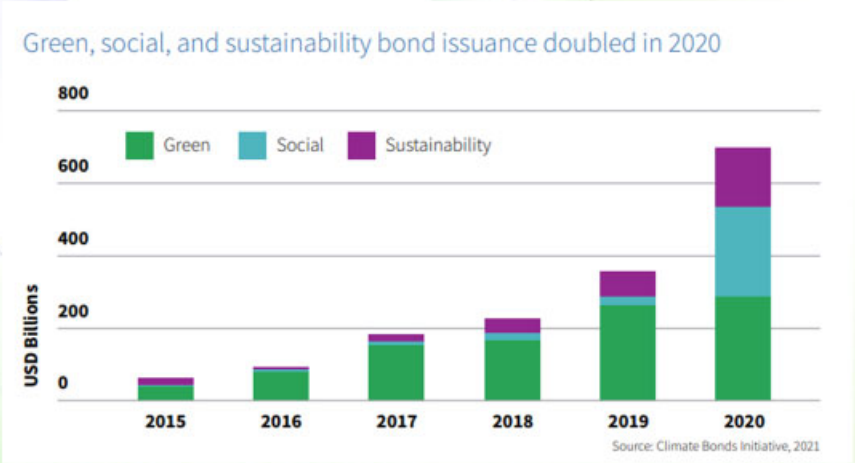
ICMA（国際資本市場協会）
グリーンボンド原則

環境省グリーンボンド
ガイドライン2020年版

4つの要素
① 資金使途
② プロジェクトの評価・選定のプロセス
③ 調達資金の管理
④ レポート

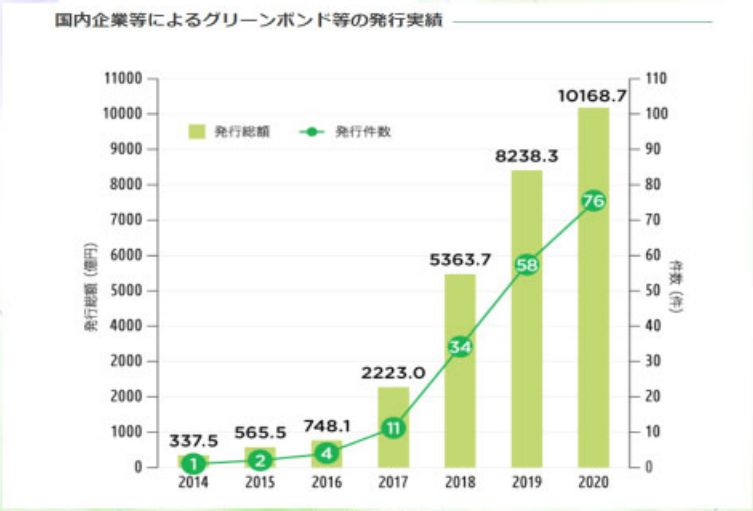
世界のグリーンボンド等の発行推移

世界のグリーンボンド・ソーシャルボンド発行額の推移



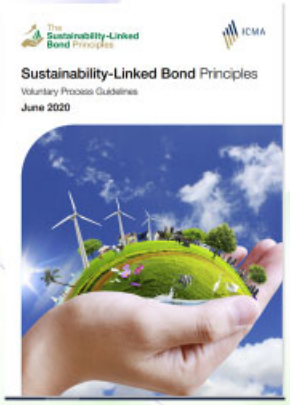
出所：Climate Bond Initiative, ' Sustainable Debt: Global State of the Market 2020'

日本のグリーンボンドの発行推移

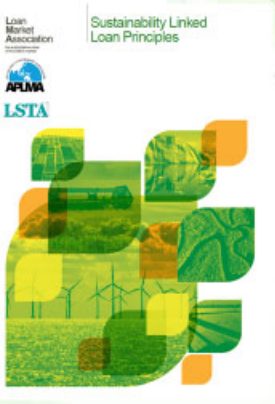


出所：グリーンボンド発効促進プラットフォーム
http://greenbondplatform.env.go.jp/policies-data/current.html

サステナビリティリンクボンド



ICMAサステナビリティリンクボンド原則



ローン市場協会
サステナビリティリンクローン原則

- 資金使途を限定しない。
- 事前に設定したサステナビリティパフォーマンス・ターゲットの達成を約束。

トランジションファイナンスハンドブック

2020年12月、ICMAが公表

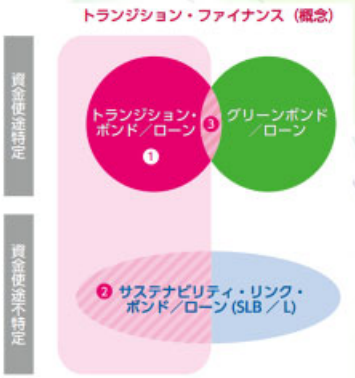
［4つの開示要素］

1. クライメート・トランジション戦略とガバナンス
2. ビジネスモデル上の環境マテリアリティ
3. 目標と経路を含むScience-basedなトランジション戦略
4. 実行の透明性

トランジションファイナンス原則ではない。グリーンボンド、サステナビリティ・リンクボンドのうち、4要素を満たすものがトランジションファイナンスである。

日本のトランジションファイナンス基本指針

2021年5月公表（金融庁・経産省・環境省）

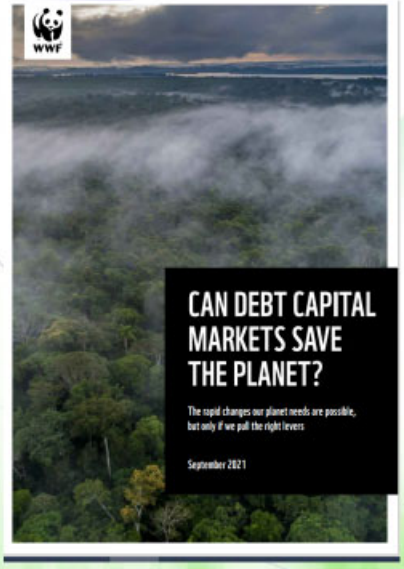


- パリ協定に整合的な目標設定を行い、本基本指針に定める要素を満たした上で、資金調達を行う動きを支援するためのファイナンス
- 今後、業種別のロードマップを策定予定
- 当該ロードマップ制定後はこれを参照することができる

トランジションに対する理解の違い

EUの理解	ICMAの理解	日本の理解
EUグリーンボンド EUタクソノミー	グリーンボンド	グリーンボンド
トランジション ファイナンス	トランジション	トランジション ファイナンス

債券市場は地球を救えるか？



WWF,2021年9月のレポート

- グローバルのデット市場残高（債券＋ローン）は124兆ドル
- そのうち、グリーン等のサステナブル負債は3.4兆ドル（ボンド1.7兆ドル、ローン0.9兆ドル、その他気候関連債0.9兆ドル）
- 化石燃料関連の負債は8兆ドル

インパクト投資

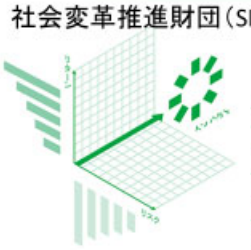
GIIN
GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK

impact investments
im-pact in-vest-ments

NOUN: Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return.

金融上のリターンとともに、測定可能な正のインパクトを生むことを意図して行う投資。

社会変革推進財団（SIIF）



インパクト投資の４要素

1. 意図がある
2. 経済的リターンと社会的・環境的インパクト
3. 広範なアセットクラスを含む
4. 社会的インパクト評価を行う

インパクト投資ファンドの例

はたらく FUND
HATARAKU FUND

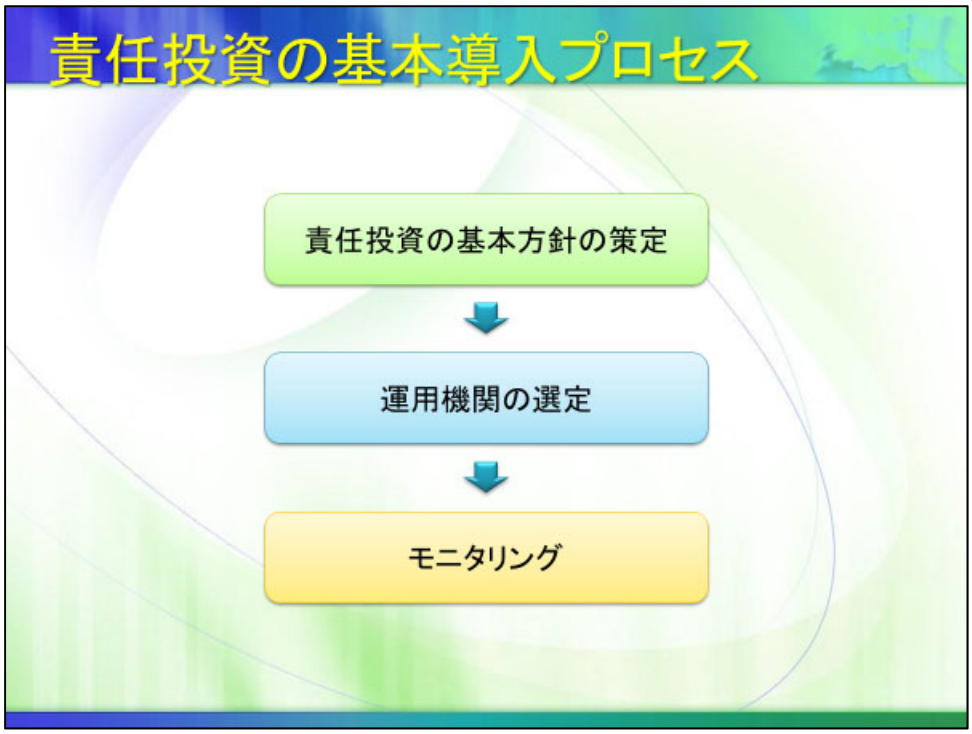
SIIF × 新生銀行 × みずほ銀行

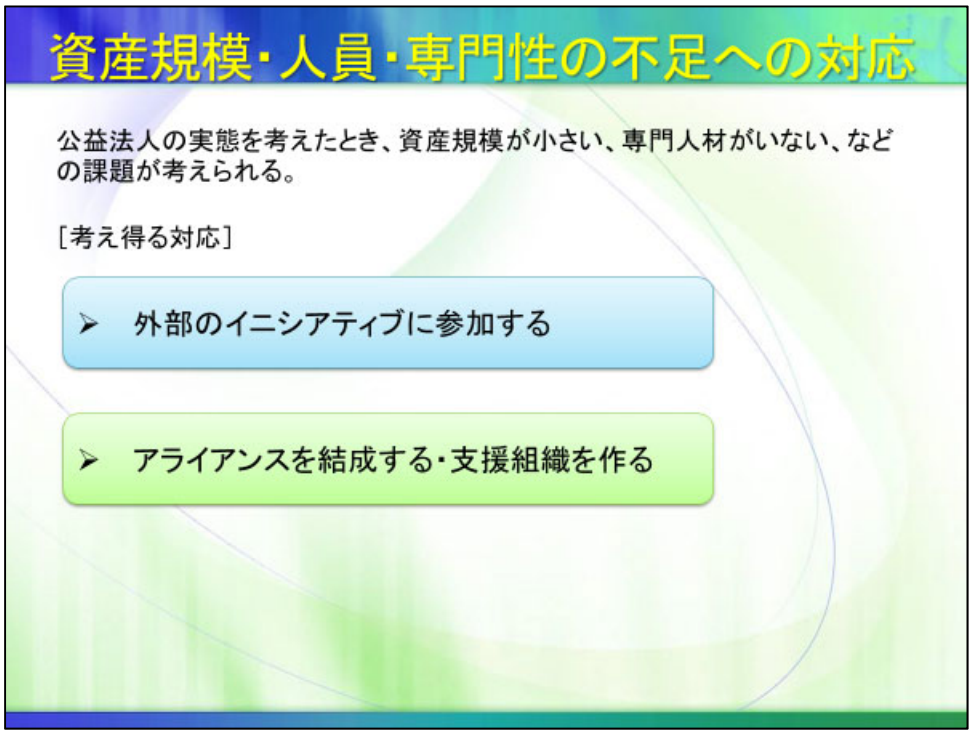
ライフイズテック株式会社

中高生向けITプログラミング教育

UniFa

AIとIoTを活用した保育施設の環境改善


責任投資の基本導入プロセス
責任投資の基本方針の策定
運用機関の選定
モニタリング


資産規模・人員・専門性の不足への対応
公益法人の実態を考えたとき、資産規模が小さい、専門人材がいない、などの課題が考えられる。
［考え得る対応］
外部のイニシアティブに参加する
アライアンスを結成する・支援組織を作る

責任投資原則（PRI）

PRI Principles for Responsible Investment

Responsible cobalt sourcing: Engagement results

Engaging on plastic packaging: Waste management

（デメリット）
- 会費がかかる
- 毎年報告が必要

（メリット）
- コミットメントが明確になる。
- ESGに関する最新の情報が入る。
- さまざまなプロジェクトに参加できる。
- 世界のESG投資家と連携できる。

（例）共同ステートメント、協働エンゲージメントなど。

Net Zero Alliance

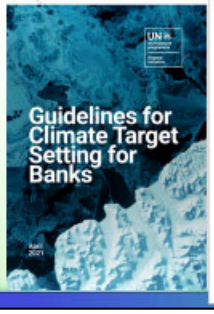
Global asset owners setting and reporting on ambitious interim targets for net-zero emissions by 2050

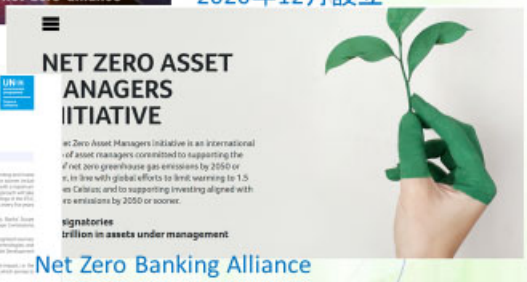
We are an international group of over 40 institutional investors delivering on a bold commitment to transition our investment portfolios to net-zero greenhouse gas (GHG) emissions by 2050.

Representing over $6.6 trillion assets under management, the United Nations-convened Net-Zero Asset Owner Alliance shows united investor action to align portfolios with a 1.5°C scenario, addressing Article 2.1c of the Paris Agreement.

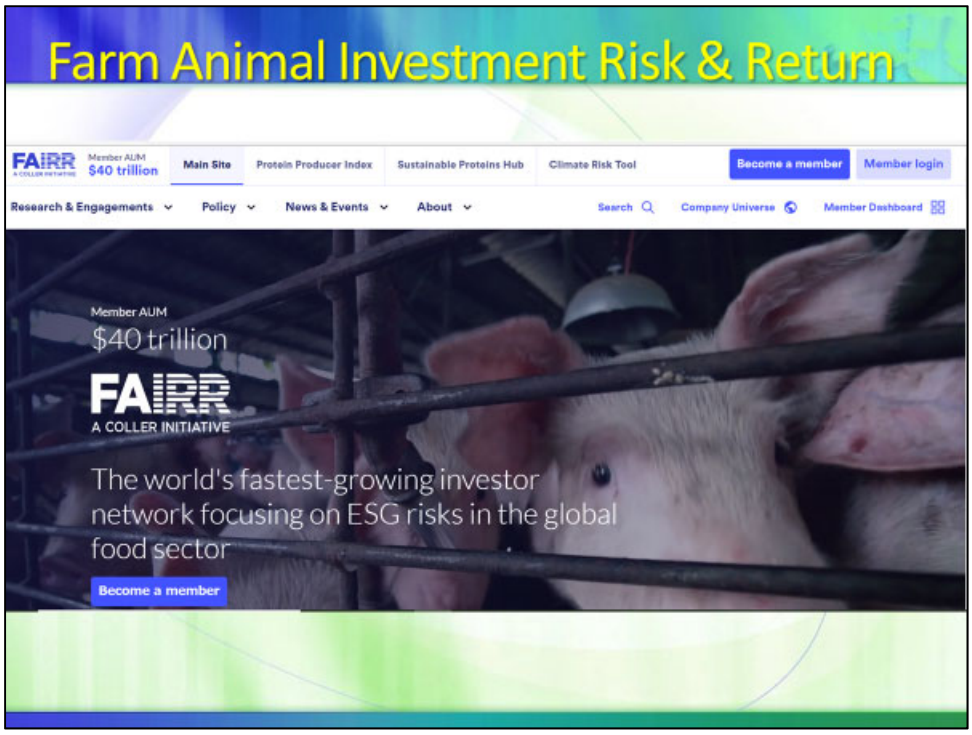
Net Zero Asset Owner Alliance
2019年9月設立
https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/

Net Zero Asset Managers Initiative
2020年12月設立



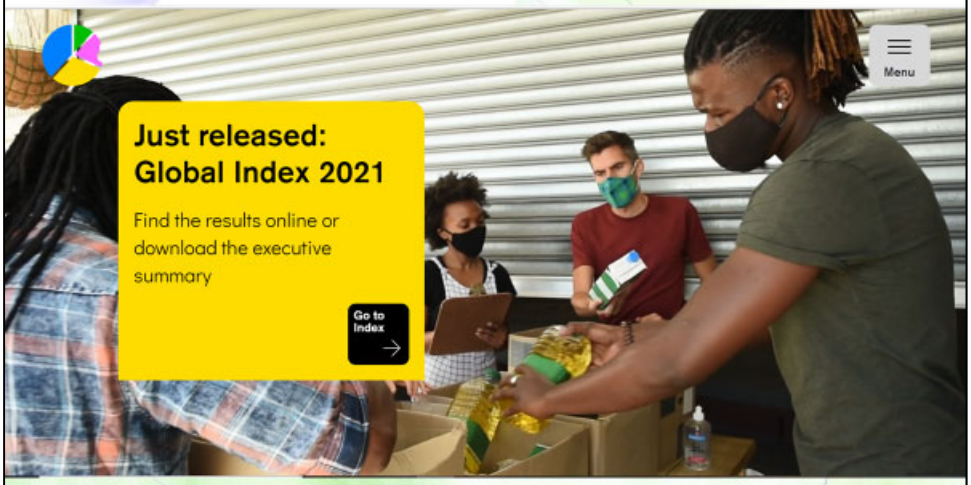


Net Zero Banking Alliance
2021年4月設立
Glasgow Financial Alliance for Net-Zero (GFANZ)も同時に創設

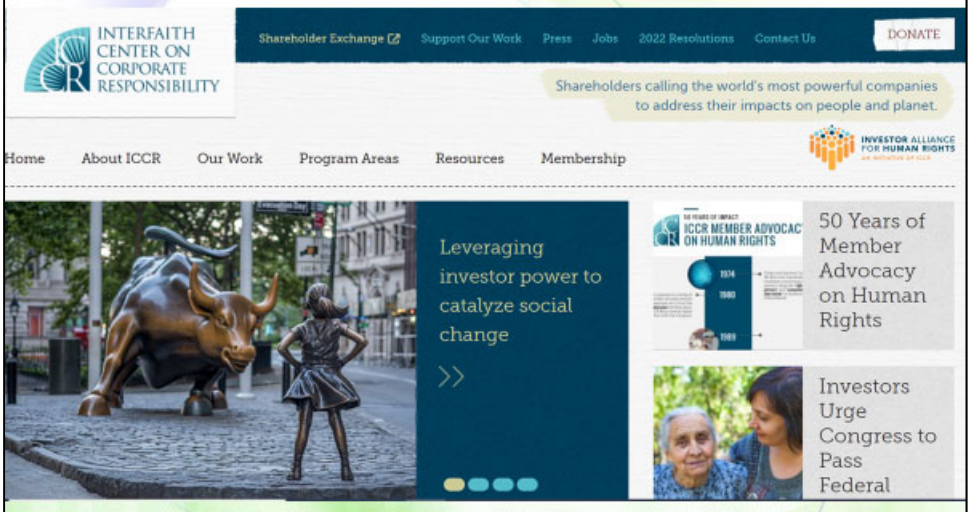

Farm Animal Investment Risk & Return
FAIRR
Member AUM
$40 trillion
Main Site
Protein Producer Index
Sustainable Proteins Hub
Climate Risk Tool
Become a member
Member login
Research & Engagements
Policy
News & Events
About
Search
Company Universe
Member Dashboard
Member AUM
$40 trillion
FAIRR
A COLLER INITIATIVE
The world's fastest-growing investor network focusing on ESG risks in the global food sector
Become a member

Investor Alliance for Human Rights
INVESTOR ALLIANCE FOR HUMAN RIGHTS
AN INITIATIVE OF ICCR
News
Events
Contact
Search
WHO WE ARE
WHAT WE DO
GET INVOLVED
RESOURCES
JOIN THE ALLIANCE
2018年、ICCRが設立。18か国、200以上の機関投資家が参加

Access to Nutrition Initiative



Interfaith Center on Corporate Responsibility



キリスト教会の連合体。1971年創設。多様な株主行動を主導してきた。

２．特別講演会「公益法人の資産運用の現状」

【公益法人の資産運用の現状】

～資産運用に関するアンケート結果と コロナ渦を超えてみえる実態・課題～

2020/10/15

ｲﾝﾃﾞｨﾍﾟﾝﾃﾞﾝﾄ･ﾌｨﾃﾞｭｼｬﾘｰ株式会社
投資助言・代理業　関東財務局長(金商)第2965号

1

◆資産運用アンケート2017の概要

●任意抽出の601法人(財団463法人、社団138法人)を対象とし、計220件(回収率36.6%)の有効回答。

●質問項目　①資産運用の現状、②運用管理体制・手続きの現状、
③今後の資産運用に関連した対応、④今後の見通しと課題など、公益法人の資産運用の現状。

●回答は、(1)資産規模別、(2)運用収入依存度別、(3)運用内容の多様化度別のクロス集計を実施し、2007年の資産運用アンケート結果とも比較。

●預金、国債等以外での運用割合の大きさを基準して以下の様に区分。

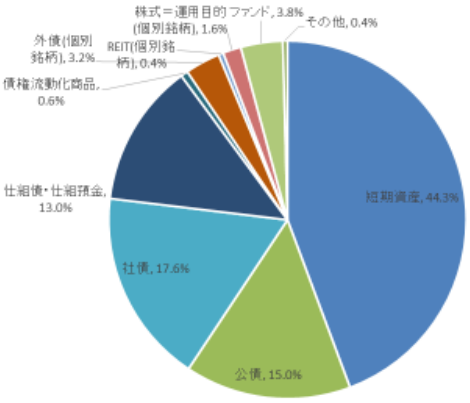
- **資産管理型法人**・・・短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率10%未満の法人
- **準･資産運用型法人**・・・短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率10%～70%の法人
- **資産運用型法人**・・・短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率70%以上の法人

2

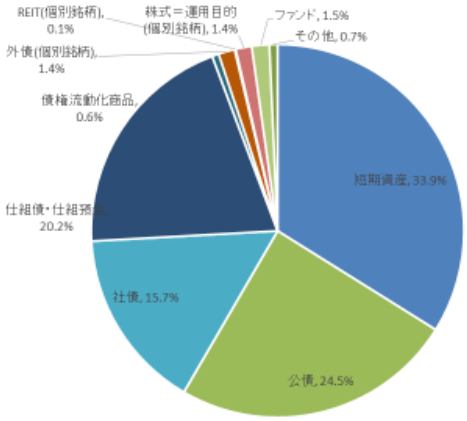
金融資産の構成（運用割合）①【全体】

1．全体(191法人　金融資産1兆0690億円)の運用比率（母体企業株式4334億円を除く）

◆2017年調査



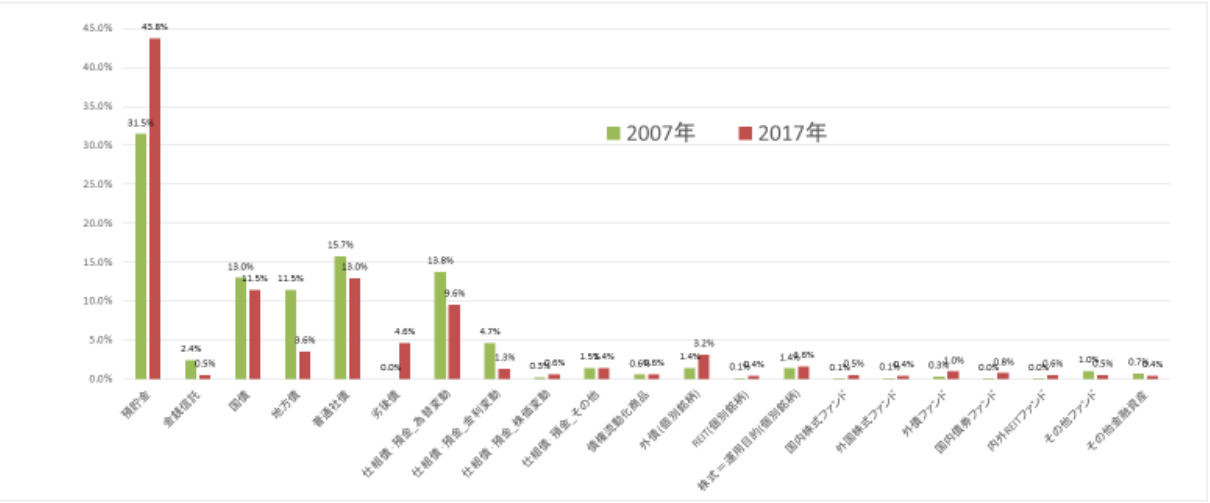
【参考　2007年調査】



3

金融資産の構成（運用割合）②【全体】

1．全体(191法人　金融資産1兆0690億円)の運用比率（母体企業株式4334億円を除く）

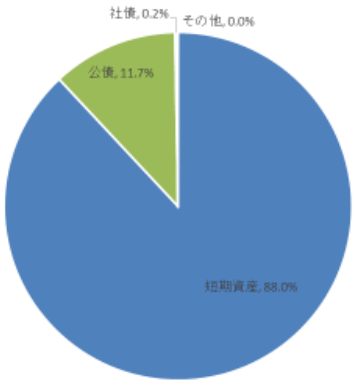


4

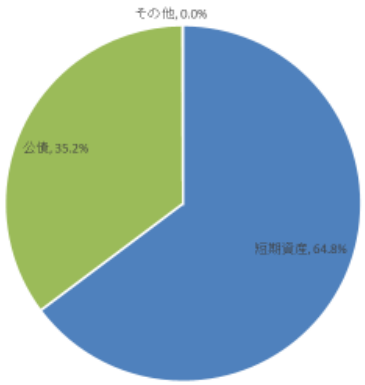
金融資産の構成（運用割合）③【資産管理型法人＊】

２．資産管理型法人(62法人　金融資産4297億円)の運用比率（母体企業株式2812億円を除く）
(＊短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率10%未満の法人)

◆2017年調査



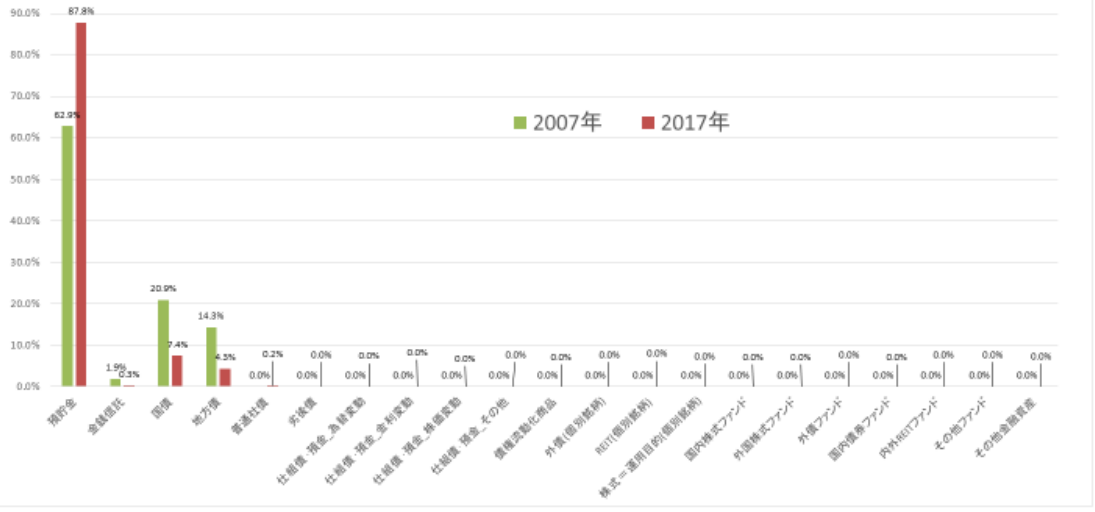
【参考　2007年調査】



5

金融資産の構成（運用割合）④【資産管理型法人＊】

２．資産管理型法人(62法人　金融資産4297億円)の運用比率（母体企業株式2812億円を除く）
(＊短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率10%未満の法人)

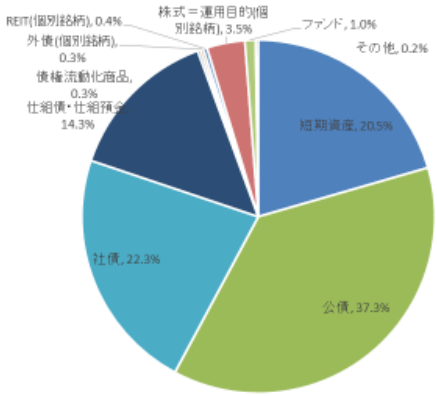


6

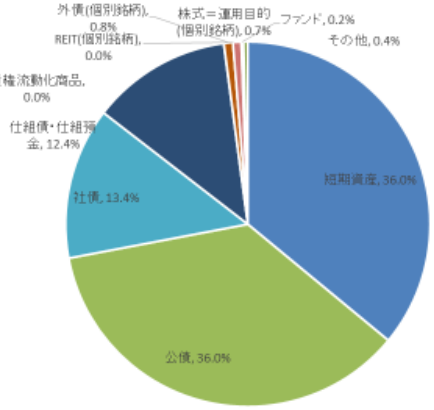
金融資産の構成（運用割合）⑤【準･資産運用型法人＊】

3．準･資産運用型法人(60法人　金融資産2296億円)の運用比率（母体企業株式766億円を除く）
(＊短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率10%～70%未満の法人)

◆2017年調査



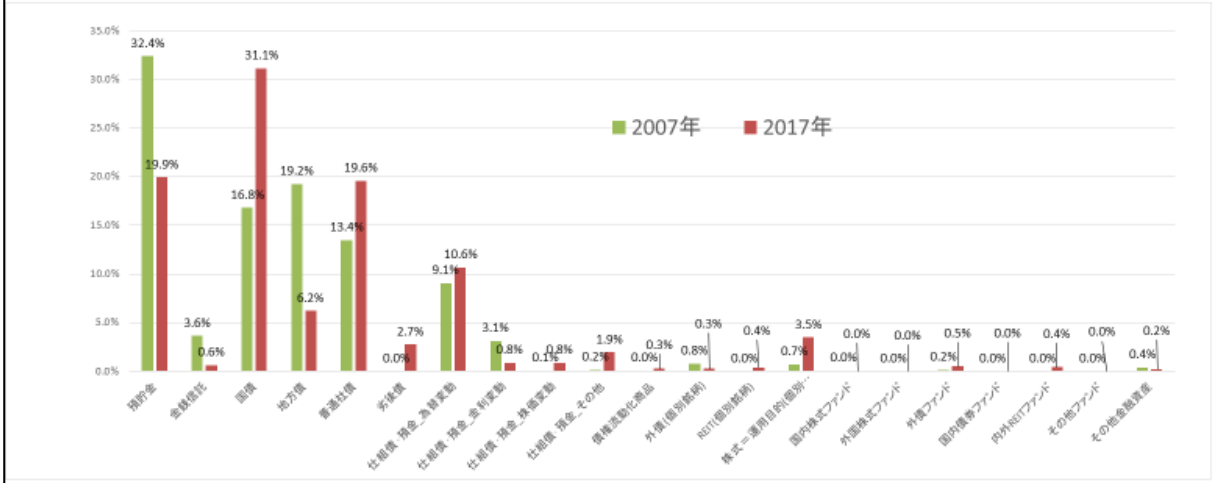
【参考　2007年調査】



7

金融資産の構成（運用割合）⑥【準･資産運用型法人＊】

3．準･資産運用型法人(60法人　金融資産2296億円)の運用比率（母体企業株式766億円を除く）
(＊短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率10%～70%未満の法人)

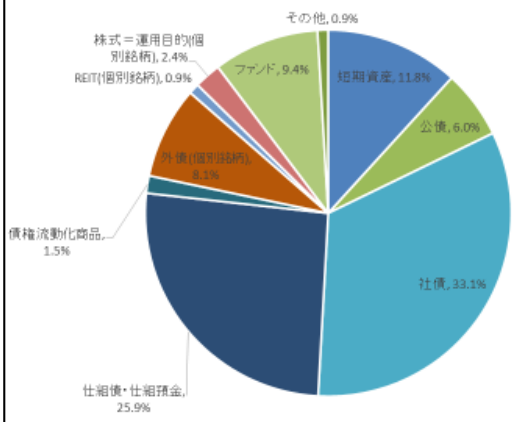


8

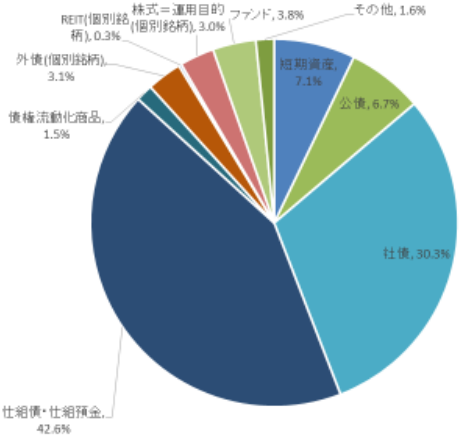
金融資産の構成（運用割合）⑦【資産運用型法人＊】

4．資産運用型法人(69法人　金融資産4096億円)の運用比率（母体企業株式756億円を除く）
(＊短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率70%以上の法人)

◆2017年調査



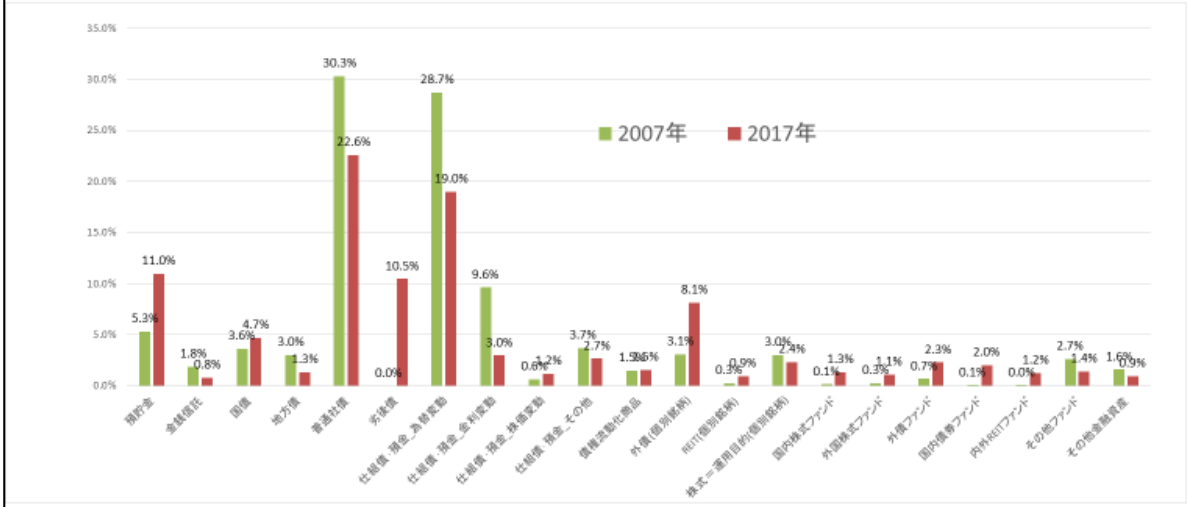
【参考　2007年調査】



9

金融資産の構成（運用割合）⑧【資産運用型法人＊】

4．資産運用型法人(69法人　金融資産4096億円)の運用比率（母体企業株式756億円を除く）
(＊短期資産(預貯金、MMFなど)、公債(国債、政府保証債、地方債など)以外での運用比率70%以上の法人)



10

金融資産の構成（運用割合）⑨

法人グループ	全体				資産管理型法人（預金・公債以外の運用割合10%未満）				準・資産運用型法人（預金・公債以外の運用割合10%～70%未満）				資産運用型法人（預金・公債以外の運用割合70%以上）			
回答法人（件数）	191（183）				69（53）				60（56）				62（74）			
	運用金額(商品別)	比率(商品別)	カテゴリー	比率(カテゴリー別)	運用金額(商品別)	比率(商品別)	カテゴリー	比率(カテゴリー別)	運用金額(商品別)	比率(商品別)	カテゴリー	比率(カテゴリー別)	運用金額(商品別)	比率(商品別)	カテゴリー	比率(カテゴリー別)
預貯金	4,678（5,158）	43.8%（31.5%）	短期資産	44.3%（33.9%）	3,771（3,207）	87.8%（62.9%）	短期資産	88.0%（65%）	457（1,617）	19.9%（32.4%）	短期資産	20.5%（36.0%）	450（333）	11.0%（5.3%）	短期資産	11.8%（7%）
金銭信託他	59（395）	0.5%（2.4%）			12（97）	0.3%（1.9%）			14（181）	0.6%（3.6%）			33（116）	0.8%（1.8%）		
国債	1,226（2,134）	11.5%（13.0%）	公債	15.0%（24.5%）	319（1,066）	7.4%（20.9%）	公債	11.7%（35%）	715（839）	31.1%（16.8%）	公債	37.3%（36.0%）	193（229）	4.7%（3.6%）	公債	6.0%（7%）
地方債・その他公債	380（1,881）	3.6%（11.5%）			184（731）	4.3%（14.3%）			142（961）	6.2%（19.2%）			54（190）	1.3%（3.0%）		
普通社債	1,386（2,580）	13.0%（15.7%）	社債	17.6%（15.7%）	10（0）	0.2%（0.0%）	社債	0.2（0%）	449（672）	19.6%（13.4%）	社債	22.3%（13.4%）	926（1,908）	22.6%（30.3%）	社債	33.1%（30%）
劣後債	492 －	4.6%（0.0%）			0 －	0.0%（0.0%）			63 －	2.7%（0.0%）			429 －	10.5%（0.0%）		
仕組債_為替	1,025（2,259）	9.6%（13.8%）	仕組債	13.0%（20.2%）	1（1）	0.0%（0.0%）	仕組債	0.0%（0%）	244（453）	10.6%（9.1%）	仕組債	14.3%（12.4%）	779（1,805）	19.0%（28.7%）	仕組債	25.9%（43%）
仕組債_金利	141（763）	1.3%（4.7%）			0（1）	0.0%（0.0%）			19（156）	0.8%（3.1%）			122（606）	3.0%（9.6%）		
仕組債_株価	68（42）	0.6%（0.3%）			0（0）	0.0%（0.0%）			19（3）	0.8%（0.1%）			49（39）	1.2%（0.6%）		
仕組債_その他	154（240）	1.4%（1.5%）			0（0）	0.0%（0.0%）			44（6）	1.9%（0.2%）			109（232）	2.7%（3.7%）		
債権流動化商品	69（96）	0.6%（0.6%）	債権流動化	0.6%（0.6%）	0（0）	0.0%（0.0%）	債権流動化	0.0%（0%）	6（1）	0.3%（0.0%）	債権流動化	0.3%（0.0%）	63（94）	1.5%（1.5%）	債権流動化	1.5%（2%）
外債(個別銘柄)	339（233）	3.2%（1.4%）	外債	3.2%（1.4%）	0（0）	0.0%（0.0%）	外債	0.0%（0%）	6（40）	0.3%（0.8%）	外債	0.3%（0.8%）	333（193）	8.1%（3.1%）	外債	8.1%（3%）
REIT(個別銘柄)	47（16）	0.4%（0.1%）	REIT	0.4%（0.1%）	0（0）	0.0%（0.0%）	REIT	0.0%（0%）	9（0）	0.4%（0.0%）	REIT	0.4%（0.0%）	38（16）	0.9%（0.3%）	REIT	0.9%（0%）
株式(個別銘柄)	176（227）	1.6%（1.4%）	株式	1.6%（1.4%）	0（0）	0.0%（0.0%）	株式	0.0%（0%）	80（36）	3.5%（0.7%）	株式	3.5%（0.7%）	96（191）	2.4%（3.0%）	株式	2.4%（3%）
国内株式ファンド	55（11）	0.5%（0.1%）	投資信託	3.8%（1.5%）	0（0）	0.0%（0.0%）	投資信託	0.0%（0%）	1（2）	0.0%（0.0%）	投資信託	1.0%（0.2%）	54（9）	1.3%（0.1%）	投資信託	9.4%（4%）
外国株式ファンド	46（17）	0.4%（0.1%）			0（0）	0.0%（0.0%）			0（0）	0.0%（0.0%）			45（17）	1.1%（0.3%）		
外国債券ファンド	105（50）	1.0%（0.3%）			0（0）	0.0%（0.0%）			12（8）	0.5%（0.2%）			94（43）	2.3%（0.7%）		
国内債券ファンド	83（3）	0.8%（0.0%）			0（0）	0.0%（0.0%）			0（0）	0.0%（0.0%）			83（3）	2.0%（0.1%）		
内外REITファンド	60（1）	0.6%（0.0%）			0（0）	0.0%（0.0%）			9（1）	0.4%（0.0%）			51（1）	1.2%（0.0%）		
その他ファンド	57（167）	0.5%（1.0%）			0（0）	0.0%（0.0%）			0（0）	0.0%（0.0%）			57（167）	1.4%（2.7%）		
その他	44（119）	0.4%（0.7%）	その他	0.4%（0.7%）	0（0）	0.0%（0.0%）	その他	0.0%（0%）	6（18）	0.2%（0.4%）	その他	0.2%（0.4%）	38（101）	0.9%（1.6%）	その他	0.9%（2%）
合計	10,680（16,391）	100%（100%）		100%（100）	4,297（5,102）	100%（100%）		100%（100%）	2,297（4,967）	100%（100%）		100%（100%）	4,086（6,291）	100%（100%）		100%（100%）

単位:億円
＊（ ）内は2007年調査時の数字

11

金融資産の構成（要約）

◆運用の2極化が顕著。

- 管理型法人＝預金、公債、母体企業株式持ち切りの超保守的運用を継続。
- 準・運用型法人、運用型法人＝預金・公債以外での運用割合増やした、
  外債、ファンドなどに更に分散、運用内容の多様化を進めた。

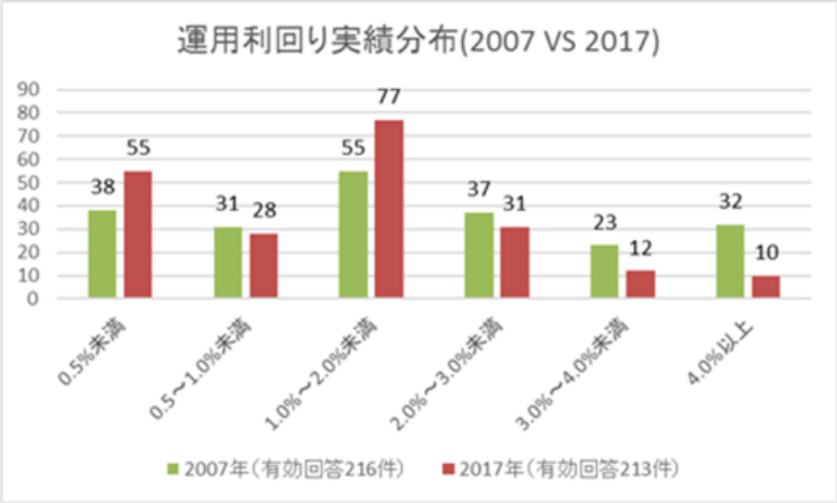
◆運用割合の変化の特徴

- 管理型法人＝公債が大幅減少。公債での運用難を反映して預金に資金滞留が顕著か。
  今のところ、少しでも運用益を得ようとする必要が無いか。
- 準・運用型法人＝預金を、社債をはじめとして、仕組債・仕組み預金、株式(個別銘柄)
  ファンドなどに振り向けた。
  少しでも運用益を得ようとする意図がはっきり表れている。
- 運用型法人＝仕組債・仕組み預金を大幅に減らし、外債(個別銘柄)、ファンドなど様々な
  資産に分散、資金を振り向けた。
  リーマンショック時の仕組債の収益変動リスク、元本変動リスクの学習の表れか。
  収益を追求するだけでなく、収益・元本リスクにも配慮するというバランス感覚も
  芽生え始めているように思われる。

12

運用利回り実績（＊金融資産運用収入合計÷金融資産簿価合計)

＜Q5＞直近決算時点の、金融資産の運用利回り実績の水準についてお聞きします。



13

運用利回り実績　（要約)

◆運用実績

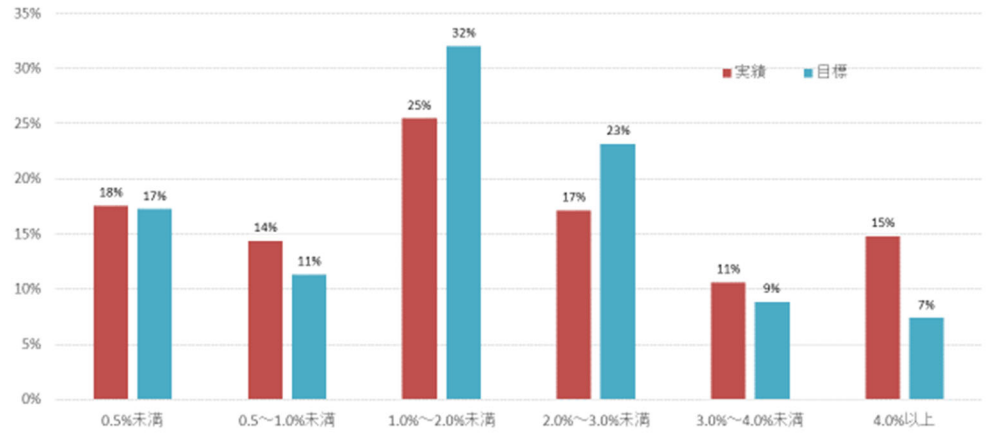
- 運用利回りの低下が進んでいる（2007年調査対比）
- 運用実績の中心帯は1%～2%未満、2%～3%未満のグループで、合わせて半数を占める(意図的な運用を行っていないと思わる0.5%未満のグループを除く場合)。

14

目標とする利回り（＊金融資産運用収入合計÷金融資産簿価合計）

＜Q14＞今後の法人事業遂行/運営を考えた場合に、十分な運用利回りの水準とはどれぐらいですか？

利回り実績、利回り目標の分布の割合(2017)



15

目標とする利回り（要約）

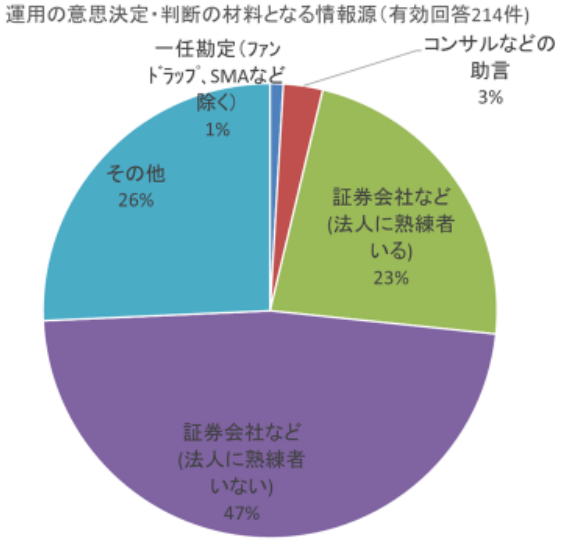
◆運用利回り目標

- 最も多いのは1%～2%未満(全体の32%)、次に2%～3%未満(同23%)、これらを合わせて過半数を占める（実際の利回り実績の回答とも符合している）。
- 一定の条件で、全体の利回り目標の加重平均を推計すると、1.83%となる。
- 一方、同じ条件で、全体の利回り実績の加重平均を推計すると、1.48%となる。
- これは、理想に対しての現実の利回りが、平均で約0.4%ほど下回っている状態ということを示している。

16

運用内容の決まり方と元となる判断材料の現状

＜Q6＞貴法人での運用内容の決まり方、元となる判断材料の現状として、もっとも当てはまるものはどれですか。



17

運用内容の決まり方と元となる判断材料の現状（要約）

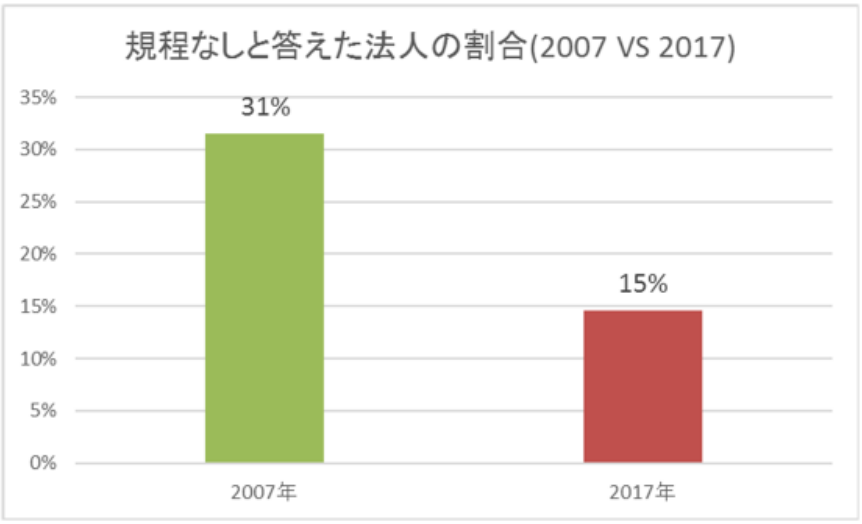
◆意思決定、判断材料の元となる情報源

- 主な情報源は、証券会社などからの提案などに殆ど限定される状況。
- それらを参考に、熟練者がいないという法人が判断、決めているケースが圧倒的に多い。
- これに熟練者がいるという法人を加えると、証券会社からの提案などのみを情報源、参考して意思決定している法人は全体の70%に上る。
- その他の主な内容は、寄付を頂いた企業の財務部門や資産運用委員会の有識者からアドバイスを受けているという内容(一握りの法人の回答）。
- 運用の意思決定をしない法人(母体企業株式のみ、預金・公債のみの運用)の多くが、その他に回答している。

18

運用規程・規則①

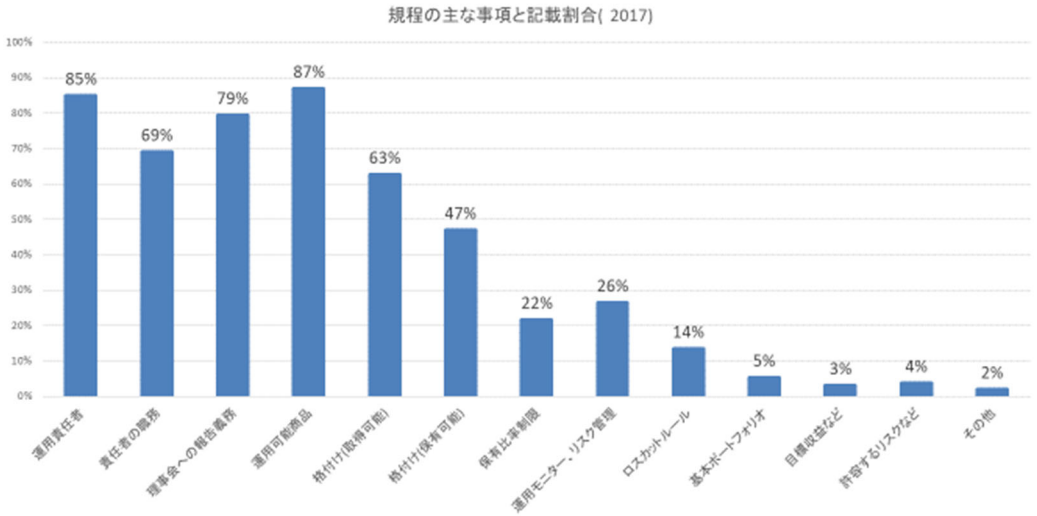
＜Q8＞運用規程・規則はありますか？　どんなことを定めていますか？



19

運用規程・規則②

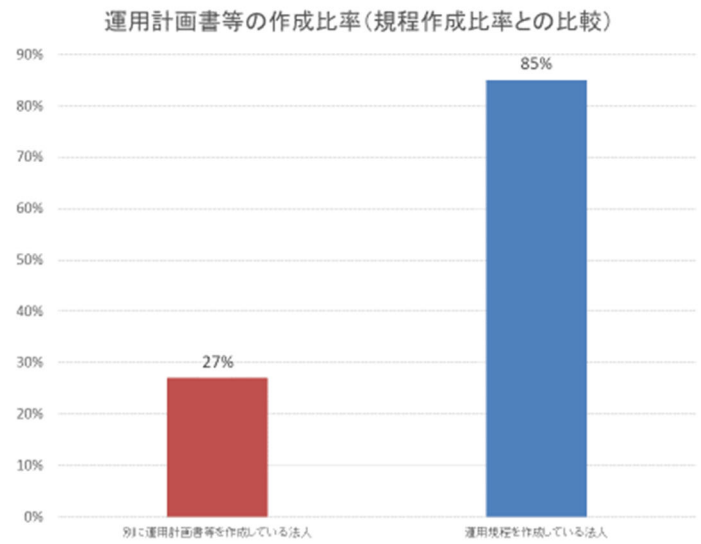
＜Q8＞運用規程・規則はありますか？　どんなことを定めていますか？



20

運用基本方針書、ガイドライン、運用計画書等の作成①

＜Q9＞運用規程・規則以外に、基本方針書、ガイドライン、運用計画書等を作成していますか？



21

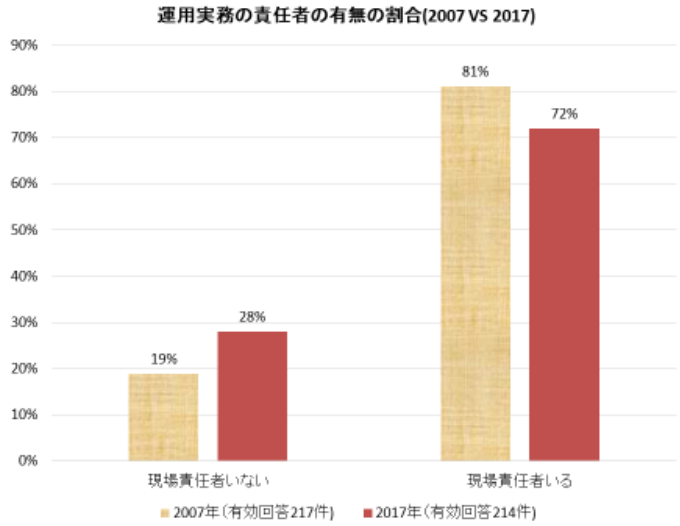
運用規程・運用計画書等(基本方針、ガイドライン、計画書など)（要約）

- 運用規程無しの法人は大幅減少（2007年調査対比）
- 規程の内容は、大まかな枠組みの記載に留まる。
- 一方、運用計画書等(基本方針、ガイドライン、計画書など)を準備している法人は未だ少ない
- しかも、その内容は予算に関連した収益目標など、アバウトで、表面的な数字を記した年度計画書のようなものに留まっている模様。

22

資産運用の実務責任者の有無

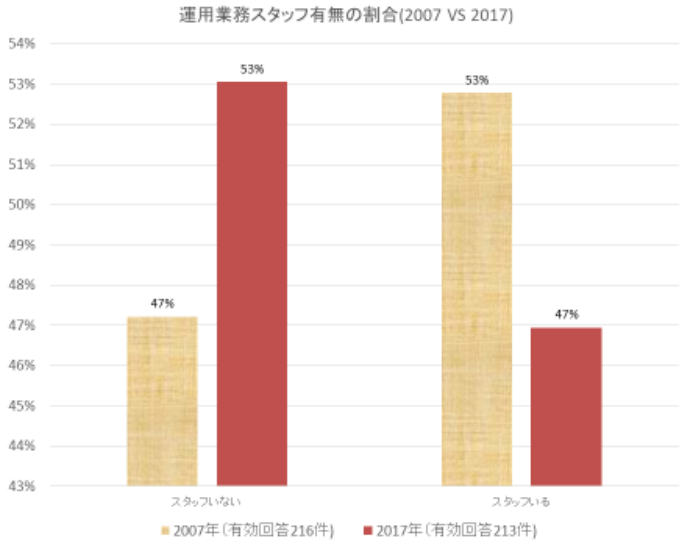
＜Q10＞定款・寄付行為等で定める資産管理運用の最高責任者（例えば理事会等）以外に、日常的な運用実務の現場責任者はいますか？



23

資産運用スタッフの有無

＜Q11＞責任者の他に運用の情報収集等をサポートするスタッフはいますか？



24

資産運用の責任者・スタッフ（要約）

- 責任者、スタッフ有りと答えた法人は減少（2007年調査対比）
- 理由

①今回調査では小規模法人の割合が比較的多いこと

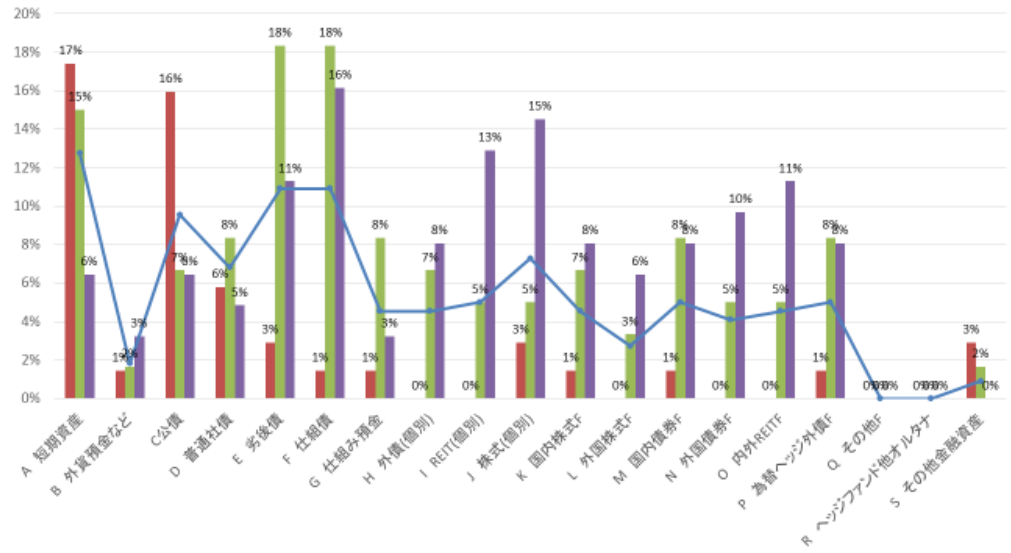
②この10年の厳しい運用環境・経済環境の中で、法人のコスト抑制が資産運用業務に割ける人的体制にも及んでいること、

①、②いずれかの要因か、その両方の影響か。

25

今後の運用割合

＜Q17＞今後の運用割合が「増えてゆくと思う」金融商品【全体、管理型、準・運用型、運用型法人セグメント別】



- ①回答法人全体は折れ線グラフ、②資産管理型法人グループは赤色の棒グラフ、③準・資産運用型法人グループは緑色の棒グラフ、④資産運用型法人グループは紫色の棒グラフで表されている。
- 全体(折れ線グラフ)を基準に、棒グラフが上回っているか、下回っているかで、資産管理型法人グループ、③準・資産運用型法人グループ、④資産運用型法人の各金融商品に対する強弱を表す。

26

◆資産運用のアンケート纏め

厳しい運用環境の中、しかも限られたリソースで、資産運用と格闘し続けている。
ある法人は預金国債等でかたくなに運用を続けてきて、今後もそのスタンスを変える様子がない。
また、他方では様々な金融商品に次々と手を広げ、少しででも法人運営や事業遂行と、運用収益、リスク、組織のガバナンスとのバランスを図ろうと試行錯誤している。

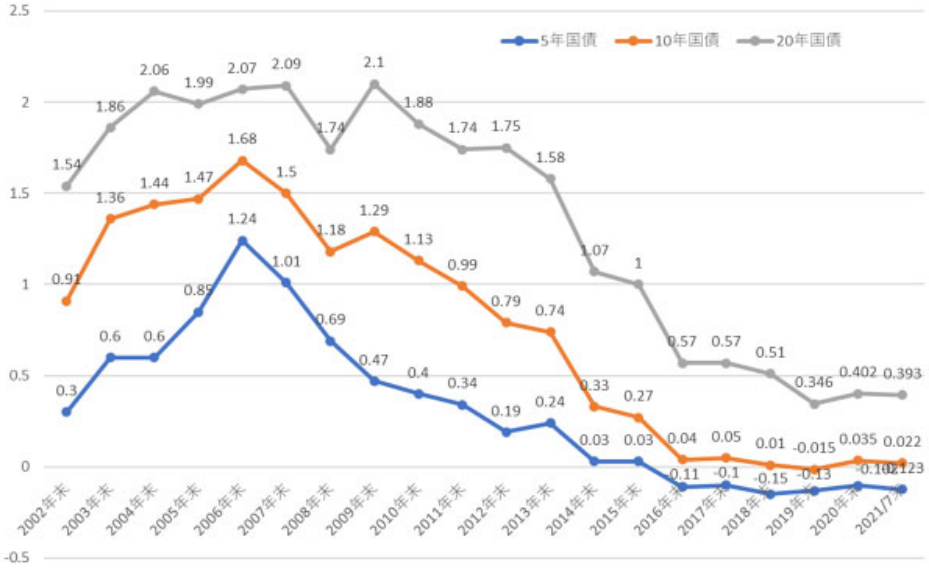
◆コロナ渦を超えての厳しい状況

・急な投資環境の変化に運用手法・規定等が追いついていかない。
・コロナのような経済の大きな変動の時には、母体企業の株式の収益の増減に悩まされる
・金利の高い債券が償還したが、新な債券の利回りは低下、収益の減少を避けられない
・コロナ渦では、年度の支出も減少したので、減少した収入で乗り越えられるが、
今後、支出が正常に戻ると、予算を縮小せざる負えない
・かたくなに預金国債で運用してきたが、それも限界になりつつある

⇒疑問：今ある運用方法が、長期的な経済変動に耐えうる運用か。持続可能な資産運用であるか。

27

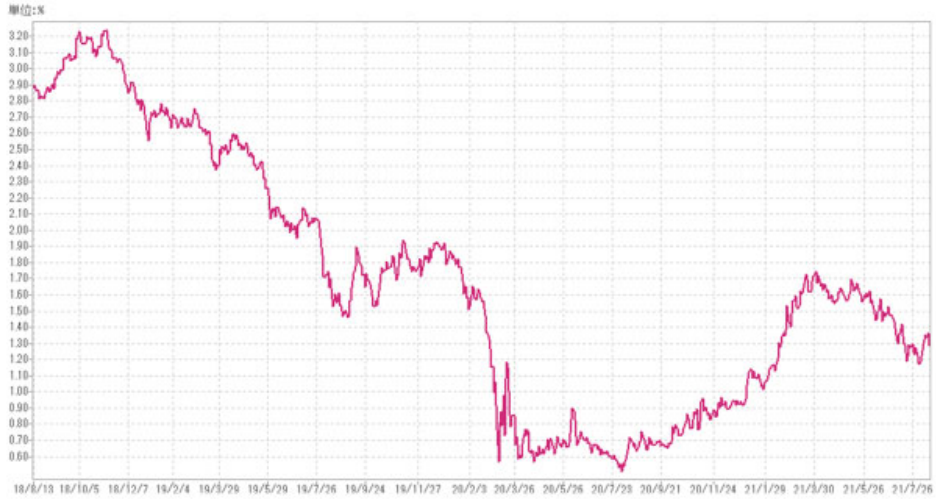
国債利回り推移（単位：％　「出所　財務省」



28

米国国債（10年）

直近値　1.284％（2021年8月13日）



29

為替レートの推移（米ドル 豪ドル　「出所　みずほ銀行」）

30

長期的な観点からの運用

株式や債券の運用によって得られる収益（儲け）は、短い期間ではプラスやマイナスに大きく振れる可能性がありますが、長期的に見れば、世界の経済活動などに資金を提供する対価として、元手を増やすことができています。GPIFによる年金積立金の運用は、株式や債券などの資産を長期にわたって持ち続ける「長期運用」によって、安定的な収益を得ることを目指しています。

下のグラフは、1969年末に「国内債券」「国内株式」「外国債券」「外国株式」にそれぞれ100万円を投資して保有し続けた場合、2020年末にいくらになったかを示しています。

GPIF　年金積立金管理運用独立行政法人HPより

※1969年12月末に100万円を投資した場合の資産価額の推移を示しています。

31

◆国から示された資産運用ガバナンスのモデル

- 資産運用ガバナンスのモデルとして国から御達しがきた唯一の指針といえる通達
- 通達の名称は、国立大への文科省の通達「国立大学法人法第三十四条の三における業務上の余裕金の運用にかかる文部科学大臣の認定基準の一部改正について」というもので、文科省のHPにも公表

①資産運用管理規定を策定

次に掲げる事項を記載した資金運用管理規程を定めていること。
①　資金運用管理にあたっての基本方針
（１）運用の目的
（２）運用の目標
（３）運用の範囲
（４）運用の方法

★青字の枠内は、全て文部科学省のHPの抜粋

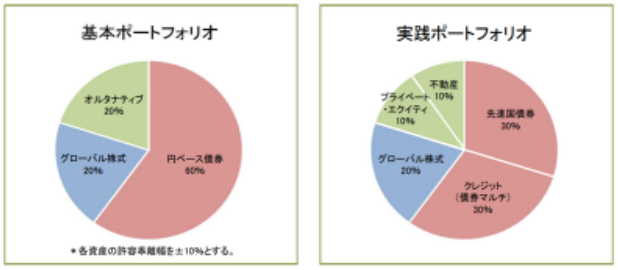
(運用の方法)
第５条　運用にあたっては、流動性を十分確保するとともに、第１条に掲げる運用の目的を達成するために分散投資に努めるものとする。

32

②基本方針の策定

② 運用資産構成
基本ポートフォリオの策定

東大基金分の運用ポートフォリオ（2018年11月～）



※東大基金運用額110億円（2018年11月時点）

（基本ポートフォリオ）
第１０条　本学は第１条に掲げる運用の目的を達成するため中長期観点から運用対象資産の基本ポートフォリオを策定し、資産配分を維持するよう努める。この基本ポートフォリオは毎年度検証し、必要に応じて見直しを図るものとする。

★青字の枠内は、全て文部科学省のHPの抜粋

33

③自家運用での注意点

③ 自家運用
（１）運用の対象
（２）集中投資の回避
（３）投資信託の取得時における留意事項
（４）取得債券等格下げ時の対応
（５）デリバティブ取引の留意事項

④資金管理運用委員会の設置

④ 運用管理体制等
（１）運用の評価
（２）資金運用管理委員会
（３）資金の運用
（４）運用報告
（５）見直し

５人以上の委員からなり、うち１人以上は業務として２年以上の資金運用の実務経験者とすること。

委託運用
(1) 受託者責任
(2) ガイドラインの提示と順守
(3) 運用の対象
(4) 運用状況の報告

34

母体企業の株式

◆財団における公益目的事業の財源

おおよそ35％の財団において、財源が母体企業の株式より発生する配当に頼っている

◆母体企業の株式を保有する理由

・創設者の寄付であり、設立趣旨からも維持する必要がある
・母体企業の配当により、財源を補っている
・財団が母体企業の安定株主である
・相続対策

◆母体企業の保有についての考えの変化の要因

①コロナ渦において、企業の選別が行われる中、長期的に安定した配当を得られるか不安が生じている

②東証の市場改革により、上場制度の見直しが発表され、流動性も上場条件となり売却の必要が出ることがある

35

●そもそも資産運用とは何だろう？

「そもそも資産運用とは何だろうか？」「公益法人にとっての資産運用業務とは一体どんな意味があるのであろう？」本書のメッセージの底流にあるのは、それらについて掘り下げて考えてみることである。

資産運用ばかりでなく、経営、個人の人生についても言える普遍的な真理がある。それは将来のことなど誰も判らないということである。「このような不確実性の高い状態に置かれた中で、いかに意思決定してゆくか？」「リスクをできるだけ抑えつつも、必要なリターンを望んでゆくか（確率を高めてゆくか）？」が公益法人の資産運用の真に意味するところである。すなわち、特に法人資金の運用においてはこのような意思決定の連続こそが資産運用業務そのものであり、運用成果はそれらの意思決定の結果として付いてくるものである。だから、特に法人の資産運用においては、運用成果よりも、事前に下される意思決定の質が問われる。

そのような意味では、今日の法人の資産運用は、いよいよ顕在化しが効かなくなっており意思決定の本質が問われる岐路に立たされているのではないかと考える。従来の考え方、方法を続けていったのでは、早晩、資産運用は行き詰まってしまうのではないかと危惧する。あるいは既に行き詰まっている法人も少なくないように思われる。時代遅れの認識で時代遅れの意思決定を今日も続けた場合の代償は、法人運営や事業遂行にとって、とても大きく取り返しのつかないものに容易になり得る。間違ったポイント、どうでも良いポイントに焦点を当て続けていると、運用管理業務はどんどん複雑化、ブラックボックスと化し、普通の公益法人やその担当者が本当に理解、ハンドルできる範囲を簡単に超えてしまう。今一度、法人が資産運用を実施してゆく上で、最も重要なポイントとは何かを定め、それに集中してゆかなくてはならない。

本書で述べるように、資産運用や金融市場はシンプルかつ普遍的な原理原則に従っている。普通の公益法人の資産運用もそれらに従うとすれば、日本国債と金融市場を代表するオーソドックスなETFなどを使って、政策的に資産配分されたポートフォリオ（各種金融市場の集合体）を構築する。そのような考え方、資産配分比率を明記した投資方針書に沿って、計画、執行、リスク管理、ガバナンス(役職員の理解と関与)を実施してゆく。そんな運用管理スタイル以外、他に適合する考え方、やり方は無いのではないかと考える。

第一に、安定収益の確保、リスク管理、法人の資産運用としての規律を考えた場合に、第二に、公益法人の資産運用が一般的に置かれている様々な制約条件を勘案した場合に、それらをバランスさせ得るのは本書で紹介する『新しい資産運用モデル』の他に見当たらないのである。「なぜなのか？」その理由を本文で解説したい。

公益法人協会より出版
『新しい公益法人・一般法人の資産運用』
まえがき より

36

●本書の構成

まず、第１章では、2017 年に実施された資産運用アンケートの結果を踏まえて、公益法人の資産運用の現状について解説している。資産運用の二極化、資産運用業務におけるリソース不足、執行錯誤・悪戦苦闘を重ねる法人資産運用の姿を紹介している。ただし、この章は単なるアンケート結果の報告に留まるものではない。現状の全てを踏まえて問題提起を行っているのが第１章である。

第２章では、A 法人、B 法人の運用事例を題材に、『旧来型資産運用』と『新しい資産運用もモデル』の違い説明している。「第１章で提起した問題の原因は何で、どこに由来するのか？」を判りやすく整理した。

第３章では、「なぜ、『旧来型資産運用』が現在の公益法人の資産運用スタイルの主流となるに至っているのか？」その背景となっていると考えられる法人資産運用を取り巻く３つの制約について明らかにしている。また、同時にこれら３つの制約があるからこそ、『新しい資産運用モデル』が今後の考え方、手法として“消去法的に”残る。その理由についても述べている。

第４章では、「なぜ、『新しい資産運用モデル』が機能するのか？」それを支える資産運用の原理原則、理論とその歴史的な背景について説明している。平易な言葉遣いを心掛けたつもりであるが、多少の専門用語も登場し、慣れない読者には読みづらいかもしれない。しかしながら、この部分は金融市場、資産運用についての普遍的な真理でもあり、法人の資産運用業務のいろいろな局面での意思決定の根幹となる部分である。辛抱強く読み進められることをお勧めする。

第５章は第４章の資産運用の原理原則、理論を受け継いだ運用ツール、ETF(上場投資信託)について説明している。「どうやって、金融市場全体(価格変動の特性)をコピーするのか？」「どうやって、市場平均利回りをコピーするのか？」「どうやって、運用コストを抑えるのか？」「どうやって、円滑に取引できるのか？」についてフォーカスしてまとめた。こちらも、多少の専門用語が登場する。最初は読みづらい箇所をスキップして頂いても構わない。次の第６章、第７章と読み進めていただくうちに、意味がつながる筈である。また、本章の最後には、オーソドックスな金融市場を代表する ETF の参考リストを付けている。本文に書かれている内容とリストを見比べてみられると理解が一層深まるのではないかと期待している。

第６章以降は『新しい資産運用モデル』の実務における具体的な考え方、計画、運営の実際について事例を交えて説明している。

まず、第６章では運用計画を策定する以前の大前提、考え方について解説している。「リターンの源泉を何に求めるのか？」「核となる資産の条件とは？」「具体的に核となる資産とは？（反対に核とならない資産とは？）」について列挙、解説している。こちらも多少の専門用語が登場するが、前後の全て章と繋がっていることに気づかれると思う。その意味するところを中心に読み進められれば、さほど難解ではないのではなかろうか。列挙されている核となる資産も重要ではあるが、もっと重要なことは、「なぜそれが選ばれるか？（あるいは選ばれないのか？）」について法人自ら考え、明確にしておくことである。それは法人が主体的に考え、関与することに繋がり、法人としてのガバナンスの向上にも繋がる。結果としての運用成果にも繋がってゆく重要な部分である。

第７章は、第６章を踏まえての、ポートフォリオ構築(資産配分比率)の考え方・手順を判りやすく解説している。第４章や第６章を、家を建てるときの『地盤』『基礎』に例えるなら、第７章は『柱』『外壁』である。このポートフォリオ構築(資産配分比率)は他人に“お任せ”“丸投げ”してはいけない。ここでも重要なことは、「なぜその資産配分比率になるのか？」について法人自らが考え、明確にしておくことである。それは法人が主体的に考え、関与することに繋がり、法人としてのガバナンスの向上にも繋がる。結果としての運用成果にも繋がってゆく核心の部分である。投資家自身がある程度理解し、納得できる資産配分比率が決まれば、第５章 ETF を再び参照して、各資産を代表するオーソドックスな ETF を使って、家の『屋根』を取り付ければ準備完了である。

第８章では、そのような考え方、手順で準備されたポートフォリオが現実の運用環境の中でどのようにテスト、運営されてきたのかＸ法人の運用事例で一緒に確認する。「リーマンショックや世界金融危機を経た運用実績は？」「東日本大震災やギリシャショック、ユーロ危機をどのようにやり過ごしてきたのか？」「今後の見通しやそれに向けた運用スタンスはどんなものか？」　リアルな世界での『新しい資産運用モデル』の効果と業務オペレーションを確かめたい。

最後に、第９章を結論として締めくくっている。

公益法人協会より出版　『新しい公益法人・一般法人の資産運用』まえがき より

３．第１回 ESG 投資研究会

資料６

公益法人とESG投資
ー基礎と概要ー

産業能率大学　経営学部　教授
早稲田大学ビジネス・ファイナンス研究センター
招聘研究員
光定　洋介　Ph.D.　CFA
2021年10月4日

自己紹介

■1990年以降現在まで、31年以上資産運用業界に関与（投資信託、バイアウト、エンゲージメントファンドなど）
■2007年以降、大学での教育・研究も兼業（ファイナンス、ESG,M&Aなど）

自己紹介サイト　➡
https://mitsusadainfo.wixsite.com/info

【ESG関連の主要な著書・論文】
- 『ESG投資の研究―理論と実践の最前線』（2018，一灯舎、加藤康之編著.共著）
- 「投資家から見た企業のESGの在り方―海外事例の紹介を含めて―」東レ経営研究所の経営センサー2018年5月号
- 「コロナ後のESG投資―ピンチをチャンスにする新しいビジネスのヒント―」東レ経営研究所の経営センサー2020年12月号
- 「サステナブル社会における資産運用業のあり方」証券アナリストジャーナル2021年9月号など

ESG投資の類型

■母集団の絞り込みから、個別企業評価、個別企業へのエンゲージメントの手法等に分かれる

戦略分類	投資手法	主たる考え方
ESG準拠 (Compliant)	ネガティブ・スクリーニング	ESG的視点に基づき「投資すべきでない」企業をポートフォリオから除外 (例：人道的問題が多いクラスター爆弾製造企業への不投資)
	ポジティブ・スクリーニング	相対的にESG評価の高い企業を対象にポートフォリオを構築 (例：高ESGレーティング企業への投資)
	国際規範スクリーニング	国際的な規範に違反した企業をポートフォリオから除外
ESG認識 (Aware)	ESGインテグレーション	投資プロセスにESG要因を組み入れて投資を判断 (例：企業価値への影響の有無を考慮する)
	ESGテーマ投資	ESGの特定のテーマを選択しポートフォリオを構築 (例：成長産業としての再生可能エネルギー投資)
	インパクト投資	社会問題や環境問題の解決を目的とした投資
ESG変革 (Change)	ESGエンゲージメント	ESGの課題について、株主として議決権行使や企業との対話と通じ変革を促す

出所：証券アナリストジャーナル(2018年1月)、日興リサーチレビューを参考にあすか整理

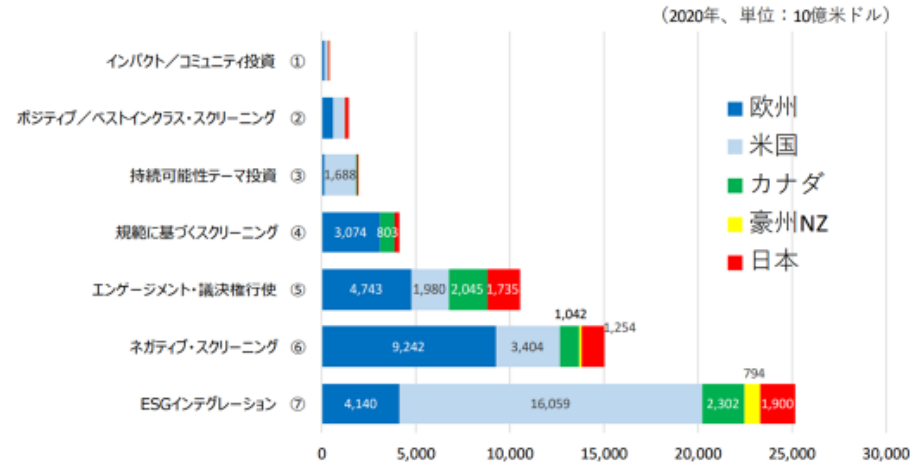
－2－

2

地域別　ESG投資手法

■世界ではインテグレーションが多い
■日本と欧州は、議決権行使・エンゲーントが多い

図表8　世界の地域別投資手法別ESG投資



(出所:世界持続的投資連合「Global Sustainable Investment Review(GSIR)」2020年版)

－3－

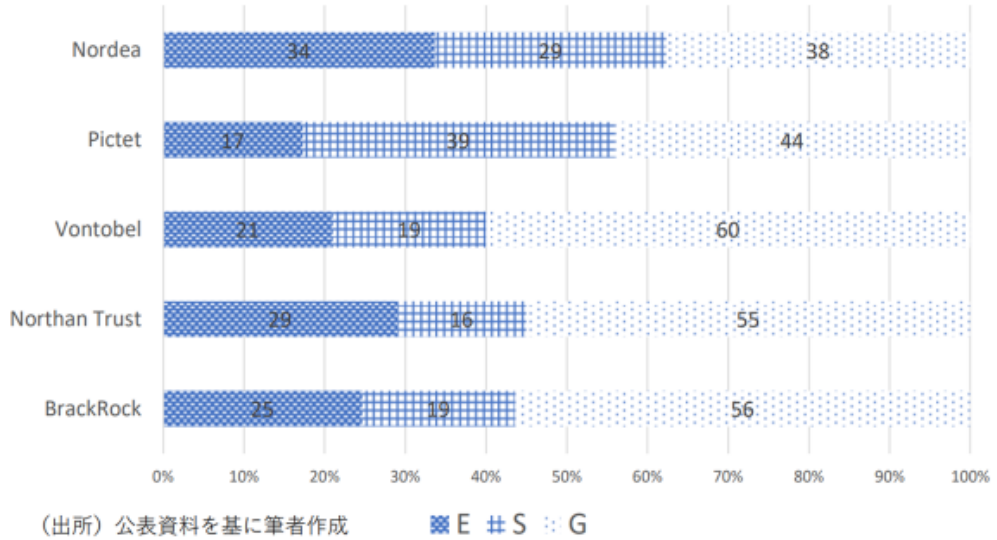
公益法人のESG投資事例

■海外：ゲイツ財団が化石燃料から撤退（保有する石油メジャー株式をすべて売却）＝ダイベストメント＝ネガティブスクリーニング

■国内：（公財）日本自動車リサイクル促進センターは、独立行政法人国際協力機構、東日本高速道路株式会社、独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構のソーシャルボンドやサステナビリティボンドを購入し、発行体との建設的な対話を実施＝エンゲージメント

－4－

エンゲージメントの内容はガバナンスが多い



（出所）公表資料を基に筆者作成

■出所：田中・濱田（2021）証券アナリストジャーナル2021年11月号（予定）

－5－

ESG投資を巡る歴史的な大きな流れ

■ルーツは倫理投資に始まり100年の歴史があり、その目的や手法は大きく変化してきたが、その動きは規模の拡大を伴って継続しており今後もこの傾向は続くと考えられる

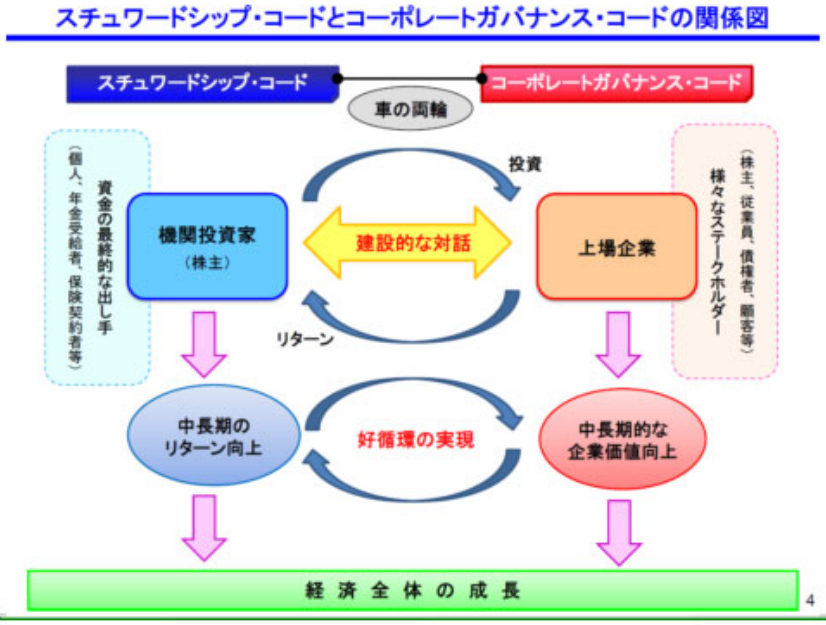
年代	出来事	ESG投資の手法への影響
1900年代初頭	✓ 教会を中心とした倫理投資の始まり（タバコ・アルコール・ギャンブル）	✓ ネガティブスクリーニングが主流 ✓ 投資リターンとの関連性は薄い
1990年代	✓ CSR評価に基づくSRI投資の始まり ✓ 一方で、SRI投資に対して、受託者責任の観点から、社会的な目的のためにパフォーマンスを犠牲にすることの是非が論点に	✓ ポジティブスクリーニング視点の導入
2000年～2005年	✓ 英米当局でSRIは受託者責任違反には当たらないとの承認が行われた ✓ ESG要因の考慮は、受託者責任の観点から、許容されるべきもので、むしろ必要との法的見解	投資倫理から、投資原則へ
2006年	✓ 国連によるPRI（責任投資原則）の策定	✓ ESGインテグレーションなど成長戦略としてのESG視点の誕生
2015年	✓ 国連によるSDGs(持続可能な開発目標)採択 ✓ 安倍首相による国連総会SDGs採択への合意表明 ✓ GPIFによるPRI署名	✓ 事業会社にとっての重要な経営課題として設定。ESG投資と対を成す考え ✓ 日本におけるESG投資の公的な認知

出所：SDGPartnersを参考に、あすか整理

－6－

経済成長の動力としての金融・企業ガバナンス

■企業側（コーポレートガバナンス・コード）と投資側（スチュワードシップコード）が両輪となって経済成長



出所：金融庁資料

－7－

ESG強化改革の流れ　その1

当初はG（ガバナンス）と資本効率の問題が大きかった

投資家・企業が把握すべき企業のリスクとして環境・社会問題も対象となった

アベノミクス → JPX400導入 → 日本版スチュワードシップ・コード（SC） → 経産省・伊藤レポート → ISS議決権行使基準改定 → コーポレートガバナンス・コード（CG）

時期	2012/12頃	2014/1	2014/5	2014/9	2014/11	2015/6
対象	日本経済	東証	機関投資家	企業・投資家	企業・投資家	東証・企業
キーワード	3本の矢・成長戦略	3年平均ROE	建設的対話、企業の持続的成長（資本効率）	ROE8%、インベストメントチェーン変革、対話先進国	5年平均ROEが5%以下、ROE改善傾向は評価	2名以上の独立取締役、持ち合い説明

ESG強化改革の流れ　その2

TCFD（2017，2018年）
PRIへGPIF署名（2015年）

ESGに関連するリスクやガバナンスに加え、収益機会も把握すべきことが示された

価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス―ESG・非財務情報と無形資産投資― → SCコード改訂 → 伊藤レポート2．0 → 投資家と企業の対話ガイドライン → CGコード改訂

時期	2017/5	2017/5	2017/10	2018/6	2018/6
対象	企業・投資家	機関投資家	企業・投資家	企業・投資家	企業
キーワード	ESG、価値観・ビジネスモデル・持続可能性・戦略・成果など	アセットオーナーの関与、利益相反、議決権行使結果の説明など	ROE+ESG 無形資産	経営判断（資本コスト）、CEO選解任、政策保有株式など	政策保有株、CEO選解任、社外1/3必要なら十分な社外を、取締役会の多様性、など

ESG強化改革の流れ　その3

ESG要素を含む、中長期の持続可能性を考慮し、エンゲージメントすべき旨が示された

菅政権カーボンニュートラル2050宣言（2020年）

SCコード再改訂

人材版 伊藤レポート

投資家と企業の対話ガイドライン（改訂）

CGコード再改訂

時期	2020/5	2020/9	2021年	2021年
対象	機関投資家	企業・投資家	機関投資家	企業・投資家
キーワード	サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的持続可能性）考慮 アセットオーナーの参加が容易に 議決権行使会社への努力目標	人材が企業の競争力の源泉になる中で「人的資本(Human Capital)について議論	サステナビリティ（ESG,SDGs、サイバー、DX,サプライチェーンなど）	サステナビリティへのリスクと機会 プライム市場のガバナンス体制 取締役のスキルマトリクス 女性管理職

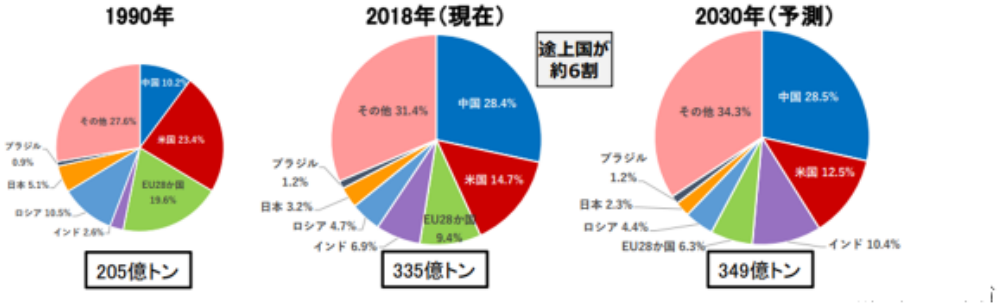
グローバルな動き（2015年パリ協定）

- **2015年のCOP21で採択。**それまでの「京都議定書」とは異なり、**すべてのパリ協定締約国が、温室効果ガスの削減目標を作ることとなった。**
- 世界の平均気温の上昇を、産業革命以前に比べ**2℃**より十分低く保ちつつ（**2℃目標**）、1.5℃に抑える努力を追求（**1.5℃努力目標**）。
- そのためにも、**今世紀後半に世界の脱炭素(カーボンニュートラル)※を実現**することを目標としている。

※CO2などの温室効果ガスの、年間の排出量と吸収量が差し引きでゼロとなる状態。

各国の排出量の比較

IEA「CO2 emissions from fuel combustion 2020」「World Energy Outlook (2019 Edition)」等に基づいて環境省作成



－11－

各国の削減目標

	2030目標	カーボンニュートラル目標	各国の気候変動政策への取り組み
日本	▲46% さらに50%の高みに向け、挑戦を続ける 2013年比 <気候変動サミット等での表明(2021年4月)>	2050年 カーボンニュートラル <総理所信表明(2020年10月)>	成長戦略の柱に**経済と環境の好循環**を掲げ、**グリーン社会の実現**に最大限注力（中略）もはや、温暖化への対応は経済成長の制約ではありません。積極的に温暖化対策を行うことが、**産業構造や経済社会の変革**をもたらし、**大きな成長につながる**という発想の転換が必要です。 <第203回総理所信表明(2020年10月)>
米国	▲50-52% 2005年比 <NDC再提出(2021年4月)>	2050年 カーボンニュートラル <2020年7月バイデン氏の公約>	**高収入の雇用**と**公平なクリーンエネルギー**の未来を創造し、**近代的で持続可能なインフラを構築**し、連邦政府全体で科学的完全性と証拠に基づく政策立案を回復しながら、**国内外の気候変動対策**に取り組む。気候への配慮を**外交政策**と**国家安全保障**の**不可欠な要素**に位置付け。 <気候危機対応・雇用創出・科学的十全性の回復のための行政行動に関するファクトシート（2021年1月）>
EU	▲55% 1990年比 <NDC再提出(2020年12月)>	2050年 カーボンニュートラル <長期戦略提出(2020年3月)>	**欧州グリーンディール**は、公正で繁栄した社会に変えることを目的とした新たな**成長戦略**であり、2050年に温室効果ガスのネット排出がなく、経済成長が資源の使用から切り離された、近代的で資源効率の高い**競争力のある経済。** <The European Green Deal（2019年12月）>
英国	▲68% 1990年比 <NDC再提出(2020年12月)>	2050年 カーボンニュートラル <気候変動法改定(2019年6月)>	2世紀前、英国は世界初の産業革命を主導した。（中略）英国は、クリーンテクノロジー（風力、炭素回収、水素など）に投資することで世界を新しい**グリーン産業革命に導く。** <The Ten Point Plan for a Green Industrial Revolution（2020年12月）>
中国	2030年ピークアウト GDPあたりGHG排出 ▲65%（2005年比） <国連総会一般討論(2020年9月)> <気候野心サミット(2020年12月)>	2060年 カーボンニュートラル <国連総会一般討論(2020年9月)>	**エネルギー革命**を推進しデジタル化の発展を加速。経済社会全体の全面的**グリーンモデルチェンジ**、**グリーン低炭素の発展**の推進を加速。 <第14次五カ年計画 原案(2020年11月)>
韓国	▲24.4% 2017年比 <NDC再提出(2020年12月)>	2050年 カーボンニュートラル <長期戦略提出(2020年12月)>	カーボンニュートラル戦略を**将来の成長の推進力**として利用 将来世代の生存と持続可能な未来のために、GHG排出量を削減するという課題は守らなければならない国際的な課題であり、この課題は**将来の成長の機会**と見なされるべき。 <韓国の長期低排出発展戦略（2020年12月）>

省

－12－

ESG投資の流れが示唆する将来

国家（E:環境）の施策

- 日本企業のカーボンニュートラル（2050年目標）、2013年比46％減少（2030年目標）
- CO2削減に向けた基金の創設
- 中央銀行によるサポート

少なくとも、CO2削減については、国家的な課題となりつつある

ESG投資の流れ

- 責任投資と受託者責任に対する考え方の変化
- 環境問題や社会問題等の企業の外部性に伴う投資リスクへの認識

ESGへの取り組みが、中長期的な企業価値向上に貢献するものとしての認識され、企業経営の健全性・持続性や投資判断の尺度として認知されてきた

ESGへの資金の流れ

２つの流れを受けて、「持続的成長」や「サステナビリティ」といったキーワードを軸に、“ESG”への注目は高まっている

資金の動きは緩慢だが、ベクトルはESG方向的であり、緩慢であるが故に強く長い動きになる可能性が高い

－13－

ESG投資の残高推移

■ESG投資の残高は増加傾向（約3,883兆円）（1$=110）
■日本の残高は32兆円
■欧州の減少は、ESG基準が厳格化されたもの

FIGURE 1 **Snapshot of global sustainable investing assets, 2016-2018-2020 (USD billions)**

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	**22,839**	**30,683**	**35,301**

（出所）GSIR 2020

－14－

投資資産に占めるESG関連投資の比率

■日本は、まだ全体の25％を占めるに過ぎない
■欧州では約半分がESG関連投資
■鈴木（2021）によると日本の公益法人の運用資産は29兆円程度（2019年）

REGION	2014	2016	2018	2020
Europe*	58.8%	52.6%	48.8%	41.6%
United States	17.9%	21.6%	25.7%	33.2%
Canada	31.3%	37.8%	50.6%	61.8%
Australasia*	16.6%	50.6%	63.2%	37.9%
Japan		3.4%	18.3%	24.3%

*Europe and Australasia have enacted significant changes in the way sustainable investment is defined in these regions, so direct comparisons between regions and with previous versions of this report are not easily made.

（出所）GSIR 2020

－15－

官製の投資資金への動き

■2020年２月、公的年金基金（GPIF、国共済、地共済、私学共済)に共通して適用される積立金基本指針(告示)において、ESG投資に関する記述が強化された

改正項目	新	旧
第三 十二	管理運用主体は、積立金の運用において、投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を行うこと。	管理運用主体は、株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮することについて、個別に検討すること。

■ 出所：https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_kkr/proceedings/material/kyousai20201202-3.pdf

■2020年4月、官民ファンドの政策性のKPIにSDGｓからの貢献を明記

企業：ESGを経営戦略において考慮しなければいけないか

■**個社の競争力維持・向上（ミクロな視点）**

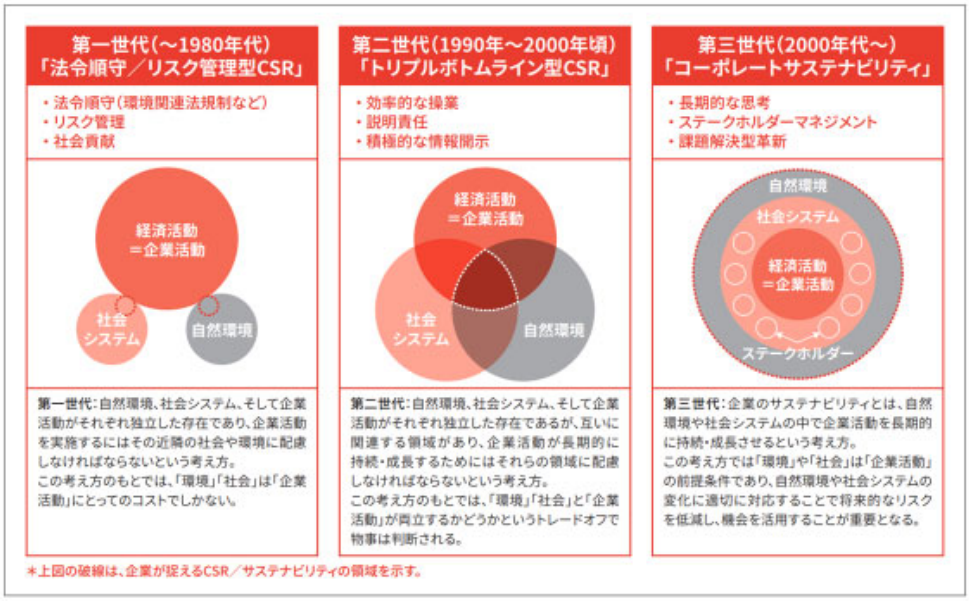
- 企業価値創造のため（＝**資本コストを上回る利益**を出し続ける）には、**ビジネスモデル**が競争力を持ち、中長期にわたる**他社との差別化**が必要

  ⇒ 実現に向けた手段の一つとして、**ESG**や無形資産などがある

■**地球レベルでのビジネス環境の維持（マクロな視点）**

- 気候変動などを念頭においた長期的なリスクマネジメントが必要になる
- リスクと同時に、企業の新たな収益創出の機会（オポチュニティ）も存在する

企業：CSRからサステナビリティへ



出所：PWC's View Vol.20

－18－

ESG投資が注目されている背景

＜資金の出し手＞

■投資家は金融を通じて社会に対して責任ある行動を要求されている
■スチュワードシップコード
■官製資金のESGやSDGｓへの配慮
■アセットオーナーのスチュワードシップコードへの署名
■EやSの社会問題を解決する企業への投資
■EやSに配慮しないことによるダウンサイド・リスクの存在

＜企業経営＞

■コーポーレートガバナンスコード
■TCFDによる開示（プライム市場）
■EやSが競争力の源泉
■EやSの中で、企業経営は行われている（サステナビリティ）
■EやSでの新しい需要創出

－19－

ESG投資の困難さ

■株式投資
- ➢複数あるESGの指数
  - 指数の間の相関が無い（GPIF)
  - 従って、どのESG指数での運用が良いのか
  - 一方で、美人投票される可能性＝株式の需給バランスに影響
- ➢最も簡単なのは、ESGインテグレーション
  - しかし、財務情報にESGも勘案しているだけでその程度は会社により異なる

■債券投資
- ➢グリーンボンド
  - 厳格な発行基準
  - 発行体の信用リスク
- ➢トランジションボンド

■企業にとって開示負担
- ➢複数ある開示基準

－20－

ESGウォッシュ

■ESGウォッシュとは
- ➢企業の開示：実質的な環境配慮を行っていないのにロゴ変更や広告を打ったりする。CSR報告書などで誤った認識を待たせ、詐欺的で不誠実な主張を行う。
- ➢金融商品：実際にはESG関連投資とは言えないにも関わらず、ESGに配慮した投資というだけで、ESGと冠してESGがメインであるかのような運用商品を作ること

■各国の規制当局の動き
- ➢欧州　ドイツ連邦金融監督庁（ＢａＦｉｎ）
  - ドイツ銀行傘下のDWS
    - »ＤＷＳが一部の投資商品についてサステナブル投資基準を誇張していた疑惑
- ➢日本　金融庁
  - グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド
    - »ESGのない他の投信と比べて保有上位10社のうち、8社が重複しており、金融庁が説明を求める
- ➢米国　米証券取引委員会（SEC)
  - 投資先企業の選定基準があいまいだったり、ESGに関する評価の低い企業が大半を占めるファンドがある（2021年4月）

－21－

ESGウォッシュを無くすために

＜**厳格な規制派**＞⇔せっかく出てきた企業の出鼻を挫く➡＜**CSR/ESG格付け派**＞

■欧州　（2021年3月）
- ➢ESGにかかわる金融商品の情報開示を義務付けるサステナブルファイナンス開示規則（SFDR)を開始（どちらかというと環境中心）

■米国
- ➢開示義務のルール化を検討中
- ➢一般に、特定の業種の名前をつけた投信の場合、80%以上をそのカテゴリーの資産に投資する義務がある
- ➢これに倣って、運用会社に、銘柄選定の根拠となるデータ開示を義務化する案など検討

■日本　金融庁と東証　モニタリング体制構築へ
- ➢発行会社には、第三者機関が環境債の発行手続きや調達した資金の使い道を精査し「お墨付き」を与える仕組みを検討
- ➢運用会社には、顧客に示す書類に、組み込む銘柄の選定基準や商品が環境や社会に与える効果を盛りこむよう求めたり、評価機関に情報開示を促す指針をつくったりすることを検討

出所：2021年7月25日日経新聞

－22－

公益法人のESG資産運用への問題提起

■現在のESGブームは一過性の可能性はないか？
- ➢海外のスチュワードシップレポートではE,Sへのスチュワードシップ活動は増加傾向ではあるが、Gの比率がまだ大きい？
- ➢地球が持たない？
- ➢欧州のPRI署名機関はESG活動に積極的。米国のPRI署名機関は商業的（資金集め目的）？

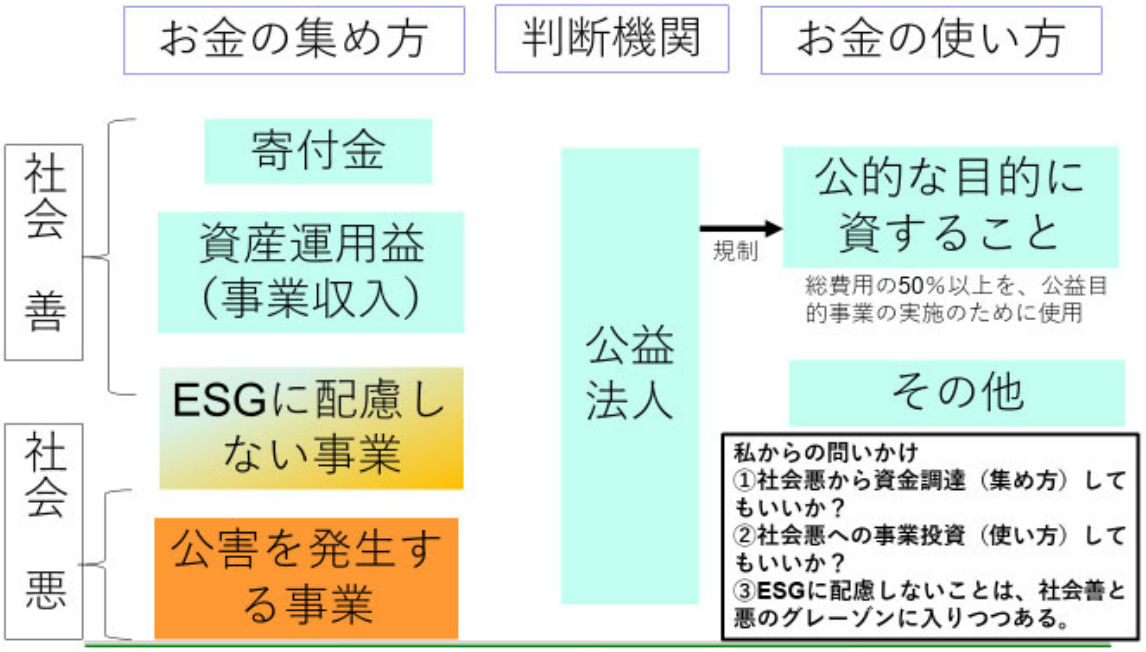
■そもそも公益法人の資産運用でESGを考慮する意義は？
- ➢公益法人なのだから公益を考慮すべき？
- ➢資産運用なのだからリターンを追求すればいい？

■ESGを考慮した運用をする場合、その手段（金融商品）は？
- ➢ESG　インデックス運用？
- ➢ESG　ファンドと称する金融商品？
- ➢株式ではなく、グリーンボンド等の債券の購入？
- ➢ESGに配慮した企業の債券のみ投資？地方自治体債？

■ESG企業の見極め力はあるのか？

－23－

公益法人の資産運用（私見）



－24－

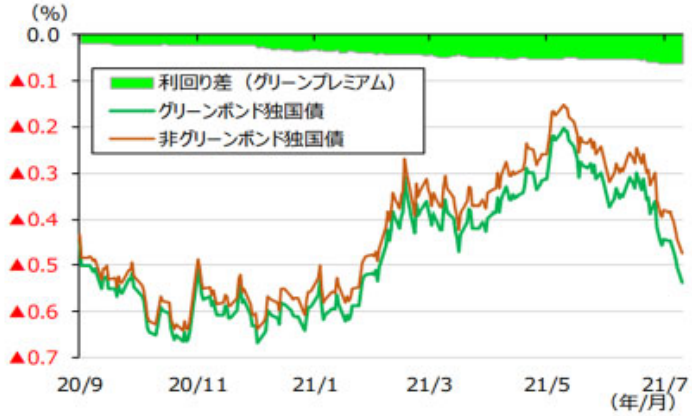
金融商品としてのESG（私見）

■ESGはリターンに繋がるのか
- ➢ESG株式：
  - •肯定派：株式需給。ダウンサイド抑制。ブランディング。ステークホルダーの満足度向上＝長期コミット。
  - •Vs否定派：　コスト増加。一過性のブーム。
- ➢ESG債券（グリーンボンド、トランジションボンド）：
  - •＜グリーンボンドやトランジションボンド＞
    - ➢利回りは通常の債券よりも低い（プレミアムがつく）
    - ➢過去の金利上昇局面では価格下落は相対的に低かった（将来は表さない）
    - ➢信用リスクの方が影響が大きい
  - •＜通常の債券投資で投資先を選別＞
    - ➢ESGに配慮している企業へのみの債券投資
    - ➢ESGプロファイルの悪い企業の方がスプレッドが高い

－25－

参考：グリーンボンドのプレミアム

図表5　ドイツ国債のグリーンプレミアム



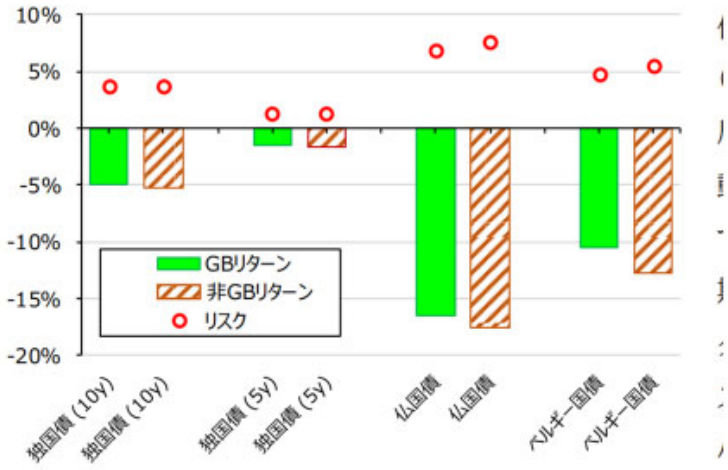
（注：GB＝グリーンボンド、利回り差＝GB－非GB）
（出所：Bloomberg よりSMBC日興証券作成）

■出所：日興証券　こうえき　2021年9月号

－26－

参考：過去の金利上昇局面

図表4　グリーンボンドと非グリーンボンドのリターンとリスク



（注：期間は20年12月末~21年6月末、年率換算、GB= グリーンボンド）
（出所：Bloomberg よりSMBC日興証券作成）

■出所：日興証券　こうえき　2021年9月号

－27－

金融商品としてのESG（私見）

■ESGの金融商品の見極め
- ➢グリーンウォッシュ
- ➢ESG　インデックスに必ずしも一貫性無い

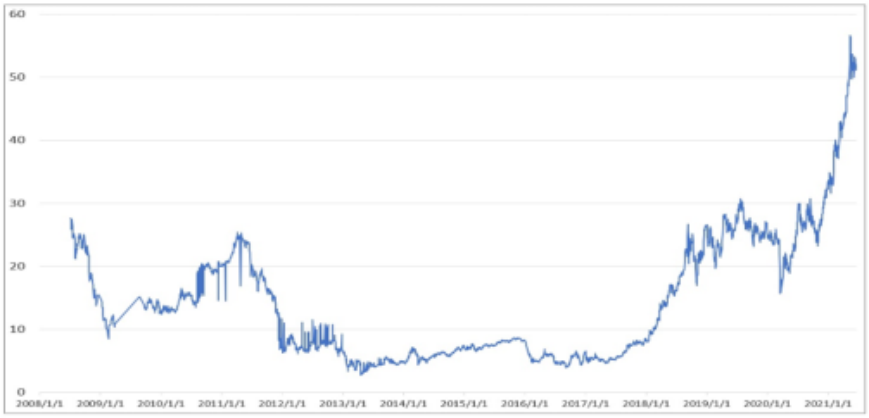
■グリーンボンド
- ➢グリーンボンド発行体の見極め。
- ➢レポーティングの質の確保が困難（株式と異なりエンゲージメントしにくい）

－28－

参考：CO2　欧州での排出権取引価格

■CO2　1トン当たり50ユーロ超（6500円）
■トヨタ自動車（2019年　568万トン排出）

図表　EU排出権取引（EU-ETS）の価格推移



出所：Investing.comのデータをもとに作成

出所：日本総研https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=39101

－29－

参考文献

「公益法人とESG投資」こうえき　2021年9月1日号
https://www.smbcnikko.co.jp/corporate/public/magazine/pdf/210901_01.pdf

公益財団法人　日本自動車リサイクル促進センター
https://www.jarc.or.jp/automobile/designated-corp/fund/engagement/

鈴木 勝治（2021）「ＥＳＧ投資と公益法人」公益法人協会コラム2021年1月号
http://www.kohokyo.or.jp/kohokyo-weblog/column/2021/01/post_198.html

田中喜博・濱田 功（2021）「欧米での ESG 開示を用いたエンゲージメント活動」証券アナリストジャーナル2021年11月号（予定）

２．第２回 ESG 投資研究会

資料2

SMBC NIKKO

ESG投資の動向及びサステナブル・ファイナンス商品の多様化

SMBC日興証券株式会社
サステナブル・ファイナンス部
2021年11月9日

GreenBond Platform 登録発行支援者

2020 ESG FINANCE AWARDS JAPAN SILVER

2021 ESG FINANCE AWARDS JAPAN BRONZE

Climate Bonds INITIATIVE PARTNER

SMBC日興証券

目次

1. SMBC日興証券サステナブル・ファイナンス部のご紹介	1
2. 脱炭素に向けた各国政府の政策	5
3. ESG投資の動向	13
4. TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）	29
5. EUサステナブルファイナンスの動向	38
6. サステナブル・ファイナンス市場動向	51
7. ESG投資を巡る評価・分析	68
8. SDGsファイナンスの活用意義：株価への影響など	80
【Appendix】	89

1. SMBC日興証券サステナブル・ファイナンス部のご紹介

SMBC日興証券

SMBC日興証券　サステナブルファイナンスサポート体制

サステナブル・ファイナンス部は、**SDGs**債含むサステナブルファイナンスによる資金調達及びサステナビリティ分野に係る助言及び提案のための専門組織です。最新の市場動向を踏まえつつ、経験と実績を持つ国内外の人材が連携し、貴社のサステナブルファイナンスの活用をサポートします。

1

SMBC日興証券

SMBC日興証券：サステナブル・ファイナンス部について

サステナブル・ファイナンス部は、2018年にSDGsファイナンス室として発足し、(1)サステナブルファイナンスの支援、(2)国内外の政策・制度動向の研究、(3)企業価値評価をベースとしたアドバイザリー業務の実施を目的として2021年9月に改組されたサステナブルファイナンス及びサステナビリティ分野のアドバイザリー専門組織です。

SMBC日興証券 サステナブル・ファイナンス部の主な業務内容

(1)サステナブルファイナンスの支援

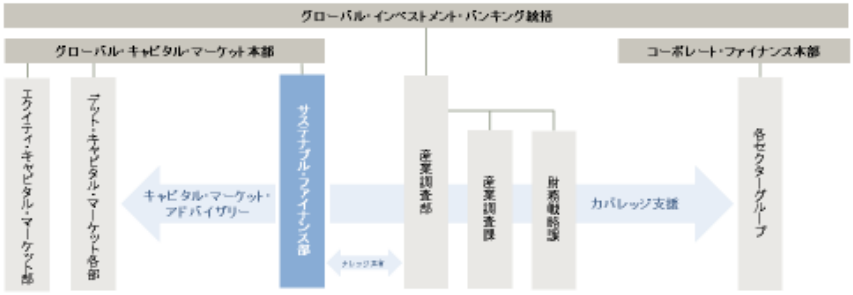
- SDGs債(グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド、トランジションボンド)や、グリーンエクイティ等、サステナブルファイナンスによる資金調達の提案・執行
- 上記に係るフレームワーク設計支援、第三者評価の取得支援などのコンサルティング
- 情報開示の支援(ESG格付、TCFD提言への対応 等)

(2)気候変動等のサステナビリティ分野に関する国内外の政策・制度動向についての、情報収集・研究及び提供

- ICMA(国際資本市場協会)のグリーンボンド原則等の最新のサステナブルファイナンスに関する情報収集
- 気候変動に関する規制やカーボンプライシング等の政策・制度動向の研究

(3)企業価値評価をベースとしたアドバイザリー業務

- 非財務情報に関連した企業価値評価(今後拡充予定)



SMBC日興証券

Affirmative Investment Management(AIM)のご紹介

AIM

2020年7月17日に、当社は欧州ESG投資家であるAffirmative Investment Management(AIM)との業務提携を公表しています。AIMはディープグリーン投資家として知られており、その知見を活用して御発行体のSDGsファイナンスに係る対応の深化をサポートいたします。

会社概要

- 2014年にポートフォリオを通じて社会および環境にポジティブな影響を生むことを目的として設立された資産運用会社
- 100%インパクト投資で運用することを標榜しており、彼らのレポーティングは内外で高い評価を得ている
- レポーティングでは定量的な環境改善効果のほか、発行体の所属地域や資金使途となる事業が実行される地域、資金使途に係るケーススタディを開示

	AuM	うちESG投資関連
Total	$654 million	全額

PRI Principles for Responsible Investment 2016/2

投資に係るESG基準"SPECTRUM"

"S"ustainable	SDGsやパリ協定との整合性
"P"ositive "E"xternality	起債に関して環境面およびまたは社会面での性の外部性がみられる
"C"redit	財務面およびESG面から投資適格である
"T"ransparency	明確で透明性の高い投資方針と情報開示
"R"esponsible	発行体のビジネスモデルにおけるサステナビリティへのコミットメント
"U"se of proceeds	AIMが考える基準に合致した資金使途
"M" aterial impact	インパクトに係るマテリアルかつ測定可能なレポーティング

SMBC日興証券とAIMの協働による御発行体サポート案

ESGファイナンスのフレームワークについて、インパクト投資家の立場からコメント・ディスカッション	• インパクト投資家として、資金使途に係るグリーン性やレポーティングの内容を重視 • 厳しい欧州投資家の目線を踏まえた御発行体ESG債フレームワークに対するコメント・ディスカッションを行うことで御発行体のフレームワークの対投資家訴求力を向上
IRの実施によるディープグリーン投資家の目線の確認	• 国内投資家がエンゲージメントについて模索中である状況下、ディープグリーン投資家とIRを持つことで、貴社のESG対応の深化のきっかけとすることが可能
投資家の裾野拡大	• AIMの投資方針や運用状況と整合する場合、投資および投資表明につながる可能性

インパクト面での成果および外部評価について

CO2削減量	70,085t-CO2
省エネ効果	54%
再生可能エネルギー設備導入量	66MW
クリーンエネルギー生産量	233,114MWh
クリーン運輸による日々の旅客量	30,751人
浄化した水の量	250,625m³
グリーンビルの面積	6,297㎡
グリーン教育へのアクセスを得た生徒数	17,790人

WINNER ESG Investing Awards 2020

Environmental Finance Sustainable Investment Awards 2019 Winner — Best fixed income firm initiative for ESG investment process awarded to AIM Affirmative Investment Management

Environmental Finance Green Bond Awards 2020 Winner — Green bond fund of the year managed by AIM Affirmative Investment Management

出所：AIM HP及びPRI HPよりSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

SMBC日興証券：サステナブルファイナンス引受実績

ESG債ストラクチャリング・エージェント（SA）実績

注：　緑枠はグリーンボンド、黄色枠はソーシャルボンド、水色枠はサステナビリティボンド

リンク債SA実績

リンク債共同主幹事実績

トランジションボンド共同主幹事実績

グリーンエクイティSA実績

グリーンエクイティ事務主幹事実績

海外におけるESG債共同主幹事実績

注：　2021年10月27日時点

ESG債SA実績（2020年度事業債）

	社名	件数
1	SMBC日興	16
2	みずほ証券	15
3	野村證券	6
4	三菱UFJMS	6
5	大和証券	5
	合計	47

注：　2021年3月31日時点での発行体・引受証券会社開示資料ベース

SMBC日興証券

2. 脱炭素に向けた各国政府の政策

SMBC日興証券

COP26における各国首脳の公表声明

COP26における争点として、先進国による途上国への資金支援の拡充、石炭利用の縮小であり、投資家運用資産の中身が「1.5度目標」に沿っているかどうかも厳しく問われている。

イギリス	ジョンソン首相は、「世界は願望から行動に移らねばならない」と訴え、これまで約束した116億ポンドの支援に加え、25年までに気候変動分野の支援をさらに10億ポンド増額すると表明した。
アメリカ	バイデン大統領は、気候変動への対応について「この10年が決定的に重要になる」とし、2024年までに米国による途上国への金融支援を4倍に増やすと表明した。また、28日決めた国内の歳出・歳入法案の枠組みでは、気候変動対策として今後10年で5550億ドル(約63兆円)を投じるとしているが、環境規制の緩い国からの輸入品に事実上の関税を課す「国境炭素税」を見送ることとなった。
中国	習近平国家主席は、先進国は自国の気候変動対策だけでなく、「発展途上国が対策をよりよく実施できるよう支援すべき」と求めた。また、書面で「再生可能エネルギーの発展に力を入れ、大型風力発電や太陽光発電基地の建設プロジェクトを計画すると表明した。
インド	モディ首相は、2070年までに温暖化ガスの実質ゼロを目指すと表明した。 インドが排出ゼロ目標を示すのは初めてとなる。
ロシア	ロシア政府は2050年に向けての温暖化ガス削減戦略を発表した。低炭素化技術の導入などに取り組み、60年までに温暖化ガスの排出を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」を実現する目標を掲げた。ミシュスチン首相は、ロシアにおける対策プロジェクトの実施は2022年から始まると述べ、技術導入やリサイクルに加え、森林など生態系による温暖化ガスの吸収量を増やすとしている。
ドイツ	メルケル首相は「先進国は特別な責任を負っている」とし、25年までに拠出額を年60億ユーロ(約8000億円)に増加くすると表明した。
インドネシア	ジョコ大統領は、「我々には先進国の支援や貢献が必要だ。問題は、それがどれほど大きいかだ」と述べた。
バングラデシュ	ハシナ首相は「先進国は自らの排出削減目標と、途上国が削減するための資金支援の両方の約束を守らねばならない」とした。
日本	岸田文雄首相は、「アジア全体のゼロエミッション化に向けて日本が強いリーダーシップを発揮する決意を世界に発信したい」と述べた。

5 出所: 日本経済新聞記事により作成

SMBC日興証券

EUの気候変動政策

EUの気候変動対応政策パッケージである「グリーン・ディール政策」にてカーボンニュートラル目標を定め、EUタクソノミーをはじめとする各種政策手法を提供。

グリーン・ディール政策の策定

- 2019年12月、EUが2050年ゼロ排出社会の実現に向けた政策パッケージ「グリーン・ディール政策」を発表
  - 2030年には排出量▲55%、2050年にはカーボンニュートラル実現という目標
  - 洋上再生可能エネルギーを主要施策の一つとする
- 2020年10月、国境炭素調整措置の導入を表明
  - グリーン・ディール政策の主要素という位置付け

グリーンディールで示された行動計画と個別の政策

	主な行動計画	これまでの進捗、今後のタイムライン
再エネ価値の更なる高まり	1. 欧州気候法 (2050年までにCO_2削減目標法制化)	2020年3月:法案策定 2020年9月まで:2030年のCO_2削減目標決定及び具体策策定
投資誘致策・投資対象	2. 欧州グリーンディール投資計画	2020年1月:計画策定 2020年7月:復興基金・次期中期予算の最低3割を環境対策に振り向け
	3. タクソノミー法制化*1・非財務情報開示指令改定	2020年6月:タクソノミー規則承認 2020年12月:気候変動分野の法制化完了(21年6月適用開始) 2021年6月:タクソノミーに基づく開示義務具体化(同12月適用開始)
個別の具体策	4. EU排出権取引制度の見直し	2021年6月:排出権取引制度の見直し案策定
	5. 欧州水素戦略	2020年7月:欧州水素戦略策定 今後、同戦略の行動計画に基づき対策実施

*1: サステナブルな経済活動を定義・分類したもの
出所: 発表各公表資料を基にSMBC日興作成

6

SMBC日興証券

EUの気候変動政策

各種政策の予想される影響

	主な行動計画（除く欧州気候法）	在欧州企業・セクターにおいて想定される影響	
		プラス影響	マイナス影響
投資誘致策・投資対象	欧州グリーンディール投資計画	• 気候変動対応で先行する企業：補助金、政府保証融資等を調達し易くなる可能性 • 石炭火力発電事業者等：発電所閉鎖等に伴うコスト負担が一定程度補償される可能性	【EUの新規財源確保に伴う企業の負担増】 • バージンプラスチック包装材の生産・使用企業 • 大手デジタル企業 • 金融取引を行う事業者
	タクソノミー法制化・非財務情報開示指令改定	• 気候変動対応で先行する企業：安価に資金調達を進め易くなる可能性	• 大企業、金融機関、投資家等：開示負担増加 • 気候変動対応で遅れる企業：資金調達コスト増加や株価下落の可能性
個別の具体策	EU排出権取引制度見直し	—	• 陸運・海運・空運：排出権取得コストの発生・増加 • 化学、鉄鋼メーカー等：炭素調整メカニズムが導入された場合、無償排出枠が削減される可能性
	欧州水素戦略	• 水素・再エネ投資で先行する企業：従来比、需要家の確保や資金調達を進め易くなる可能性	• 化石燃料依存度が高い事業者：中長期的な需要見通しが引き下げられる可能性（含む減損リスク）

出所：JETRO公表資料「新型コロナ危機からの復興・成長戦略として「欧州グリーン・ディール」の最新動向」を基にSMBC日興作成

SMBC日興証券

EUの気候変動政策：脱炭素化技術への投資

グリーンタクソノミーの全体像

- タクソノミーはもともと「分類学」を意味するが、ここでは「サステナブルな経済活動」を体系化したものを指している
- グリーンタクソノミーについての議論において先行するEUと中国では、石炭火力発電の取扱で対立してきたが、2020年6月には国際標準化に向けて中国・EUで共同のタスクフォースを立ち上げると発表
- 日本では、恣意的な政策誘導に繋がるといった批判的な見方もあるが、実際に国際標準化が進んだ場合には日本の政策決定・投資環境に影響を与える可能性がある

グリーンリスト該当要件

グリーンリスト該当 → これを踏まえ、大企業や金融機関はグリーンリストに該当する売上高・設備投資、投融資等の割合を開示

6つの環境目標
- 1.気候変動の緩和
- 2.気候変動への適応
- 3.水資源等の使用と保全
- 4.循環型経済への移行
- 5.大気・水・土壌の汚染防止
- 6.生物多様性・生態系の保全

4つの要件
- 1.左記環境目標のうち、1つ以上に実質的に貢献
- 2.残りの環境目標について重大な損害をもたらさない
- 3.最低限のセーフガードに準拠*1
- 4.技術スクリーニング基準準拠

気候変動の緩和、気候変動への適応に関する技術スクリーニング基準
下記業種につき、グリーンリスト該当有無、該当基準を整理

分類	業種区分
CO_2排出量が多く、今後の削減余地が大きいセクター	電力・ガス
	製造業、鉱業
	運輸
	農林水産業
	上下水道、廃棄物処理
	建設・不動産
他セクターの排出削減への貢献が期待されるセクター	専門・科学・技術サービス
	情報通信業

*1: OECDの多国籍企業行動指針、国連のビジネスと人権に関する指導原則等、SR社会、GCガバナンスに関する国際基準を満たす必要あり
出所: JETRO公表資料「新型コロナ危機からの復興・成長戦略として「欧州グリーン・ディール」の最新動向」を基にSMBC日興作成

SMBC日興証券

アメリカの気候変動政策：脱炭素化技術への投資

アメリカの現在の再生可能エネルギー政策の源流はバイデン候補（当時）が2020年に発表した大統領選公約"Clean Energy/Sustainable Infrastructure Plan" であり、自動車や電力などのインフラ投資計画を提示。

再生可能エネルギーに関する政策

- 2020年7月、選挙公約として"Clean Energy/Sustainable Infrastructure Plan" を発表
  - 4年間で2兆ドル（約215兆円）を投入する計画で、2035年までに炭素排出ゼロ電力セクターの達成
  - クリーンエネルギー・イノベーションへの投資を追求
- 2021年3月、"American Jobs Plan" （米国雇用計画）を発表
  - 選挙公約と概ね同じ内容

Clean Energy/Sustainable Infrastructure Planのポイント

部門	概要
自動車	• 50万ヵ所のEVステーションへの投資 • 燃費の悪い自動車から米国製ゼロ排出車への買い替え支援
公共交通	• 人口10万人以上の全都市に高品質かつゼロ排出の公共交通を提供
電力	• 米国の労働者が米国製素材で建設する蓄電・送電インフラへの投資 • 太陽光発電・風力発電の大量導入（5億枚のソーラーパネル、6万期の風力タービン導入を公約） • 労働者安全と環境正義を確保する形での原子力発電・水力発電の活用
建物・住宅	• 400万件の建物改修と200万戸の住宅断熱化
技術開発	• リチウムイオン電池のコストを10分の1にする技術、シェールガス水素よりも安い再エネ水素を可能にする電気分解技術、小型原子炉、直接空気改修、CCUSへの研究開発投資
農業・自然保護	• スマート農業の推進 • 資源開発の悪影響を受けた地域の除染・再生

9 出所：電中研政策研究所公表資料「バイデン政権の気候変動対策～新政権発足後の動向と新しい公約の実現可能性」を基にSMBC日興作成

SMBC日興証券

アメリカの気候変動政策：脱炭素化技術への投資

2021年3月、大統領選公約"Clean Energy/Sustainable Infrastructure Plan"を概ね引き継ぐ形で"American Jobs Plan" （米国雇用計画）を発表。個別の項目について審議の可否は不透明。

"American Jobs Plan" （米国雇用計画）の投資内訳と財源

概要	金額（億ドル）
米国インフラへの投資	6,250
道路、橋の補修	1,150
公共交通の拡充（バス、電車、車、線路、信号、電力システム等）	650
医療製品・家庭用品サービスの提供と安全製品開発のためのアメリカンファクトリーの創設、無障害のある人の雇用の拡充を等）	400
国際的な電気自動車の導入と国際的な競争力の確保：	1,240
充電ステーションの設置（高速道路沿いに電動車を運行するための国際的ハーモナーへの対応）	
米国の労働者がEV用バッテリー電気自動車等の製造実現	
米国製電気自動車の導入に向けたターゲット税額インセンティブ等を保守の対象	
充電スタンドネットワークを構築するための補助金・インセンティブプログラムを通じ地域の地域的な経済発展等を[illegible]年までに[illegible]万箇所	
[illegible]日までのターゲットを達成項目を実現。スクールバス運用のかなりを[illegible]を電気化	
港、空港、空港の拡張：	
空港への投資	250
内陸水路、沿岸港、入港港、フェリーへの投資	170
国際的な平均平均を加速し、交通インフラの未来を構築	
最先端の交通技術を開発するためのプログラムを拡充	200
電気車のための充電設備と建設に関連するものが含まれるプロジェクトを加速するための連邦政策	250
インフラの開発支	500
米国中に高速インフラサービスを接続し、国際コミュニティを保護	
コミュニティの開発を支援するため、米国の高速の開発に参加する	
すべてのコミュニティに対応しやすい安全な住宅供給を実現	1,110
住宅のライフ・サイクルを考慮に入れ	
住宅の「下水・排水システムを改善」近代化と安全な住宅整備に対応。地方において[illegible]インフラを加速	450
持続性・低コストで高性能なローンの開発	500
建物内における[illegible]センター、事務所の地震安全、コミュニティ[illegible]への投資	100
デジタルインフラの開発	1,000
高速ブロードバンドインフラの[illegible]の提案	
インターネットプロバイダーの[illegible]の開発を実現	
ブロードバンドインターネットサービスの[illegible]下げ、より[illegible]を実現	
電力インフラの再開発	1,000
より高度な送電システムの構築	
市場の拡大とクリーンな電力開発を通じて国際的な競争	
建設されている送電・配電網への対応	180
連邦政府エネルギーポリシーに関連する[illegible]の開発支	50
国際的な[illegible]ターンエネルギー[illegible]の改善を[illegible]	
原子炉等の開発[illegible]のための投資	100
平均[illegible]年までに[illegible]以上の住宅を[illegible]建設・[illegible]	2,100
新築住宅、[illegible]万戸以上エネルギー効率の高い[illegible]万戸以上の住宅を建設・[illegible]	
既存住宅[illegible]万戸以上の住宅を[illegible]・[illegible]	200
技術的なトリーニング[illegible]に対する[illegible]の開発を[illegible]	
公共住宅システムへの投資	400
「分散型エネルギー網」（[illegible]）の実現・[illegible]の導入、「クリーン電力・[illegible]」を実現するための[illegible]への投資	200
平均・平均所得[illegible]の新たな	
公共住宅の[illegible]を[illegible]万戸[illegible]、[illegible]万戸[illegible]	1,000
コミュニティセンターのインフラへの投資	120
ファイルシステムの[illegible]の開発、[illegible]の高い[illegible]の開発を[illegible]	250
高度な人的資本投資[illegible]の強化	
技術者人材育成の強化	150
連邦政府[illegible]の強化	100

概要	金額（億ドル）
高度な[illegible]のアクセスを拡大し開発の[illegible]を[illegible]への投資	4,000
メディケイド適用対象者が長期介護サービスへのアクセスを拡大	-
メディケイドを通じて[illegible]を可及的速やかに[illegible]サービスを拡大、介護職を支援	
研究開発・技術の開発への投資	1,000
新たな産業力強化パートナーシップを創設、研究インフラを強化：	
国立科学財団（NSF）への投資	500
イノベーションに貢献する研究分野に高度な資金を提供	300
研究開発・エンビロン等の投資	400
先端産業開発の[illegible]に関する研究開発を実現	350
研究開発・事業化[illegible]における[illegible]パートナーシップ平均を拡張	
研究開発人材育成[illegible]等への研究開発投資	100
研究開発人材育成[illegible]等への[illegible]センター・オブ・エクセリンスを投資	150
家族の[illegible]・中小企業の[illegible]	3,000
中間層のサプライチェーンを構築	-
国内企業[illegible]をセミコンダクター[illegible]する強力なオファーを[illegible]に投資	300
半導体製造・研究への投資	600
研究開発の[illegible]への投資と[illegible]平均	300
政府調達の[illegible]への投資	680
次世代インフラの開発を通じて米国中小のイノベーション・[illegible]を実現	-
電気車のイノベーションハブや電気車製造拠点への投資	200
「[illegible]」への投資	150
国内電池工への投資	520
中小企業インキュベーターの全国ネットワークのイノベーションハブを[illegible]	350
新たなリーダーシッププログラムを通じて米国の[illegible]を実現	50
労働力開発投資	1,000
強力な職業訓練プログラムへの投資	600
特に[illegible]人材育成に対する職業訓練への投資	120
労働力開発のインフラへの投資、職業訓練への投資	280
労働者の雇用向上と保護、高賃金雇用の確保	

「家族雇用計画」の実現に向けたタイトなインフラ投資額の確保	
法人税率を現行の[illegible]から[illegible]へ引き上げ	
多国籍企業の国内利益に対するグローバルに[illegible]な最低税率を[illegible]以上に引き上げ	
法人税率の[illegible]の税率をグローバルに統一できるため、税率の低い[illegible]の税収を確保	
外国企業の[illegible]を[illegible]の[illegible]を[illegible]	
オフショアにおける[illegible]の税率を[illegible]、[illegible]のインセンティブを[illegible]するために[illegible]を[illegible]	
全世界の[illegible]（GILTI）に対する[illegible]のミニマム税を一[illegible]の水準に[illegible]	
必要な[illegible]への[illegible]を確保し、必要による[illegible]を[illegible]を確保	
全体に対する[illegible]を強化	

10 出所：三菱UFJ銀行公表資料「MUFG Focus USA Weekly」を基にSMBC日興作成

SMBC日興証券

日本の気候変動政策：脱炭素化技術への投資

2050年カーボンニュートラル実現にあたり成長が期待される14分野について、税制や規制など各種政策的ツールを駆使して推進。
特に電力部門の再エネ導入、非電力部門の電化、各種効率化に資するデジタル技術への投資を柱とする。

カーボンニュートラル実現の3つの柱

- 電力部門以外は「電化」が中心。熱需要には「水素化」「CO2回収」で対応。
- 電化により増加する電力需要に対し、省エネ関連産業を推進。
- カーボンニュートラルは電化社会という想定の下、それを支えるデジタルインフラ構築のため半導体・情報通信産業を推進。

	分野	方向性	デジタル化
電力	再エネ	• 最大限導入。系統整備、コスト低減、周辺環境との調和、蓄電池活用など • 洋上風力・蓄電池産業を中心に導入	• スマートグリッド（系統運用） • 太陽光・風力の需給調整 • インフラの保守点検等
	水素発電	• 供給量・需要の拡大、インフラ整備、コスト低減などにより、水素産業を創出	
	火力+CO2回収	• 最小限必要との政府認識 • 技術確立、敵地開発、コスト低減 • カーボンリサイクル、燃料アンモニア産業創出	
	原子力	• 安全性向上、再稼働、次世代炉開発 • 依存度低減しつつ最大限活用	
非電力	産業	• 水素還元製鉄など製造プロセス変革	• 製造自動化（FA、ロボット等）
	運輸	• 電動化、バイオ燃料、水素燃料	• 自動走行（車、ドローン、航空機、鉄道）
	業務・家庭	• 電化、水素化、蓄電池活用	• スマートハウス（再エネ+蓄電）、サービスロボット等
	半導体・情報通信	• 各分野のデジタル化・効率化を推進	

出所：経産省公表資料「グリーン成長戦略」を基にSMBC日興作成

日本の気候変動政策：脱炭素化技術への投資

各分野の技術開発から社会実装までの工程表を作成。政府試算では、この戦略により2030年で年額90兆円、2050年で年額190兆円程度の経済効果が見込まれる。

重点技術分野成長の工程表

フェーズ	取り組み
(1)研究開発フェーズ	• 政府の基金+民間の研究開発投資
(2)実証フェーズ	• 民間投資の誘発を前提とした官民協調融資
(3)導入拡大フェーズ	• 公共調達、規制・標準化を通じた需要拡大⇒量産化によるコスト低減
(4)自立商用フェーズ	• 規制・標準化を前提に、公的支援がなくとも自立的に商用化が進む

- 各技術分野別に、2050年までの時間軸を上記の4フェーズに分けた工程表に落とし込む

重点技術分野の一覧

エネルギー関連産業	輸送・製造関連産業		家庭・オフィス関連産業
(1)洋上風力産業 風車本体・部品・浮体式風力	(5)自動車・蓄電池産業 EV・FCV・次世代電池	(6)半導体・情報通信産業 データセンター・省エネ半導体 （需要サイドの効率化）	(12)住宅・建築物産業 / 次世代型太陽光産業 （ペロブスカイト）
(2)燃料アンモニア産業 発電用バーナー （水素社会に向けた移行期の燃料）	(7)船舶産業 燃料電池船・EV船・ガス燃料船等 （水素・アンモニア等）	(8)物流・人流・土木インフラ産業 スマート交通・物流用ドローン・FC建機	(13)資源循環関連産業 バイオ素材・再生材・廃棄物発電
(3)水素産業 発電タービン・水素還元製鉄・運搬船・水電解装置	(9)食料・農林水産業 スマート農業・高層建築物木造化・ブルーカーボン	(10)航空機産業 ハイブリット化・水素航空機	(14)ライフスタイル関連産業 地域の脱炭素化ビジネス
(4)原子力産業 SMR・水素製造原子力	(11)カーボンリサイクル産業 コンクリート・バイオ燃料・プラスチック原料		

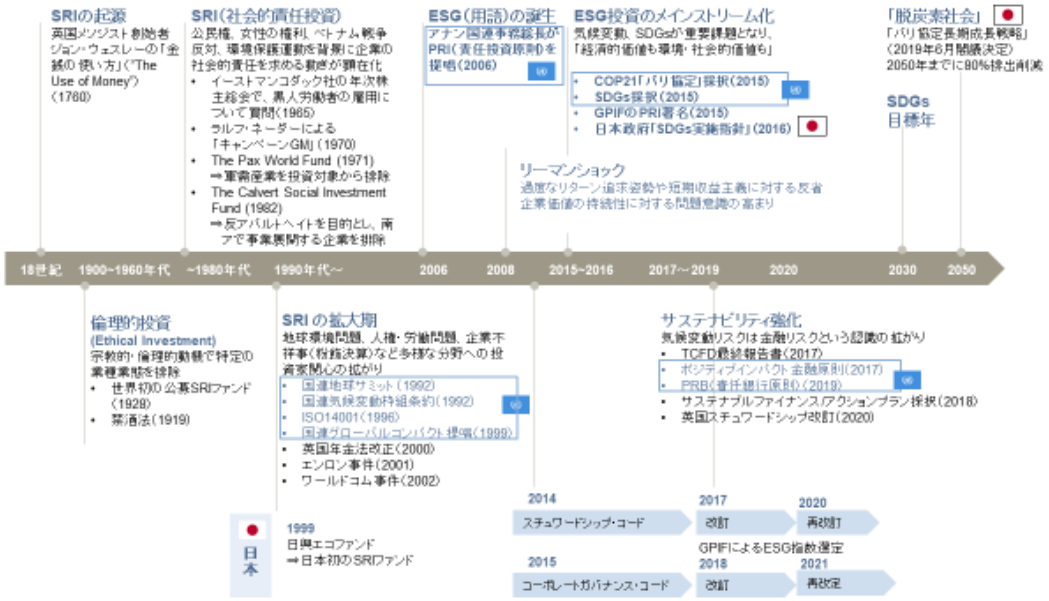
出所：経産省公表資料「グリーン成長戦略」を基にSMBC日興作成

3. ESG投資の動向

SMBC日興証券

ESG投資は今やメインストリームになりつつある

宗教上の教義にルーツを持ち、その時代の社会問題を反映。2006年ESGを投資プロセスに組み入れるPRIの提唱、2008年リーマンショックによる短期収益主義に対する反省を経て、パリ協定、SDGsを梃にしてESG投資は投資のメインストリームになりつつあります。



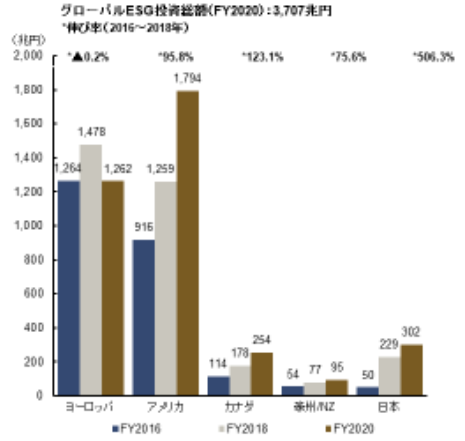
13

SMBC日興証券

グローバルにおけるESG投資の動向

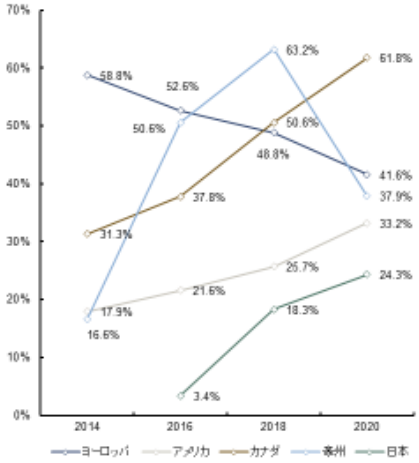
ESGに対する投資は年々拡大傾向にあり、投資総額は2020年度に約3,700兆円に達しています。このうち、国内は300兆円と、現状、投資規模は小さいものの、2016年から2020年にかけて約6倍に拡大しており、ポテンシャルは高いものと考えられます。

ESG投資の市場規模



- 各国、各地域ごとのESG投資に係る資産残高である。欧州では2020年時点で1,262兆円、米国で1,794兆円となっているのに対し、国内は302兆円に過ぎない
- 欧州の投資残高が減少した要因は、新たに導入された規制によるものと推察される

各国の投資資産に占めるESG投資の割合



- 国内の運用資産残高に占めるESG投資資産残高の割合は、2016年の3.4%から2020年24.3%に増加

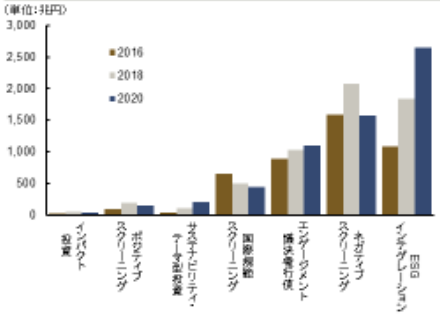
出所: Global Sustainable Investment Review 2020, Global Sustainable Investment Review 2020を基にSMBC日興証券作成　注: 1ドル105円として換算

SMBC日興証券

ESG投資の投資手法

ESG投資手法としては、最も歴史の古いネガティブスクリーニング及びESGインテグレーションが広く普及しています。一方、2016年から2020年にかけて、サステナビリティ・テーマ型投資やエンゲージメント議決権行使が伸びています。

投資手法別ESG投資の変化(2016-2020)



	インパクト投資	ポジティブスクリーニング	サステナビリティテーマ型投資	国際規範スクリーニング	エンゲージメント議決権行使	ネガティブスクリーニング	ESGインテグレーション
2020	37.0	145.3	204.5	434.7	1102.9	1578.2	2645.5
2018	46.6	193.4	106.9	491.3	1032.7	2076.0	1842.1
2016	28.0	85.9	29.0	650.5	880.4	1581.7	1087.1
成長率	42%	69%	605%	▲33%	25%	0%	143%

出所: Global Sustainable Investment Review 2020, Global Sustainable Investment Review 2020を基にSMBC日興証券作成
注: 1ドル105円として換算

主なESG投資手法

ESG投資手法	概要
ネガティブスクリーニング	倫理的・宗教的な理由・武器、ギャンブル、たばこ、アルコール、原子力発電、ポルノなどの倫理的でない業種・企業を除外する手法
ESGインテグレーション	投資マネージャーによる通常の運用プロセスにESG要因を体系的に組み込んで投資する手法
エンゲージメント / 議決権行使	直接的な企業への働きかけ、株主提案の提出又は共同提出、包括的なESGガイドラインに従った議決権の代理行使等、株主の権利を企業行動に影響を与えるために用いる手法
国際規範スクリーニング	国際機関(OECD、ILO、UNICEF等)の国際規範に基づき、商慣行の最低基準に照らして投資をスクリーニングする手法
ポジティブ・スクリーニング	業種内で比較してESGパフォーマンスがポジティブなセクターや企業、プロジェクトを選択し投資する手法 (この場合、ESGスコアやESGレーティング等を利用)
サステナビリティ・テーマ型投資(SDGs債含む)	クリーン・テクノロジー、再生可能エネルギー、エネルギー効率性、持続可能な林業及び農業、水、教育、健康及びダイバーシティ等に関連するテーマ又は資産に投資する手法
インパクト投資	経済的リターンを求めず、社会、環境に貢献することを目的とする投資手法

SMBC日興証券

増え続ける「PRI（責任投資原則）」署名機関

国連が提唱した「PRI」（ESG課題の投資プロセスへの組み入れ等の原則から成る）への署名機関は増え、2020年時点で運用機関数は3,038機関、運用資産残高は10,857兆円に上っています。国内では、2020年6月1日時点で83機関が署名しています。

PRIの6原則

1. 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます。
2. 私たちは活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG問題を組み入れます。
3. 私たちは、投資対象の企業に対してESG課題についての適切な開示を求めます。
4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

【参考実施例】
- 本原則に沿って活動的な所有方針を策定し、それを開示する
- 議決権を行使する、あるいは（外部委託の場合）議決権行使方針に準拠しているかを監視する
- （直接、あるいは外部委託のいずれかによる）エンゲージメント能力を促進する
- （株主権利の促進及び保護等にかかる）政策・規制・基準の開発・策定に参画する
- 長期的視点にたったESGに配慮した株主権決議案を提起する
- ESG問題について企業と話し合い働きかけ（エンゲージメント）を持つ
- 共同のエンゲージメント・イニシアティブに参画する
- ESG関連のエンゲージメントに参加し、報告するよう運用マネージャーに依頼する

PRI署名機関数と運用資産残高

	国名	署名機関数	比率
1	米国	598	19.2%
2	英国	474	15.2%
3	フランス	252	8.1%
4	カナダ	165	5.3%
5	オーストラリア	162	5.2%
6	ドイツ	135	4.3%
7	オランダ	130	4.2%
8	スイス	126	4.1%
9	スウェーデン	109	3.5%
10	国内	83	2.7%

※2020年6月1日時点

出所：Global Sustainable Investment Review 2018、国連PRI公開資料を基にSMBC日興証券作成。注：グラフの機関数、運用合計額は2020年3月31日時点、1米ドル105円で換算

SMBC日興証券

PRI（国連責任投資原則）国内署名先一覧：合計83社（2020年6月1日時点）

国内の主要機関投資家の多くはPRI署名済みです。

業態	投資家名	署名日付
生保	大樹生命	2019/10/10
	住友生命	2019/4/19
	朝日生命保険	2019/4/1
	明治安田生命	2019/1/31
	日本生命	2017/3/16
	大同生命	2016/11/30
	フコク生命	2016/2/21
	第一生命	2015/11/6
	太陽生命	2007/2/27
損保	MS&ADホールディングス	2016/6/1
	東京海上日動火災	2012/7/26
	損保ジャパン日本興亜	2006/5/2
信託銀行・銀行	りそな銀行	2019/12/19
	三井住友信託銀行	2019/1/30
	みずほ信託銀行	2006/5/15
	三菱UFJ信託銀行	2006/4/27
中央公的	かんぽ生命	2017/10/27
	労働金庫連合会	2017/9/9
	日本政策投資銀行	2016/12/12
	企業年金連合会	2016/5/13
	GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）	2015/9/28
投信・投資顧問	セゾン投信	2020/5/11
	農林中金全共連アセットマネジメント	2020/3/31
	三菱地所投資顧問	2020/3/6
	エー・アイ キャピタル	2019/11/8
	カナディアン・ソーラー・アセットマネジメント	2019/9/29
	東急不動産キャピタル・マネジメント	2019/6/11
	東京リアルティ・インベストメント・マネジメント	2019/6/13
	ケネディクス	2019/4/19
	積水ハウス・アセットマネジメント	2019/3/9
	ジャパン・リート・アドバイザーズ	2018/11/1
	福岡リアルティ	2018/9/25
	みずほ不動産投資顧問	2018/9/11
	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント	2018/8/31
	ネクスト・シフト	2018/6/6
	ジャパン・インダストリアル・ソリューションズ	2018/3/1
	スパークス・グループ	2018/2/5
	野村不動産投資顧問	2017/12/18
	ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント	2017/9/30
	ユニゾン・キャピタル	2017/6/15
	三菱UFJ国際投信	2017/3/29
	DBJアセットマネジメント	2016/12/12

業態	投資家名	署名日付
投信・投資顧問	アント・キャピタル・パートナーズ	2016/8/31
	インテグラル	2016/7/6
	ニュー・ホライズン キャピタル	2016/6/23
	ポラリス・キャピタル・グループ	2016/6/30
	明治安田アセットマネジメント	2016/3/18
	富国生命投資顧問	2016/1/29
	ACA健康資金運用	2015/6/18
	MU投資顧問	2014/8/26
	J-STAR	2014/7/18
	HCアセットマネジメント	2014/6/30
	朝日ライフアセットマネジメント	2013/9/27
	三菱地所・ユービーエス・リアルティ	2013/8/16
	東京海上キャピタル	2013/4/8
	アセットマネジメントOne	2013/2/13
	T&Dアセットマネジメント	2012/3/30
	損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント	2012/1/1
	東京海上アセットマネジメント	2011/3/23
	野村アセットマネジメント	2011/3/1
	三井住友DSアセットマネジメント	2010/2/31
	りそなアセットマネジメント	2008/3/21
	日興アセットマネジメント	2007/10/4
	ニッセイアセットマネジメント	2006/7/6
	大和証券投資信託	2006/4/27
	三井住友トラスト・アセットマネジメント	2006/4/27
その他	リープ共創基金	2019/9/5
	日本農業推進機構	2019/9/6
	金融	2019/5/29
	東京大学	2019/4/1
	グリッド＆ファイナンス・アドバイザーズ	2018/10/18
	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン	2017/1/24
	イー・スクエア	2016/7/13
	日興リサーチセンター	2016/6/27
	SUSTAINA	2015/11/6
	上智大学	2015/10/30
	エッジ・インターナショナル	2015/10/6
	ニューラル	2015/5/26
	QUICK	2013/10/31
	CSRデザイン環境投資顧問	2012/2/13
	セコム企業年金	2011/3/30
	インテグレックス	2010/9/16
	キッコーマン企業年金	2006/4/27

出所：国連PRI公開資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

PRI（国連責任投資原則）海外署名先例：合計3,026社（2020年6月1日時点）

米州

投資家名	所在国	署名日付
Caisse de dépot et placement du Québec	Canada	2006/4/27
Canada Pension Plan Investment Board	Canada	2006/4/27
Bâtirente	Canada	2006/4/27
Amalgamated Bank	United States	2006/4/27
New York State Common Retirement Fund	United States	2006/4/27
New York City Employees Retirement System	United States	2006/4/27
California Public Employees' Retirement System CalPERS	United States	2006/4/27
United Nations Joint Staff Pension Fund	United States	2006/4/27
Mercer (Service Provider)	United States	2006/4/27
Nathan Cummings Foundation	United States	2006/4/27
Wespath Benefits and Investments	United States	2006/4/27
Domini Impact Investments	United States	2006/4/27
BMO Global Asset Management	Canada	2006/4/27
Calvert Research and Management	United States	2006/4/27
Connecticut Retirement Plans and Trust Funds (CRPTF)	United States	2006/4/27
British Columbia Investment Management Corporation	Canada	2006/4/27
SHARE - Shareholder Association for Research & Education	Canada	2006/5/1
Progressive Asset Management	United States	2006/9/6
NEI Investments	Canada	2006/9/15
Davis Global Advisors, Inc.	United States	2006/10/22
Ethical Markets Media, LLC	United States	2006/11/16
Trillium Asset Management	United States	2007/1/26
British Columbia Municipal Pension Plan	Canada	2007/2/11
J.P. Morgan Asset Management	United States	2007/2/15
United Church Funds	United States	2007/3/12
RBC GE	Canada	2007/4/17
Miller Howard Investments	United States	2007/5/16
SEIU Pension Plans Master Trust	United States	2007/6/1
Boston Trust Walden	United States	2007/6/6
California State Teachers' Retirement System CalSTRS	United States	2008/2/25
Sentinel GreenOak	Canada	2008/3/13
PBI Actuarial Consultants Ltd.	Canada	2008/3/28
Maryland State Retirement and Pension System	United States	2008/4/8
Parnassus Investments	United States	2008/4/28
Capricorn Investment Group, LLC	United States	2008/6/17
TD Asset Management (TD Asset Management Inc.)	Canada	2008/7/2
Société d'assurance-vie inc. (SSQ)	Canada	2008/7/7
Glass, Lewis & Co., LLC	United States	2008/7/14
Hamilton Lane	United States	2008/7/23
Cordiant	Canada	2008/8/5
Great Lakes Advisors	United States	2008/8/18
BlackRock	United States	2008/10/7
Albright Capital Management LP	United States	2008/11/11
Los Angeles County Employees Retirement Association (LACERA)	United States	2008/12/9
Boston Common Asset Management	United States	2008/12/17
ClearBridge Investments	United States	2008/12/29

欧州

投資家名	所在国	署名日付
CDC - Caisse des dépôts et consignations	France	2006/4/27
Generation Investment Management LLP	United Kingdom	2006/4/27
Stichting Pensioenfonds ABP	Netherlands	2006/4/27
Storebrand ASA	Norway	2006/4/27
Munich Re	Germany	2006/4/27
BNP Paribas Asset Management	France	2006/4/27
Folksam	Sweden	2006/4/27
AP2	Sweden	2006/4/27
The International business of Federated Hermes (formerly Hermes Investment Management)	United Kingdom	2006/4/27
Bank J. Safra Sarasin Ltd	Switzerland	2006/4/27
Threadneedle Asset Management Ltd	United Kingdom	2006/4/27
Vigeo EIRIS	France	2006/4/27
Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn	Netherlands	2006/4/27
Janus Henderson Investors	United Kingdom	2006/4/27
Fonds de réserve pour les retraites - FRR	France	2006/4/27
ERAFP - Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique Pension Scheme	France	2006/4/27
Ireland Strategic Investment Fund (ISIF)	Ireland	2006/4/27
Insight Investment	United Kingdom	2006/4/27
Amundi	France	2006/4/27
BT Pension Scheme	United Kingdom	2006/4/27
FTSE Russell	United Kingdom	2006/4/27
Groupama Asset Management	France	2006/4/27
Universities Superannuation Scheme - USS	United Kingdom	2006/4/27
Pensioenfund Metallektro (PME)	Netherlands	2006/4/27
Aviva Investors	United Kingdom	2006/4/27
ACTIAM	Netherlands	2006/5/7
INVERA Investment Ethics Research & Advisory AG	Switzerland	2006/5/31
Hauck & Aufhäuser (Schweiz) AG	Switzerland	2006/5/31
Lífeyrissjodur Verzlunarmanna (Pension Fund of Commerce)	Iceland	2006/6/16
Candriam Investors Group	Luxembourg	2006/6/26
HSBC Global Asset Management	United Kingdom	2006/6/30
Norwegian Government Pension Fund Global (Norwegian Ministry of Finance and Norges Bank Investment Management)	Norway	2006/7/2
Environment Agency Pension Fund	United Kingdom	2006/7/14
B&C Pension Trust Limited	United Kingdom	2006/7/14
AP3	Sweden	2006/7/24
KfW Bankengruppe	Germany	2006/9/19
DNB	Norway	2006/10/2
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	Finland	2006/11/3
GO Investment Partners	United Kingdom	2006/11/16
Ethos Foundation	Switzerland	2006/11/28
Robeco	Netherlands	2006/12/4
LSR	Iceland	2006/12/22
Nordea	Sweden	2007/1/11
Pictet Asset Management	Switzerland	2007/1/11
AP1	Sweden	2007/1/26
Genesis Investment Management, LLP	United Kingdom	2007/2/6
CCLA	United Kingdom	2007/2/9

APAC

投資家名	所在国	署名日付
Christian Super	Australia	2006/4/27
Catholic Superannuation Fund	Australia	2006/4/27
New Zealand Superannuation Fund	New Zealand	2006/4/27
VicSuper	Australia	2006/6/20
HESTA Super Fund	Australia	2006/9/27
Australian Council of Superannuation Investors (ACSI)	Australia	2006/10/2
Australian Ethical Investment Ltd.	Australia	2006/10/10
Frontier Advisors	Australia	2006/10/22
Vision Super	Australia	2006/10/30
CSC	Australia	2006/11/2
Government Superannuation Fund Authority	New Zealand	2006/11/27
CARE Super	Australia	2006/12/5
CBUS Superannuation Fund	Australia	2006/12/19
BT Financial Group	Australia	2007/1/11
Trust Waikato	New Zealand	2007/2/20
First Sentier Investors (including First State Investments)	Australia	2007/2/26
AMP Capital Investors	Australia	2007/4/4
Uni Super Management Pty Limited	Australia	2007/5/8
AustralianSuper	Australia	2007/5/31
Sustinvest Co., Ltd.	Korea, Republic of	2007/6/20
Local Government Superannuation Scheme	Australia	2007/7/19
Victorian Funds Management Corporation	Australia	2007/7/20
ESSSuper	Australia	2007/7/27
Investa Property Group	Australia	2007/8/2
LUCRF Super	Australia	2007/8/21
Telstra Super Pty Ltd	Australia	2007/10/12
TWUSUPER	Australia	2007/11/7
Unitingcare	Australia	2007/11/19
Landlease	Australia	2007/11/27
StatewideSuper	Australia	2007/11/30
QIC	Australia	2008/1/3
NGS Super Fund	Australia	2008/1/10
Foundation North	New Zealand	2008/2/25
Accident Compensation Corporation	New Zealand	2008/3/4
EQ Funds Management	Australia	2008/3/6
Regnan Governance Research and Engagement Pty Ltd	Australia	2008/3/14
Maple-Brown Abbott Limited	Australia	2008/3/31
ADM Capital	Hong Kong SAR	2008/4/9
Rata Foundation	New Zealand	2008/4/15
Insurance Australia Group (IAG)	Australia	2008/4/24
IAG & NRMA Superannuation pty Limited	Australia	2008/4/24
Devon Funds Management	New Zealand	2008/4/30
Celeste Funds Management Limited	Australia	2008/5/2
Corston-Smith Asset Management	Malaysia	2008/5/6
IFM Investors	Australia	2008/5/7
Charter Hall Group	Australia	2008/8/18
Australian Capital Territory	Australia	2008/7/1
First State Superannuation Scheme	Australia	2008/9/27
Investors Mutual Limited (IML)	Australia	2008/11/12
Nikko AM Australian Equities	Australia	2009/1/4

18　出所：PRIホームページ（https://www.unpri.org/）よりSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

気候変動に関する機関投資家イニシアティブ

グローバルで気候変動に関する機関投資家のイニシアティブが立ち上がっており、ポートフォリオのネットゼロを掲げる投資家が増えており、国内一部の機関投資家もこれらのイニシアティブに参画しています。

Net Zero Asset Managers Initiative

- 資産運用会社が運用先にネットゼロを働きかけるため設立された国際的なイニシアティブ
- 2020年12月に主要資産運用機関により発足。参加機関128社、運用資産額43兆ドル（2021/7/6時点）
- 参加機関には、2050年までにGHG排出ネットゼロを目指すことへのコミットメントが求められる
  - 目標達成のためアセットオーナーと連携すること
  - 目標達成のため資産ポートフォリオ暫定目標を設定すること
- 本邦投資家の参加状況（2021/7/6時点、3社）：
  アセットマネジメントOne、ニッセイアセットマネジメント、
  三井住友トラスト・アセットマネジメント

Net Zero Asset Owner Alliance

- 運用ポートフォリオのカーボンニュートラルにコミットする機関投資家の国際的なイニシアティブ
- 2019年にUNEP-FIとUNPRIの主導により設立、参加機関42団体、資産運用6.6兆ドル（2021/5/27時点）
- パリ協定1.5℃目標達成のため、アセットオーナーには以下のようなアクションが期待される
  - 運用ポートフォリオに関する野心的な目標設定
  - 運用を通じ実経済とGHG排出量にインパクトをもたらすこと
  - 包括的なESGアプローチによる環境へのインパクトの管理測定
  - 科学的根拠に基づいて行う企業へのエンゲージメント
- 本邦投資家の参加状況（2021/9時点、1社）：第一生命

Climate Action 100+

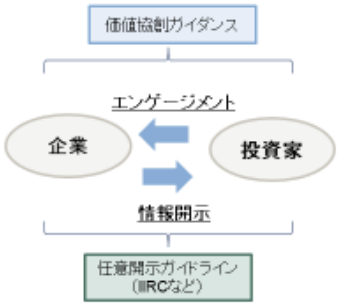
- 機関投資家が企業への集団的エンゲージメントを行うためのイニシアティブ
- 2017年9月にUNPRIと世界機関投資家団体により発足。参加投資家617社、資産運用額55兆ドル以上（2021/9時点）
- CO2排出量の多い世界167社をターゲットに、株主として排出量削減を要求する取組みを推進。参加投資家には以下が求められる
  - 気候変動に関するガバナンスの強化
  - バリューチェーン全体でGHG排出削減の取組みを実施
  - 気候変動に関する企業開示の強化
- 本邦投資家の参加状況（2021/9時点、8団体）：
  アセットマネジメントOne、マニュライフIM、三菱UFJ信託、日興AM、ニッセイAM、りそなAM、三井住友トラストAM、日本サステナブル投資フォーラムJSIF

19　出所：各イニシアティブウェブサイト

SMBC日興証券

国内外機関投資家によるESG投資・エンゲージメント活発化の主な誘因

ESG投資、エンゲージメント活動が盛許活発化している主な要因として、PRIやスチュワードシップコードの制定などがあげられます。



パフォーマンス(リターン)		これまでの数多くの実証研究によれば、約半数がESGと企業業績には正の相関があるとし、負の相関ではないという実証研究の比率は、概ね9割
法規制・原則など	PRI	• 投資分析と意思決定のプロセスにESG課題の組み込み • 所有方針などにESG問題の組み入れなど
	スチュワードシップコード再改訂(2020)	• 「スチュワードシップ責任」の定義 • 投資戦略に応じたサステナビリティ(含むESG要素)の考慮
	スチュワードシップコード2020	• 「スチュワードシップ責任」の再定義 – 「経済、環境及び社会にとって持続可能な便益に繋がるような、顧客や受益者の長期的な価値を創造するための責任ある資本の配分、管理、監督である」 • 投資対象が英国株のみならず、全てのアセットクラスに拡大
	Shareholder Rights Directives	• EU企業の長期的な持続可能性に貢献し、投資仲介企業の効率性を向上させ、長期的な株主のエンゲージメントを促進することを目的として制定(2017) – エンゲージメント方針にESG要素を含める – 投資先企業の評価に非財務要素を含める
アセットオーナー・NGO	GPIF	• PRI署名(2015)後、ESG投資を積極化 • ESG指数による株式パッシブ運用採択 • 「スチュワードシップ活動原則」などに基づき受託運用機関の投資活動をモニタリング
	NGO・取引先	• インフルエンサーとしての環境系NGOをはじめとするNGO/NPOの台頭や取引先からの要請

SMBC日興証券

スチュワードシップ・コードの再改訂について

令和元年に纏められたスチュワードシップ・コードの再改訂案について、様々な意見が寄せられました。当初改訂案からの重要な変更はなく、日本の上場株式以外の資産に対する適用、サステナビリティに関する課題の考慮が記載されております。

- ESGを考慮することは、事業におけるリスクの減少のみならず収益機会にもつながること、また、昨今の世界におけるESGを巡る動きの急速な変化に鑑みれば、こうした変化自体がリスクや収益機会に影響を及ぼし得ることを踏まえれば、ESG要素を含むサステナビリティに関する課題についても、投資プロセスに組み込むことが有益ではないかという指摘。
- コードが中長期的な企業価値の向上を目的としていることや、株主と債権保有者とで利益相反に陥るケースがあること等には留意が必要であるが、上場株式以外の債権等の資産に投資する機関投資家においては、当該資産にコードを適用することが有益な場合もあるのではないかという意見。

「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫について

本コードにおいて、『スチュワードシップ責任』とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか**運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮**に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。(以下、省略)

赤字が改訂箇所(2020年9月末施行)

一方で、企業側においては、コーポレートガバナンス・コードに示されているように、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側と機関投資家の責務は、『車の両輪』であり、両者が適切に相まって質の高いコーポレートガバナンスが実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。本コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)が行われることを促すものである。

スチュワードシップ・コードにおいて、サステナビリティへの考慮、原則4-2として、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長を意識することが明記されたことにより、企業との持続可能な成長に向けての議論、戦略の共有化は加速していくものと思われます。

出所:金融庁「責任ある機関投資家の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫~投資と対話を通して企業の持続的成長を促すため(案)」「スチュワードシップ・コードの改訂案について」(2019年12月26日)

SMBC日興証券

コーポレートガバナンス実現に向けて

- 中長期的な企業価値増大に向けた経営者による的確な意思決定を支える実務的な枠組みを示したものがコーポレートガバナンス・コードであり、投資家との建設的な対話における共通基盤といえます。
- 機関投資家向けのスチュワードシップ・コードと両輪で、実効的なコーポレート・ガバナンスが実現されることが期待されています。

目的・意義

「上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」

- 攻めのガバナンスの実現
  - 会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止に限らず、健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを志向しています。
- 中長期保有の株主との建設的な対話
  - 中長期保有の株主との建設的な対話により、コーポレートガバナンス・コードに基づくコーポレート・ガバナンスの改善に向けた会社の取組みに、さらなる充実が図られることが期待されています。

出所：東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードの全面適用開始に係る対応について（2021年2月15日作成）」資料にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

コーポレート・ガバナンス・コード改定：気候変動リスク開示求める

2021年6月、コーポレートガバナンス・コードが改訂されました。

コードレポートガバナンス・コード改訂一覧

項目	スタンダード市場	プライム市場
(1) 独立社外取締役	2名以上（1/3以上推奨）	1/3以上（過半数推奨）
※支配株主を有する会社	1/3以上、又は特別委員会（独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成）設置	過半数、又は特別委員会（独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成）設置
(2) 指名・報酬関連	(1) スキル・マトリックス開示	同左
	(2) 独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべき	同左
	(3) ジェンダー等の多様性・スキルの観点も含めた、指名・報酬委員会の関与・助言	同左
	-	(4) 各委員会において過半数を独立社外取締役とすることを基本、委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示
(3) 総会、株主関連	-	(1) 議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべき
	-	(2) 開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供
(4) サステナビリティ（ESG要素を含む）	(1) 取締役会のサステナビリティへの取組み*1	同左
	(2) サステナビリティ開示	気候変動による自社への影響に関するTCFD等の枠組みに基づいた開示の充実
	(3) サステナビリティ基本方針の策定等	同左
(5) ダイバーシティ	(1) ダイバーシティ開示	同左
	(2) ダイバーシティの説明にジェンダー、国際性に加えて職歴、年齢を追加	同左
(6) グループガバナンス	(1) グループ全体を含めた内部統制や全社的リスク管理体制の整備	同左
	(2) 支配株主の責任	同左
	(3) 支配株主を有する会社における少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備	同左
	(4) 支配株主を有する会社における独立社外取締役の選任	同左
(7) 監査	(1) グループ全体を含めた内部統制や全社的リスク管理体制の整備	同左
	(2) いわゆるデュアル・レポーティング/ダイレクト・レポーティング	同左
(8) 株主との対話	(1) 対話の相手方として監査役を明記	同左
	(2) 経営戦略等の策定・公表に当たって、事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況の明示	同左

今回の改訂ポイント

- 東証再編*2と同時進行により、東証再編で生まれるプライム市場の上場企業についてより高い水準での対応が求められる
- 企業の対応時期：「上場会社は遅くとも本年12月までにCG報告書の提出が望ましい。プライム市場上場会社のみに適用される原則等に関しては2022年4月以降に開催される各社の株主総会の終了後速やかに同報告書を提出するよう求めることが考えられる。」（フォローアップ会議意見書より）
- 主に、以下3項目が改定案の主要項目

(1) サステナビリティへの取り組み

- 特にサステナビリティに関する言及が増加、今回の改訂において大きく注目を集める
- 気候変動リスク開示：プライム市場上場企業に対して、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）又は同等（※）の国際的枠組みに基づく気候変動に対する取り組みの情報開示を促すと初めて明記された

※「同等」とは、現在仕様化が進行しているIFRS（国際会計基準）の非財務情報開示の枠組みが想定されており、具体的な要求内容となっている

(2) 独立社外取締役の拡充

(3) ダイバーシティの拡充

*1: 気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等などの危機管理等への積極的・能動的な取り組み

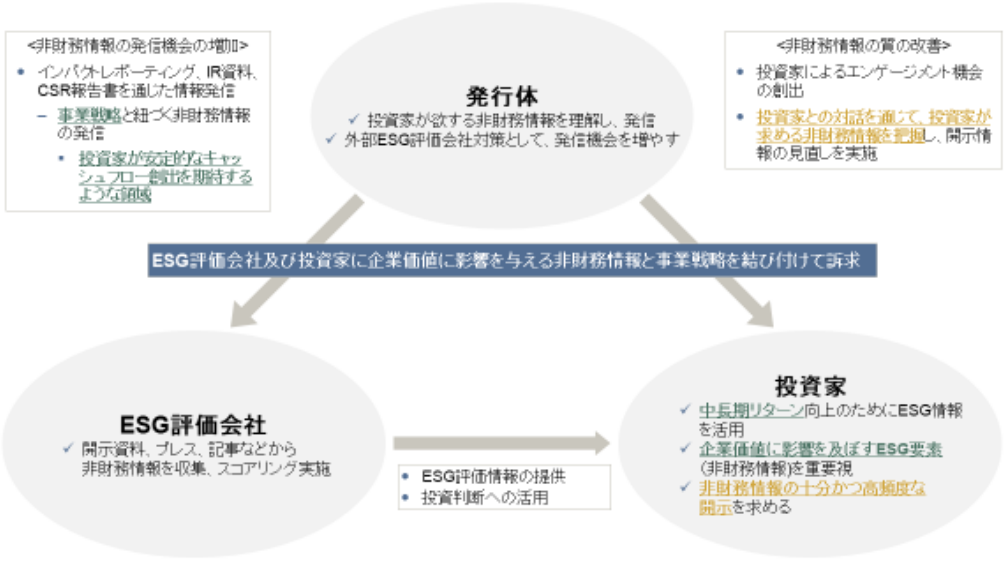
*2: 【東証再編】：東証は2022年4月に市場区分の見直しを予定。今回の改訂はその再編に対応したもの。上場基準で最も厳しい市場である「東証一部」に、実質大企業目線ではない規模の企業でも昇格できてしまう等の課題があったことから、現在の「一部」「二部」「新興市場（マザーズやジャスダックなど）」という区分けから、「プライム」「スタンダード」「グロース」に変える。「プライム」が最も厳しく、その基準は東証一部以上になる。主に海外の投資家が投資の対象とする大企業のみが選定される予定

 出所：金融庁よりSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

ESGを通じた発行体とステークホルダーとの対話の深化

投資家は、中長期的なリターンの向上のため企業価値に影響を与える非財務情報を重要視しています。非財務情報の質の改善と発信機会の増加に取り組むことで、ESG評価会社からの評価向上や投資家からの支持獲得につながる期待があります。

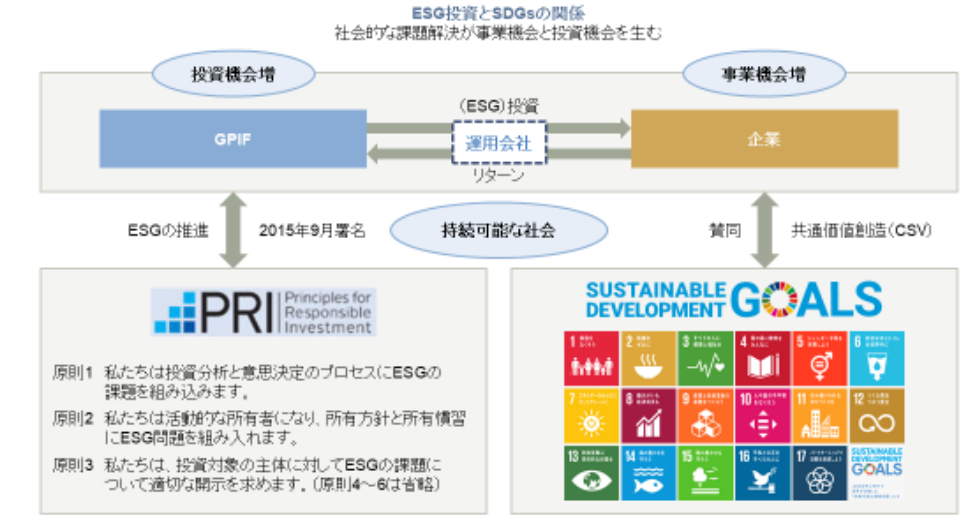


SMBC日興証券

ESGとSDGsの関係：GPIFの見解

GPIFは、「投資先企業がSDGsに取り組むことで企業価値が持続的に向上すれば、長期的な投資リターンの拡大につながる。ESG投資と企業のSDGsへの取り組みは、表裏の関係にある」との見解を示しました。

GPIFが示したESG投資とSDGsの関係



出所：GPIF

SMBC日興証券

GPIFによるESGの取組み

年金運用受託者として100年先を見据えた運用を基本スタンスとするGPIFは、株式・債券両投資へのESGインテグレーションの推進、ESG情報開示の促進、気候変動関連イニシアチブへの取組みを積極化しています。

スチュワードシップ責任に対する考え方

- ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家として、長期志向を明確にし、全ての資産においてESGの考慮を含むスチュワードシップ活動を推進していくことを、改めて方針や各種原則に明記
  - 「スチュワードシップ活動原則」、「議決権行使原則」を定めて、運用受託機関に対して、その遵守とモニタリングを実施

PRIの署名（2015年9月）

Signatory of:

PRI Principles for Responsible Investment

ESG要因の取扱

- ESG要因の考慮
  - 負の外部性（環境・社会問題等）を最小化し、市場全体の持続的かつ安定的（サステナブル）な成長に不可欠。
- エンゲージメントの促進
  - 運用受託機関と投資先との間で、持続的な成長に資するESGも考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）を促進することで、「長期的な投資資産の価値向上」が「経済全体の成長」に繋がり、最終的に「長期的なリターン向上」というインベストメントチェーンにおけるWin-Win環境の構築を目指すことにより、スチュワードシップ責任を果たす
- ESGインテグレーションの採用
  - 株式・債券両投資の委託運用会社の投資方針や運用プロセス、組織人材の評価の一環に取り入れ

【GPIFの認識するPRI「ESGインテグレーション」定義】

ESGを投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込むこと

気候変動関連イニシアチブなどへの賛同

- 気候変動問題の重要さを考慮し、GPIFはTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）への賛同を表明したり、気候変動問題に取組む投資家主導のイニシアチブClimate Action 100+にサポーターとして参加するなど、投資家として気候変動問題に積極的に取り組む

TCFD TASK FORCE on CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES

Climate Action 100+

THIRTY PERCENT COALITION

30% Club GROWTH THROUGH DIVERSITY

 出所：GPIF ESG活動報告書

GPIFによるESGの取組み－ESGインテグレーション・債券投資

GPIFは運用受託機関のESGインテグレーションの評価に取り組み、また、ESG投資を債券投資にも拡大しています。

ESGインテグレーション

- GPIFによるESGインテグレーションは、PRIの定義に基づいて実施されています。
  - 「ESGを投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込むこと」
- ESGインテグレーションの評価
  - 2019年の総合評価より、「運用評価」の一環として、ESGインテグレーションを評価。対象資産は株式及び債券。
  - ESGに関するエンゲージメントや議決権行使については、従来通り、「スチュワードシップ責任に係る取組」で評価

（例）株式におけるESGインテグレーションの運用プロセスにおける評価

評価ウエイト	株式アクティブ	株式パッシブ	
100%定性評価	10%	30%	スチュワードシップ責任に係る取組
	90%	70%	投資方針 運用プロセス 組織・人材他

スチュワードシップ責任に係る取組	ESG課題への対応、エンゲージメント、議決権行使等を評価
投資方針 運用プロセス 組織・人材他	運用プロセスの一環として、ESGインテグレーションを評価 （評価のポイント例） ESGポリシー、ESG情報の収集と重要性分析、企業/セクターへの影響の変化、投資判断への活用等

債券投資

- 世界銀行グループと債券ESG投資に関する共同研究レポート「債券投資への環境・社会・ガバナンス（ESG）要素の統合」を公表（2018/4）
- ESG債への投資を委託運用会社に提案することを公表（2019/4）
  - 欧州投資銀行（EIB）のグリーンボンド・サステナビリティボンド（2019/6）
  - アジア開発銀行（ADB）のグリーンボンド・サステナビリティボンド（2019/8）
  - 北欧投資銀行（EIB）のグリーンボンド（2019/10）
  - アフリカ開発銀行（AfDB）のグリーンボンド・ソーシャルボンド（2019/10）
  - 欧州復興開発銀行（EBRD）のグリーンボンド・ソーシャルボンド（2019/11）
  - イスラム復興銀行（IsDB）のグリーンボンド、ソーシャルボンド・サステナビリティボンド（2019/12）
  - 欧州評議会開発銀行（CEB）のソーシャルボンド（2019/12）
  - 米州開発銀行（IDB）のソーシャルボンド（2020/1）
  - ドイツ復興金融金庫（KfW）のグリーンボンド（2020/3）
  - スウェーデン地方金融公社（Kommuninvestment）のグリーンボンド（2020/3）
  - オランダ自治体金融公庫（BNG BANK）のサステナビリティボンド（2020/3）
  - オランダ水道整備金融公庫（NWB Bank）のサステナビリティボンド（2020/5）
  - ノルウェー地方金融公社（Kommunalbanken Norway KBN）のグリーンボンド（2020/6）

 出所：「2019/20年スチュワードシップ活動報告」他GPIF公表資料に基づきSMBC日興証券にて作成

地方投資家によるESG債への投資拡大の背景

地銀や信金・労金等が属する業界でのSDGsへの取組が強化されたことにより、ESG債への投資が大きく増加しています。
また、SDGsへの関心が高い学生が増えていることから、学校法人によるESG債への投資も拡大しています。

地方銀行

- 全国地方銀行協会が策定した「2019年度事業計画」において、「SDGsの推進」、「ESG投融資の推進」、「SDGs/ESGへの取組みに関する情報開示の充実」が課題対応の一部として掲げられた
- 2018年12月に全国地方銀行協会が実施したアンケートにおいても、ESG/SDGsを意識した投資方針を策定又は検討中と回答した銀行は33行(51%)に上り、「SDGs宣言」を表明する地銀が増加傾向
- 地銀のSDGsへの取組は運用の分野にも波及しており、ESG債への投資や投資表明への関心は着実に高まっている状況

系統下部(信金・労金等)

- 全国信用金庫協会において「信用金庫行動綱領」が一部改定され、SDGsへの取組の重要性に係る細則が新設(2018年4月)以降、「SDGs宣言」を表明する信金が徐々に増加
- 全国労働金庫協会が2019年3月に「ろうきんSDGs行動指針」を策定し、ESG投資を通した貢献を公表
- また、労金は上位団体である労金連が2017年にPRI(責任投資原則)に署名しておりESG投資を積極的に行うこと公表

学校法人

- 教育研究機関を運営する学校法人として、又、責任あるアセットオーナーとして以下の学校法人がESG債へ投資
  - 上智大学、関西大学、埼玉医科大学、同志社、東京農業大学、静岡理工科大学、工学院大学、成蹊学園　等
- SDGsが大学の講義にて取り上げられることが増加しており、学生においてSDGsの認知度や理解度が高まっていることへの対応としてESG債の投資表明を行う学校が増加
- 電通が実施した第3回「SDGsに関する生活者調査」(2020年4月)」によると、特に若い世代のSDGsに関する認知率が高まっており、男性10代(19年28.9%→20年55.1%、+26.2pt)、女性20代(19年9.3%→20年31.7%、+22.4pt)となっている。
- 職業別にSDGsの言葉の認知率を比較すると、最も高いのは「学生」で、45.1%と約半数が認知。前回調査24.8%から20.3ポイントも高くなっている。年代的に見ても、職業的に見ても、これからの将来を担う世代のSDGsへの関心の高さがうかがえる結果となった。学生の認知率の高さは、「学校の授業」が情報源になっていることが理由のひとつであると考えられる

出所：公開情報を基にSMBC日興証券が作成

SMBC日興証券

4. TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）

SMBC日興証券

TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）とは

TCFDは、金融システムの安定性の観点から、気候変動に関わる3つのリスクが指摘されたことに端を発し、2017年6月に最終報告書を公表。TCFD提言への賛同機関数は、増加基調を辿っています。

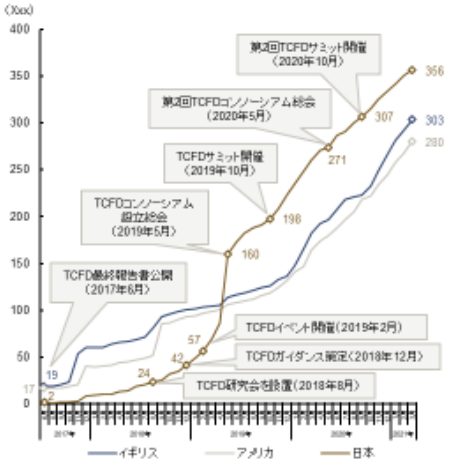
TCFDとは

- TCFDとは、G20の要請を受け、金融安定理事会（FSB）*1により、気候関連の情報開示及び金融機関の対応をどのように行うかを検討するため、マイケル・ブルームバーグ氏を委員長として設立された「気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）」を指す。
- 指摘された気候変動に伴う3つのリスク
  - 物理的リスク
    - 気象事象による財物損壊、サプライチェーンの中断等
  - 賠償責任リスク
    - 気候変動による損失についての賠償責任
  - 移行リスク
    - 低炭素経済への移行に伴う"座礁資産"の発生
- TCFDは2017年6月に最終報告書を公表
  - TCFDが推奨する情報開示項目

ガバナンス	• 気候関連リスク・機会についての組織のガバナンス
戦略	• 気候関連リスク・機会が生たらす事業・戦略、財務計画への実際の/潜在的影響（2度シナリオ等に照らした分析を含む）
リスク管理	• 気候関連リスクの識別・評価・管理方法
指標と目標	• 気候関連リスク・機会を評価・管理する際の指標とその目標

上位3か国の賛同機関数の推移（2021年2月25日）

- 日本は世界最多のTCFD賛同機関数を誇ります
  - 非金融機関からの賛同数が多い点も特徴です



出所：TCFDホームページ（https://www.fsb-tcfd.org/tcfd-supporters/）を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

TCFD提言の普及：海外の動向（各国の開示制度に取り込む動き）

欧州を中心にTCFD提言に基づく開示の国内法制整備（義務化を含む）の動きが活発化しています。G7サミット共同宣言（2021年6月）は、TCFD提言の枠組みに基づく義務的な開示に言及しています。

TCFD提言に基づく開示をめぐる主要国の動向

EU	• 2020年2月、非財務報告指令（NFRD）の改正の方向性に係る市中協議を実施。TCFDをNFRDに組み込むべきとの回答等に基づき、2021年4月に改正案を公表 • 2021年1月、ECBラガルド総裁は非上場企業も含めたTCFD開示義務化を主張
英国	• 2020年11月、英財務省は、TCFD提言に沿った開示の義務化に向けた今後5年間のロードマップを公表。英財務大臣は2025年までに完全義務化を目指す旨を表明 • その一環として、2021年1月より、ロンドン証券取引所プレミアム市場の上場企業に対し、TCFD提言に沿った開示をコンプライ・オア・エクスプレイン方式で要求
米国	• バイデン政権は、上場企業に対し、気候関連リスクと温室効果ガス排出量の開示を求めることを公約。2021年1月に署名した大統領令で開示に取り組むことに言及 • 2021年3月、米証券取引委員会（SEC）は、気候変動開示に関する現行ルールを見直すための意見募集を実施

G7サミット共同宣言（2021年6月）抜粋

我々は、一貫した、市場参加者の意思決定に有用な情報を提供し、かつ、TCFDの枠組みに基づく義務的な気候関連財務開示へ、国内の規制枠組みに沿う形で向かうことを支持する。

出所：金融庁資料等から作成、「気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言（最終版）」を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

TCFD提言の普及：国内の動向

国内では環境省、経産省、金融庁のほか、経団連、全銀協等が、TCFD提言に賛同するもとで、自主的開示を促しています。また2021年6月に公表された改訂版コーポレートガバナンスコードでは、プライム市場上場会社に対しTCFD提言等に沿った情報開示を要求しています。

環境省 経産省 金融庁	TCFD提言に賛同。民間主導のTCFDコンソーシアムにオブザーバー参加。金融庁の令和2年度金融行政方針では「TCFD提言に沿った開示などの民間の自主的な取り組みを推進」と記述。
経団連 全銀協	経団連は、気候変動分野ファイナンスに関する提言を公表し、TCFDの重要性と更なる開示を呼びかけ。全銀協は、会員行へTCFD対応に関する情報還元を実施。

TCFD提言に基づく、自主的な開示を促進

改訂版コーポレートガバナンス・コード

（補充原則3-1 ③）

上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。

出所：東京証券取引所、日本経済新聞等をもとにSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

TCFD提言の動向：中央投資家（1/2）

2050年ネットゼロに向けた各機関投資家の目標・取組みを整理しています。投融資先のCO2/GHG排出量や、ESGテーマ型残高の目標値の他に、ESGインテグレーションやエンゲージメントの強化、TCFD提言に沿った開示推進を掲げる投資家が増加しています。

	公表年月	公表資料	ESG債への投資目標等	重点目標	投資方針	TCFD/エンゲージメント
日本生命	2021年3月	中期経営計画	• 2050年：投資先全体でCO2排出量ゼロ • 2017-2023年度：テーマ型投融資累計1.5兆円	• ESGインテグレーション • エンゲージメントの推進 • ESGテーマ型投融資	• 全ての投融資プロセスでESG要素の組込み	• ネットゼロに向けた目標・取組に関するエンゲージメントの実施
第一生命	2021年3月	プレスリリース	• 2050年：運用ポートフォリオのGHG排出量ゼロ	• 資産ポートフォリオの排出量 • エンゲージメントの推進 • ESG投資の拡大	• 2050年脱炭素に向けて5年ごとに運用ポートフォリオ中間目標を設定 • 低炭素社会への移行に向けた資金供給を積極化	• パリ協定に整合した気候変動対応に関する対話を実施 • TCFDへの賛同、気候変動がもたらす財務インパクトの情報開示促進
住友生命	2021年4月	プレスリリース	• 2050年：CO2ネットゼロ • テーマ投資実行目標（2020年度から3か年累計5,000億円）	• 資産ポートフォリオの排出量 • ESGインテグレーション • ESGテーマ投資の推進 • 責任投資推進のための体制強化 • エンゲージメントの推進	• 資産ポートフォリオからの排出量を試算的に算定、排出量実績や削減目標を設定 • 2021年度中に全資産を対象にESGインテグレーション	• 投資先のGHG排出量の削減に向け、対話活動を通じ、改善を促す

出所：各社開示資料等をもとにSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

TCFD提言の動向：中央投資家（2/2）

2050年ネットゼロに向けた各機関投資家の目標・取組みを整理しています。投融資先のCO2/GHG排出量や、ESGテーマ型残高の目標値の他に、ESGインテグレーションやエンゲージメントの強化、TCFD提言に沿った開示推進を掲げる投資家が増加しています。

	公表年月	公表資料	ESG債への投資目標等	重点目標	投資方針	TCFD/エンゲージメント
ゆうちょ銀行	2021年5月	中期経営計画	• 2025年度：ESGテーマ型投資残高2兆円 • 2030年度：CO2排出量48%減（2019年度対比）	• ESG投資方針の強化 • ESGインテグレーション • エンゲージメントの推進 • TCFD提言に基づいた取組	• ステークホルダー等との連携等を踏まえたESG投資方針の高度化 • 投資先のCO2排出量の算出、投資判断等への活用	• 投資先企業のCO2排出量等を踏まえエンゲージメント実施 • TCFDシナリオ分析・評価結果を投資先とのエンゲージメント等へ活用
農林中央金庫	2021年5月	決算発表	• 2030年：投融資先等のGHG排出量削減▲50%（2013年対比） • 2030年：サステナブル・ファイナンス新規実行額10兆円	• ESGテーマ投資の推進 • ESG投資方針の強化 • サステナブル・ファイナンスの拡大 • TCFD提言に基づいた取組	• 投融資セクター方針 – 禁止セクター：クラスター弾製造 – 制限セクター：石炭火力発電（強化）、パーム油生産（新設）、森林伐採（新設）	• 移行リスクシナリオ分析等のTCFDに沿った対応進展
三井住友アセットマネジメント	2021年7月	プレスリリース	• 2050年：投資先企業のGHG排出量ネット・ゼロ	• ESGインテグレーション • エンゲージメントの推進 • TCFD提言に基づいた取組	• 独自及び外部データによる定量評価を加味したESG投資評価をポートフォリオの特性に合わせて考慮	• マテリアリティの特定し、具体的なKPIの設定・開示 • TCFDに基づく気候変動に伴う財務インパクトを開示

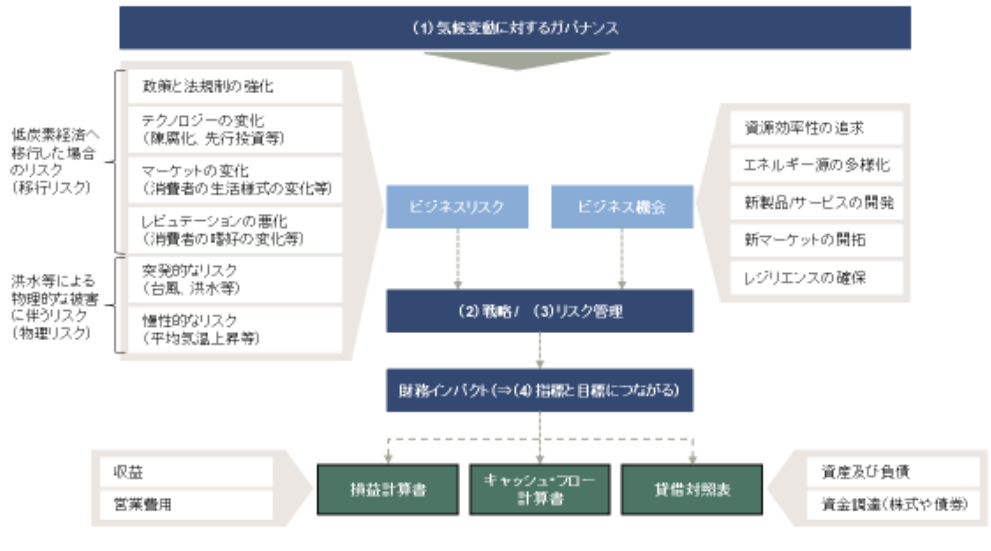
出所：各社開示資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

TCFD提言の開示の全体像

TCFD提言は、企業に対し、適切なガバナンス体制のもと、気候変動のリスク及び機会を自ら評価し、企業経営に及ぼす財務インパクトを一般的な年次財務報告書等に情報開示することを最終的な目標としています。

TCFD提言が示す開示の全体像（TCFD提言の概念図を一部改）



出所：「気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言（最終版）」を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

TCFD提言の開示の4要素

気候変動関連リスクと機会の「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」の開示が求められており、それぞれ推奨開示項目が設定されています。

(1)ガバナンス	(2)戦略	(3)リスクマネジメント	(4)指標・ターゲット
気候関連のリスクと機会に関する組織のガバナンスを開示する。	気候関連のリスクと機会が組織の事業、戦略、財務計画に及ぼす実際の影響と潜在的な影響について、その情報が重要(マテリアル)な場合は、開示する	組織がどのように気候関連リスクを特定し、評価し、マネジメントするのかを開示する。	その情報が重要(マテリアル)な場合、気候関連のリスクと機会を評価し、マネジメントするために使用される測定基準(指標)とターゲットを開示する。
推奨開示			
a. 気候関連のリスクと機会に関する取締役会の監督について記述する。	a. 組織が特定した、短期・中期・長期の気候関連のリスクと機会を記述する。	a. 気候関連リスクを特定し、評価するための組織のプロセスを記述する。	a. 組織が自らの戦略とリスクマネジメントに即して、気候関連のリスクと機会の評価に使用する測定基準(指標)を開示する。
b. 気候関連のリスクと機会の評価とマネジメントにおける経営陣の役割を記述する。	b. 気候関連のリスクと機会が組織の事業、戦略、財務計画に及ぼす影響を記述する	b. 気候関連リスクをマネジメントするための組織のプロセスを記述する。	b. スコープ1、スコープ2、該当する場合はスコープ3のGHG排出量、及び関連するリスクを開示する。
	c. 2度以下のシナリオを含む異なる気候関連のシナリオを考慮して、組織戦略のレジリエンスを記述する。	c. 気候関連リスクを特定し、評価し、マネジメントするプロセスが、組織の全体的なリスクマネジメントにどのように統合されているかを記述する。	c. 気候関連のリスクと機会をマネジメントするために組織が使用するターゲット、及びそのターゲットに対するパフォーマンスを記述する。

出所：「気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言(最終版)」を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

気候変動関連のリスク

TCFD提言において、企業が被る気候変動関連リスクは「移行リスク」と「物理的リスク」の2種類に大別されます。

種類	定義	種類	主な側面・切り口の例
移行リスク	低炭素経済への「移行」に関するリスク	政策・法規制リスク	GHG排出に関する規制の強化、情報開示義務の拡大等
		技術リスク	既存製品の低炭素技術への入れ替え、新規技術への投資失敗等
		市場リスク	消費者行動の変化、市場シグナルの不透明化、原材料コストの上昇等
		評判リスク	消費者選好の変化、業種への非難、ステークホルダーからの懸念の増加等
物理的リスク	気候変動による「物理的」変化に関するリスク	急性リスク	サイクロン・洪水のような異常気象の深刻化・増加等
		慢性リスク	降雨や気象パターンの変化、平均気温の上昇、海面上昇等

出所：「気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言(最終版)」及び複数公表資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

気候変動関連の機会

TCFD提言において、企業が被る気候変動関連機会は「資源の効率性」「エネルギー源」「製品/サービス」、「市場」、「強靭性(レジリエンス)」の5種類に大別されます。

	側面	主な切り口の例	財務影響の例
機会	資源の効率性	• 交通・輸送手段の効率化 • 製造・流通プロセスの効率化 • リサイクルの活用 • 効率性のよい建築物 • 水使用量・消費量の削減	• 営業費用の削減(例:効率化、費用削減) • 製造能力の拡大、収益増加 • 固定資産価値の向上(例:省エネビル等) • 従業員管理・計画面の向上(健康、安全、満足度の向上)、費用削減
	エネルギー源	• 低炭素エネルギー源の利用 • 政策的インセンティブの利用 • 新規技術の利用 • カーボン市場への参画 • エネルギー安全保障・分散化へのシフト	• 営業費用の削減(例:低コスト利用) • 将来の化石燃料費上昇への備え • 炭素価格低炭素技術からのROI上昇 • 低炭素生産を好む投資家増加による資本増加 • 評判の獲得、製品・サービスの需要増加
	製品/サービス	• 低炭素商品・サービスの開発・拡大 • 気候への適応対策・保険リスク対応の開発 • 研究開発・イノベーションによる新規商品・サービスの開発 • ビジネス活動の多様化、消費者選好の変化	• 低炭素製品・サービス需要による収益増加 • 適応ニーズによる収益増加(保険リスク移転商品・サービス) • 消費者選好の変化に対する競争力の強化
	市場	• 新規市場へのアクセス • 公的セクターによるインセンティブの活用 • 保険補償を新たに必要とする資産・地域へのアクセス	• 新規市場へのアクセスによる収益増加(例:政府・開発銀行とのパートナーシップ) • 金融資産の多様化(例:グリーンボンド、グリーンインフラ)
	強靭性(レジリエンス)	• 再エネプログラム、省エネ対策の推進 • 資源の代替・多様化	• レジリエンス計画による市場価値の向上 • サプライチェーンの信頼性の向上 • レジリエンス関連の新規製品・サービスによる収益増加

出所:「気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言(最終版)」及び環境省公表資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

5. EUサステナブルファイナンスの動向

SMBC日興証券

EUサステナブルファイナンス

欧州委員会では、持続可能な社会を実現することを目指しており、2016年から専門家委員会を立ち上げ、サステナブル・ファイナンスの本格検討を開始。2018年に発表したアクションプランをベースに、経済活動におけるサステナブルの定義と基準を示す分類(タクソノミー)について、気候変動分野を中心に策定している。

EUサステナブルファイナンス

- パリ協定の持続可能な経済・社会に向けた目標達成のためには民間資本をサステナブルな投資に向ける必要があり、金融システムの安定化確保や経済の透明性・長期的視点の育成が重要。
- 2016年12月にはサステナブルファイナンスHigh Level Expert Group(HLEG)を立ち上げ、2018年6月には専門家委員が発足、サステナブルファイナンスの検討開始。

EU持続可能な開発のためのアクションプラン(2018年3月発表)

1	持続可能な活動におけるEU分類システム(タクソノミー)の構築
2	グリーンファイナンス商品の基準およびラベルの作成
3	持続可能なプロジェクトへの投資の促進
4	投資アドバイスにおける持続可能性の組み入れ
5	サステナビリティ・ベンチマークの開発
6	格付け・リサーチにおけるよりよいサステナビリティの組み込み
7	機関投資家およびアセットマネージャーの義務の明確化
8	プルデンシャル(健全性)要件へのサステナビリティの組み込み
9	持続可能な開示と会計ルールの強化
10	持続可能なコーポレートガバナンスの促進と資本市場における短期的な投資の減衰

EUサステナブルファイナンスの今後のスケジュール

2019年6月	タクソノミー・テクニカル・レポート発表、パブコメ開始 EUグリーンボンド・スタンダード(案)発表 EUベンチマーク(案)発表 EU気候変動関連情報レポーティング・ガイドライン(案)発表
2020年3月	気候変動活動のタクソノミー(案)の最終レポート発表 一部のセクター(鉱業等)の策定は見送りとなった
2020年7月	欧州委員会における気候変動活動のタクソノミー規制・法令の採択
2021年4月	タクソノミー規則において各技術がグリーンか否かを判定する基準である技術的スクリーニング基準の委任法令を採択 争点であった原子力・天然ガスの組入れは見送り
2022年1月	気候変動活動のタクソノミーに関する規制の適用開始 残りの4つの環境目的*の経済活動のタクソノミーに関する規制・法令の採択
2023年1月	残りの4つの環境目的*の経済活動のタクソノミーに関する規制の適用開始

出所:EUサステナブルファイナンスHPを参考に当社作成
(注)*EUタクソノミーの6つの環境目的とは、気候変動緩和、気候変動適応、水・海洋管理、循環型経済と廃棄物対策・リサイクル、自然・生態系保全に関する経済活動のことを指しており、気候変動緩和・適応の2分野のタクソノミーが策定されている。
SMBC日興証券

EUタクソノミーの概要

欧州委員会は、EU域内の経済活動におけるサステナブルの定義と基準を示した分類の策定を進めており、第一段階の成果物として2020年3月に気候変動活動(緩和・適応)に関するタクソノミーを先行して公表しました。今後、残りの4つの分野についても順次タクソノミーの策定作業が進められています。

EUタクソノミーの概要

- EUタクソノミーは、6つの環境目的に資する経済活動をEU域内で示す分類システムであり、投資家、企業、発行体、プロジェクト事業者へ低炭素かつサステナブルな経済活動への投資を決定する際に役立つツールとしての位置づけ
- タクソノミーの対象となる以下の経済活動に対して技術スクリーニング基準(threshold/閾値)が設定されている
  - 6つの環境目的のうち、少なくとも1つの環境目的に重要な貢献を行うもの
  - 他の5つの環境目的に重大な害を及ぼさない(Do No Significant Harm, DHSN原則)
  - 経済活動を行う組織が最低限の社会的セーフガード基準を満たしていること(例:OECD多国籍企業行動指針、国連ビジネスと人権に関する指導原則等)
- 技術スクリーニング基準を通じて、企業、プロジェクト事業者、発行体の環境パフォーマンスを改善するためのグリーン・ファイナンスへのアクセスを容易にするとともに、どの経済活動がサステナブルであるかとを特定するための一助となる

6つの環境目的

1	気候変動緩和	✓ タクソノミー策定済
2	気候変動適応	
3	水・海洋管理	✓ タクソノミー未策定
4	循環型経済と廃棄物対策・リサイクル	
5	汚染対策	
6	自然・生態系保全	

出所:Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance
SMBC日興証券

タクソノミー設定セクター（2021年6月時点）：気候変動緩和・適応

2021年4月、EUタクソノミー規則の中で持続可能な経済活動のタクソノミー基準のリスト「技術スクリーニング基準」に係る委任法令が公表され、以下の分野が含まれています（気候変動緩和：9分野85項目、気候変動適応：12分野91項目）。

緩和・適応共通分野

林業	• 植林 • リハビリテーション、修復	• 森林再生 • 既存の森林管理	• 森林保全
環境保全と回復	• 湿地の回復		
製造	• 再生可能エネルギー設備の製造 • 水素の製造と使用に係る設備の製造 • 低炭素型技術による交通設備の製造 • 水素の製造 • 塩素の製造 • 硝酸の製造	• バッテリーの製造 • 省エネルギー型の建物付属設備の製造 • その他の低炭素化技術に係る製造 • カーボンブラックの製造 • 有機基礎化学製品の製造 • プラスチック原料の製造	• セメントの製造 • アルミニウムの製造 • 鉄鋼の製造 • ソーダ灰の製造 • 無水アンモニアの製造
電力・ガス・蒸気・空調供給	• 太陽光発電による電力生産 • 集光型太陽光発電による発電 • 風力発電からの電力生産 • 海洋エネルギーからの電力生産 • 水力発電からの電力生産 • 地熱発電からの電力生産 • 再生可能で非化石燃料由来のガス燃焼発電 • バイオエネルギー発電 • 送配電	• エネルギー貯蔵（電力、地熱、水素） • 交通手段用バイオガス、バイオ燃料の製造 • 低炭素かつ再生可能なガスの送配ネットワークの整備 • 地域冷暖房の分配 • 電動ヒートポンプの設置・運用 • 熱・冷熱と太陽光発電のコージェネレーション • 熱・冷熱と地熱発電のコージェネレーション	• 熱・冷熱と再生可能で非化石燃料由来のガス燃焼発電のコージェネレーション • バイオエネルギーによる熱・冷熱・電力のコージェネレーション • 集光型太陽熱発電による熱・冷熱生産 • 地熱からの熱・冷熱の生産 • ガス燃焼熱・冷熱の生産 • バイオエネルギーからの熱・冷熱の生産 • 廃熱を利用した熱・冷熱の生産
上水道・下水道・廃棄物管理・リサイクル	• 水の回収・処理・供給設備の建設、拡張、運用、更新 • 排水回収・処理設備の建設、拡張、運用、更新 • 下水汚泥の嫌気性消化	• 生ごみの嫌気性消化 • 生ゴミの堆肥化 • 非有害廃棄物のリサイクル • 埋立地ガス回収とエネルギー利用	• 非有害廃棄物の分別収集と分別輸送 • CO2の輸送 • 回収したCO2の永久的隔離
輸送・貯蔵	• 旅客鉄道輸送 • 貨物鉄道輸送 • 都市および近郊の道路旅客輸送 • 小型移動機器、自転車による輸送 • モーターバイク、乗用車、商用車による輸送 • 道路貨物輸送	• 内陸水上旅客輸送 • 内陸水上貨物輸送 • 内陸水上輸送設備のレトロフィット • 海上貨物輸送、港内操業用設備 • 海上旅客輸送 • 海上輸送設備のレトロフィット	• 鉄道輸送用のインフラ • 小型移動機器、自転車用のインフラ • 道路輸送と公共交通用のインフラ • 水上輸送用のインフラ • 空港インフラ
建設・不動産	• 新築工事 • 既存建物の改修	• EV充電ステーションの建物への取付、維持、改修 • ビルのエネルギー効率を測定、規制、コントロールするデバイスの取付、維持、改修	• 省エネルギー設備の取付、維持、改修 • 再エネ技術の建物への取付、維持、改修 • 建物の取得

出所：欧州委員会公表資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

タクソノミー設定セクター（2021年6月時点）：気候変動緩和・適応

2021年4月、EUタクソノミー規則の中で持続可能な経済活動のタクソノミー基準のリスト「技術スクリーニング基準」に係る委任法令が公表され、以下の分野が含まれています（気候変動緩和：10分野88項目、気候変動適応：13分野94項目）。

気候変動緩和に固有の項目

ICT	• データ処理、ホスティング、および関連活動	• データドリブンな温室効果ガス削減ソリューション
専門的・科学的・技術的活動	• 気候変動適応に係る基礎的、応用的、実証的研究および開発、技術革新 • ビルのエネルギー性能に関するサービス	• DAC（空気中CO2の捕集）技術の研究開発

気候変動適応に固有の項目

ICT	• データ処理、ホスティング、および関連活動 • プログラミングおよび放送	• プログラミング、助言、および関連活動
専門的・科学的・技術的活動	• 気候変動適応に特化した技術開発及び関連技術コンサルタント	• 気候変動適応に係る基礎的、応用的、実証的研究および開発、技術革新
金融・保険	• 損害保険	
教育	• 公的、私的教育を含む	
健康と社会事業	• 在宅ケア	
芸術・エンタメ・娯楽	• 創造、芸術、エンターテイメント • 映画、テレビ番組、音楽	• 図書館、公文書館、美術館および文化的活動

出所：欧州委員会公表資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

Appendix ～自動車・運輸における技術スクリーニング基準

自動車・運輸セクターでは、乗用車や陸運、内陸水運が「持続可能な経済活動」の対象となりました。乗用車は、2025年迄は移行措置として走行時のCO2排出量が50g/km未満といった基準が設定されましたが、2026年以降はゼロエミッション車のみが対象となります。尚、乗用車や陸運、内陸水運ではライフサイクルでのCO2排出量の評価が課題である他、今回見送りとなった海運・空運セクターの「持続可能な経済活動」への該当の適否や技術スクリーニング基準についても今後検討が進められる予定です。

自動車・運輸セクターにおける技術スクリーニング基準

	セクター	技術スクリーニング基準
持続可能な経済活動に該当	乗用車 小型商用車	乗用車、小型商用車: • 2025年迄は、走行時のCO_2排出量が**50gCO_2/km未満** • **2026年以降はゼロ排出** プラグインハイブリッド車、電気自動車、燃料電池車でなければ基準への適合は困難
	旅客・貨物用 陸上輸送	• ゼロ排出(但し、ゼロ排出に必要なインフラが整っていない区間を走行する際にエンジンを併用することは可) • 化石燃料のみを輸送する場合は非該当
	旅客・貨物用 海上輸送 (内陸水運)	• ゼロ排出(但し、2025年迄はエネルギーの50%以上を電力又はゼロエミッション燃料で賄うことを条件に、ハイブリッドエンジン又はデュアル燃料エンジンを搭載する船舶も該当) • 化石燃料のみを輸送する場合は非該当
	陸上・海上 輸送インフラ	• ゼロ排出の車両・船舶・航空機専用の設備(充電ステーション、水素ステーション等)、港湾や空港自体のゼロ排出実現に寄与する設備、他の輸送手段への乗り換え設備、荷役設備等 • 化石燃料輸送にのみ用いられるインフラは非該当
持続可能な経済活動に非該当	海運・空運	• 海運: 適切な基準を検討中(今回は判断は見送り) • 空運: 今後本格的な検討を開始(今回は判断は見送り)

ライフサイクルでのCO2排出量の評価が今後の課題

今後、検討が進められる予定

出所: 欧州委員会公表資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

①「投資家によるサステナビリティ情報開示規則」(SFDR)

2019年11月に採択された「資産運用事業者等のサステナビリティ情報開示に関する規則」(SFDR)によって資産運用業者はポートフォリオや投資判断におけるサステナビリティ考慮の開示が求められ、開示内容の基準を定めた技術規制標準(Regulatory Technical Standards: RTS)の適用が2022年1月と見込まれています。

開示対象企業	• 資産運用事業者: 機関投資家などに資産運用商品・サービスを提供する運用機関(銀行、証券、保険会社、投資運用会社など) • 投資助言事業者: 機関投資家などに投資助言を行う運用機関(保険会社、保険仲介業者など)
適用時期と採択スケジュール	• 2021年5月採択予定であったが進捗確認されず。2022年1月に適用開始と見込まれる。
開示内容	• 技術規制標準(Regulatory Technical Standards: RTS)にて、「事業体レベル」および「3段階の商品レベル」で定められている • 商品レベルのサステナビリティ影響を測定するための指標を定めている

RTSによる事業体レベル・商品レベルのサステナビリティ情報開示

開示内容	投資家レベル 3条、4条、5条	商品レベル(3分類) 伝統的な投資商品 6条(ブラウン)	環境性・社会性を促進する投資商品 8条(ライト・グリーン)	サステナブル投資が目的の投資商品 9条(ダーク・グリーン)
サステナビリティ・リスク統合の方針	サステナビリティ・リスクを運用に統合する方針 2021年3月10日から	• サステナビリティ・リスクを投資判断に統合する方法 • サステナビリティ・リスクの投資リターンへの影響 • サステナビリティ・リスクは軽微と評価した場合、その理由 ウェブサイト、目論見書		
サステナビリティに対する主な悪影響(PAI)	PAIに関するデュー・デリジェンス方針*1 2021年6月30日から	• 悪影響を考慮する場合: 悪影響の考慮・対処の考え方と方法 • 悪影響を考慮しない場合: 考慮しない旨の声明、その理由		
事業報酬方針	報酬方針とサステナビリティ・リスクとの整合性 ウェブサイト	-	• 環境性・社会性を促進する方法	• 目標を実現する方法、その効果
		ウェブサイト、目論見書、アニュアル・レポート		

出所: Sustainable Brands Japan公表資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

①「投資家によるサステナビリティ情報開示規則」（SFDR）

「資産運用事業者等のサステナビリティ情報開示に関する規則」（SFDR）の細則である技術規制標準（Regulatory Technical Standards：RTS）が運用業者等に考慮を求めるサステナビリティ情報には、表1で定められる義務指標と表2、表3で定められる任意指標があります。

サステナビリティ情報を開示するうえで参照すべき指標

【表1】資産運用事業者が投資先企業群に適用するサステナビリティ「基礎指標」（義務指標）

気候・環境指標			社会・従業員・人権・腐敗防止指標		
GHG	1. GHG排出総量（スコープ1,2,3ごとの加重平均）	時価持分の炭素ポートフォリオ	社会・従業員など	10. UNGC原則やOECD指針の違反企業への投資比率(%)	
	2. カーボンフットプリント（※全投資額）	全投資額のGHG総量単位		11. UNGC原則やOECD指針の非遵守企業への投資比率(%)	
	3. 投資先企業のGHG排出量強度（t/売上高）	自社投資ポートのGHG原単位		12. 賃金のジェンダー格差（金額）	投資先企業の平均値
	4. 化石燃料関連企業への投資比率(%)	探鉱、精錬、輸送、貯蔵、販売		13. 取締役会の女性比率（%）	投資先企業の平均値
	5. 再エネに対する非再エネの消費量と生産量の比率（%）			14. 非人道的武器の製造・販売に係る企業への投資比率(%)	地雷、生物化学兵器など
	6. 高気候インパクト産業のエネルギー消費強度（t/m売上）	特定GHG為排出企業への投資			
生物多様性	7. 生物多様性脆弱地域での操業企業への投資比率(%)	近接地域を含む			
排水	8. 排水量（加重平均投資額）	原単位			
廃棄物	9. 有害廃棄物排出量（加重平均※投資額）	原単位			

資産運用事業者が投資先企業群に適用する「追加指標」（任意指標）

【表2】気候・環境指標		【表3】社会・従業員・人権・腐敗防止指標		
有害物質の排出	1. 有害汚染物質（t/投資額）	社会・従業員	1. 労働災害防止方針のない企業への投資比率(%)	
	2. 大気汚染物質（t/投資額）		2. 労働災害の発生率（%）	
	3. オゾン層破壊物質（t/投資額）		3. 労働死傷事故による休業日数（日）	
	4. パリ協定と整合的な目標のない企業への投資比率(%)		4. サプライヤー行動規範の欠如	
エネルギー	5. 非再生エネルギー由来別のエネルギー消費量		5. 従業員の苦情対応の仕組みの欠如	
水と廃棄物	6. 水使用量とリサイクル率		6. 不十分な内部告発者保護	
	7. 水マネジメント方針のない企業への投資比率(%)		7. 従業員に対する差別事案	
	8. 水ストレスの高い地域で操業する企業への投資比率(%)		8. CEO報酬の適切な労働者比率	
	9. 特定危険化合物を生産する企業への投資比率(%)	人権	9. 人権方針の欠如	
	10. 特定の土壌汚化・埋立などを行う企業への投資比率(%)		10. 人権デューデリジェンスの欠如	
	11. 持続可能な土地・農業慣行のない企業への投資比率(%)		11. 人身取引の予防措置の欠如	
	12. 持続可能な海洋・海水慣行のない企業への投資比率(%)		12. 児童労働の可能性の高い企業とサプライヤー	
	13. 廃棄物のリサイクル比率(%)		13. 強制労働の可能性の高い企業とサプライヤー	
	14. 自然種と脆弱地域		14. 過酷な人権問題・事件の記録件数	
	15. 森林破壊	腐敗防止・贈賄防止	15. 腐敗防止・贈賄防止方針の欠如	
森の証券	16. 「EUグリーンボンド標準」で規定の基準の比率(%)		16. 腐敗防止遵守に対して十分な事業	
			17. 腐敗防止遵守に対する有罪歴史の件数、罰金の総額	

出所：Sustainable Brands Japan公表資料を基にSMBC日興証券作成

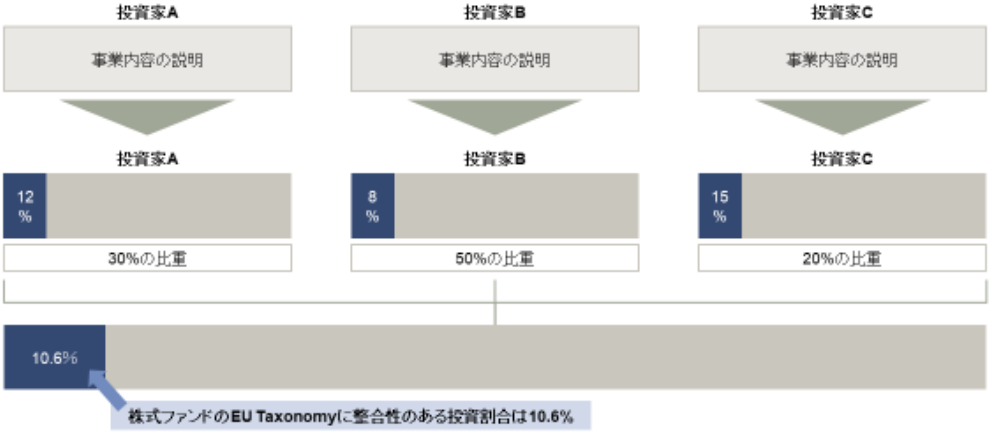
SMBC日興証券

①投資家のサステナブル情報開示例

EUタクソノミーの最終版では、機関投資家に対しては運用会社、年金基金、保険会社と同様の情報開示義務を課しており、2021年6月1日までに正式に法令化されています。EU域内の機関投資家は2021年12月末までに開示に対応する必要があります。

- 開示義務については以下の通り：
  - 投資決定おけるEUタクソノミー考慮具合、
  - 金融商品毎の投資が貢献するEUの環境目的
  - 金融商品毎のタクソノミーに整合性のある投資割合。そのうち、脱炭素に向かう"Enabling"と、低炭素に貢献する"Transition"の内訳を開示する必要がある。

エクイティ投資ポートフォリオのうち、投資先のタクソノミーに該当する売上比率を投資のエクスポージャーとしてみなした場合の開示事例



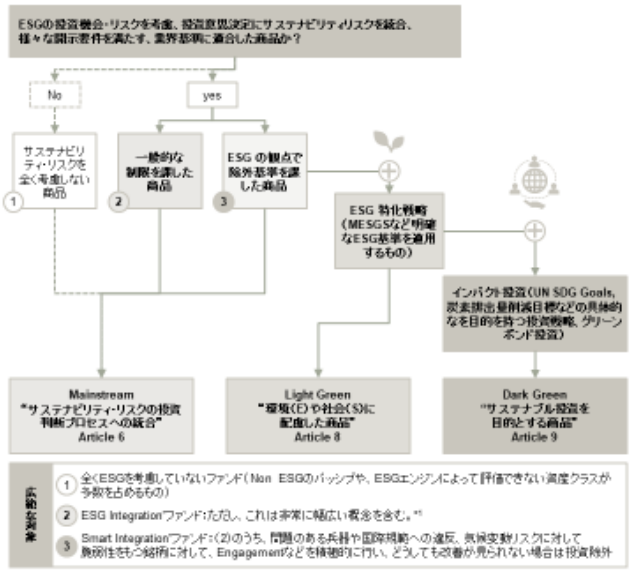
出所：Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance

SMBC日興証券

（参考）SFDR：商品分類のイメージ

SFDRによる商品分類化は、背景に「グリーンウォッシュ（グリーンであることのなりすまし）」を排除する目的があります。

	主要な条文	開示項目	細則
事業体レベル	Article 1	SFDRの主旨	-
	Article 2	用語集（Definitions）	-
	Article3	サステナビリティ・リスクについての方針	×
	Article4	サステナビリティへの悪影響（影響の規模、活動の性質など）	○
	Article5	サステナビリティ・リスクの統合に関連する報酬方針	×
商品レベル	Article6	サステナビリティ・リスクの統合	○
	Article7	サステナビリティへの悪影響	○
	Article8	「環境」または「社会」の促進についての契約前開示	○
	Article9	「サステナブル投資」についての契約前開示	○
	Article10	「環境」または「社会」の促進、及びサステナブル投資のウェブ開示	○
	Article11	「環境」または「社会」の促進、及びサステナブル投資の定期報告	○
	-		
	Article20	適用時期について	-



*1: 一般に言えるESGファンドではない

SMBC日興証券

（参考）SFDR：事業体レベルの開示要件

事業体レベルでは、投資判断の意思決定プロセスにおけるサステナビリティ・リスクの考慮の開示が義務付け、サステナビリティ・リスクの統合に関する報酬方針の開示が求められている。

Article 3：サステナビリティ・リスクについての方針

- 投資判断の意思決定プロセスにおけるサステナビリティ・リスクの統合方針
- 自社ウェブサイトでの開示が求められている（2021年3月10日から）

Article 4：サステナビリティへの悪影響

- 事業体レベルでの悪影響を開示。細則案では具体例として、温室効果ガスの排出、生物多様性にネガティブな影響をもたらすこと、国際労働機関（ILO）の条約の非遵守など。必須項目及び任意項目については再検討されている
- スムーズな開示を実現するために、当局からテンプレートが提示されている（時期は下記参照）
- https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/joint-esa-consultation-esg-disclosures

Article 5：サステナビリティ・リスクの統合に関連する報酬方針

- 個別のESG目標に最適な報酬方針とサステナビリティリスクの統合性
- 自社ウェブサイトでの開示が求められている（2021年3月10日から）

Article 4：サステナビリティへの悪影響（細則）

開示要件	32の必須項目	18の必須項目	目的	時期
• 気候（Climate）と環境（Environment） • 社会（Social）、人権（Human Rights）、汚職行為防止（Anti Corruption）など	• 16の環（Environment）に関連する指標 • 16の社会（Social）に関連する指標	• 11の環境（Environment）に関連する指標 • 7の社会（Social）に関連する指標	• 各項目について、その範囲、影響度、発生の可能性及び取り返しのつかなくなる結果をもたらす要因はないかなどを把握するため	• 遅くとも2021年6月30日までに方針を固める • 2022年7月30日以降の開示（2021年に関する開示）から対応する必要がある

SMBC日興証券

②「企業のサステナビリティ報告に関する指令」（CSRD）

2021年4月21日にNFRDを拡張した開示基準である企業のサステナビリティ報告に関する指令（CSRD）が公表され、EUは2022年10月31日までの採択および2023年1月からの適用を目指しています。

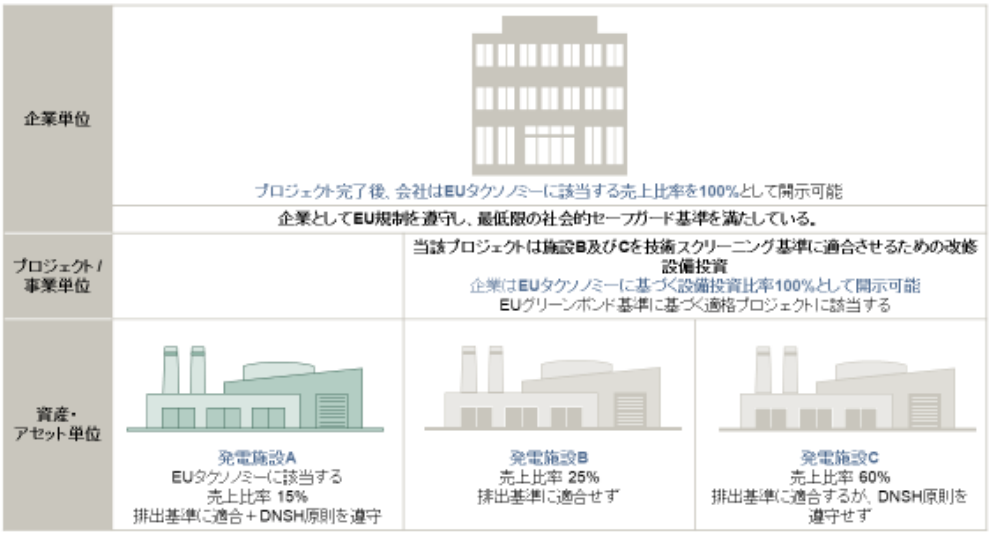
対象企業	大規模企業（※）及びEUの規制市場に上場をしている企業 ※大規模企業：以下の3つの基準値のうち、2つ以上の基準値を超えている企業 • 従業員250名（事業年度平均） • 売上高4,000万ユーロ • 総資産2,000万ユーロ	
親会社がEU外の場合	親会社がCSRD（案）もしくはCSRD（案）と同等のサステナビリティ報告基準に基づいてサステナビリティ情報を報告し、第三者保証を受けている場合には、EU現地法人はCSRD（案）に基づくサステナビリティ情報の報告が免除される	
報告事項	NFRDで定められていた報告事項 • 環境保護 • 社会的責任と従業員雇用労働環境 • 人権の尊重 • 贈収賄防止 • 企業取締役会の多様性（年齢・性別・教育や職務経験において）	CSRDにて追加された報告事項 • ダブル・マテリアリティ（企業に影響を及ぼすサステナビリティ関連リスク（気候変動関連を含む）および社会及び環境に対する企業のインパクト）を考慮にいれた報告 • ステークホルダーにとってマテリアルな項目の決定プロセス • 将来情報（ターゲットやその進捗度など）の報告 • インタンジブルズ（社会的・人的・知的資本）に関する情報開示 • （金融業者向けの）サステナビリティ開示規則（SFDR）及びEUタクソノミー規則に沿った報告
適用時期と採択スケジュール	サステナビリティ情報の報告基準の主要な部分は2022/10/31までに採択、2023/1からの発効を目指す 補足的な部分は2023/10/31までに採択、2024/1からの発効を目指す	
報告形式	サステナビリティ情報の開示は、年次報告書のマネジメントレポート内に開示	
第三者保証	欧州委員会により採用されたサステナビリティ情報報告に関する保証基準に加え、各国の保証基準や要求等に基づく第三者保証を要請	
日本企業が検討すべき事項（一例）	• CSRD（案）への対応にむけた責任者と担当部署はどこか。また、責任者および担当部署は、対応可能な知見を有しているのか。本社との連携体制はどうするか。 • EU現地法人において、報告が求められている要素について、現状でどの程度まで報告が可能か。また、それらの要素は、企業全体のビジネス上、どのように（時間軸、インパクト度合い、ステークホルダーの観点等）関連しているのか。 • 報告が不可能な場合、どの程度の時間軸で対応が可能とみられるか。その場合のコストはどの程度か。 • 求められている報告内容の信頼性を担保できる体制が構築されているか。構築されていない場合、対応のためにどの程度の時間とコストがかかるか。 • 定められたタイミングまでにCSRD（案）に基づく報告が不可能とマネジメントが判断した場合、取りうる対応策はあるのか。個々の対応策について、企業価値、競争優位性、ビジネスモデル等の経営上の意思決定をどのように行うのか。 • 日本本社との報告との一貫性や整合性をどのように実現するものか	

48 出所：KPMG公表資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

② 企業の開示事例

CSRD草案では、開示義務適用企業に対しタクソノミーに該当する売上比率、タクソノミーに基づく設備投資額（Capex）と運営コスト（Opex）の開示が義務化されています。サステナビリティ情報の報告基準の主要な部分は2022/10/31までに採択され、2023/1からの発効が予定されています。



49 出所：Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance

SMBC日興証券

③「投資インデックス提供者の気候ベンチマーク規則」(LCBR)

2019年12月に採択され2020年4月から発効している「投資インデックス提供者の気候ベンチマーク規則」(LCBR)では投資インデックス提供者に対し、EUタクソノミー規則を踏まえたパリ協定整合的なベンチマークの作成を義務付け、サステナブルな企業活動への投資を誘導しています。

LCBRにて投資インデックス提供者に求められること

- 「気候ベンチマーク」(気候要件を満たす、基準となる投資指標)の開発:
  - EU CTB(気候移行ベンチマーク)
  - EU PAB(パリ協定適合ベンチマーク)
- 「ベンチマーク声明」にて、投資指標にESG要素をどのように反映するか説明すること
- 各投資インデックスで、ESG要素を反映する方法とその主要な要素を開示すること

気候ベンチマークが参照すべき要件:基本要件、最低標準、除外基準

要件項目	EU CTB(気候移行ベンチマーク)	EU PAB(パリ協定適合ベンチマーク)
ベンチマークの基本要件(1条)	• 指標ポートフォリオのGHG排出量が「脱炭素化軌道」に乗るように、原資産を選定・重み付け・除外する • 委任法(細則)の「最低基準」を満たす	• 指標ポートフォリオのGHG排出量が「パリ協定」に合致するように、原資産の選定・重み付け・除外する • 委任法(細則)の「最低基準」を満たす • 委任法(細則)の「除外基準」を満たす
原資産として考慮する企業(19条)	• 特定期限のGHG削減目標の開示企業 • 関連子会社のGHG削減量の開示企業 • 削減目標進捗の年次情報の開示企業 • 他のESG目的を著しく阻害しない企業	• 期限付きの削減目標を持たないセクター企業の除外。三年ごとの見直し • 他のESG目的を著しく阻害しない企業
気温シナリオ	• IPCC報告に基づく1.5℃シナリオ(2015年までに正味ゼロ排出目標)	
原資産に求められる要件(「最低基準」)	• 発行体がGHG排出総量(スコープ1+2+3合計)の一貫した正確な情報開示 • 発行体が3年連続でGHG原単位もしくはGHG総排出量の年平均で7%削減の実績	
ベンチマークのコベル喪失	• ベンチマークが2年連続、あるいは連続する10年間で3回の目標未達の場合	
ベンチマークのGHG排出量の削減率	• 投資可能なユニバースに比べて、少なくとも30%削減	• 投資可能なユニバースに比べて、少なくとも50%削減
ベンチマークの除外企業(「除外基準」)	• 議論のある兵器の事業に関与する企業 • たばこの栽培・生産に関与する企業 • 国際的環境・社会規範(グローバル・コンパクト原則、OECD多国籍企業行動指針、ならびにTFRの6環境目的)に反する企業	左記に加えて、以下の企業を除外する • 石炭関連事業が売上高の1%以上 • 石油関連事業が売上高の10%以上 • 天然ガス関連事業が売上高の50%以上 • GHG排出量が100gCO_2/kWh以上の発電事業が売上高の50%以上

出所:Sustainable Brands Japan公表資料を基にSMBC日興証券作成

SMBC日興証券

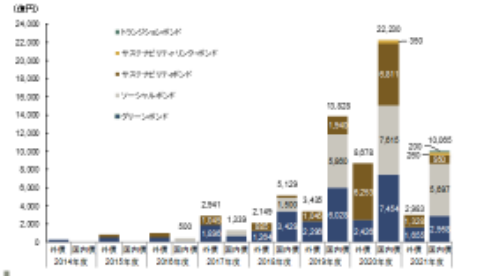
6. サステナブル・ファイナンス市場動向

SMBC日興証券

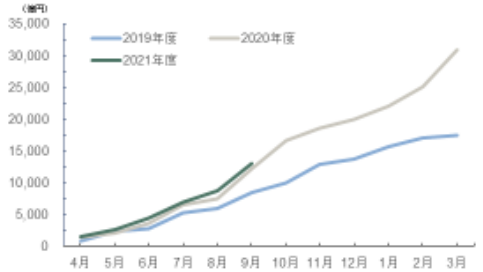
SDGs債発行状況（本邦発行体による発行）

本邦発行体によるSDGs債の発行は増加傾向にあり、2020年度は2019年度を大きく上回る2.2兆円の発行となりました。2021年度は従来のSDGs債に加え、サステナビリティ・リンク・ボンドやトランジションボンドへの種別の多様化が予想されます。

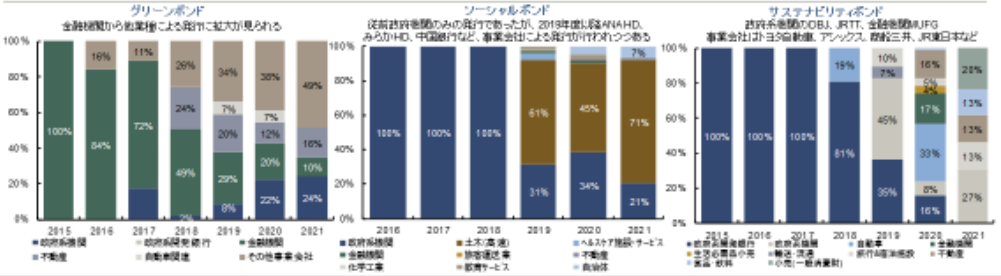
SDGs債種別発行額推移（2014年度以降）



SDGs債年度別発行額推移（2019年度以降）



業種別内訳



51

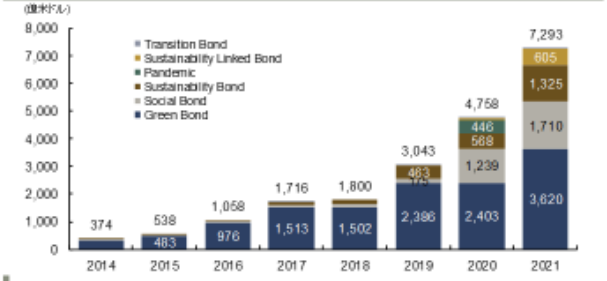
注： SDGs債等＝グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンドの合計で、2014年以降集計したもの。本邦発行体による外貨建SDGs債を含む。
発行額は1米ドル105円、1ユーロ124円、1豪ドル68円として円に換算。2021年9月30日時点
出所： Bloomberg

SMBC日興証券

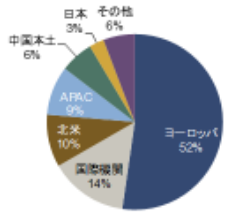
SDGs債発行動向（グローバル）

グローバルのSDGs債市場では、2021年において昨年の発行総額を超える、7,293億米ドルの起債がございます。ソーシャルボンドやサステナビリティボンドに加え、サステナビリティ・リンク・ボンドの発行の増加がみられます。

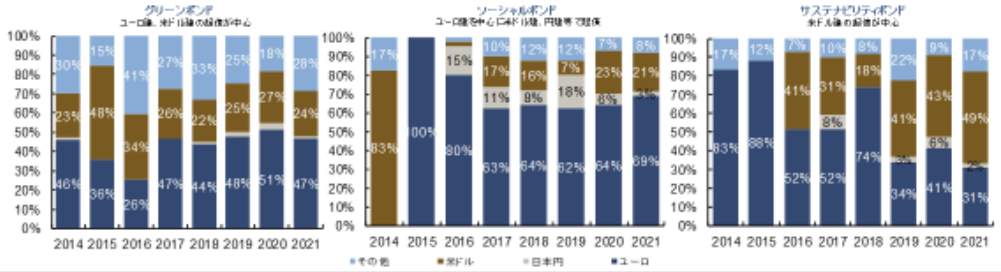
グローバルのSDGs債起債動向



発行体所在地域別発行額内訳（2021年）



通貨別内訳推移



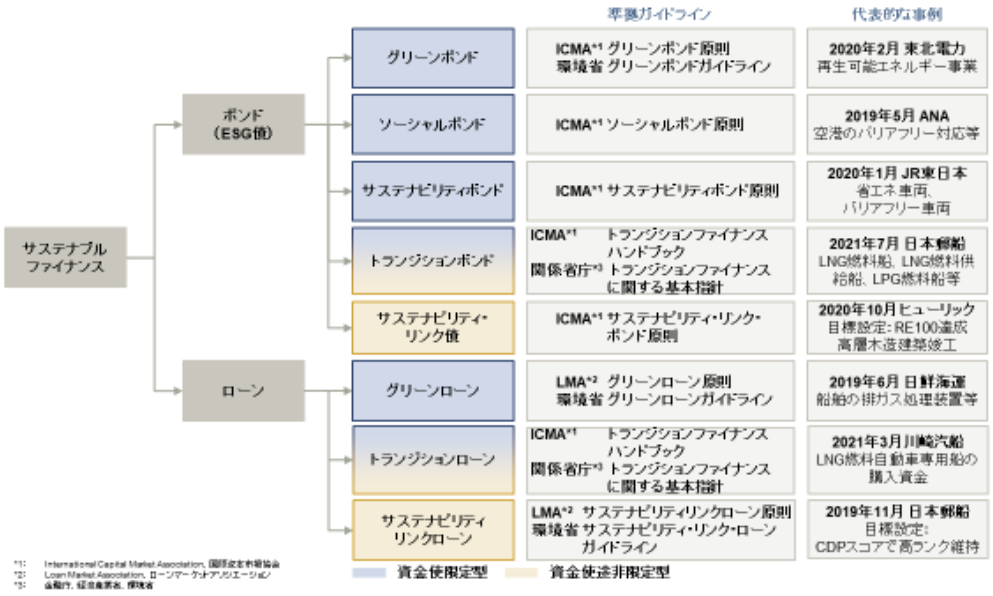
52

注： SDGs債等＝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、サステナビリティ・リンク・ボンドとして、2014年以降発行されたSDGs債の割合表示
SDGs債に含まれないものの資金使途にコロナ対応を含む債券をコロナ対応債に分類（左右、中国国債は除く）
出所：Bloomberg（2021年9月30日時点）

SMBC日興証券

サステナブルファイナンスの体系図

債券発行のサステナブルファイナンスには資金使途限定型であるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドと資金使途非限定型のサステナビリティ・リンク債がございます。トランジションボンドは低炭素化・脱炭素戦略に取り組む発行体や事業のための資金調達方法であり、資金使途限定型・非限定型両方の形態を取り得ます。



*1: International Capital Market Association、国際資本市場協会
*2: Loan Market Association、ローンマーケットアソシエーション
*3: 金融庁、経済産業省、環境省

SMBC日興証券

各種SDGs債の比較①

- ✓ 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は資金使途が各適格事業に限定されます
- ✓ トランジションボンドは、定量目標を含む移行戦略、サステナビリティ・リンク債は、サステナビリティ・ESG方針に関連した定量目標の策定と当該戦略・目標への取組みの進捗状況の発行後レポーティングが必須です
- ✓ 資金使途限定型トランジションボンドは資金使途がトランジション適格事業に限定され、リンク債型トランジションボンドとサステナビリティ・リンク債は目標達成へのコミットと定量目標取組みに対する第三者検証の取得が必須です

		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	トランジションボンド		サステナビリティ・リンク債
					資金使途限定型	資金使途非限定型（リンク債型）	
準拠原則		ICMAグリーンボンド原則2021 環境省グリーンボンドガイドライン2020年版	ICMAソーシャルボンド原則2021	ICMAサステナビリティボンドガイドライン2021	ICMAトランジション・ファイナンス・ハンドブック2020 金融庁・経済産業省・環境省クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針		ICMAサステナビリティ・リンクボンド原則2020
フレームワーク	移行戦略・定量目標	不要			✓ パリ協定の目標達成に向けた低炭素・脱炭素戦略（移行戦略）の策定が必要 ✓ CO2削減等定量目標の設定 ✓ 当該目標が業界目標、国策等と整合するもしくは科学的根拠に基づく ✓ 中間（中期）目標の設定 ✓ 当該目標の第三者保証または第三者検証があること		✓ 発行体のサステナビリティ・ESG方針に関連した定量目標の策定が必要
	資金使途	グリーン適格事業 （ICMAグリーンボンド原則で提示されている大まかなグリーン適格事業カテゴリーに該当する事業に限定）	ソーシャル適格事業 （ICMAソーシャルボンド原則で提示されている大まかなソーシャル適格事業カテゴリーに該当する事業に限定）	グリーン適格事業 及び ソーシャル適格事業	トランジション適格事業	限定する必要はない	
	発行後レポーティング 進捗	不要			✓ 実務上可能な範囲で投資・支出計画 ✓ その計画がどのように自社の移行戦略に資するか		✓ 策定した定量目標へ取組みの進捗状況
	発行後レポーティング 改善効果	✓ グリーン適格事業からもたらされる環境改善効果	✓ ソーシャル適格事業から期待される社会課題解決効果	✓ 適格事業からもたらされる環境改善効果・社会課題解決効果	✓ トランジション適格事業からもたらされる環境改善効果	不要	
	発行後レポーティング 検証	不要				✓ 策定した定量目標へ取組みの進捗状況について第三者検証取得が必須	
	目標達成有無による債券構造（発行条件）の変化	なし				目標達成有無に応じて金利等の発行条件が連動 （＝目標達成へのコミットが求められる）	

注： ICMA（International Capital Market Association、国際資本市場協会）
出所： ICMA、環境省、経済産業省公表資料

SMBC日興証券

各種SDGs債の比較②

市場への訴求メッセージ、IR・PR効果、需要創出効果、費用負担、主な事務負担、その他留意事項を考慮の上、貴社ご事情に合った選択肢をお選びいただく必要がございます。

		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	トランジションボンド 資金使途限定型	トランジションボンド 資金使途非限定型（リンク債型）	サステナビリティ・リンク債
市場の訴求メッセージ		気候変動への取組み含む環境課題解決への貢献	社会課題解決への貢献	環境課題及び社会課題解決への貢献	気候変動への取組みに対するコミットメント		貴社サステナビリティ・ESG目標へのコミットメント
社債市場での希少性（IR・PR効果）		○ 2020年度は2兆円を超える市場規模となりかなりの発行事例が既に存在する			◎ 事例が限定的で市場における希少性が高く、投資家・メディアからは目されやすい		
需要創出効果（条件面のメリット）		○ 普通社債対比需要が多く集まる可能性が十分にある			◎ 市場における希少性が高く、グリーン/ソーシャル/サステナビリティボンド対比で需要が多く集まる可能性がある	△～◎ 市場における希少性が高く、グリーン/ソーシャル/サステナビリティボンド対比で需要が多く集まる可能性がある一方、金利ステップアップ等の組計により、投資できない投資家が存在	
外部レビュー費用		• 環境省補助事業により外部レビュー費用貴社負担は3割程度の見込み	• 省庁による補助金がないため、外部レビュー費用貴社負担は全額	• 環境省補助事業により外部レビュー費用貴社負担は3割程度の見込み	• 省庁による補助金がないため外部レビュー費用は貴社負担は全額 • 但しモデル事業を活用した場合、モデル事業対応事務負担は発生するものの、外部レビュー費用貴社負担は約1割		• モデル事業（全額負担）あり • 補助金がないため、モデル事業の要件を満たさない場合は、外部レビュー費用貴社負担は全額
発行後レビュー費用		なし				• 定量目標検証費用が発生	
定量目標未達時のペナルティ負担		なし				• 定量目標未達時に金利ステップアップ等の費用負担が発生する	
費用負担		◎	○	◎	○	△～○	
主な実務負担		○ • 資金使途の選定 • 資金管理 • 発行後レポーティング			△ • 移行戦略の策定 • 資金使途の選定 • 資金管理 • 発行後レポーティング	△ • 移行戦略の策定 • 発行後レポーティング	◎ • 定量目標の策定・選定 • 発行後レポーティング
その他留意事項		-				✓ 定量目標未達時のレピュテーションリスクに留意	

55

SMBC日興証券

SDGs債(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)とは

国際資本市場協会(ICMA)は発行体を含む市場参加者向け自主的ガイドラインとして「グリーンボンド原則」・「ソーシャルボンド原則」・「サステナビリティボンドガイドライン」を策定しており、主に資金使途の違いによって分類されます。

SDGs債の一般的スキーム

ソーシャルボンドの対象事業例（ICMAソーシャルボンド原則より）

- ✓ 基礎インフラ開発（上下水、衛生、交通等）
- ✓ 社会サービスへのアクセス改善（健康、教育、職業訓練、金融サービス等）
- ✓ 住宅支援
- ✓ 雇用創出（マイクロファイナンス、中小企業支援）
- ✓ 食糧安全保障
- ✓ 社会経済開発

グリーンボンドの対象事業例（ICMAグリーンボンド原則より）

- ✓ 再生可能エネルギー事業
- ✓ 省エネルギー事業
- ✓ グリーンビルディング（2017年に追加）
- ✓ 持続可能な廃棄物マネジメント
- ✓ 持続可能な土地利用（持続可能な森林管理と農業を含む）
- ✓ 生物多様性保全
- ✓ クリーン輸送（自動車、公共交通機関）
- ✓ 持続可能な水マネジメント（水資源の浄化/飲料水確保事業を含む）
- ✓ 気候変動への適応(2015年に追加)

サステナビリティボンドの定義（ICMAサステナビリティボンドガイドラインより）

『サステナビリティボンドとは、その手取金の全額がグリーンプロジェクト及びソーシャルプロジェクト双方への初期投資融資またはリファイナンス再融資に充てられる債券である。』

具体的な対象アセット事例

【東京グリーンボンド】

【名古屋高速ソーシャルボンド】

【鉄道・運輸機構サステナビリティボンド】

環境負荷の低減や
地域の生活に必要不可欠な
交通インフラの整備

出所：国際資本市場協会(ICMA)「グリーンボンド原則」「ソーシャルボンド原則」「サステナビリティガイドライン」、東京都HP、名古屋高速HP、鉄道・運輸機構HPよりSMBC日興証券が作成

56

SMBC日興証券

東京グリーンボンドの事例：フレームワーク概要

東京都の「東京グリーンボンド」のフレームワークの中で、以下の通り、グリーンボンド発行の意義や資金使途事業について、明記されています。

東京グリーンボンドの発行意義

① 都民や企業の東京グリーンボンドへの投資を通じた後押しにより、「スマートシティ」の実現を目指す都が、従前から行っている都の環境施策に加えて、新たな環境施策を強力に推進すること

② 東京グリーンボンドの発行を通じて、グリーンボンド市場の活性化と他発行体の参入促進につなげるとともに、国内の貴重な資金が国内の環境対策に向かって活用される流れを創出すること

③ 個人投資家に対して、都の環境事業に積極的に関与してもらうための投資機会を提供することにより、事業への理解を通じて、都民のオーナーシップ意識を喚起すること

④ 機関投資家に対して、社会的責任を果たすための投資機会を提供することにより、企業の環境配慮意識の醸成に寄与するとともに、社会的な評価を受けられる環境の整備を促進すること

⑤ 都債をグリーンボンドとして発行することを通じて、発行体としての都が新たな投資家にアクセスすることが可能となり、投資家層を多様化すること

図表：東京グリーンボンドの対象事業例・想定環境効果

No.	環境事業区分	対象事業（例示）	想定される環境効果
1	スマートエネルギー都市づくり	■ 事業所における温室効果ガス削減 ■ 省エネルギー対策・エネルギーマネジメントの推進 ■ 次世代交通導入、自転車利用促進 ■ 再生可能エネルギー（太陽光、地熱、水素及び下水熱等）利用率向上	■ CO_2 排出量の低減 ■ エネルギー使用量の削減 ■ 再生可能エネルギー利用量の増加
2	持続可能な資源利用・廃棄物管理	■ 資源ロスの削減、環境に優しい素材の利用 ■ 3R、廃棄物の循環利用促進 ■ 環境負荷の低減に役立つ資材の使用促進 ■ 有害廃棄物等の処理促進	■ CO_2 排出量の低減 ■ 廃棄物排出量の低減 ■ 廃棄物循環量の増加
3	自然環境の保全	■ 緑の創出・保全（公園整備、都市の緑化推進及び森林整備等） ■ 生物多様性の保全（海上公園の干潟整備等）	■ 緑地面積の拡大 ■ 整備面積の拡大
4	生活環境の向上	■ 水質汚染の軽減、地下水の保全 ■ 大気汚染の軽減 ■ 土壌汚染対策の推進 ■ 道路整備（遮熱性・保水性対策）	■ 大気・水質・土壌汚染の改善 ■ 遮熱性・保水性の向上
5	気候変動への適応	■ 都市の気温上昇に対する適応 ■ 洪水や自然災害への対応	■ 気温上昇に対する適応能力の向上 ■ 洪水や津波、その他の自然災害への対応能力の向上

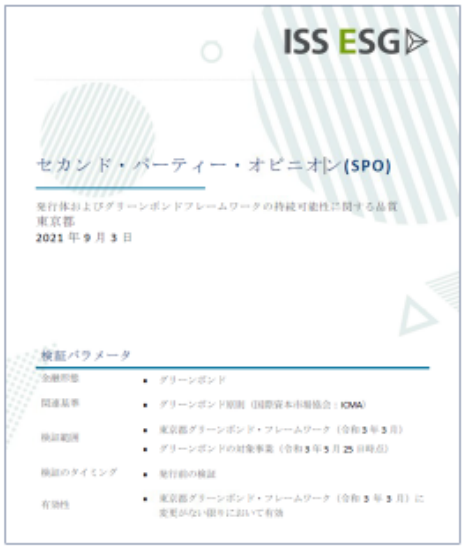
出所：発行体ホームページ

SMBC日興証券

東京グリーンボンドの事例：外部評価機関によるセカンドパーティオピニオン

SDGs債のフレームワークには、多くの場合、外部評価機関のSPOが付与・公表されており、グリーンボンド原則・ソーシャルボンド原則に沿ったSDGs債であるかどうか旨のオピニオンを、事前に閲覧することが可能です。

東京グリーンボンドの外部評価機関によるセカンド・パーティー・オピニオン（SPO）の事例


ISS ESG

セカンド・パーティー・オピニオン（SPO）

発行体およびグリーンボンドフレームワークの持続可能性に関する品質
東京都
2021 年 9 月 3 日

検証パラメータ

金融形態	• グリーンボンド
関連基準	• グリーンボンド原則（国際資本市場協会：ICMA）
検証範囲	• 東京都グリーンボンド・フレームワーク（令和 3 年 3 月） • グリーンボンドの対象事業（令和 3 年 3 月 25 日時点）
検証のタイミング	• 発行前の検証
有効性	• 東京都グリーンボンド・フレームワーク（令和 3 年 3 月）に変更がない限りにおいて有効

ISS ESG 評価サマリー

SPO セクション	概要	評価[1]
Part I: グリーンボンドと東京都のサステナビリティ戦略との関連性	東京グリーンボンドにおける資金使途は、東京都のサステナビリティ戦略および重要な ESG テーマと整合している。グリーンボンドを発行する背景・理由は、東京都によって明確に説明されている。	Consistent with issuer's sustainability strategy（発行体のサステナビリティ戦略と整合している）
Part II: グリーンボンド原則との整合性	東京都は、東京グリーンボンドにおける資金使途、事業の評価選定プロセス、資金管理、レポーティングに関する形式概念を定義している。当該フレームワークは、国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則に従うものである。	Aligned（整合している）
Part III: 選定基準の持続可能性に関する品質	ISS ESG の評価に基づくと、持続可能性の意思、リスクの回避と最小化の観点から、選定基準の全体的な持続可能性に関する品質は良好である。 グリーンボンドは、再生可能エネルギー、グリーンビルディング、省エネルギー、汚染の防止と制御、クリーンな交通、持続可能な排水管理、土地利用の環境的に持続可能な管理、気候変動への適応等に関連する事業に充当される。 これらの資金使途によって、SDGsの目標3「すべての人に健康と福祉を」、目標6「安全な水とトイレを世界中に」、目標7「エネルギーをみんなにそしてクリーンに」、目標11「住み続けられるまちづくりを」、目標13「気候変動に具体的な対策を」にポジティブな貢献がある。これら資金使途に関連する環境および社会面のリスクはよく管理されている。	Positive（ポジティブ）

出所：発行体ホームページ

SMBC日興証券

SDGs債に投資した資金の資金使途とSDGsの関係

SDGs債の資金使途の多くが、SDGs目標の達成に寄与する事業となります。

出所：日本証券業協会

発行体及び投資家にとってのサステナブルファイナンス活用のメリット

SDGs債の発行により、発行体、投資主体にそれぞれのメリットがあり、加えて自然資本の保全等や社会への貢献にもつながります。

発行体

- ✓ 自らが実施するグリーン/ソーシャルプロジェクトの原資を調達する一般事業者
- ✓ グリーン/ソーシャルプロジェクトに係る原資を調達する地方自治体

投資主体

- ✓ ESG投資を行うことを表明している年金基金、保険会社などの機関投資家
- ✓ ESG投資の運用を受託する運用機関
- ✓ 資金の使途に関心を持って投資をしたいと考える個人投資家などが想定される

SDGs債発行によるメリット

新たな債券投資家との関係構築による社債の需要増加・資金調達基盤の強化	地球温暖化をはじめとした環境問題の解決に資する性質を有する投資対象を高く評価する投資家等の新しい投資家と関係を築くことができる可能性がある。
アナウンスメント効果（ESGへの取組みに対してステークホルダーの理解が進むことによる好影響）	SDGs債等の発行により、プロジェクト推進に関し積極的であることをアピールすることができ、それを通じてESGの取組みについてのイメージ向上に繋がる。
アナウンスメント効果を通じた債券投資家以外のステークホルダーへの訴求（ex.株価への好影響）	SDGs債等の発行により、ステークホルダーへの環境関連への取組みの訴求、発行体のESG評価の向上等に繋がる。
ESG投資の一つとしての投資	グリーン/ソーシャルプロジェクトへ積極的に資金を供給し、それを支援していることをアピールすることができ、それを通じて社会的な支持の獲得につながる可能性がある。
投資を通じた投資利益と環境面等からの両立	環境面や社会面でのメリットの実現を支援し、持続可能な社会の実現に貢献できる。
グリーン/ソーシャルプロジェクトへの直接投資	『パリ協定』や『SDGs』を踏まえ、グリーン/ソーシャルプロジェクトには、大きな投資需要があると考えられ、このような事業に直接関連した投資を行うことができる。

地球環境の保全への貢献	企業等の長期的利益の基盤である自然資本の劣化の防止などに資する。
ESG投資に関する個人の啓発	ESG投資に関する個人の啓発を通じ、当該個人の資産の受託者たる機関投資家がより積極的にグリーン投資を行うことの動機付けになる。
グリーン/ソーシャルプロジェクト推進を通じた社会・経済問題の解決	エネルギーの提言、エネルギー安全保障の強化、地域経済活性化、災害のレジリエンスの向上、社会貢献などに資する。

出所：環境省「グリーンボンドガイドライン」を参考にSMBC日興証券作成

投資表明について

投資表明とは

- 企業や政府系機関、地方公共団体等により発行されたESG債（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）に投資をし、投資した事実を発行体HPまたは自身のHP等で公表すること
- ESG/SDGsへの注目の高まりに伴い、ESG債発行増加と共に投資表明投資家件数も近年上昇傾向
- 当初は主に銀行や生命保険会社のような機関投資家中心に取り組まれていたが2018年度以降、**その動きが投資を主業としない自治体や地方公的機関でも徐々に広まっている**
- **通常の債券投資に加えて、投資表明を行う目的で債券を購入するケースが見られるように**

投資表明を行う理由とその事例

- 機関投資家は、CSR等の一環やステークホルダーに対する運用説明責任の観点から、投資表明を行うことで積極的に情報発信できるメリットがあります。一方、上記自治体や地方公的機関等がESG債を購入して投資表明を行う目的は、主に以下の3点が挙げられます

①事業との関連性

各自治体・地方公的機関が、発行体が行う事業に対しコミットしている、もしくは自身が行う公共事業に関連しているため、それらとの親和性の高さを理由にESG債を購入するケース

事例

国際協力機構（JICA）ソーシャルボンド
- 矢巾町

☆JICAが実施する水道事業研修にて、海外研修員を受け入れ

住宅金融支援機構（JHF）グリーンボンド
- 所沢市

☆「所沢市まちごとエコタウン推進計画」に基づいた取組の一環

②SDGsへの取組の一環

自治体にもSDGsの取組を表明する動きが浸透しつつある。投資表明はその取組を簡易的にアピールできるツールとなる

事例

東日本高速道路（NEXCO東日本）ソーシャルボンド
- 鹿嶋市
- 木更津市

☆HPにて、SDGsへの取組の一環として投資表明したことを紹介

鉄道建設・運輸施設整備支援機構（JRTT）サステナビリティボンド
- 宮城県
- 葛飾区

☆HPにて、SDGsへの取組の一環として投資表明したことを紹介

SMBC日興証券

投資表明の例

東北電力はグリーンボンドを起債した際、本社債への投資表明を行った投資家を紹介しており、、東北地域の金融機関、エネルギー関連の財団法人、学校法人等が投資表明しています。

「東北電力グリーンボンド」（第５１７回社債）の発行について

2020年 2月20日

当社は、「東北電力グリーンボンド」（第５１７回社債）について、下記の内容で発行いたします。
なお、本社債は機関投資家を対象とした社債となります。

当社は、再生可能エネルギー事業の拡大および資金調達の多様性の確保の観点から、調達資金の使途を再生可能エネルギーの開発など、国内外で環境改善効果のある事業に限定した債券であるグリーンボンド「東北電力グリーンボンド」を発行することとしておりました。（２０２０年１月２９日お知らせ済み）

このたび、発行条件が決定したことから、改めてお知らせさせていただくものです。

当社といたしましては、引き続き再生可能エネルギー事業に積極的に取り組むとともに、ESG経営を一層推進してまいります。

記

１．	目的	再生可能エネルギーの開発、建設、運営、改修に関する事業への新規投資及びリファイナンスに充当
２．	社債の種別	普通社債（一般担保付）
３．	社債総額	５０億円
４．	各社債の金額	１００万円
５．	日程概要	（募集開始日）２０２０年２月２０日 （申込期日）２０２０年２月２０日 （払込期日）２０２０年２月２７日 （発行日）２０２０年２月２７日
６．	利率	年０．３１０パーセント （応募者利回り０．３１０パーセント）
７．	払込金額	各社債の金額１００円につき金１００円
８．	償還金額	各社債の金額１００円につき金１００円
９．	償還期限	１０年（２０３０年２月２５日）
１０．	償還方法	満期一括償還
１１．	主幹事会社	SMBC日興証券株式会社（事務幹事会社）

出所：東北電力ホームページ

【本社債への投資表明投資家一覧（属性別、５０音順）】
本日（２月２０日）時点において、東北電力グリーンボンドへの投資を表明いただいている投資家は以下のとおりです。

・日本生命保険相互会社	・二本松信用金庫
・東京海上日動火災保険株式会社	・飯能信用金庫
・アセットマネジメントOne株式会社	・飛騨信用組合
・三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社	・ひまわり信用金庫
・株式会社かんぽ生命保険	・福井信用金庫
・日本私立学校振興・共済事業団	・福岡県信用農業協同組合連合会
・株式会社十六銀行	・福岡信用金庫
・あぶくま信用金庫	・福島信用金庫
・大阪信用金庫	・松本信用金庫
・鹿児島相互信用金庫	・宮崎第一信用金庫
・岐阜県信用農業協同組合連合会	・一般財団法人　省エネルギーセンター
・栃生信用金庫	・一般財団法人　日本特許情報機構
・気仙沼信用金庫	・学校法人　東北公益文科大学
・須賀川信用金庫	・学校法人　東洋英和女学院
・諏訪信用金庫	・学校法人　中村産業学園
・東京東信用金庫	・株式会社ヒメノ
・東邦信用金庫	・富山県信用保証協会
・奈良県農業協同組合	・福島民友新聞株式会社

SMBC日興証券

（ご参考）サステナブル・ファイナンスの選択肢

負債性資金のみならず、エクイティ性資金の調達においてもサステナブル・ファイナンスのフレームワークを適用することができます。

	手法の分類	概要	具体的なプロダクト	個別の事例
負債性調達	普通社債（SB）	• 普通社債の発行による資金調達 • 満期保有が一般的	SDGs債 • グリーン • ソーシャル • サステナビリティ	多数
			トランジションボンド	日本郵船：トランジションボンド
			リンク債	Enel（イタリア）：SDGs Linked-Bond Suzano（ブラジル）：Sustainability-Linked Bond ANA：Sustainability Linked-Bond
	銀行借入	• 銀行借入（短期・長期借入金）による資金調達	ESGローン • グリーン • ソーシャル • サステナビリティ	ダイキアクシス：グリーンローン H.U.グループHD：ソーシャルローン
			リンクローン	日本郵船：Sustainabilty Linked-Loan
エクイティ性調達	転換社債（CB）	• 転換価額で株式に転換することができる社債 • 証券会社が引受を行い、幅広い投資家層へ販売 • 近年、CB発行と同時に自己株式を取得し、資本構成改善手法として活用する例も（リキャップCB）	ESG CB • グリーン • ソーシャル • サステナビリティ	住友林業：グリーンCB ニプロ：ソーシャルCB
	MSワラント（行使価額修正条項付新株予約権）	• 新株予約権を証券会社等に割当て、割当先が転換することにより資本増強	ESG MSワラント • グリーン • ソーシャル • サステナビリティ	日本エアテック：サステナビリティMSワラント（世界初） ダイキアクシス：サステナビリティMSワラント ヤマシンフィルタ：サステナビリティMSワラント ダイヤモンドエレクトリック：サステナビリティMSワラント 朝日インテック：ソーシャルMSワラント
	第三者割当増資（オーバーアロットメントを除く）	• 特定の第三者に対して株式を割り当てる手法による増資 • 資本提携や事業再編に用いられることが多い	ESGエクイティ • グリーン • ソーシャル • サステナビリティ	CREロジスティクスファンド投資法人：グリーンエクイティ 学研HD：ソーシャルエクイティ 日本プロロジスリート投資法人：グリーンエクイティ ジャパン・インフラファンド投資法人：グリーンエクイティ タカラレーベン・インフラ投資法人：グリーンエクイティ エネクス・インフラ投資法人：グリーンエクイティ K2A（スウェーデン）：Green Equity（世界初） （※具体的な資金調達は行わず、フレームワークのみ）
	公募増資（時価発行増資）	• 新株発行による時価発行増資 • 証券会社が引受を行い、幅広い投資家層へ販売		
	公募による自己株式処分	• 自己株式の市場放出による時価発行増資 • 証券会社が引受を行い、幅広い投資家層へ販売		
	IPO（新規株式公開）	• 新株発行・株式売出による時価発行増資 • 証券会社が引受を行い、幅広い投資家層へ販売		ポピンズHD：ソーシャルエクイティ テスホールディングス：グリーンエクイティ

注：既にサステナブル・ファイナンスが実行された事例がある手法をハイライト

63 SMBC日興証券

雪国まいたけ：IPOの概要①

案件概要

会社名（銘柄コード）	株式会社雪国まいたけ（1375）			
上場市場	東証1部		業種	水産・農林業
オファリング形態	国内新規株式公開（旧臨時報告書方式）			
販売比率 当初	リテール投資家：機関投資家＝80:20（親引け分除く）			
販売比率 変更後	リテール投資家：機関投資家＝70:30（親引け分除く）			
オファリング総額	約447億円（O.A.、売先指定含む）			
時価総額	約877億円（潜在株除く）、約878億円（潜在株含む）			
オファリング株式総数	20,323,500株	（約447億円）	目論見書記載価格*1	2,330円（PER：17.0x）
新株式発行	-	-	仮条件*1	2,000円–2,400円（PER：14.6x～17.5x）
売出し	17,672,700株	（約389億円）	公開価格*1	2,200円（PER：16.1x）
O.A.（旧株）	2,650,800株	（約58億円）	上場日初値*1	2,100円（PER：15.3x）
上場時発行済株式数	（潜在株除く）39,850,000株 （潜在株含む）39,925,900株		オファリングレシオ*2	51.0%
売出人・貸株人	Bain Capital Snow Hong Kong Limited（ベインキャピタル）			
親引け	株式会社神明ホールディングス（親引けにより連結子会社化）			436,500株
	雪国まいたけ従業員持株会			13,800株
配当政策	配当性向：30%（中間配当：通期の1/3、期末配当：通期の2/3） 配当利回り：1.9%（公開価格ベース）			
株主優待	3,000円相当の発行会社製品を年1回贈呈 優待利回り：1.4%（公開価格ベース）			
ロックアップ期間／対象	上場日から起算して180日間： Bain Capital Snow Hong Kong Limited、株式会社神明ホールディングス、			
共同主幹事兼共同ブックランナー*3	SMBC日興（48.4%）、大和（39.6%）			

*1：潜在株を含む発行済株式総数及び2021年3月期予想調整後当期利益を基に算出
*2：オファリングレシオ＝オファリング株式総数（O.A.含む）÷上場時発行済株式数（潜在株除く）を基に算出
*3：証券会社名に続く括弧内で引受比率を付記

主要な経営指標*4

（単位：百万円）	19/3期（実績）	20/3期（実績）	21/3期1Q（実績）	21/3期（予想）
PL				
収益合計	47,592	50,759	10,624	52,678
調整後EBITDA	8,013	8,672	1,473	10,453
営業利益	6,491	6,691	909	8,324
調整後営業利益	6,349	6,899	1,007	8,618
当期利益	4,378	4,344	482	5,099
調整後当期利益	3,868	4,282	591	5,466
BS				
現金及び現金同等物	6,617	4,461	3,259	
のれん	5,140	5,187	5,210	
のれん純資産倍率	2.2x	1.1x	1.0x	
有利子負債	27,124	24,059	23,633	
Net D/Eレシオ	8.9x	4.0x	3.8x	
純資産	2,312	4,901	5,395	

*4：国際会計基準（IFRS）に基づく連結での主要財務数値等を記載

株主構成 ※潜在株を含む発行済株式数基準

*5：従業員持株会は親引け対象先であるものの、その他株主に含む

64 SMBC NIKKO

雪国まいたけ：IPOの概要②

雪国まいたけは、まいたけの量産を世界で初めて成功し、きのこ生産を工業化した、「プレミアムきのこ」のトップシェアメーカーであり、まいたけ、しめじ、エリンギ等のきのこ類に加え、きのこポートフォリオを活かした健康食品、加工食品等を展開しています。

会社概要

代表者		足利 巌
設立年月		1983年7月
本社所在地		新潟県南魚沼市
従業員数		社員：1,117名、臨時雇用者数：1,324名[*1] （2020年5月末時点）
事業所	営業拠点	全国に8拠点
	生産拠点・研究開発センター	新潟を中心に9拠点
株主[*2]		Bain Capital Snow Hong Kong Limited：51% 株式会社神明ホールディングス：49%
沿革	1983年07月	株式会社雪国まいたけを設立し、まいたけの生産販売を開始
	1994年03月	新潟証券取引所へ上場
	2000年03月	東京証券取引所第二部へ上場
	2013年11月	有価証券報告書に虚偽記載をしたとして、東京証券取引所が改善報告書の提出を請求
	2014年01月	金融庁は雪国まいたけに対し課徴金納付を命令
	2015年06月	ベインキャピタルによる公開買付けにより、東証二部における上場廃止
	2016年08月	もやし事業を行う雪国バイオフーズの株式を譲渡
	2017年09月	神明ホールディングスが雪国まいたけの発行済株式数の49%を取得
	2019年03月	本しめじ、はたけしめじの生産販売を行う瑞穂農林及び、ぶなしめじの生産販売を行うきのこセンター金沢の株式を取得し子会社化
	2019年10月	マッシュルームの生産販売を行う三蔵農林の株式を取得し子会社化
	2020年09月	東京証券取引所第一部へ再上場

主な取扱商品と売上高の構成比

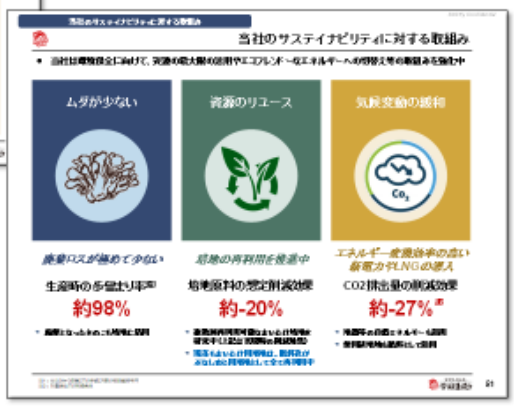
65 *1：従業員数は就業人員（発行会社から社外への出向者を除き、社外から発行会社への出向者を含む）で表示。臨時雇用者数（パートタイマー、人材会社からの派遣社員、準社員を含む）は期中1年間の平均人員 *2：上場時の株主構成

SMBC日興証券

ESG投資の観点からのエクイティ・ストーリー訴求

きのこ全般がサステイナブル食材として世界的に注目されている旨を紹介

- 適宜各トピックに触れつつも、特に生産時の環境負荷が非常に小さい点を説明し、欧州投資家に代表されるような、ESGの観点を重視する投資家に対して発行会社の投資妙味を訴求



雪国まいたけ自身のサステイナビリティに対する取り組みを説明

- 生産時の歩留まり率の低さ、LNGの新規導入によるCO2排出量の減少幅など定量的な数値を示すことで、取り扱う商材に留まらず、会社としてもESGに積極的に取り組んでいるESG企業である点を強調

66

SMBC日興証券

メディアの反応：ディールウォッチ

DEALWATCH　　THOMSON REUTERS

雪国まいたけ、5年ぶり再上場 ESGへの取り組み海外投資家から評価

（2020年9月15日）

きのこ類の生産と販売を行う雪国まいたけ（1375）が17日、東証1部に再上場する。2000年3月に東証2部で株式公開するも、その後不適切会計問題や創業家と経営陣の対立などで経営が混乱。米投資ファンドベインキャピタルがTOBを実施し、16年6月に上場廃止となって以来、5年ぶりの再上場となる。**環境保全に配慮した食品を提供するなどESGへの取り組みが海外投資家から高く評価されて需要を生んだ。**

きのこ類（まいたけ、エリンギ、ぶなしめじ、本しめじ、はたけしめじ、マッシュルーム等）及び、きのこ加工食品の生産、販売が主力。20年3月期の売上345億円のうち、57.3%の198億円をまいたけ事業で稼ぐ。発行体は国内のきのこ生産量で圧倒的なシェアを誇り、本しめじは99%、はたけしめじは87%、まいたけは52%に上っている。昨今の健康需要の高まりを背景にきのこ消費の挙証者や地域差を拡張し、まいたけ事業を中心とするトップラインの成長を目指す。再上場のタイミングと目的について、発行体は「非上場化して5年が経過し、経営再建に一定のめどが経った。今後の成長に向けて資金調達の手段を増やしたかった」と話した。

雪国まいたけを巡っては、13年10～11月に発覚した不適切会計処理問題や、創業家と経営陣の対立などで経営が不安定になる中、ベインキャピタルがTOBを実施。15年6月に100%株主となって非上場化し、経営陣刷新によるガバナンスの強化や、生産の効率化、安定化を図って再建した。13年に約16億円だったEBITDAは、19年度約86.7億円となった。17年9月には、コメ卸大手で、元気寿司（9828）やショクブン（9968）を傘下に持つ神明ホールディングス（HD）が株式を49%取得。今回の売出では神明HDに4356,500株の売先指定先しており、受渡日の17日をもって総議決権の半数以上を保有する形となり、発行体は神明HDの連結子会社となる見込み。「西日本や、香港などの海外に強い販路を持つ神明HDとこれまで以上に緊密な協力体制をとってシナジーを生み出したい」（発行体）。

ロードショーは8月17日から31日にかけて、緘期案件としては異例の多さとなる国内外70社超の投資家に対して実施された。全てオンラインで行った。主幹事によると、食品セクターで久しぶりとなる東証1部への直接上場かつ、**発行体がESGに高い意識を持つことからトレンドのESG経済と捉えられ、多くの新規投資家が参加したという。「サステナブルな食品供給という視点で、リユース材などを積極的に用いて事業を行う姿勢が欧州の投資家を中心に高く評価された」**（主幹事）。独立企業としては、同じきのこ事業のホクト（1379、PER約21倍）などが挙がった。

ロードショーではポジティブな評価が多かったが、再上場案件かつ、ファンドのイグジットであることから価格感応度が高い投資家も多く、優良なロングオンリー投資家の参加を促すため、仮条件は想定売出価格を上限割引に2,000～2,400円で設定された。主幹事によると、当初、個人投資家（個人投資家連動）機関投資家連動）の予定でブックビルディングを開始したが、海外投資家の引き合いが強かったことから1割を機関分にシフトし、最終的に個人7割、機関3割とした。需要倍率は一般分が6倍超、機関分が4倍、全体で7倍となった。公開価格は、仮条件の中央値で、想定売出価格より5.6%低い2,200円でのプライシングとなった。長期保有層に機関分の6割以上が配分された。公開価格は21年3月期予想EPSを用いたPERで約16倍となる。

オファリング総額	：447億1,170万円
売出株数	：1,767万2,700株（388億7,994万円）
オーバーアロットメント	：265万800株（58億3,176万円）
想定発行価格	：2,330円
仮条件	：2,000～2,400円
公開価格	：2,200円
ブックランナー	：SMBC日興証券、大和証券

出所：Deal Watch

67　　SMBC日興証券

7. ESG投資を巡る評価・分析

SMBC日興証券

ESG投資のパフォーマンス

今般のCOVID-19による市場下落時の投資パフォーマンスについて、フィデリティとBlackRockが検証レポートを公表しました。いずれも、市場下落時において、ESG評価の高い企業は、ESG評価の低い企業より優れたパフォーマンスを示すと評価しています。

フィデリティによる検証（2020年6月）

- 2020年6月フィデリティは、今回の市場急落局面では、個別銘柄の超過リターンとESGレーティングとの間に高い正の相関があることを確認できたと結論
  - フィデリティ・インターナショナルの独自のESGレーティング・システムを活用し、2,600社を超える企業のパフォーマンス比較を実施（分析期間は2/19～3/26）

世界株式

ESGレーティング	全体に占める割合	株価リターン（%）	相対パフォーマンス（対ユニバース平均リターン）（%）	未加工のベータ	ベータ調整後リターン（%）	5年平均ROE（株主資本利益率）（%）
A	12%	▲23.1	4.0	0.93	▲25.0	20.5
B	39%	▲25.7	1.3	1.04	▲24.7	17.1
C	33%	▲27.7	▲0.7	1.09	▲25.4	14.0
D	14%	▲30.7	▲3.6	1.12	▲27.4	12.7
E	2%	▲34.3	▲7.3	1.10	▲31.2	16.3

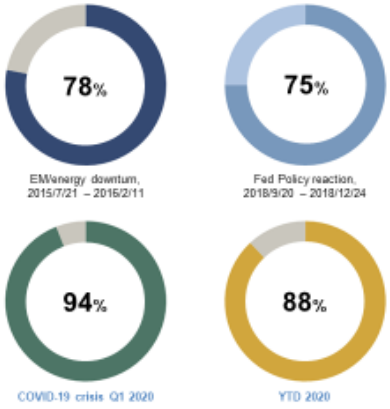
日本株式

ESGレーティング	全体に占める割合	株価リターン（%）	相対パフォーマンス（対ユニバース平均リターン）（%）	未加工のベータ	ベータ調整後リターン（%）	5年平均ROE（株主資本利益率）（%）
A	13%	▲26.2	3.7	0.95	▲27.7	12.5
B	44%	▲29.4	0.6	1.04	▲28.8	10.8
C	38%	▲31.2	▲1.2	1.13	▲28.4	14.1
D	5%	▲35.2	▲5.3	1.12	▲32.3	10.6
E	0%	-	-	-	-	-

出所：「危機を乗り越える：市場を凌駕するサステナブル投資」（フィデリティ市場レポート）を基にSMBC日興証券作成

BlackRockのレポート（2020年5月）

- 2020年第1四半期において94%のサステナブルインデックスが、当該インデックスのベンチマークをアウトパフォームし、過去の市場下落時と同様の結果であると分析しています。
- サステナブル戦略は、リターンのトレードオフをもたらすものではなく、回復可能性のある企業となり、機関投資家により良いリスク調整後リターンをもたらすとしています。



出所：BlackRock, "Sustainable investing: resilience amid uncertainty"を基にSMBC日興証券作成

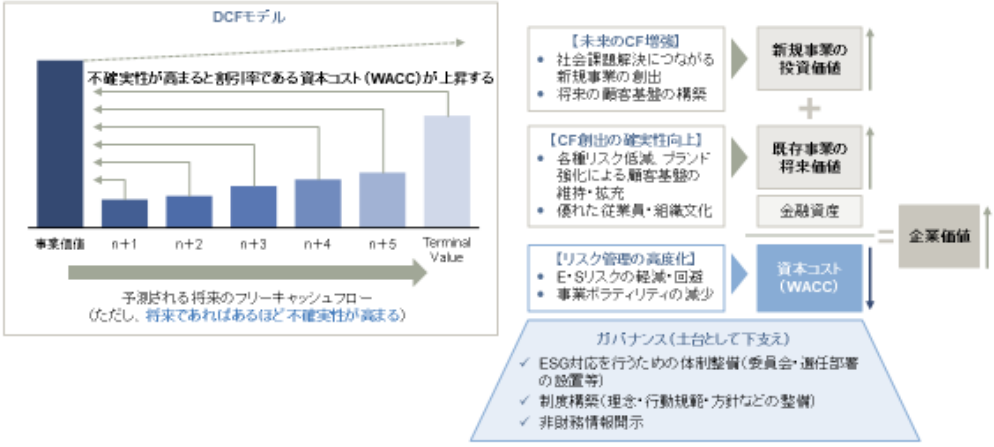
SMBC日興証券

ESGと企業価値の関係：ESGを折り込んだDCFモデル

ESGに対する戦略的な対応の有無を、機関投資家は企業価値判断に反映しはじめています。事業上の不確実性の高まりは将来のキャッシュフローを毀損する要因とされ、資本コスト（WACC）の上昇として認識され、企業価値の算出に影響を及ぼします。

ESG要素を取入れた企業価値の算出

- 機関投資家はDCF法で算出される「フリーキャッシュフロー（FCF）の割引現在価値」をベースとして企業価値評価を行うことが多い
- DCFの変数は、「FCF」と「割引率（資本コスト / 期待収益率）」であり、ESGはこの変数に影響を与えるものとして捉えられている
  - ESGに対する戦略的な対応の欠如は、資本コストの上昇やFCFの毀損を通じて、企業価値の持続性を損なう
  - 逆に、投資家が投資判断上重要視するESG要素（マテリアリティ）に対して戦略的に対応出来ていれば、企業価値の向上が期待できる



SMBC日興証券

株式アナリストがESGを重視する傾向

2020年後半ごろより、ESGに関するボトムアップリサーチが増加、企業のESG要因を収益・財務見通しにどのように織り込むべきか、ESGインテグレーションの議論は今後ますます加速すると考えられます。

SMBC日興証券株式調査部によるESG関連の個社/セクターレポート

70 出所：SMBC日興証券

SMBC日興証券

株式アナリストがESGを勘案した事例①

セルサイドアナリストにおいても、ESGを勘案してバリュエーションを行う事例が散見されつつあります。

富士通（6702）2020/8/25付弊社レポート

- Action and Catalyst
  - 富士通（以下「同社」）の目標株価を9,900 円⇒13,600 円へ引き上げ、投資評価「2」を維持する。これまでは「出口の見えない構造改革」局面であり、いわば同社株価評価はディスカウント状況であった。しかし、ESG の再評価によって、今後はより純粋に事業の利益成長を評価する局面になりつつあると考える。今回よりPER15 倍（株主資本コスト＝WACC6.7%）相当へ評価を切り上げた。

エーザイ（4523）の事例

【弊社のアナリストレポート（エーザイ）より】

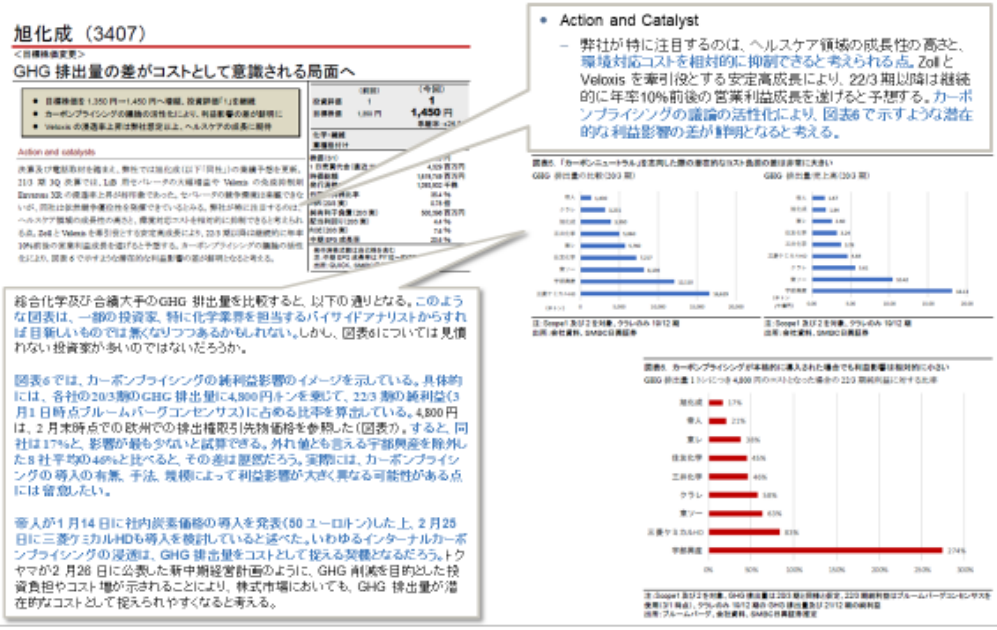
- 目標株価の算出にあたり、同社のPERが医薬品セクター平均PERを10%程度上回る傾向があるため、この部分を明確な資本政策や巧みなIR活動が高く評価されていることによるIRプレミアム（PERマルチプルに10%を掛けて算出）として付与した。
- この場合、類似業種のPERが20倍の場合、エーザイ社は22倍となり、株主資本コスト（PERの逆数）は5.0%→4.5%に低減する。

71

SMBC日興証券

株式アナリストがESGを勘案した事例②

GHG排出量を用いて、カーボンプライシングの純利益影響を試算した株式アナリストによるレポートの事例も足許でみられます。

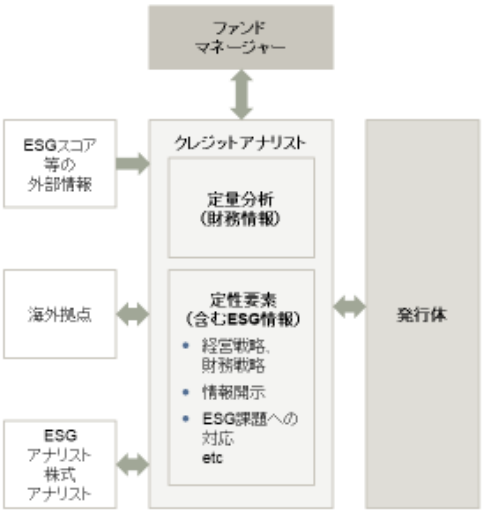


SMBC日興証券

大手AM/信託のESG債投資①：ESG要因のクレジット投資戦略への組み込み

クレジット投資戦略へのESGインテグレーションには、①ESG要因による定量分析・社内格付の調整、②ESGリスクの見える化・共有化を通じたイベント発生時の早期再評価・Exitによるパフォーマンス悪化の極小化、などがあると思料します。

国内債券アクティブ運用におけるESGの取組み（AM-One）



出所：会社資料

インテグレーションとエンゲージメントの2つの手段を通して、信用力判断のプロセスにESGを組込みます

国内債券の運用において、責任ある投資家としての社会的責務の遂行と中長期的なリターンの拡大を目指し、ESGの視点を投資プロセスに組入れております。信用力分析において、ESG評価を組込むインテグレーションと、エンゲージメントによる企業への働きかけの2つの手段を通じて、ESGを投資分析及び投資決定に、明示的かつ体系的に組込んでおります。

徹底的な発行体リサーチを生かし、ESGへの取組みを推進します

当社のクレジット運用の最大の強みは、経験豊富な専任のクレジットアナリストによる徹底的な発行体リサーチにあります。課題抽出と取材の確認、密度の高い発行体とのコミュニケーション等を通じて得られた定性的な非財務情報を定量的な財務指標分析に加味し、信用力分析を実施します。

インテグレーションについては、当社クレジットアナリストが独自に、発行体の信用力への影響・社会的なインパクト、想定される時間軸等に応じて、ESGの評価を付与し、ファンドマネジャーとクレジットアナリストで議論し投資判断に反映させています。評価の付与に際しては、ESGアナリスト等のエンゲージメント情報、外部ESG情報ベンダーといった社内外のESG情報等も活用します。

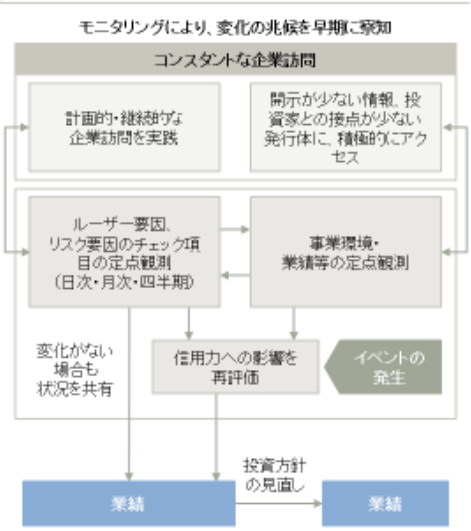
エンゲージメントについては、信用力分析の過程で浮かび上がったESG課題について、発行体と共有し改善を促していきます。債券のエンゲージメントについては、議決権という直接的な権利行使手段を有していないという課題はありますが、財務の安定性といったリスクの観点、企業の持続可能性向上・競争力強化といったリターンの観点の双方から、綿密な信用力・市場分析を背景とした発行体との双方向でのコミュニケーションを進めていきます。ESGアナリスト、株式アナリストと、連携しつつ、債券特有の観点に重点を置き取組んでいきます。

SMBC日興証券

大手AM/信託のESG債投資②：ESG要因のクレジット投資戦略への組み込み

クレジット投資戦略へのESGインテグレーションには、①ESG要因による定量分析・社内格付の調整、②ESGリスクの見える化・共有化を通じたイベント発生時の早期再評価・Exitによるパフォーマンス悪化の極小化、などがあると思料します。

「モメンタムの変化を捉えるフレームワーク」（日興AM）



出所：会社資料

日本債券運用チームではESG債（グリーンボンド、サステナビリティボンドなど）はパフォーマンスへの貢献度が一義的な投資基準だと考えており、通常の債券と同様に発行体の信用力について一貫した分析を行っています。銘柄選択においては、発行体との会話を通じてESG債の資金使途の内容や期待する効果を確認できている債券のうち、高い投資リターンを期待できる証券を選択しています。日本の事業会社においては、財務体質の強化とESGへの貢献の2つの効果を狙って、ハイブリッド債（資本性を持つ劣後債）で且つESG債、という性格を持つ債券を発行するという事例が出始めています。当社では、こうした取り組みは発行体のファンダメンタルズとプラスの相乗効果をもたらすものと前向きにとらえており、積極的にこうした債券への投資を進めています。また、現時点でこうした債券を発行する予定がない発行体ともその事業内容や保有資産の特性を鑑みて発行を提案することで、市場の一層の発展に寄与していきたいと考えています。

日本債券運用チームの哲学：日本債券運用チームにおいて優れたパフォーマンスを得るには、返済能力などの定量的なリスクと、財務分析では捕捉しきれない定性的なリスクの双方を分析し、発行体の信用力を評価することが重要です。当チームでは、定性的なリスク分析をする上でESGの観点を重要な要素と位置付けています。当チームではまた、信用力を分析するクレジットアナリストが、個々の発行体のファンダメンタル分析とESG要素の分析の両方を行います。業界・発行体をファンダメンタルとESGの両面から総合的に評価し、投資判断に反映させることにより、ESGは運用プロセスに組み込まれています。

日本債券運用チームのアプローチ：当チームはESG要素の分析にあたり、現在8項目を設定しています（環境関連で2項目、社会・ガバナンス関連で各3項目）。発行体に関する分析レポートを作成する際、クレジットアナリストにはファンダメンタル評価を併せてこれらのESG要素の評価をすることが義務付けられております。さらに、ファンドマネジャーとクレジットアナリストが出席する月次の社内ミーティングでは、ESGの評価を共有化しています。ESGに関する議論を重ねることこそ、発行体の信用力に悪影響を及ぼすような状況の変化（ESG関連のイベントを含む）を投資行動に迅速に反映できるプロセスを支えるものと考えています。

SMBC日興証券

大手AM/信託のESG債投資③：ESG債及び投資表明に係るリスクの整理

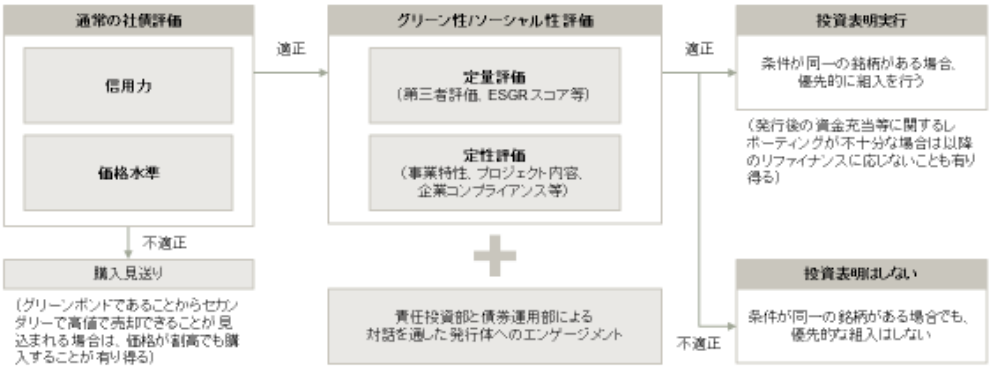
東京海上AMはグリーンボンドへの投資フローを明示しています。通常の社債評価同様に信用力と価格水準を評価したうえで、グリーン性が高ければ投資表明を実行し、優先的に購入を行うこととしています。

東京海上アセットマネジメントのグリーンボンド投資

近年、発行額が増加してきたグリーンボンド（ソーシャルボンド等を含む）への投資については、調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポーティングに関して、外部機関による評価も参考に、ESGインテグレーションの一環として積極的に取り組んでいます。

接続可能な社会の実現に向けて、債券投資家が果たす役割に近年、高い期待が寄せられています。資金使途が環境プロジェクトに限定され、信頼できる第三者評価機関が環境改善効果を検証したグリーンボンドに投資することは、その社会的要請に応えていく直接的な方法の一つと言えるでしょう。
グリーンボンド発行体には、環境問題の解決に向けた自社の取り組みを広く投資家にアピールでき、社会的支持の獲得につなげられるというメリットがあります。

当社の事業債運用でも、利回りが発行体の信用リスクに見合っており、且つポートフォリオの構築方針に沿った銘柄であれば、積極的に組み入れるようにしています。さらに発行体との対話を通して、環境プロジェクトの取組姿勢に共感できる場合は、運用上支障がない限り、応援する意味を込めて投資表明も行っています。



出所：会社資料

SMBC日興証券

GPIFレポートのCVaR（Climate Value-at-Risk）

2020年公表のGPIFレポートでは、前提としている気候変動シナリオに応じて、気候変動によって生じるコスト・利益の現在価値を算出し、気候変動によって企業価値が将来的にどの程度変化するというMSCIの分析を大きく取り上げています。

CVaR分析結果の注目ポイント

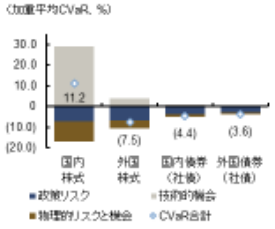
なお、今年度の分析結果のなかで大きな発見だったのは、世界が2℃目標などに代表される温室効果ガス排出量削減に取組んだ場合、日本企業の企業価値（国内株式の資産価値）が増大する可能性もあるということです。
2℃目標を目指すことは、一般に企業にとっては温室効果ガス排出量削減のためのコストがかさむと考えられます。しかし、企業が保有する環境技術に係る「機会」も含めて目標実現による影響を分析すると、環境技術活用による企業価値押上げの影響が、温室効果ガス排出量削減コストを上回る場合があることが示されました。特にこの傾向は、国内株式で強くみられ、環境技術による「機会」による押上げ効果が外国株式に比べても大きいことがわかります。
CVaRでは株式・債券（社債）のそれぞれについて「リスク」と「機会」の企業価値への影響が分析可能です。なお、株式と異なり債券（社債）では、国内も外国と同様に「機会」のプラス幅が小さく、CVaR合計がマイナスとなっています。これはGPIF保有ポートフォリオでは、国内企業について、株式と債券とで企業ごとの保有ウエイトや業種構成比が異なることが一因だとみられます。

CVaR分析結果概要

CVaRは企業ごとのほか、企業が発行する株式・債券（社債）ごとに算出することができます。ここでは、GPIFのポートフォリオを対象に、企業が発行する株式・債券（社債）ごとにCVaRを算出した上で、それぞれをセクター別の結果を示しました。
株式ポートフォリオのなかでは、前節でも触れましたが、技術的機会が国内株式のCVaRを押上げています。この技術的機会をセクター別にみると、一般に環境負荷が大きいセクターとされるエネルギー（135.4%）の機会の大きさが目立ちます。次いで、公益事業（69.9%）、一般消費財・サービス（61.8%）、素材（60.0%）です。これらのセクターでは、技術的機会と政策リスクとを合算した移行リスクもプラスになっており、世界が2℃目標の達成に向けての取組みを進めることで、政策変更による企業価値下押し圧力以上に、技術的機会による企業価値増加の可能性が高いことが示されています。
一方、債券ポートフォリオについては、国内債券（社債）と外国債券（社債）ともに、セクター全般でリスクによる負の影響がみられる結果となりました。

出所：GPIF

GPIF保有ポートフォリオのCVaR



【主なポイント】

- 加重平均CVaRは、国内株式（+11.2%）で外国株（▲7.5%）を上回る。これは2℃シナリオの下では、国内株式の現在価値が+11.2%増加することを意味する
- 国内株式は、物理的リスクによる押し下げが大きいが、環境関連技術によるプラス効果が全体を押し上げている
- 外国株式は、国内に比べて物理的リスクは小さいものの、技術的機会よりもリスク全体による下押しが大きい

出所：Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC©2020

出所：GPIF

債券（社債）ポートフォリオのセクター別CVaR

	国内債券（社債）					外国債券（社債）				
	CVaR総合	移行リスク	政策リスク	技術的機会	物理的リスクと機会	CVaR総合	移行リスク	政策リスク	技術的機会	物理的リスクと機会
全体	(4.4)	(3.1)	(3.8)	0.7	(1.3)	(3.6)	(2.5)	(3.1)	0.3	(0.8)
電気通信サービス	(3.3)	0	0	0	(3.3)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	0	(0.5)
一般消費財・サービス	0.3	0.8	(0.2)	0.9	(0.5)	(1.5)	0	(0.4)	0.4	(1.5)
生活必需品	(1.5)	(0.3)	(0.3)	0	(1.5)	(1.5)	(0.7)	(0.8)	0.1	(1.1)
エネルギー	(47.3)	(46.5)	(47.1)	0.3	(0.5)	(13)	(12.1)	(12.6)	0.5	(0.5)
金融	(0.6)	0	0	0	(0.6)	(0.7)	0	(0.1)	0.1	(0.6)
ヘルスケア	(1.1)	0	(0.1)	0	(1)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	0	(0.4)
資本財・サービス	(3.7)	(2.2)	(3.7)	1.5	(1.5)	(3.7)	(2.8)	(3.8)	1	(0.9)
情報技術	0.1	0.3	(0.3)	0.6	(0.2)	(2)	0.1	(0.1)	0.2	(2.1)
素材	(28.1)	(24.2)	(28)	3.7	(3.9)	(14)	(13.5)	(14.3)	0.8	(0.5)
不動産	(0.1)	0	(0.1)	0.1	(0.1)	(1.5)	(0.1)	(0.1)	0	(1.5)
公益事業	(8.7)	(7.6)	(9.4)	0.6	(0.9)	(23.3)	(22.5)	(24.6)	2	(0.8)

注：CVaRの算出にあたっては2℃シナリオを前提とした
出所：Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC©2020

SMBC日興証券

格付機関への影響：格付けへのESG統合

2016年に国連PRIがESG要素を格付に統合することを促進する共同声明を公表後、大手格付機関はその共同声明に署名し、ESG要素を格付のプロセスに統合する流れが加速しています。

格付けへのESG統合の流れ

時期	主な出来事
2016年5月	・PRIがESG要素が信用リスクに与える影響を透明にしていく共同声明「Statement of ESG in Credit Ratings」を公表 ・Moody'sとS&PがPRIの共同声明に署名
2017年7月	・PRIがESG要素が信用リスクに与える影響を分析したレポート「Shifting perceptions:ESG,credit risk and ratings」を公表
2017年9月	・JCRがPRIの共同声明に署名 ・JCRが『信用格付におけるESG要素の考慮の必要性』を公表
2017年12月	・R&IがPRIの共同声明に署名
2018年	・R&Iが『格付方法「事業法人等の信用格付の基本的な考え方」』を公表し、格付プロセスのESG要素を拡充 ・R&I/JCRともに、ESG・環境要素の重要性が増す事例として、自動車業界に関する評価を公表
2019年	・R&IがTCFD提言に賛同
2020年	・JCRがTCFD提言に賛同

出所：公開情報を基にSMBC日興証券が作成

各格付機関のESG統合への取組み

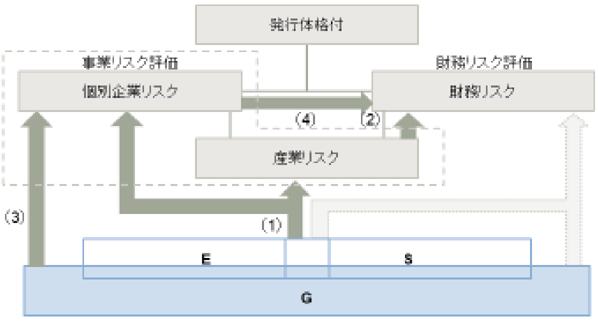
格付機関	格付けへのESG統合の取組み
JCR	・「信用格付におけるESG要素の考慮の必要性」を公表 ・ESG要素が格付にあたり、下記3点に影響を与える可能性を明言 1. 発行体の持続可能性 2. 債務償還に必要なキャッシュフロー創出能力 3. 資金調達力
R&I	・格付方法「事業法人等の信用格付の基本的な考え方」で、産業リスク、個別企業リスクの評価で、E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）の各要素が信用格付に与える影響について拡充
S&P	・事業会社の分析では、ESGリスクを企業の事業プロフィール、財務プロフィール、経営陣とのガバナンス評価の中で考慮 ・過去2年間*で、環境と気候に関する懸念が影響を及ぼした会社格付は717件（全体の約10%）、そのうち106件で格付を変更
Moody's	・「事業プロファイル」、「財務方針」、「スコアカードに含まれない格付上の考慮事項」の各段階において、ESGの諸要素を明示的、暗示的に格付評価に織り込むと明言 ・信用上は、製品への需要、レピュテーション、製造原価、財務力などへの潜在的影響を評価

SMBC日興証券

信用格付評価へのESGインテグレーション：R&Iの事例

E要素とS要素は個別企業リスクと産業リスク、G要素は個別企業リスクとの評価です。時間軸の視点では、原則3-5年先迄のリスク（収益機会）を格付評価に織り込む、機会＝短期/リスク＝長期、などの見方も示されています。

格付評価への反映経路



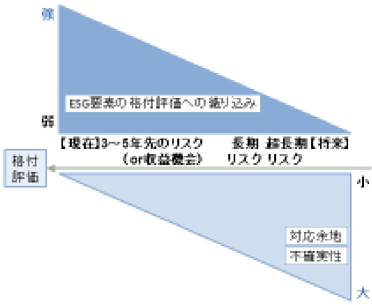
（1）E要素とS 要素は、「産業リスク」と「個別企業リスク」、それらが構成する「事業リスク評価」に反映される

（2　E要素とS 要素が「産業リスク」を構造的に変化させると、格付ゾーンごとの財務目安値が）見直されて「財務リスク評価」に響くこともある

（3）G要素は「個別企業リスク」を通じて「事業リスク評価」に反映される

（4）ESG 要素が「事業リスク評価」に大きく影響する場合、その背景にある業界構造や競争力の変化などが、キャッシュフローや資産価値の変動(座礁資産含む）につながり、「財務リスク評価」にも影響が波及することがある。また金融機関や投資家における投融資判断の基準見直しを通じて、発行体の資金調達力や流動性リスクに作用する可能性もある。金融機関にとっては資産の質の悪化としてESG要素のリスクが顕在化することになる

ESG要素と格付影響の時間軸



時間軸による影響の変化

注：　ESG要素には該当する不祥事・訴訟や環境規制の強化という事象が財務悪化に直結する場合もある
出所：　会社資料

SMBC日興証券

ESG評価会社の買収

ESG評価会社は多数存在しますが、兹許、格付機関やインデックスプロバイダーなどによる買収が相次いでおり、収れんの兆しも見受けられます。特に、格付機関による買収は、信用格付けにESG評価を加味する動きとも考えられます。

✓ 日本経済新聞(2020/11/2)
ESG評価会社の買収相次ぐ　金融情報大手、指標で重視

- 世界でESG（環境・社会・企業統治）評価の専門会社を傘下に収めるM&A（合併・買収）が相次いでいる。買収に動いているのは株価指数の算出、信用格付けといった金融情報サービスを手がける大手企業で、主要なM&Aだけでこの数年で10件を超える。ESG評価が金融情報として欠かせない分野になってきたためで、乱立している評価システムの集約につながる可能性もある。
- 金融情報大手の米ファクトセットは10月後半、ESG評価会社、米トゥルーバリュー・ラボを買収すると発表した。同社は人工知能(AI)を駆使した分析が特徴。世界の1万9000社以上を対象に、政府の調査リポートやインターネット上の記事などからESG情報を抽出し、リアルタイムで評価に反映させる。
- ファクトセットは企業の財務情報だけでなく、投資家ニーズの強いESG評価を扱うことで競争力を高める。買収は年内に完了する予定だ。
- 投資信託などの評価を手がける米モーニングスターは7月、オランダのESG評価会社、サステナリティクスを買収した。投信や上場株式の評価にESG分析を取り入れて一体的に提供するサービスを目指す。ESG評価の高い銘柄で構成する株価指数の開発体制を整える狙いもある。
- 指数算出会社では、米MSCIが昨年10月にスイスのカーボン・デルタを子会社にした。同社は気候変動が将来の企業価値に与える影響を具体的な数値で算出できる。このほか大手格付け会社の米S&Pグローバルと米ムーディーズ、議決権助言会社の米ISSもここ数年でESG評価会社を相次ぎ傘下に入れた。
- 年金など長期運用の投資家を中心に、世界のESG投資は2018年時点で30兆ドル（約3100兆円）規模に達した。投資家は個々の企業についてESG情報を独自に集めて分析することが困難なため、評価会社のサービスを使うことが多い。
- 最近は株式や社債への投資のほか、銀行の融資でもESG評価を参考にするケースが増えた。こうした需要を狙って設立された評価会社は世界に約600あるとされ、各社で異なる評価手法が投資家や企業を混乱させるといった問題も指摘されている。M&Aによって再編が進めば、評価システムも整理・統合される可能性が出てくる。

最近の主なESG評価会社のM&A

買収企業	買収対象の評価会社	時期	事業内容
FactSet（米）	TruValue Labs（米）	年内予定	ESG評価
Morningstar（米）	Sustainalytics（蘭）	2020/7	ESG評価
S&P Global（米）	RobecoSAMの ESG評価事業（スイス）	2020/1	ESG評価
Moody's（米）	427（米）	2019/7	気候変動リスク評価
	Vigeo EIRIS（仏）	2019/4	ESG評価
MSCI（米）	Carbon Delta（スイス）	2019/10	気候変動リスク評価
ロンドン証券取引所	Beyond Ratings（仏）	2019/6	ESG評価
ISS（米）	CAER（豪）	2019/2	ESG評価
	Oekom research AG（独）	2018/3	ESG評価

出所：　各種報道記事

SMBC日興証券

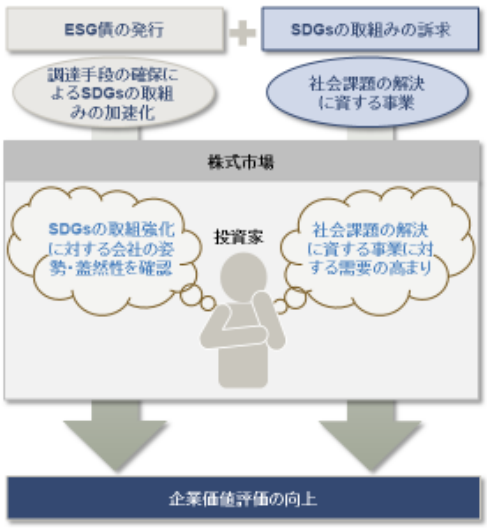
8. SDGsファイナンスの活用意義：株価への影響など

SMBC日興証券

ESGへの取り組みによる企業評価向上の考え方及び投資家への訴求

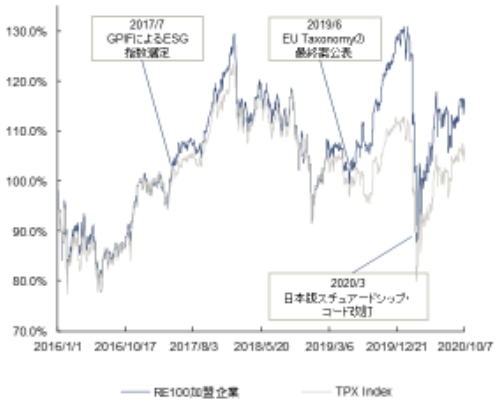
再生可能エネルギーへの注力や実質ゼロエミッションへの取り組み姿勢の積極的な訴求は、株式投資家にとってポジティブな材料として企業価値評価の向上に資する期待があります。

ESG債発行による企業価値評価向上の考え方



再生可能エネルギー事業への取組と企業価値評価

- RE100（再生可能エネルギー100%を目指すイニシアチブ）に加盟する上場企業・事業会社とTOPIXの株価比較において、2019年以降RE100加盟企業の株価がアウトパフォームしつつある状況
- 同業他社に先駆けた貴社の再生可能エネルギー導入への取組や、ゼロカーボン・チャレンジ2050実現に向けた不断の取り組み姿勢が、株価に対してポジティブに働く期待



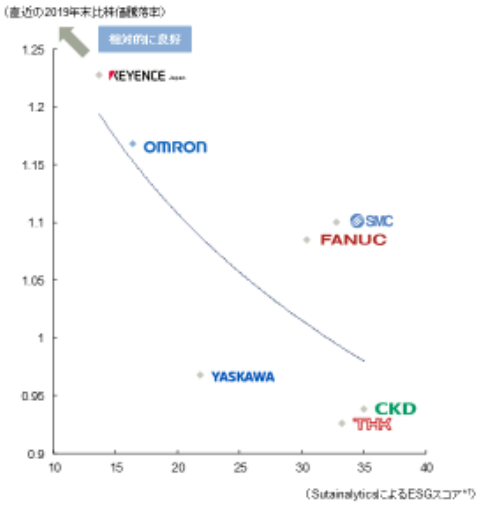
80 注：2016年1月1日の平均株価を100として、平均株価の推移を表示
出所：Bloomberg

SMBC日興証券

ESGスコア別株価推移①：FA関連企業

FA関連企業のESGスコアと株価推移を並べたところ、一定の相関があると思料します。
かかる相関は、企業業績および市場の不安定感が高まった新型コロナ発生以降、強まっている可能性があると考えます。

株価騰落率とESG Risk Rating



*1：小さい値ほど良好
出所：Sustainalytics, Bloomberg

本邦FA関連企業の株価推移とESGスコア*2

*2：Sustainalytics ESG Risk Rating

SMBC日興証券

ESGスコア別株価推移②：半導体・電子部品業界

COVID-19感染拡大後における株式市場全体の回復局面では、ESG評価の高い企業群の株価が相対的に力強い回復を見せています。足許のような先行きが不透明な情勢下においては、ESG関連の取り組みに対する市場の関心が高まりやすい傾向にあり、株価の下支えとなり得ると推察致します。

Tier別平均株価推移（2020年9月4日を終点とする直近2年間）

各社のESGスコア、株価及びPER騰落率

Tier	企業名	株価騰落率	PER (2020/9/4)	PER騰落率
Tier 1	TDK	(8.4%)	20.7x	11.1%
	TEL	50.5%	20.5x	81.2%
	ADVANTEST	86.0%	22.1x	44.7%
	SEMCO	(15.4%)	22.3x	18.9%
	muRata	3.7%	25.1x	31.3%
	IBIDEN	127.5%	28.7x	63.4%
平均値		40.7%	23.2x	41.8%
Tier 2	DELTA	52.5%	19.3x	(3.3%)
	HOYA HOYA/HTK	(37.3%)	16.0x	40.7%
	ALPS ALPINE	(50.9%)	65.9x	353.0%
	TAIYO YUDEN	(8.5%)	17.4x	(5.5%)
	YAGEO	(44.4%)	12.2x	104.4%
	Nidec	11.7%	48.6x	67.0%
平均値		(12.8%)	29.9x	92.7%
Tier 3	nichicon	(35.5%)	28.6x	72.5%
	SHINKO ELECTRIC	(18.5%)	45.4x	228.1%
	ROHM	(29.6%)	44.4x	119.0%
	MURATA MFG	(56.3%)	NM	(316.5%)
	RENESAS	(15.6%)	42.9x	111.0%
	SHINKO	59.3%	22.6x	1.9%
平均値		(16.1%)	27.0x	36.0%

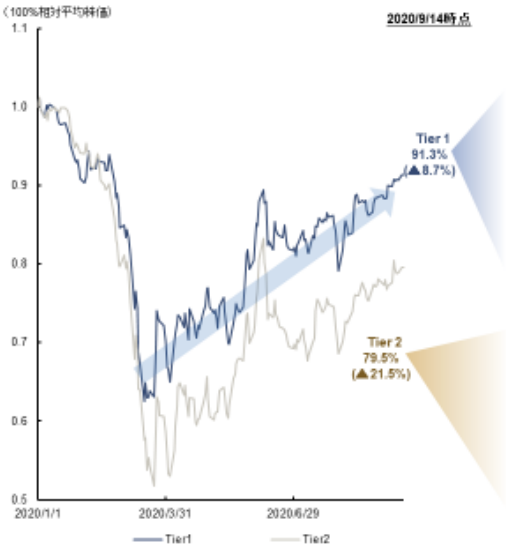
注：半導体・電子部品業界に属する企業15社を、各種ESGに係る評価・点数等総合的に勘案してTier1～3まで5社ずつに分類し分析
2018年9月4日終値を基準として100指数化した各社の株価を用いて、Tier別に平均株価を算出
PERはCapital IQ公表のアナリストコンセンサス予想(FY+1)を用いて算出
出所：Capital IQ, Bloomberg

SMBC日興証券

ESGスコア別株価推移③：自動車業界

MSCIのスコアにおいて、"Average"以上に分類されるスコアを有する企業(Tier1)と"Laggard"に分類されるスコアを有する企業(Tier2)を比較し、Tier1に属する企業の方がCOVID-19の影響からの株価の回復が早いことが確認されています。

Tier別平均株価推移



各社のESGスコア、株価及びPER騰落率

Tier	企業名	株価騰落率	MSCIスコア	Bloomberg透明性スコア（情報開示量を示すスコア）
Tier 1	トヨタ	▲8.6%	BBB	53.3
	BMW	▲13.0%	A	63.6
	ダイムラー	+0.2%	BBB	57.9
	本田技研	▲13.1%	A	47.5
平均値		▲8.7%	-	55.6
Tier 2	フォード	▲23.4%	B	68.6
	GM	▲14.8%	CCC（最低位）	62.4
	日産	▲35.5%	CCC（最低位）	50.8
	VW	▲8.1%	CCC（最低位）	63.6
平均値		▲20.5%	-	61.4

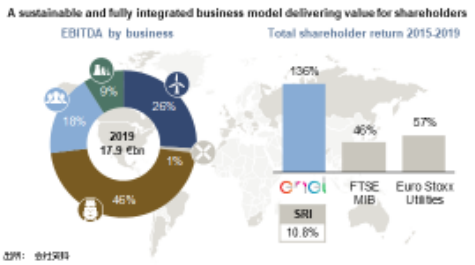
注： 自動車セクターに属する企業8社を、MSCIスコア格差表してTier1とTier2に分類し分析。Teslaは投機的資金が流入しているため、計算対象外とした。
2020年1月1日株価を基準として100%換算した各社の株価を用いて、Tier別に平均株価を算出
※Bloombergスコアは情報開示規制の厳しい米国、欧州ではより低く出る傾向
出所： MSCI, Bloomberg

SMBC日興証券

伊Enel：サステナブル・ファイナンスの戦略的活用

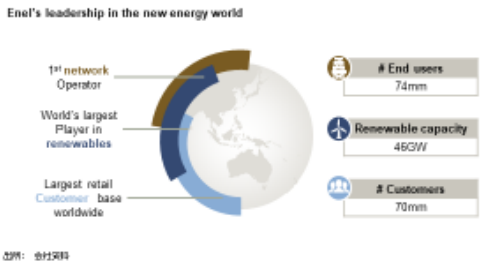
直近（2020年6月）の投資家説明資料（2020-22年戦略計画）の冒頭で、新エネルギー社会におけるEnelのリーダーシップを強調。そのことが、キャッシュフロー創出力、収益性ならびに株主還元の強化につながっていることを説明しています。

"持続可能かつ完全統合された事業モデルが株主に価値を届ける"



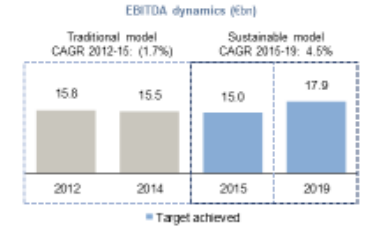
出所： 会社資料

"新エネルギー社会におけるEnelのリーダーシップ"



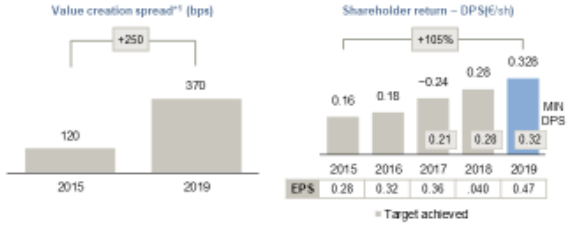
出所： 会社資料

"持続可能な事業モデルが成長と透明性改善に寄与"



注： CAGR＝年平均成長率（compound average growth rate）
出所： 会社資料

"収益性と株主還元の強化"



注： ROICと投下資本コスト（WACC）の加重平均値をとる
出所： 会社資料
注： DPS＝1株当たり配当
出所： 会社資料

SMBC日興証券

伊Enel：サステナブル・ファイナンス活用効果

伊EnelのESG関連の取組とESG債の取組について

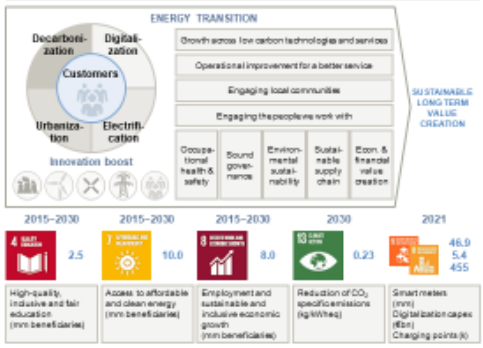
- グローバルに展開する電力・ガスオペレーターであるEnelグループは、2016年12月にSDGs目標を掲げ、その実現と紐づくグリーンボンドを2017年初に発行しました
- SDGs目標のアップデートとグリーンボンドおよびサステナビリティリンクボンドの発行を継続。株価も長期上昇基調を持続しています
  - グリーンボンドおよびサステナビリティボンドの発行によって、ポートフォリオ転換による事業リスク(クレジットリスク)改善をアピールできたことが、クレジット・デリバティブ市場→株式市場という経路で波及した側面があると思料します
    - 2016年以降のイタリア株式市場全体と比較すると、同国政治情勢ならびに米中貿易摩擦等グローバル経済の不安定感に左右される形で一進一退の動きとなっており、Enelグループはオーバーパフォームしております
    - グリーンボンド未発行企業として比較対象としたチェコのエネルギー大手CEZは、石炭事業の縮小が課題となっています。新たな収益源創出が不透明であること、石炭事業縮小に係るバランスシートリスクが、株価上昇の重石になっていると考えます
  - 2018年12月公表のIR資料では、2030年までの長期ESG計画を掲げるなど、持続可能な価値創造を、より広範かつ長期の時間軸で示しました

グリーンボンド非発行企業対比で極めて堅調な株価推移*1

年	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EV/EBITDA	6.39	6.76	7.28	7.63	8.52	9.53

*1: 2016年初の株価=1
出所: Bloomberg, Environmental FinanceDatabase

EnelのESGの柱(2018年12月)



出所: 会社資料

SMBC日興証券

伊Enel：サステナブル・ファイナンスの戦略的活用

同社は、事業戦略・財務戦略にサステナビリティ戦略を紐付して、事業転換を推進するだけでなく、グリーンボンド等のサステナブル・ファイナンスを戦略的に活用することを通じて、投資家をはじめとするステークホルダーに対し広く訴求を継続。結果として、同社の企業価値向上に大きく寄与しているものと推察されます。

サステナブル・ファイナンスの戦略的活用と中長期的な株価上昇の関係

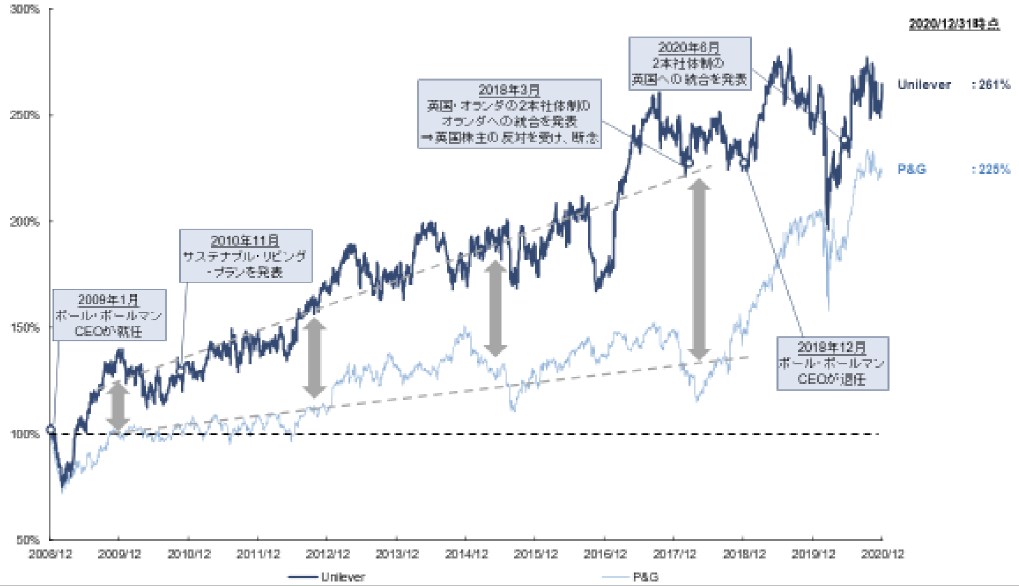
ビジネスモデルの転換	• 石炭火力に対する規制強化を受け、早期に石炭事業縮小し、再生可能エネルギー事業の強化を行ったことで、収益を安定的、継続的なものに変革 • 「市場全体として、再生可能エネルギー分野など、グリーンボンドと紐づけたアセットの増加が見込まれる」(Bloomberg, 2017年1月の起債時の評価)との指摘の通り、『ビジネスモデル転換による収益の安定化』『調達の安定化』『グリーンボンド・サステナビリティリンク債などを通じた市場への訴求』の三位一体での取り組みが継続している好例と評価される
経済的リターンを創出するESG取組み	• ESG課題に経済的価値を創出する形で事業戦略を展開する姿勢を明確にするとともに、注力する再生可能エネルギー分野においても、キャッシュフローと投資のバランスを明示した上で、取組みを推進 – 同社のエネルギー資源総生産量に占める石炭の割合は、2012年:30%強→2022年10%弱まで低下する可能性があるなど、長期株価推移と負の相関が強くなっている
ESG評価改善→クレジット市場評価改善	• 石炭事業エクスポージャーの縮減に早期に取り組んだと同時に、グリーンボンド等の継続的な発行等を通じてESG取り組みの先駆者としての評価を向上・確立したことが、ESGならびに(事業リスク・バランスシートリスクの低下などを通じた)クレジット市場での評価向上をもたらし、結果として株式市場の評価拡大につながったと考えられる – クレジット・デリバティブ(CDS)市場は、特に欧米では株価との連動性が高いため、株式投資家の注目度も高い

Enelグループの株価が中長期に上昇(=企業価値向上)したのは、①ビジネスモデルの早期転換を進めたことによる収益の安定化・継続化や収益創出につながる形でのESG改善への取組みがESGインテグレーションを推進する機関投資家に評価されたこと、②ESG改善が事業リスクの軽減ならびにバランスシートリスクの改善につながっていることから、クレジット市場での評価改善に波及したことが、大きな要因と推察。

SMBC日興証券

ユニリーバ：サステナブル経営の推進

ユニリーバは、2009年1月のポール・ポールマン前CEO就任以降、社会貢献と成長戦略の双方を実現させたサステナブル経営により、競合であるP&Gを大きく上回る株価推移となっております。



注：2008/12/31の各社株価終値を100%として指数化
出所：CapitalIQ、会社公表資料

SMBC日興証券

サステナブル・ファイナンス活用の効果（ボストン大学の研究結果）

ボストン大学ビジネススクールの調査は、グリーンボンド発行企業において、①株価へのアナウンス効果、②長期的企業価値及び事業業績の向上、③環境パフォーマンスの向上、④環境関連イノベーションの増加、⑤長期・グリーン投資家の保有割合向上が確認されたと結論付けています。

調査概要

論文出所	**Caroline Flammer** Associate Professor of Strategy and Innovation and a Dean's Research Scholar at Boston University
研究元	ボストン大学ビジネススクール（Questrom School of Business）
対象グリーンボンド	2013年1月から2017年12月に発行された事業債のグリーンボンド368案件のうち、上場企業発行の217案件

調査結果

結論	調査内容	結論詳細
①株価へのアナウンス効果	• 対象グリーンボンド（GB）の発行体の発行前後の株価を複数の期間で比較	✓ GB発行前日と公表日の株価の差が一番大きく、アナウンスメント効果が高いことが確認された
②長期的企業価値及び事業業績の向上	• GB発行体と類似の非GB発行体のトービンのQ（企業価値）*とROA（収益性）を比較	✓ GB発行体のトービンのQ及びROA何れも高く、1年（短期）及び2年（長期）の期間において増加しており、GBの対象事業が短期・長期の企業価値・収益性向上に寄与していると結論付けた
③環境パフォーマンスの向上	• GB発行体と類似の非GB発行体のサステナビリティスコア**及びCO2削減量を2年間の期間で比較	✓ GB発行体のサステナビリティスコアの向上と十分なCO2削減量が確認された、GB対象事業へのコミットからくる長期に渡る環境パフォーマンスの改善が裏付けられた
④環境関連イノベーションの増加	• 全特許数に対する環境関連特許の割合を比較	✓ 2年の期間で同割合が3.4%改善していることが確認された
⑤長期・グリーンボンド投資家の保有割合向上	• 2年の期間で①長期保有投資家と②グリーン投資家の割合を比較	✓ それぞれ1.5%、3.0%増加していることが確認された

注※：トービンのQとは株式市場で評価された企業の価値（株式時価総額と負債総額の合計）を資本の再取得価格（保有する資本を全て買い換えるために必要となる費用総額）で割ったもの。企業買収の有用性を図る指標であり、値が1以上だと市場で評価されている（割高）という意味
（負債の時価総額＋株式時価総額）÷資産の時価総額
注※※：トムソン・ロイターによるESGを考慮した格付け（ASSET4格付け）を使用

SMBC日興証券

【Appendix】

SMBC日興証券

2021年度本邦発行体によるSDGsファイナンス一覧①

国内・円建てグリーンボンド

SAおよび・または事務主幹事案件は濃い青でハイライト　共同主幹事案件は水色でハイライト

発行体	業態	条件決定日	年限	発行額(億円)	利率(%)	外部評価機関	資金使途	日興関与
三菱地所物流リート投資法人	REIT	2021/4/8	15Y	20	0.700	JCR	適格クライテリアを満たす特定資産の取得資金又は同取得資金のリファイナンスに充当	SA兼事務主幹事
大和ハウスリート投資法人	REIT	2021/4/9	10Y	40	0.500	Sustainalytics	グリーン適格資産の取得資金・リファイナンス・改修費用	事務主幹事
九州旅客鉄道	鉄道	2021/4/9	10Y	200	0.265	JCR	「新型車両・鉄道関連設備」、「社員研修センターの改築」等の施策	-
住宅金融支援機構	政府機関	2021/4/9	20Y	100	0.501	E&E/JCR	省エネ住宅対象の住宅ローン債権の買取代金	-
NTT都市開発リート投資法人	REIT	2021/4/20	3Y	32	0.060	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得に係る借入金の返済資金の一部	SA兼事務主幹事
			10Y	20	0.500			
日本ロジスティクスファンド投資法人	REIT	2021/4/20	10Y	20	0.490	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得に係る借入金の返済資金の一部	SA兼事務主幹事
積水ハウス・リート投資法人	REIT	2021/5/13	10Y	20	0.460	JCR	グリーン適格資産の取得に要した借入金の返済資金に充当	共同主幹事
安川電機	電気機器	2021/5/14	5Y	100	0.130	R&I	安川テクノロジーセンターの建設	-
住宅金融支援機構	政府機関	2021/5/14	15Y	200	0.342	E&E/JCR	省エネ住宅対象の住宅ローン債権の買取代金	-
			20Y	100	0.491			
日本プロロジスリート投資法人	REIT	2021/5/19	10Y	70	0.470	Sustainalytics	グリーンビルディングの取得に要した有利子負債の返済	共同主幹事
			15Y	50	0.730			
SCSK	情報・通信業	2021/6/1	5Y	50	0.140	Sustainalytics	適格クライテリアを満たすデータセンターの建設、改修、取得及び運営にかかるファイナンス及びリファイナンスへの充当	共同主幹事
九州電力	電力	2021/6/4	10Y	150	0.310	DNV/R&I	水力発電事業(新竹田発電所、輪丸発電所)および地熱発電事業(大岳発電所)	-
オリックス	その他金融業	2021/6/8	7Y	100	0.210	Sustainalytics	再生可能エネルギー、クリーン輸送、グリーンビルディングに係る費用	共同主幹事
				200	0.210			
西武HD	陸運	2021/6/9	5Y	100	0.180	JCR	新型省エネ車両導入の費用	共同主幹事
日本都市ファンド投資法人	REIT	2021/6/15	10Y	85	0.450	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得に係る借入金の返済資金の一部に充当	共同主幹事
オリックス不動産投資法人	REIT	2021/6/25	10Y	30	0.450	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得に係る借入金の返済資金の一部に充当	共同主幹事
コンフォリア・レジデンシャル投資法人	REIT	2021/6/30	10Y	30	0.460	Sustainalytics	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得に係る借入金の返済資金の一部に充当	共同主幹事
中部電力	電力	2021/7/9	10Y	100	0.300	DNV	水力・バイオマス・風力・太陽光・地熱の再生可能エネルギーの開発、建設、運営、改修に関する事業	SA兼事務主幹事
住宅金融支援機構	政府機関	2021/7/9	15Y	100	0.294	E&E/JCR	省エネ住宅対象の住宅ローン債権の買取代金	共同主幹事
		2021/7/9	20Y	100	0.443			

注：　2021年5月30日時点、SAおよび事務主幹事案件は濃い青でハイライト、共同主幹事案件は水色でハイライト
出所：　Bloomberg, Climate Bond Initiative, 発行体HP

89　SMBC日興証券

2021年度本邦発行体によるSDGsファイナンス一覧②

国内・円建てグリーンボンド

SAおよび・または事務主幹事案件は濃い青でハイライト　共同主幹事案件は水色でハイライト

発行体	業種	条件決定日	年限	発行額(億円)	利率(%)	外部評価機関	資金使途	日興関与
森ヒルズリート投資法人	REIT	2021/7/14	10Y	18	0.420	Sustainalytics	「虎ノ門ヒルズ森タワー」の取得資金およびその取得費用の一部に充当	-
Zホールディングス	情報・通信業	2021/7/20	7Y	200	0.460	Sustainalytics	データセンター、再生可能エネルギー	共同主幹事
日本リート投資法人	REIT	2021/7/30	10Y	20	0.670	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得および借入金の返済資金の一部に充当	共同主幹事
川崎市	自治体	2021/8/6	5Y	50	0.005	JCR	橘処理センター整備事業、本庁舎等建替、環境配慮技術導入事業、五反田川放水路整備事業	共同主幹事
住宅金融支援機構	政府機関	2021/8/6	15Y	100	0.269	E&E/JCR	省エネ住宅対象の住宅ローン債権の買取代金	共同主幹事
星野リゾート・リート投資法人	REIT	2021/8/20	10Y	13	1.000	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得および借入金の返済資金の一部に充当	SA兼事務主幹事
三菱重工業	機械メーカー	2021/8/26	5Y	150	0.090	Sustainalytics	再生可能エネルギー／クリーンエネルギー事業への支出およびリファイナンス	共同主幹事
東京電力リニューアブルパワー	電力	2021/9/3	3Y	300	0.180	DNV	再生可能エネルギー(水力・風力・太陽光・地熱)の開発、建設、運営、改修に関する事業への新規投資および既存投資のリファイナンス	SA兼事務主幹事
日本アコモデーションファンド投資法人	REIT	2021/9/9	8Y	10	0.320	JCR	グリーン適格資産である芝浦アイランドエアタワーの取得に要した借入金(その後の借換えによる借入金を含む)の返済資金	単独主幹事
トーセイ・リート投資法人	REIT	2021/9/10	10Y	10	0.850	JCR	適格クライテリアを満たすグリーンビルディングである新横浜センタービルの新規取得に要した2021年11月30日に返済期限が到来する借入金の期限前返済資金	共同主幹事
中央日本土地建物グループ	不動産業	2021/9/15	5Y	50	0.290	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得、改修工事、省エネルギー設備更新および再生可能エネルギー設備の取得	-
グローバル・ワン不動産投資法人	REIT	2021/9/17	5Y	20	0.250	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得に係る借入金の返済資金の一部に充当	共同主幹事

注：　2021年9月30日時点。SAおよび事務主幹事案件は濃い青でハイライト、共同主幹事案件は水色でハイライト
出所：　Bloomberg, Climate Bond Initiative, 発行体HP

SMBC日興証券

2021年度本邦発行体によるSDGsファイナンス一覧③

国内・円建てソーシャルボンド

SAおよび・または事務主幹事案件は濃い青でハイライト　共同主幹事案件は水色でハイライト

発行体	業種	条件決定日	年限	発行額(億円)	利率(%)	外部評価機関	資金使途	日興関与
東日本高速道路	政府機関	2021/4/16	5Y	200	0.050	R&I	高速道路の整備及び修繕(巨大地震や気象災害へのリスク軽減、交通安全の確保、交通渋滞の緩和及びインフラの老朽化対策のため)	-
			7Y	200	0.130			-
			10Y	600	0.230			共同主幹事
日本学生支援機構	政府機関	2021/5/21	2Y	300	0.001	Vigeo Eiris	第二種奨学金の在学中資金	-
ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人	REIT	2021/5/25	10Y	17	0.720	JCR	2021年6月1日付で取得予定のソーシャル適格資産である「リハビリホームグランダ神戸北野」の取得資金に充当する予定	事務主幹事
都市再生機構	政府機関	2021/6/4	20Y	100	0.491	R&I	「都市再生業務」及び「宅地造成等経過業務」	-
			40Y	150	0.886			
			50Y	50	0.997			
大阪府住宅供給公社	公社	2021/06/4	25Y	50	0.464	R&I	地方住宅供給公社法第21条に定められる事業の新規資金又は、借換資金	-
国際協力機構	政府機関	2021/06/23	10Y	100	0.125	日本総研	有償資金協力業務	共同主幹事
			20Y	100	0.457			
東京都	自治体	2021/06/25	5Y	300	0.005	R&I	①社会的に支援が必要な人々を対象とする事業であること、②明確な社会的便益(新たな便益の発生又は既存の便益の維持)が見込まれ、その効果を定量的に把握できる事であること、③地方財政法第5条各号その他の法令の規定により地方債を財源とすることができる事業であること――を満たす事業に充当	-
東日本高速道路	特殊会社	2021/07/9	1Y	200	0.001	R&I	高速道路の新設、改築、修繕又は災害復旧に要する資金	-
			5Y	300	0.050			共同主幹事
			7Y	200	0.090			-
			10Y	700	0.140			共同主幹事
西日本高速道路	特殊会社	2021/8/27	2Y	500	0.001%	R&I	高速道路の新設、改築、修繕又は災害復旧に要する資金	共同主幹事
		2021/8/27	5Y	1000	0.040%			
産業ファンド投資法人	REIT	2021/8/27	10Y	30	0.390%	JCR	医療施設、産業振興支援施設、データセンター、交通インフラ施設などソーシャルクライテリア適格となる物件の取得資金およびリファイナンス	SA兼事務主幹事
			15Y	20	0.680%			
都市再生機構	政府機関	2021/9/3	20Y	100	0.434%	R&I	「都市再生業務」及び「宅地造成等経過業務」	-
			30Y	100	0.724%			
			40Y	100	0.872%			
東京都住宅供給公社	公社	2021/9/10	10Y	90	0.210%	R&I	地方住宅供給公社法第21条に定められる事業の新規資金又は、借換資金	-
			20Y	40	0.524%			
			30Y	50	0.893%			
国際協力機構	政府機関	2021/9/16	10Y	100	0.110%	日本総研	有償資金協力業務	-
			20Y	100	0.439%			共同主幹事

注：　2021年9月30日時点。SAおよび事務主幹事案件は濃い青でハイライト、共同主幹事案件は水色でハイライト
出所：　Bloomberg, 発行体HP

SMBC日興証券

2021年度本邦発行体によるSDGsファイナンス一覧④

国内・円建てサステナビリティボンド

SAおよび・または事務主幹事案件は濃い青でハイライト　共同主幹事案件は水色でハイライト

発行体	業態	条件決定日	年限	発行額（億円）	利率（%）	外部評価機関	資金使途	日興関与
明治ホールディングス	食品	2021/4/16	5Y	100	0.050	JCR	①サステナブルカカオの調達②カカオ農家支援活動（メイジ・カカオ・サポート）③国内および海外における工場の省エネ可化・創エネ化④国内および海外におけるか水資源の確保・保護⑤環境に配慮した商品パッケージ（プラスチック・紙）への転換⑥乳幼児栄養への取り組みに係る設備投資・研究開発等（一般粉ミルクおよび特殊ミルク）⑦感染症対策に係る研究開発および設備投資	-
J.フロントリテイリング	小売業	2021/5/19	5Y	150	0.170	JCR	大丸心斎橋店本館淡谷パルコの建設 、再生可能エネルギー由来電力の購入 、LED化（照明への切り替え 、社用車の EV 化、神戸旧居留地の緑化 、女性の活躍推進へ取り組みのリファイナンス及び新規充出	-
鉄道建設・運輸施設整備支援機構	政府機関	2021/5/21	10Y	100	0.155	DNV（CBI認証）	環境負荷軽減に資する鉄道建設	共同主幹事
			15Y	100	0.337			
京阪ホールディングス	陸運業	2021/7/9	10Y	100	0.290	R&I	鉄道車両の省エネルギー化、環境配慮型建物、脱プラスチックの取り組み、鉄道関連インフラの維持・改修・更新による安全性および利便性向上、サステナブルな原料の調達・使用	SA兼事務主幹事
川崎重工業	自動車	2021/7/9	10Y	100	0.300	R&I	自動PCR検査ロボットシステム普及に関する事業、クリーン水素サプライチェーン構築に関する事業	共同主幹事
東京建物（リテール債）	不動産業	2021/7/13	7Y	100	0.290%	JCR	適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得および借入金の返済資金の一部に充当	-
芙蓉総合リース	金融業	2021/9/10	5Y	100	0.120%	JCR	太陽光発電所への出資資金のリファイナンス、グリーンビルディング認証取得済オフィスビルディング取得資金のリファイナンス、高齢者向け施設の取得資金のリファイナンス	共同主幹事
横浜冷凍	倉庫・運輸業	2021/9/17	37NC7	100	0.760%	JCR	適格クライテリアを満たすサステナビリティ適格資産の取得および借入金の返済資金の一部に充当	共同主幹事

注：　2021年9月30日時点。SAおよび事務主幹事案件は濃い青でハイライト、共同主幹事案件は水色でハイライト
出所：　Bloomberg、発行体HP

SMBC日興証券

2021年度本邦発行体によるSDGsファイナンス一覧⑤

国内・円建てサステナビリティ・リンク・ボンド

SAおよび・または事務主幹事案件は濃い青でハイライト　共同主幹事案件は水色でハイライト

発行体名	業態	条件決定日	年限	発行額（億円）	利率（%）	サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）	SPTs未達時の条件変化	日興関与
ANA HD	空運	2021/6/2	5Y	200	0.480	以下4項目のうち、2022年度末時点で3項目以上の達成 • Dow Jones Sustainability World Index 及び Asia Pacific Indexに選定 • FTSE4Good Indexに選定 • MSCIジャパンESGセレクトリーダーズ指数に選定 • CDP(Aー)以上の評価を取得	環境・社会にポジティブなインパクトを創出する法人・団体等へ、2024～2026年度の各年度において社債発行額(0.1%相当額(0.1%相当額)×3ヵ年)の寄付	SA兼事務主幹事
GLP投資法人	REIT	2021/9/17	7Y	60	0.284	高ランクの環境認証のいずれか一つ以上を取得している物件の保有割合をポートフォリオ全体の80%以上とする（延床面積ベース） • DBJ Green Building認証：5つ星、4つ星または3つ星 • CASBEE：S、AまたはB+ • BELS：5つ星、4つ星または3つ星 • LEED：Platinum、GoldまたはSilver	達成時：利率0.05%のクーポンステップダウン	-

国内・円建てトランジションボンド

発行体名	業態	条件決定日	年限	発行額（億円）	利率(%)	外部評価機関	ICMAハンドブックへの準拠有無	債券設計	資金使途	日興関与
日本郵船	海運	2021/7/21	5Y	100	0.260	DNV	有	資金使途限定	「NYKグループESGストーリー」に掲げた、エネルギー分野における事業タイムライン（ロードマップ）で予定する投資：洋上風力発電支援船、アンモニア燃料船、水素燃料電池搭載船、LNG燃料船、LNG燃料供給船、LPG燃料船、運航効率化と最適化	-
			7Y	100	0.380					共同主幹事

注：　2021年9月30日時点。SAおよび事務主幹事案件は濃い青でハイライト、共同主幹事案件は水色でハイライト
出所：　Bloomberg、発行体HP

SMBC日興証券

ESGエクイティ事例一覧

ESG性のあるエクイティ性ファイナンス事例には以下がございます。

ESG性のあるCB(転換社債型新株予約権付社債)

発行体	所在国	業種	発行日	年限	タイプ	通貨	発行額	利率(%)	外部レビュー機関	資金使途
住友林業	日本	建設	2018/09/27	5Y	グリーン	JPY	100億円	0.000	Vigeo Eiris	ニュージーランド山林資産の取得費用のリファイナンス

ESG性のある新株予約権

発行体	業種	発行日	タイプ	発行価格	オファリング総額	外部レビュー機関	資金使途
日本エアーテック	機械関連	2020/3/9	サステナビリティ	1株当たり5.6円	9.75億円	日本総研	省エネ型製品の新しい「部分新工場」設備資金、本社設備補修に係る資金、省エネ技術及び感染症対策製品の研究開発資金
ダイキアクシス	環境機器 住宅機器	2020/9/7	サステナビリティ	1株当たり2.78円	21.6億円	DNV GL	環境機器関連事業、住宅機器関連事業、再生可能エネルギー関連事業
ヤマシンフィルタ	機械関連	2020/9/9	サステナビリティ	1株当たり3.3円	116.11億円	日本総研	ナノファイバー関連設備及び研究開発、マスク製造設備、新工場の建設・新工場設備の設置、M&A及び資本・業務提携等の将来の戦略的投資(M&A待機資金は日本総研評価対象外)
ダイヤモンドエレクトリック	電気機器	2021/3/18	サステナビリティ	47.9円 3.1円	26.3億円	DNV GL	・使用する電力を再生可能エネルギーに切り替えることを目的とした太陽光発電設備への投資 ・災害発生時の対象エリア住宅への電力供給に係る標準的インフラ設備
朝日インテック	医療機器	2021/5/6	ソーシャル	1株当たり9.74円	388億円	日本総研	・戦略的変革に向けて医療機器メーカー、IT企業等4社の株式又は持分取得のための資金 ・研究開発体制の拡充のための設備投資資金 ・将来のM&A及び資本・業務提携等のための資金

ESG性のある公募増資

発行体	業種	条件決定日	タイプ	オファリング形態	発行価格	ディスカウント率	オファリング総額	外部レビュー機関	資金使途
タカラレーベン・インフラ投資法人	インフラREIT	2020/11/16	グリーン	国内オファリング(海外)	110,565円	2.50%	29.7億円	JCR	取得予定資産(太陽光発電設備)の取得資金及びリファイナンス、組み入れ物件の改修資金等
エネクス・インフラ投資法人	インフラREIT	2020/11/24	グリーン	グローバルオファリング(Reg.S)	88,452円	9.00%	227.6億円	JCR/DNV GL	特定太陽光発電所の取得費用の一部に充当
ジャパン・インフラファンド投資法人	インフラREIT	2020/12/22	グリーン	国内オファリング(海外)	89,892円	2.50%	53.1億円	R&I	太陽光発電設備等の取得資金等
日本プロロジスリート投資法人	REIT	2021/1/27	グリーン	グローバルオファリング	322,273円	2.50%	367.9億円	DNV GL	プロロジスパーク千葉ニュータウン、プロロジスパーク千葉1及びプロロジスパークつくば2の取得に要する借入れによる調達資金及び手元資金とともに、既存借入金の取得資金に充当する予定
学研HD	情報通信	2020/3/9	ソーシャル	一般募集	1364円	3.01%	19.4億円	DNV GL	サービス付き高齢者向け住宅や子育て支援施設の設立・運営等を行う当社連結子会社の株式会社学研ココファン・ホールディングスへの投融資資金及び当社の借入金の返済資金

ESG性のあるIPO

発行体	業種	上場日	タイプ	募集方法	発行価格	公募株式数	売出株式数	外部レビュー機関	資金使途
ポピンズホールディングス	ヘルスケア	2020/11/21	ソーシャル	一般募集	2,950円	110万株	215万株	日本総研	保育所の開設費用、保育所事業・在宅サービス事業及び全社共通の基幹システム整備費用
テスホールディングス	建設	2021/4/27	グリーン	一般募集	1,700円	793万株	427万株	日本総研	「メガソーラー発電所における発電事業」「木質バイオマス発電所における発電事業」「EFBペレット製造事業」

注：2021年4月16日時点。「外部レビュー機関」はエクイティファイナンスの第三者評価機関。
出所：Bloomberg, Climate Bond Initiative, 発行体HP

ご留意事項

本資料は、株式、債券その他の有価証券の引受け等またはM＆Aに関する助言もしくは媒介等に関し、お客様のために、お客様が内部で利用することを目的として、特定の案件の内容および実行可能性について、提案、分析、説明、検証等を行ったものです。本資料または本資料によるプレゼンテーションにより、お客様と弊社との間に何らの契約関係も生じさせるものではなく、また弊社がお客様その他本資料を入手した第三者に対し法的な責任や義務を負うものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成されていますが、明示、黙示に関わらず内容の正確性あるいは完全性について保証するものではありません。また、別段の表示のない限り、その作成時点において施行されている法令に基づき作成したものであり、将来、法令の解釈が変更されたり、制度の改正や新たな法令の施行等がなされる可能性もあります。さらに、本資料に記載の内容は、一般的な事項を記載したものであり、お客様を取り巻く内外すべての状況に適合してその効果等が発揮されるものではありません。また、市場の状況等によりその効果等が発揮されない場合もあります。このため、本資料に記載の内容に従って、お客様が実際に取引をされた場合や実務を遂行された場合、予定の資金調達が行えない、売却代金が希望した額に満たない等、その期待される効果等が得られないリスクまたは損害等を蒙るリスク等があります。

本資料および本資料に記載した諸条件はお客様の検討対象として提示しているものです。本資料および弊社がお客様に提供するその他の情報等に基づいて、お客様が弊社と取引を実行されようとする場合には、お客様と弊社との間で別途締結する最終的な契約書類に規定される諸条件によるものとし、所定の手数料、報酬や諸費用等(以下、これらを総称して「手数料等」といいます)をご負担いただく場合がございます。なお、当該手数料等の額又は計算方法については、お客様との協議により個別に決定させていただきますので、予め手数料等の金額やその計算方法を表示することはできません。実際の取引等をご検討の際には、個別の提案書等をご覧いただいた上で、具体的な実務動向や今後の制度改正および法解釈の動き、ならびに、お客様の個別の状況等に十分ご留意いただき、お客様の最終判断をもって行っていただきますようお願い申し上げます。また、弊社およびその関係会社、またはそれらの役職員は、本資料に記載されている有価証券その他の金融商品または対象企業について、現在または将来において、取引関係、利害関係またはポジションを有する可能性があります。その他、本資料に記載された税務・会計・法務等に係る事項については、所轄の税務署や、弁護士、公認会計士、税理士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断下さい。

本資料中に記載された特定のまたは一定範囲の価格、指標等は、作成の時点における仮の情報として記載したものであり、お客様が弊社と金融商品その他の取引をされようとする場合に用いられる価格、指標等を表すものではありません。また、かかる価格、指標等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さいますようお願い申し上げます。

弊社は、弊社と取引をいただくお客様の本人確認を行うため、一定の情報の取得、照合および記録を義務付けられています。従いまして、貴社および／またはご担当者の正式名称、氏名、住所等の情報を始めとして、本人確認のために登記簿謄本その他の各種書類または証明書をご提出いただくことがあります。

また、弊社と、SMBCグループ各社は別法人であり、弊社が提供する本資料はSMBCグループ各社が提供するものではありません。お客様と弊社との間において、本資料において弊社がご提案する取引等が成立するか否かは、お客様とSMBCグループ各社の間のお取引に何ら影響を与えるものではありません。

なお、「SMBCグループ各社」とは、弊社の親会社である株式会社三井住友フィナンシャルグループ、弊社の親金融機関等(金融商品取引法第36条第4項に規定される者及び銀行法第13条の3の2第2項に規定される者をいいます)、弊社の子金融機関等(金融商品取引法第36条第5項に規定される者及び銀行法第13条の3の2第3項に規定される者をいいます)、および財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則上の関係会社をいいます。

本資料は、提供されましたお客様限りでご利用下さい。本資料のいかなる部分についても一切の権利は弊社に帰属しており、電子的もしくは機械的にまたはその他の方法を問わず、本資料の全部または一部を、無断で引用、複製または転送等により使用しないようお願いします。

商号等：SMBC日興証券株式会社　金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第2251号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

５．第３回 ESG 投資研究会

顧客配布資料

広告等審査済

資料２

PASSION FOR THE BEST

公益法人によるSDGs債への投資と投資表明事例について

2021年12月

大和証券株式会社
債券営業部
法人マーケティング課

Daiwa Securities

はじめにお読みください

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを
目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断で
なさいますようにお願い申し上げます。

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から
取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、
その正確性、完全性を保証するものではありません。

また、本資料に記載された意見や予測等は、
資料作成時点の当社の判断であり、
今後予告なしに変更されることがあります。

Daiwa Securities

SDGs債に関して

Daiwa Securities

SDGs債に関して

グリーンボンド

■地球温暖化をはじめとする環境問題の解決に資するグリーンプロジェクトに要する資金調達

ソーシャルボンド

■衛生・福祉・教育などの社会課題の解決に資するソーシャルプロジェクトに要する資金調達

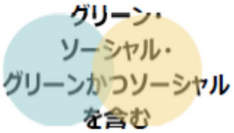
サステナビリティボンド

■グリーン及びソーシャル双方のプロジェクトに要する資金調達

①単一使途

②複数使途

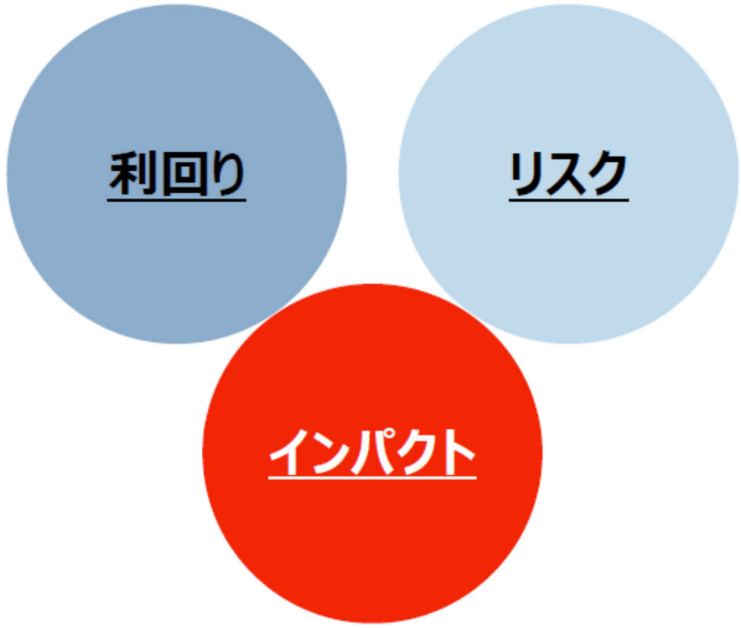
③複数使途



Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申しあげます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

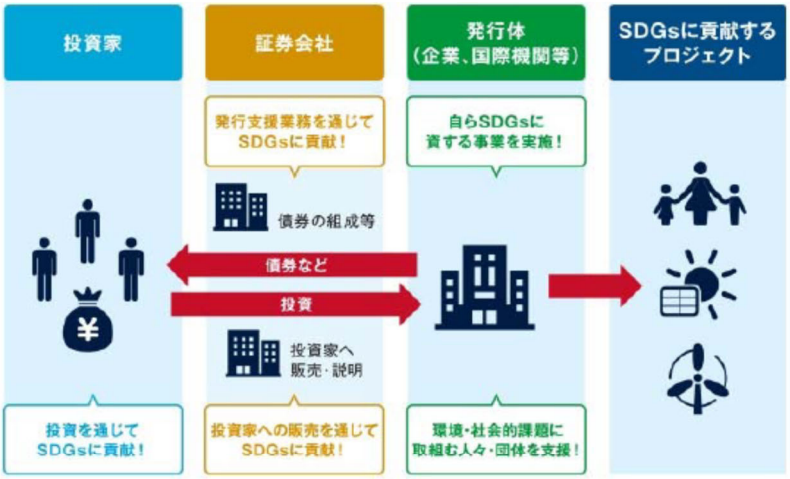
環境・社会へのインパクト＝投資意義



出所：大和証券

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資表明とは



投資表明

- SDGs債への投資を通じて、環境改善・社会貢献に賛同することを公表
- 多くの投資家が、SDGs/ESGを重視する傾向から投資表明を積極的に実施

出所：日本証券業協会の資料から大和証券作成

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

政府系機関とSDGs債

政府系機関の債券発行

- 政府関係機関(**財投機関**等)の多くが債券の発行により資金調達を行っています
- 調達した資金は、インフラ整備の加速、開発途上国への援助、災害復興支援をはじめ、国策に沿った公共性・公益性の高い事業に充当されています
- SDGs債として発行している発行体もあり、地方公共団体や学校法人・財団法人など高い安全性と公益性を求める投資家の購入事例が増加しています

鉄道建設・運輸施設整備支援機構（鉄道・運輸機構）

- **鉄道建設、海上輸送など、運輸施設の整備を促進するための助成などを支援**
- 財投機関債の発行により、都市鉄道建設等の資金を調達
  （事業例）相鉄-JR/東急直通のための連絡線新設事業、新幹線等の建設事業、船舶の共有建造事業
- 2017年11月、2018年2月にグリーンボンドを発行、2019年5月よりサステナビリティボンドを発行

住宅金融支援機構

- **民間金融機関と提携して、住宅ローンの提供等を実施する組織。**
- 財投機関債（MBS/SB）の発行により、民間金融機関からの住宅ローン【フラット35】を買い取る為の資金を調達。
- （事業例）民間金融機関が融資した住宅ローンの買い取りを主な業務とする
- 2019年1月以降、債券の一部をグリーンボンドとして発行

高速道路会社

- **東日本高速道路、阪神高速道路、西日本高速道路**がソーシャルボンドを発行
- 各事業エリアの高速道路の管理運営・建設事業、サービスエリア事業、高速道路関連ビジネスを行う
- 東日本高速道路は2019年7月より、阪神高速道路は2019年10月より、西日本高速道路は2021年8月よりソーシャルボンドを発行

国際協力機構（JICA）

- **日本の政府開発援助（ODA）を一元的に担い、開発途上国への国際協力を実施**
- 財投機関債の発行により、円借款で**ODAを行う為の原資を調達**
  （事業例）インドでの都市鉄道建設事業、タイでの国際空港建設事業、エチオピアでの女性企業家支援事業
- 2016年9月よりソーシャルボンドを発行

財投機関債の発行条件の例

直近の財投機関債の利率（一部抜粋）

年限	銘柄	条件決定日	スプレッド※	利率
5年	鉄道・運輸機構 サステナビリティボンド	2021/8/20	—	0.005%
10年	国際協力機構 ソーシャルボンド	2021/9/16	国債+6.0bp	0.110%
20年	都市再生機構 ソーシャルボンド	2021/9/3	国債+2.0bp	0.434%
30年	都市再生機構 ソーシャルボンド	2021/9/3	国債+8.0bp	0.724%

※スプレッドは同一年限の日本国債複利利回り（カーブ）との比較（1bp＝0.01%）、上記はすべて円建ての発行

※発行条件の例にはSDGs債以外を含む

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

直近のSDGs債発行事例

条件決定日	回号	銘柄	年限(年)	利 率	償還日	発行単価(円)	発行額(億円)	R&I	JCR
21/09/03	1	東京電力リニューアブルパワー	3	0.180%	2024/09/09	100.000	300	A-	A
21/09/03	173	都市再生機構	20	0.434%	2041/09/20	100.000	100	AA+	
21/09/03	174	都市再生機構	30	0.724%	2051/06/20	100.000	100	AA+	
21/09/03	175	都市再生機構	40	0.872%	2061/03/18	100.000	100	AA+	
21/09/09	5	日本アコモデーションファンド投資法人	8	0.320%	2029/09/28	100.000	10	AA-	
21/09/10	2	住宅金融支援機構	12	0.086%	2033/09/27	100.000	300		
21/09/10	43	東京都住宅供給公社	30	0.893%	2051/06/20	100.000	50	AA	
21/09/10	42	東京都住宅供給公社	20	0.524%	2041/09/20	100.000	40	AA	
21/09/10	41	東京都住宅供給公社	10	0.210%	2031/09/22	100.000	90	AA	
21/09/16	61	国際協力機構	10	0.110%	2031/09/27	100.000	100	AA+	
21/09/16	62	国際協力機構	20	0.439%	2041/09/27	100.000	100	AA+	
21/09/17	1	横浜冷凍	37	（当初7年）0.760%	2058/09/27	100.000	100		BBB
21/09/17	18	ＧＬＰ投資法人	7	0.284%	2028/09/28	100.000	60		AA
21/09/17	14	グローバル・ワン不動産投資法人	5	0.250%	2026/09/25	100.000	20		AA-
21/10/01	25	阪神高速道路	4	0.030%	2026/03/19	100.000	100	AA+	
21/10/05	26	東急不動産ホールディングス	10	0.300%	2031/10/10	100.000	100		A
21/10/06	1	北九州市	5	0.050%	2026/10/28	100.000	5		
21/10/08	331	住宅金融支援機構	20	0.482%	2041/10/18	100.000	150	AA+	
21/10/08	52	東京地下鉄	10	0.205%	2031/10/14	100.000	100	AA	AAA
21/10/08	62	西日本高速道路	5	0.040%	2026/09/18	100.000	800	AA+	AAA
21/10/08	3	国際石油開発帝石	10	0.250%	2031/10/15	100.000	100	AA-	
21/10/13	1	栄研化学	5	0.430%	2026/10/19	100.000	30		BBB+
21/10/14	11	三井住友トラスト・パナソニックファイナンス	5	0.150%	2026/10/21	100.000	50	A	A+
21/10/15	5	東京都	30	0.740%	2051/09/20	100.000	150		
21/10/15	5	東京都	5	0.001%	2026/09/18	100.000	150		
21/10/15	27	味の素	7	0.130%	2028/10/20	100.000	100	AA	
21/10/15	7	住友三井オートサービス	5	0.140%	2026/10/22	100.000	100	A	AA-
21/10/19	35	アドバンス・レジデンス投資法人	15	0.660%	2036/10/24	100.000	16		AA
21/10/19	34	アドバンス・レジデンス投資法人	10	0.400%	2031/10/24	100.000	10		AA
21/10/21	7	フロンティア不動産投資法人	15	0.660%	2036/10/29	100.000	10		AA
21/10/21	6	フロンティア不動産投資法人	10	0.400%	2031/10/29	100.000	15		AA
21/10/21	22	ユナイテッド・アーバン投資法人	10	0.400%	2031/10/28	100.000	35		AA
21/10/22	22	ＮＴＴファイナンス	10	0.270%	2031/09/19	100.000	1,000		AAA
21/10/22	21	ＮＴＴファイナンス	5	0.100%	2026/09/18	100.000	1,000		AAA
21/10/22	20	ＮＴＴファイナンス	3	0.001%	2024/10/28	100.003	1,000		AAA
21/10/22	65	日本学生支援機構	2	0.001%	2023/11/20	100.002	300	AA+	AAA
21/10/22	27	日立造船	5	0.430%	2026/10/28	100.000	100		BBB+

出所：各種データより大和証券作成

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

財団・社団法人の投資表明について

Daiwa Securities

財団・社団法人の投資表明について①

- 社会的意義のある投資を公表する団体は増加傾向にあり、地方債・財投機関債などの公共債に取り組む団体が比較的多いです
- プレスリリースを通じ、社会問題への貢献・解決に取り組んでいることを積極的に発信している例も見られます
- 発行体のホームページ上にも財団名が掲載され、団体としての取組みのPRにつながります
- 投資表明はしていないながらも、SDGs債（ソーシャルボンド、グリーンボンド、サステナビリティボンド）を購入する団体も多数存在します

投資家	投資表明案件
一般財団法人　大阪府タウン管理財団	➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路
一般財団法人　簡易保険加入者協会	➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構 ➢東京メトロ ➢住宅機構
公益財団法人　日本産業廃棄物処理振興センター	➢鉄道・運輸機構 ➢東京都 ➢東京メトロ
一般社団法人　日本貨物検数協会	➢日本郵船 ➢商船三井
公益財団法人　日本証券業協会	➢JICA ➢学生支援機構
一般財団法人　東京港湾福利厚生協会	➢東京都
公益社団法人　新潟県私学振興会	➢リコーリース ➢都市再生機構機構
一般財団法人　ダム協会	➢東京都
公益財団法人　自動車リサイクル促進センター	➢東京都 ➢JICA ➢鉄道・運輸機構 ➢住宅機構 ➢東日本高速道路 ➢長野県 ➢神奈川県 ➢東京都 ➢川崎市 ➢北九州市

投資家	投資表明案件
一般財団法人　海外邦人医療基金	➢東京都
公益財団法人　日本食肉消費総合センター	➢東京都
一般財団法人　九州環境管理協会	➢学生支援機構
一般財団法人　住宅改良開発公社	➢東京建物劣後 ➢東京大学 ➢森ビル劣後 ➢東急不動産劣後 ➢住宅機構
公益財団法人　国際環境技術移転センター	➢鉄道・運輸機構 ➢JICA
一般財団法人　産業経理協会	➢鉄道・運輸機構
公益財団法人　東京エムオウユウ事務局	➢鉄道・運輸機構
一般財団法人　日本不動産研究所	➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路 ➢東京メトロ ➢東京都
一般財団法人　山岡記念文化財団	➢鉄道・運輸機構
公益財団法人　鉄道弘済会	➢日本リテールファンド投資法人 ➢積水ハウス・リート投資法人 ➢伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人 ➢野村不動産マスターファンド投資法人 ➢ケネディクスオフィスリート投資法人 ➢アクティビア・プロパティーズ投資法人

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

財団・社団法人の投資表明について②

投資家	投資表明案件
公益財団法人 長崎県看護協会	➢JICA
公益財団法人 尼崎健康医療財団	➢商船三井
一般財団法人 建設物価調査会	➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構 ➢水資源機構 ➢JR東日本 ➢阪神高速道路 ➢東京都 ➢➢川崎市 ➢東京メトロ
公益財団法人 神奈川県学校給食会	➢東日本高速道路
公益財団法人 自転車駐車場整備センター	➢東日本高速道路
公益財団法人 福島県文化振興財団	➢東京都
公益財団法人 沖縄県地域振興協会	➢東京都
公益財団法人 教育資金融資保証基金	➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構 ➢住宅機構 ➢東京メトロ ➢長野県
公益財団法人 山口きらめき財団	➢名古鉄行劣後
公益財団法人 東京都農林水産振興財団	➢東日本高速道路
公益財団法人 日本財団	➢東日本高速道路 ➢阪神高速 ➢水資源機構
公益財団法人 佐藤陽国際奨学財団	➢JR東日本
一般財団法人 日本鉄道電気技術協会	➢JR東日本
一般財団法人 省エネルギーセンター	➢東北電力
一般財団法人 日本特許情報機構	➢東北電力 ➢JR東日本 ➢東日本高速道路
公益財団法人 福島県総合社会福祉基金	➢鉄道・運輸機構
一般財団法人 山形県教職員互助会	➢鉄道・運輸機構
一般財団法人 ＦＡ財団	➢鹿島建設
一般財団法人 救急振興財団	➢JICA ➢東日本高速道路
公益財団法人 岩手県市町村振興協会	➢鉄道・運輸機構
公益財団法人 愛知県私学退職基金財団	➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構 ➢都市再生機構
公益財団法人 青森県市町村振興協会	➢東日本高速道路
一般社団法人 如水会	➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路 ➢JICA
公益財団法人 日本船員雇用促進センター	➢鉄道・運輸施設 ➢東日本高速道路
一般財団法人 郵政福祉	➢アクティビア・プロパティーズ投資法人 ➢日本プライムリアルティ投資法人 ➢大和ハウスリート投資法人 ➢NTT都市開発リート投資法人 ➢日本ロジスティクスファンド投資法人 ➢積水ハウス・リート投資法人 ➢日本都市ファンド投資法人 ➢コンフォリア・レジデンシャル投資法人 ➢日本リート投資法人 ➢グローバル・ワン不動産投資法人 ➢ユナイテッド・アーバン投資法人 ➢大和ハウスリート投資法人 ➢CREロジスティクスファンド投資法人

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

財団・社団法人の投資表明について③

投資家	投資表明案件
一般社団法人 日本自動車連盟	➢NTTファイナンス
一般財団法人 自治体衛星通信機構	➢東北電力
一般社団法人 全日本冠婚葬祭互助協会	➢東北電力 ➢JR東日本 ➢電源開発 ➢JR九州 ➢東日本高速道路 ➢国際石油開発帝石
一般財団法人 大阪府教職員互助組合	➢東北電力
公益財団法人 東京都防災・建築まちづくりセンター	➢東京住宅供給公社 ➢東京都
公益財団法人 日本人事試験研究センター	➢東京住宅供給公社
公益財団法人 長野県市町村振興協会	➢長野県
公益財団法人 岡山県スポーツ協会	➢中國銀行劣後
一般財団法人 津山慈風会	➢中國銀行劣後
公益財団法人 放送文化基金	➢東京大学
公益財団法人 山田科学振興財団	➢東京大学
一般財団法人 石油エネルギー技術センター	➢森ビル劣後
一般財団法人 日本建築センター	➢森ビル劣後
公益財団法人 名古屋市中小企業共済会	➢東京都
公益財団法人 日本生命財団	➢東京都
公益財団法人 住宅リフォーム・紛争処理支援センター	➢東京都
一般社団法人 かながわ土地建物保全協会	➢神奈川県
一般財団法人 神奈川県厚生福利振興会	➢神奈川県
一般財団法人 シルクセンター国際貿易観光会館	➢神奈川県
一般財団法人 横浜総合医学振興財団	➢神奈川県
一般財団法人 神奈川県教育会館	➢神奈川県
公益財団法人 宮ケ瀬ダム周辺振興財団	➢神奈川県
一般財団法人 福岡県退職教職員協会	➢東日本高速道路 ➢JICA ➢鉄道・運輸機構
一般財団法人 かながわ水・エネルギーサービス	➢東日本高速道路
公益財団法人 東京都区市町村振興協会	➢東日本高速道路
公益財団法人 福岡県学校給食会	➢東日本高速道路
公益財団法人 SOMPO福祉財団	➢鉄道・運輸機構
一般財団法人 家電製品協会	➢水資源機構 ➢東日本高速道路
公益財団法人 大阪府漁業振興基金	➢都市再生機構 ➢JICA
一般社団法人 北海道全新聞販売従業員福利協会	➢東急不動産劣後
一般財団法人 日本環境衛生センター	➢JICA
公益財団法人 国際保険振興会	➢JICA ➢学生支援機構
公益財団法人 富山県市町村振興協会	➢住宅機構
一般財団法人 福井県教職員互助会	➢住宅機構 ➢東京都
公益財団法人 自動車リサイクル高度化財団	➢東日本高速道路
公益財団法人 足立区生涯学習振興公社	➢東日本高速道路
公益財団法人 東京市町村自治調査会	➢東日本高速道路
一般社団法人 岩手県農業団体共済会	➢カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人
公益財団法人 岩手県私学振興会	➢カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人
公益財団法人 島根県環境保健公社	➢住宅機構
公益財団法人 小佐野記念財団	➢鉄道・運輸機構
一般財団法人 岩手県市町村職員健康福利機構	➢都市再生機構
公益社団法人 日本観光振興協会	➢東京都

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

財団・社団法人の投資表明について④

投資家	投資表明案件	投資家	投資表明案件
一般財団法人 愛知県公立高等学校教職員退職互助会	➢Zホールディングス	一般社団法人 大阪大学後援会	➢東京都
公益財団法人 川崎市老人クラブ連合会	➢川崎市	一般社団法人 全国自治協会	➢東京都
公益財団法人 相模原市スポーツ協会	➢川崎市	一般財団法人 和歌山環境保全公社	➢東京都
一般財団法人 繊貿会館	➢川崎市	一般社団法人 日本貿易会	➢東京都
公益財団法人 大和市スポーツ・よか・みどり財団	➢川崎市	公益財団法人 鹿児島県林業担い手育成基金	➢東京都
公益財団法人 中央果実協会	➢都市再生機構	公益財団法人 埼玉県暴力追放・薬物乱用防止センター	➢東京都
一般財団法人 福岡県教職員互助会	➢都市再生機構	公益財団法人 しまね農業振興公社	➢東京都
公益財団法人 横浜市国際交流協会	➢JICA	公益財団法人 鳥取県林業担い手育成財団	➢東京都
一般財団法人 あんしん財団	➢東京メトロ	公益財団法人 広島県私立幼稚園連盟	➢東京都
一般社団法人 日本海事検定協会	➢東京メトロ	一般社団法人 電気通信共済会	➢NTTファイナンス
一般財団法人 さいたま市土地区画整理協会	➢長野県	公益財団法人 東京都都市づくり公社	➢NTTファイナンス
一般社団法人 富山県私学退職金社団	➢長野県	公益財団法人 市川国際奨学財団	➢東日本高速道路
一般社団法人 長野県医師会	➢長野県	公益財団法人 全国米麦改良協会	➢東日本高速道路
公益財団法人 長野県学校給食会	➢長野県	公益財団法人 新潟市開発公社	➢東日本高速道路
公益社団法人 長野県看護協会	➢長野県	一般社団法人 姫路市医師会	➢東日本高速道路
公益社団法人 長野県私学教育協会	➢長野県	公益財団法人 船橋市福祉サービス公社	➢東日本高速道路
公益財団法人 長野県スポーツ協会	➢長野県	公益財団法人 青森学術文化振興財団	➢東日本高速道路 ➢住宅機構
公益財団法人 大阪コミュニティ財団	➢東京都		
一般財団法人 北九州市教職員互助会	➢北九州市	公益財団法人 愛知県教育・スポーツ振興財団	➢JICA
一般社団法人 全日本冠婚葬祭互助協会	➢北九州市	公益財団法人 科学技術交流財団	➢JICA
公益財団法人 北九州観光コンベンション協会	➢北九州市	公益財団法人 徳島県福祉基金	➢JICA
公益財団法人 北九州市身体障害者福祉協会	➢北九州市	公益財団法人 名古屋市教育スポーツ協会	➢JICA
公益財団法人 ニピキ育英会	➢北九州市	公益財団法人 いわて産業振興センター	➢住宅機構
		一般財団法人 コージェネレーション・エネルギー高度利用センター	➢東京都

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資表明事例

公益財団法人東京都農林水産振興財団による投資表明(2020年1月)

資金運用における投資表明について

印刷ページ表示　大きな文字で印刷ページ表示　更新日：2020年1月31日

公益財団法人東京都農林水産振興財団は、都市と調和する農林水産業の振興、うるおいと活力ある都民生活の向上、感性豊かな次世代の育成に寄与することを目的に設立されました。当財団では、東京の農林水産業の振興、農地や森林の保全、緑化推進など公益性の高い事業を実施しているほか、環境配慮の取組、普及啓発活動等を通じて、自然環境の保全や都民生活の向上に努めています。加えて、企業・団体等が行う社会貢献（CSR※1）の取組も支援しています。

※1　ＣＳＲとは、企業等が利潤を追求するだけでなく、組織活動が社会へ与える影響に責任をもち、顧客、株主、消費者など利害関係者の存在を考慮し、法令遵守、環境への配慮、地域社会との共存・貢献などを企業活動に取り入れ、持続可能な社会を築いていくために社会的責任を果たすこと。

東京の農林水産業への理解を深めていただくため、職場体験や施設見学などの機会を地域の皆様に提供しています。

東日本高速道路株式会社が発行する「ソーシャルボンド」への投

一般財団法人日本環境衛生センターによる投資表明(2020年12月)

2020 年 12 月
一般財団法人日本環境衛生センター

独立行政法人　国際協力機構(JICA)が発行する「ソーシャルボンド」への投資について

一般財団法人日本環境衛生センターは、資産運用を通じた社会貢献と国連が定めた持続可能な開発目標(SDGs)達成への取組として、独立行政法人国際協力機構(以下「JICA」)が発行する「ソーシャルボンド(社会貢献債)」への投資を実施いたしました。

JICA は、日本政府の定めた開発協力大綱に則って ODA(政府開発援助)を実施する世界最大の二国間援助実施機関です。JICA が発行する債券への投資資金は有償資金協力事業に充当され、開発途上地域の経済・社会の開発、日本及び国際社会の健全な発展のために活用されます。また、これら事業は国連の定める持続可能な開発目標(SDGs)の実現に貢献しています。

JICA が発行する債券への投資は、開発途上国の貧困削減・持続可能な経済成長支援を後押しする観点、また、地球規模の環境問題・社会課題の解決に貢献することで持続可能な国際社会造りにつながるという観点から、ESG 投資としての性格・意義を有しています。

今後も、一般財団法人日本環境衛生センターはその公共性・公益性に鑑み、持続可能な社会の形成に向けた社会的責任を果たしていきたいと考えております。

※出所：各投資家ホームページより抜粋

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

学校法人の投資表明について（公共債のみ）

Daiwa Securities

学校法人の投資表明について①

- 社会的意義のある投資を公表する学校法人は増加傾向にあり、地方債・財投機関債などの公共債に取り組む学校が比較的多いですプレスリリースを通じ、社会問題への貢献・解決に取り組んでいることを積極的に発信している例も見られます
- 発行体のホームページ上にも学校名が掲載され、PR効果にも期待できます
- 投資表明はしていないながらも、SDGs債（ソーシャルボンド、グリーンボンド、サステナビリティボンド）を購入する学校法人も多数存在します

投資家名	投資表明案件
東京農業大学	➢ JICA ➢ 東京都
工学院大学	➢ 東京都 ➢ 鉄道・運輸機構
関西大学	➢ 鉄道・運輸機構
立正大学学園	➢ 鉄道・運輸機構 ➢ 東京都 ➢ JICA
上智学院	➢ JICA ➢ 東京大学
京都精華大学	➢ JICA
天理大学	➢ 学生支援機構
金沢工業大学	➢ JICA
比治山大学	➢ JICA
広島修道大学	➢ JICA
京都文教学園	➢ 東京都

投資家名	投資表明案件
國學院大學	➢ 鉄道・運輸機構
国士舘	➢ 鉄道・運輸機構
光華女子学園	➢ JICA
大阪産業大学	➢ 大阪府住宅供給公社
愛媛大学	➢ JICA
聖心女子学院	➢ JICA ➢ 都市再生機構 ➢ 東京都
長岡技術科学大学	➢ JICA
市川学園	➢ 東京大学
田中千代学園	➢ 東京大学
日本女子大学	➢ 東京大学
長野日本大学学園	➢ 長野県
岩崎学園	➢ 神奈川県

投資家名	投資表明案件
中村産業学園	➢ 東日本高速道路
聖醫学園	➢ 東京都 ➢ JICA ➢ 住宅機構
梅村学園	➢ JICA
千葉学園	➢ JICA
桃山学院	➢ 東日本高速道路
名城大学	➢ 住宅機構
愛知学院	➢ 大学機構 ➢ JICA
電波学園	➢ 学生支援機構
日本赤十字 豊田看護大学	➢ 学生支援機構
千葉経済学園	➢ 学生支援機構
一橋大学	➢ 学生支援機構

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

学校法人の投資表明について②

投資家名	投資表明案件
東雲学園	➢ 学生支援機構
光明学園	➢ 鉄道・運輸機構
北翔大学	➢ 鉄道・運輸機構
谷塚幼稚園	➢ 東京都
カリタス学園	➢ JICA ➢ 川崎市
中央学院	➢ JICA
駒澤大学	➢ JICA
古藤学園	➢ JICA
岡本学園	➢ JICA
熊本城北学園	➢ 鉄道・運輸機構
桜美林大学	➢ 学生支援機構
東京工業大学	➢ 都市再生機構 ➢ 東京都

投資家名	投資表明案件
五島育英会	➢ 都市再生機構 ➢ 東京都住宅供給公社
信学会	➢ 長野県
豊昭学園	➢ 東京メトロ
早稲田実業高校	➢ 東京メトロ
杉崎学園 茅ヶ崎すみれ幼稚園	➢ 学生支援機構
関東学院	➢ 神奈川県
総持学園	➢ 神奈川県
藤嶺学園 鵠沼高等学校	➢ 神奈川県
横浜市立大学	➢ 神奈川県
浅野学園	➢ 北九州市
西南女学院	➢ 北九州市

投資家名	投資表明案件
麻布大学	➢ JICA
昭和女子大学	➢ JICA
酪農学園	➢ JICA

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資表明事例

学校法人天理大学による投資表明(2019年2月)

2019年02月12日 【社会連携】

独立行政法人日本学生支援機構が発行する「ソーシャルボンド」への投資について

学校法人天理大学（理事長 深谷善太郎）は、このたび、独立行政法人日本学生支援機構（JASSO）が発行する「ソーシャルボンド」（第54回日本学生支援債券）へ投資をおこないました。
「ソーシャルボンド」とは、社会貢献債とも呼ばれ、世界的な社会問題の解決にあてる目的で資金を調達する債券のことです。

本債券の発行によって集められた資金は、JASSOによる「第二種奨学金の在学中資金」として活用されます。第二種奨学金の貸与事業は、国連の持続可能な開発目標（SDGs）の内、目標4「すべての人に包摂的かつ公平で質の高い教育を提供し、生涯学習の機会を促進する。」の達成に貢献します。

天理大学は、今後も様々な形でグローバル化の時代における社会問題や地域課題の解決に貢献して参ります。

本件に関するお問い合わせ先
学校法人天理大学 財務部 財務課
TEL：0743-63-8422
E-mail：zaimu※sta.tenri-u.ac.jp（※は@に置換してください）

学校法人京都精華大学による投資表明 (2018年12月)

独立行政法人 国際協力機構（JICA）が発行する「ソーシャルボンド」への投資について

2018 年 12 月 20 日

学校法人京都精華大学は、このたび、独立行政法人国際協力機構（以下「JICA」）が発行する「ソーシャルボンド」への投資をいたしました。

「ソーシャルボンド」とは、調達された資金が社会課題の解決に資する事業に充当される債券です。JICA債は国際資本市場協会が定義するソーシャルボンドの特性に従った債券です。JICA債で調達された資金は全額がJICAの実施する有償資金協力事業に充てられ、開発途上国の社会課題を解決するための融資に活用されます。またJICA債の発行は2016年12月に策定された日本政府の「持続可能な開発目標（SDGs）実施指針」に具体的な施策の1つになっています。

京都精華大学は、自由自治を建学理念に掲げ、世界人権宣言にもとづく人間尊重を教育の基本理念とし、SDGsへの取り組みを推進しています。今回のJICA債への投資が、開発途上国の社会課題解決、持続可能な国際社会づくりのために活用されることを期待しています。
本法人は、今後もさまざまな形で社会課題に取り組み、学校法人としての社会的使命・役割を果たしてまいります。

本件に関するお問い合わせ先
京都精華大学 総務グループ
Tel：075-702-5131

※出所：各投資家ホームページ

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

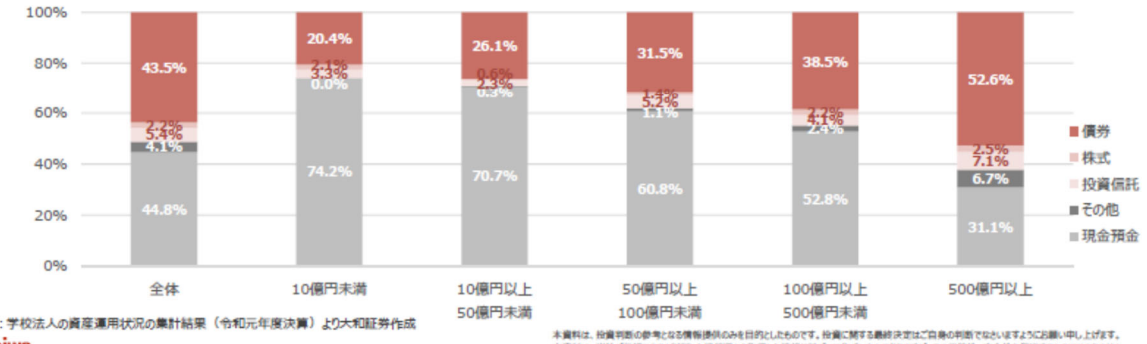
学校法人の資産運用状況の集計結果（2019年度決算･2020年3月時点）

- 学校法人の資産運用状況の集計結果（2019年度決算）より抜粋
- 対象法人は大学法人665校（うち655校が回答【回答率98.6%】）、短期大学法人･高等専門学校法人102校（うち100校が回答【回答率98.0%】）
- 運用対象資産の種類別構成比率を見ると、全体では44.8%が現金預金である。有価証券（債券、株式、投資信託、その他）については、債券の割合が一番大きく、43.5%となっている。
- 資産規模別では、資産規模が大きい区分ほど有価証券の割合が大きくなり、500億円以上の区分では現金預金を上回り68.9%となっている。

運用対象資産の構成（2019年度運用資産種別） 運用対象資産の規模別

（単位：百万円、%）

運用対象資産規模	全体		10億円未満		10億円以上～50億円未満		50億円以上～100億円未満		100億円以上～500億円未満		500億円以上	
（法人数）	（655法人）		（138法人）		（202法人）		（106法人）		（169法人）		（40法人）	
種 別	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比
債券	3,874,063	43.5	5,397	20.4	123,320	26.1	228,506	31.5	1,460,972	38.5	2,055,867	52.6
株式	195,442	2.2	558	2.1	2,876	0.6	10,136	1.4	82,840	2.2	99,032	2.5
投資信託	483,608	5.4	877	3.3	10,723	2.3	37,395	5.2	156,455	4.1	278,159	7.1
その他	360,590	4.1	0	0.0	1,465	0.3	8,245	1.1	89,252	2.4	261,627	6.7
現金預金	3,986,073	44.8	19,603	74.2	334,089	70.7	441,595	60.8	2,004,452	52.8	1,216,985	31.1
合計	8,899,776	100.0	26,434	100.0	472,473	100.0	725,877	100.0	3,793,972	100.0	3,911,670	100.0



出所：学校法人の資産運用状況の集計結果（令和元年度決算）より大和証券作成

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

地方公共団体の投資表明について（公共債のみ）

Daiwa Securities

地方公共団体の投資表明について①

- 社会的意義のある投資を公表する団体は増加傾向にあり、地方債・財投機関債などの公共債に取り組む団体が比較的多いです
- プレスリリースを通じ、社会問題への貢献・解決に取り組んでいることを積極的に発信している例も見られます
- 発行体のホームページ上にも団体名が掲載され、団体としての取組みのPRにつながります
- 投資表明はしていないながらも、SDGs債（ソーシャルボンド、グリーンボンド、サステナビリティボンド）を購入する団体も多数存在します

投資家名	投資表明案件
佐呂間町（北海道）	➢JICA
和寒町（北海道）	➢住宅機構
おいらせ町（青森県）	➢住宅機構
外ヶ浜町（青森県）	➢JICA ➢住宅機構 ➢東京都
一戸町水道事業（岩手県）	➢東日本高速道路
雫石町（岩手県）	➢東京都住宅供給公社
住田町（岩手県）	➢東日本高速道路
八幡平市（岩手県）	➢東日本高速道路
洋野町（岩手県）	➢JICA
矢巾町（岩手県）	➢JICA
宮城県	➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構 ➢JICA ➢東京メトロ
大崎市水道事業（宮城県）	➢東日本高速道路

投資家名	投資表明案件
栗原市（宮城県）	➢JICA ➢住宅機構
白石市（宮城県）	➢東京メトロ
名取市（宮城県）	➢都市再生機構
東松島市（宮城県）	➢鉄道・運輸機構 ➢JICA
南三陸町（宮城県）	➢JICA
山形県企業局	➢西日本高速道路
鶴岡市（山形県）	➢JICA
福島県	➢西日本高速道路
福島県病院局	➢東日本高速道路
大熊町（福島県）	➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路
富岡町（福島県）	➢東日本高速道路
双葉町（福島県）	➢東日本高速道路
楢津町（福島県）	➢JICA
稲敷市（茨城県）	➢東日本高速道路
鹿嶋市（茨城県）	➢東日本高速道路

投資家名	投資表明案件
かすみがうら市（茨城県）	➢JICA ➢鉄道・運輸機構
鹿沼市（栃木県）	➢鉄道・運輸機構 ➢東京都
さくら市（栃木県）	➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路
下野市（栃木県）	➢東京都
真岡市（栃木県）	➢都市再生機構
矢板市（栃木県）	➢鉄道・運輸機構
甘楽町（群馬県）	➢JICA ➢鉄道・運輸機構
館林市（群馬県）	➢JICA ➢住宅機構
富岡市（群馬県）	➢JICA
所沢市（埼玉県）	➢JICA
所沢市上下水道局（埼玉県）	➢JICA
深谷市（埼玉県）	➢東京都

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）
※投資家名の赤字はSDGs未来都市

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

地方公共団体の投資表明について②

投資家名	投資表明案件
ふじみ野市（埼玉県）	➢JICA ➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路
千葉県	➢西日本高速道路
木更津市（千葉県）	➢東日本高速道路
横芝光町（千葉県）	➢東日本高速道路
板橋区（東京都）	➢住宅機構 ➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構 ➢JICA
大田区（東京都）	➢JICA
葛飾区（東京都）	➢東日本高速道路 ➢東京都 ➢鉄道・運輸機構 ➢JICA ➢東京都住宅供給公社

投資家名	投資表明案件
江東区（東京都）	➢鉄道・運輸機構 ➢西日本高速道路 ➢阪神高速道路
国分寺市（東京都）	➢東京都
小平市（東京都）	➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構
品川区（東京都）	➢住宅機構 ➢東京都 ➢西日本高速道路 ➢東京都住宅供給公社
世田谷区（東京都）	➢東京都住宅供給公社
台東区（東京都）	➢JICA
多摩市（東京都）	➢鉄道・運輸機構 ➢住宅機構 ➢都市再生機構
豊島区（東京都）	➢都市再生機構 ➢東京都 ➢東京都住宅供給公社

投資家名	投資表明案件
文京区（東京都）	➢JICA ➢東日本高速道路 ➢東京都住宅供給公社 ➢東京メトロ
町田市（東京都）	➢都市再生機構 ➢東京都住宅供給公社 ➢JICA
厚木市（神奈川県）	➢神奈川県
大磯町（神奈川県）	➢神奈川県
大井町（神奈川県）	➢神奈川県
相模原市（神奈川県）	➢川崎市
二宮町（神奈川県）	➢神奈川県
平塚市（神奈川県）	➢神奈川県
山北町（神奈川県）	➢神奈川県 ➢東京都 ➢川崎市

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）
※投資家名の赤字はSDGs未来都市

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

地方公共団体の投資表明について③

投資家名	投資表明案件
ふじみ野市（埼玉県）	➢JICA ➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路
千葉県	➢西日本高速道路
木更津市（千葉県）	➢東日本高速道路
横芝光町（千葉県）	➢東日本高速道路
板橋区（東京都）	➢住宅機構 ➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構 ➢JICA
大田区（東京都）	➢JICA
葛飾区（東京都）	➢東日本高速道路 ➢東京都 ➢鉄道・運輸機構 ➢JICA ➢東京都住宅供給公社

投資家名	投資表明案件
江東区（東京都）	➢鉄道・運輸機構 ➢西日本高速道路 ➢阪神高速道路
国分寺市（東京都）	➢東京都
小平市（東京都）	➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構
品川区（東京都）	➢住宅機構 ➢東京都 ➢西日本高速道路 ➢東京都住宅供給公社
世田谷区（東京都）	➢東京都住宅供給公社
台東区（東京都）	➢JICA
多摩市（東京都）	➢鉄道・運輸機構 ➢住宅機構 ➢都市再生機構
豊島区（東京都）	➢都市再生機構 ➢東京都 ➢東京都住宅供給公社

投資家名	投資表明案件
文京区（東京都）	➢JICA ➢東日本高速道路 ➢東京都住宅供給公社 ➢東京メトロ
町田市（東京都）	➢都市再生機構 ➢東京都住宅供給公社 ➢JICA
厚木市（神奈川県）	➢神奈川県
大磯町（神奈川県）	➢神奈川県
大井町（神奈川県）	➢神奈川県
相模原市（神奈川県）	➢川崎市
二宮町（神奈川県）	➢神奈川県
平塚市（神奈川県）	➢神奈川県
山北町（神奈川県）	➢神奈川県 ➢東京都 ➢川崎市

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）
※投資家名の赤字はSDGs未来都市

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

地方公共団体の投資表明について④

投資家名	投資表明案件
見附市（新潟県）	➢東京都 ➢東日本高速道路 ➢鉄道・運輸機構
富山市（富山県）	➢JICA
朝日町（富山県）	➢JICA
射水市（富山県）	➢JICA ➢鉄道・運輸機構
射水市水道事業（富山県）	➢学生支援機構
高岡市（富山県）	➢JICA ➢鉄道・運輸機構
南砺市（富山県）	➢鉄道・運輸機構 ➢JICA
氷見市（富山県）	➢鉄道・運輸機構
かほく市（石川県）	➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構
能登町（石川県）	➢JICA
能美市（石川県）	➢住宅機構 ➢JICA

投資家名	投資表明案件
白山市（石川県）	➢JICA
鯖江市（福井県）	➢鉄道・運輸機構 ➢東京都
長野県	➢鉄道・運輸機構 ➢住宅機構 ➢神奈川県 ➢東日本高速道路 ➢JICA
飯綱町（長野県）	➢長野県
伊那市（長野県）	➢長野県
上田市（長野県）	➢長野県 ➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構
木曽町（長野県）	➢東京都住宅供給公社 ➢鉄道・運輸機構
坂城町（長野県）	➢長野県
佐久市（長野県）	➢長野県

投資家名	投資表明案件
諏訪市（長野県）	➢長野県 ➢JICA
千曲市（長野県）	➢長野県
茅野市（長野県）	➢長野県
東御市（長野県）	➢長野県
宮田村（長野県）	➢長野県
山ノ内町（長野県）	➢長野県
池田町（岐阜県）	➢鉄道・運輸機構 ➢JICA
恵那市（岐阜県）	➢鉄道・運輸機構 ➢東京都 ➢住宅機構
大野町（岐阜県）	➢JICA
各務原市（岐阜県）	➢長野県
可児市（岐阜県）	➢東京都 ➢鉄道・運輸機構 ➢JICA
川辺町（岐阜県）	➢東京都

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）
※投資家名の赤字はSDGs未来都市

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

地方公共団体の投資表明について⑤

投資家名	投資表明案件
北方町（岐阜県）	➢JICA
神戸町（岐阜県）	➢JICA
白川村（岐阜県）	➢JICA
関市（岐阜県）	➢住宅機構 ➢都市再生機構 ➢東京都
高山市（岐阜県）	➢JICA
土岐市（岐阜県）	➢都市再生機構
羽島市（岐阜県）	➢JICA
飛騨市（岐阜県）	➢JICA ➢東京大学 ➢都市再生機構 ➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構
美濃加茂市（岐阜県）	➢東京都
本巣市（岐阜県）	➢JICA
八百津町（岐阜県）	➢JICA

投資家名	投資表明案件
静岡県	➢東日本高速道路 ➢西日本高速道路 ➢阪神高速道路
静岡市下水道事業（静岡県）	➢JICA
伊豆市（静岡県）	➢鉄道・運輸機構
伊豆の国市（静岡県）	➢鉄道・運輸機構
藤枝市（静岡県）	➢住宅機構
南伊豆町（静岡県）	➢鉄道・運輸機構
焼津市（静岡県）	➢JICA
名古屋市（愛知県）	➢JICA ➢鉄道・運輸機構 ➢住宅機構 ➢東日本高速道路
蒲郡市（愛知県）	➢東京都 ➢鉄道・運輸機構 ➢東京大学 ➢都市再生機構

投資家名	投資表明案件
刈谷市（愛知県）	➢JICA ➢住宅機構 ➢都市再生機構
小牧市（愛知県）	➢JICA
知多市（愛知県）	➢鉄道・運輸機構
亀山市（三重県）	➢鉄道・運輸機構 ➢住宅機構
東員町（三重県）	➢東京都
滋賀県	➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路 ➢阪神高速道路
大津市企業局（滋賀県）	➢JICA
河内長野市（大阪府）	➢JICA
熊取町（大阪府）	➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構
吹田市（大阪府）	➢神奈川県 ➢川崎市
大東市（大阪府）	➢東京都

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）
※投資家名の赤字はSDGs未来都市

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

地方公共団体の投資表明について⑥

投資家名	投資表明案件
富田林市（大阪府）	➢JICA
神戸市（兵庫県）	➢住宅機構 ➢東日本高速道路
芦屋市（兵庫県）	➢西日本高速道路 ➢JICA ➢阪神高速道路
加古川市（兵庫県）	➢川崎市 ➢神奈川県
丹波市（兵庫県）	➢JICA
姫路市水道事業（兵庫県）	➢鉄道・運輸機構 ➢東日本高速道路
明日香村（奈良県）	➢JICA ➢東京都
三郷町（奈良県）	➢JICA ➢鉄道・運輸機構
田原本町（奈良県）	➢JICA

投資家名	投資表明案件
日南町（鳥取県）	➢住宅機構 ➢都市再生機構 ➢JICA
島根県	➢JICA ➢鉄道・運輸機構
浜田市（島根県）	➢都市再生機構
西粟倉村（岡山県）	➢鉄道・運輸機構
真庭市（岡山県）	➢JICA ➢住宅機構 ➢西日本高速道路
尾道市（広島県）	➢JICA
海田町（広島県）	➢JICA
周南市（山口県）	➢JICA
阿南市（徳島県）	➢JICA
上勝町（徳島県）	➢JICA
北島町（徳島県）	➢JICA ➢都市再生機構
松茂町（徳島県）	➢JICA

投資家名	投資表明案件
三好市（徳島県）	➢JICA
吉野川市（徳島県）	➢JICA
松山市公営企業局（愛媛県）	➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構 ➢東京都住宅供給公社
黒潮町（高知県）	➢JICA
土佐町（高知県）	➢JICA
福岡県	➢都市再生機構 ➢鉄道・運輸機構 ➢住宅機構
糸島市（福岡県）	➢鉄道・運輸機構
北九州市（福岡県）	➢住宅機構 ➢東日本高速道路 ➢都市再生機構
上毛町（福岡県）	➢JICA ➢住宅機構 ➢都市再生機構
篠栗町（福岡県）	➢鉄道・運輸機構

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）
※投資家名の赤字はSDGs未来都市

Daiwa Securities

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

地方公共団体の投資表明について⑦

投資家名	投資表明案件
筑紫野市（福岡県）	➢鉄道・運輸機構 ➢都市再生機構
瑞浪市（福岡県）	➢鉄道・運輸機構
宗像市（福岡県）	➢都市再生機構
八女市（福岡県）	➢JICA
長崎県	➢鉄道・運輸機構 ➢都市再生機構
熊本県（熊本県）	➢住宅機構 ➢鉄道・運輸機構
宇佐市（大分県）	➢JICA
中津市（大分県）	➢JICA
宮崎県企業局	➢鉄道・運輸機構
新富町（宮崎県）	➢東京大学
大崎町（鹿児島県）	➢東日本高速道路
南城市（沖縄県）	➢東京都 ➢JICA
八重瀬町（沖縄県）	➢JICA

※緑色：グリーンボンド、青色：ソーシャルボンド、茶色：サステナビリティボンド
※出所：各発行体・投資家ホームページ（2021年10月29日時点）
※投資家名の赤字はSDGs未来都市

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資表明事例

宮城県による投資表明(2019年11月)

基金運用における投資表明について

投資表明（SDGsへの貢献）について

基金で保有している債券

独立行政法人 鉄道建設・運輸施設整備支援機構（JRTT）が発行するCBIプログラム認証付きサステナビリティボンド

東日本高速道路株式会社が発行するソーシャルボンド

三郷町（奈良県）による投資表明(2020年6月)

微力ですが、社会に貢献したい！
「SDGs債」で社会課題に貢献します

幼い子が、遠く離れた所まで飲み物を運ぶのが日課、そのため、学校へも行けない…。

そんな映像がテレビで放映されたことがあります。人が生きるために必要な水さえ不自由な現状、教育を受けることすらできない現状が、今も、この地球上のいわゆる発展途上の国であります。

そんな状況を何とかするため、独立行政法人「国際協力機構（JICA）」では、世界各国を舞台に、いろいろな社会貢献事業を実施していますが、当然、それらの活動にも資金が必要となり、その資金調達の手段として「SDGs債」の一つであるソーシャルボンドを発行しています。

この「SDGs債」は、その名称からもわかる通り、国連が提唱するSDGs（持続可能な開発目標）に沿ったもので、本町も令和元年7月に「SDGs未来都市」として選定を受けました。

そして、このたび本町ができる社会貢献事業の一つとして、町が保有する資金（基金・資産）の一部を「SDGs

※出所：各投資家ホームページより抜粋

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようにお願い申し上げます。
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.26500%（但し、最低2,750円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等　大和証券株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第108号

加入協会　日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Daiwa Securities

Daiwa Securities

６．第４回 ESG 投資研究会

資料2

公益財団法人　公益法人協会　御中

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

集団投資スキームを活用したESG投資について

本資料でご紹介する商品(戦略)については、予告なく内容が変更となる可能性があること、
また、必ずしも商品組成をお約束するものではないこと、について予めご了承ください

作成日:2022/1/11

SuMi TRUST

広審 法企推営 21_290
三井住友信託銀行

第1章　非営利法人の動向について

第2章　ESGを考慮した投資戦略について

【ご参考】 当社グループについて

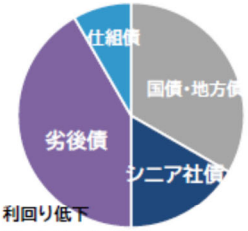
第1章　非営利法人の動向について

非営利法人様の運用ポートフォリオと対応の方向性

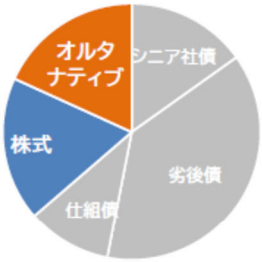
非営利法人では、公共債等を中心とした安全資産での運用から、債券領域における拡張が進みましたが、各ポートフォリオに課題があり、新たな領域への拡張が増え始めています

従来型の安全運用	債券中心の拡張型にも限界	徐々に広がる資産分散型
公共債中心	クレジット中心の典型的なポートフォリオ	債券投資をベースとしながら債券以外の領域へ拡張

✓ 安全資産での利回り確保は困難



✓ 利回り低下
✓ リスクの集中



債券領域での再投資では利回り低下が不可避 ▶ 株式やオルタナティブを検討・採用する事例が増加

・　上図は弊社作成のイメージ図。一般的な傾向であり、特定の法人の動向を記したものではありません。

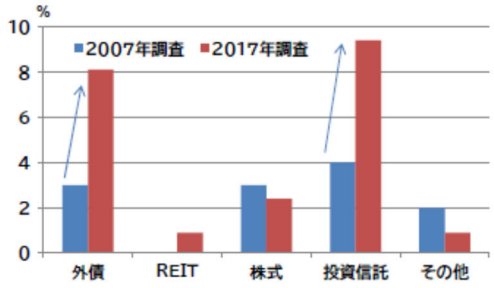
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

資産運用型法人(※)における資産運用の現状　～新たな資産運用スタイル～

これまで投資の中心であった仕組債に加え、株式やREITの配当利回りにも着目した投資への関心が高まる傾向にあります

資産運用型法人(※)の運用資産構成推移

外債や投資信託の運用比率が上昇。運用収益の追及だけでなく、リスク分散にも配慮した資産運用の段階に進んでいく可能性あり⇒運用収益の安定性や穏やかな価格変動が期待できるファンド等に資産分散を実施



公益法人における新たな資産運用スタイル

資産運用型法人(※)の今後の運用割合が「増えていくと思う」金融商品(回答数順位)

1	仕組債
2	株式
3	REIT
4	内外REITファンド
5	劣後債
6	外債ファンド
7	為替ヘッジ外債ファンド、外債、国内債券ファンド、国内株式ファンド

【出所】公益法人協会「公益法人資産運用アンケート(2017年)」(※)預金・公債以外での運用割合が70%以上の法人

新たな資産運用スタイルを模索する兆候

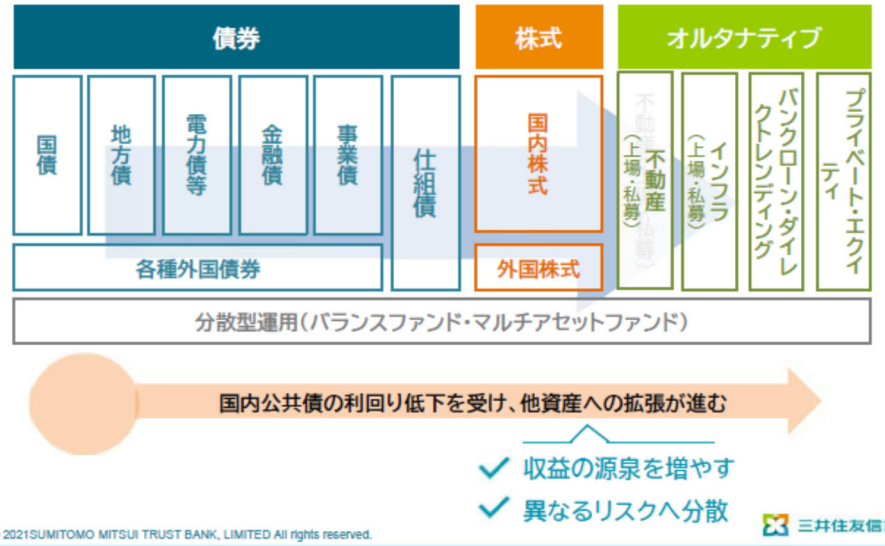
尚、許容リスク水準で最も多いのは、▲5%ぐらいまで(全体の51%)、次に▲10%ぐらいまで(同23%)、これらを合わせて75%を占める。加重平均推計は▲8.87%。

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

非営利法人様の運用ポートフォリオと対応の方向性

安定収益の確保と利回り改善を図るアプローチの基本は、投資対象の拡張によりリスク分散を図りながら、収益源泉を増やしていくことであると考えます

運用対象イメージと運用拡張の意味



国内公共債の利回り低下を受け、他資産への拡張が進む

- ✓ 収益の源泉を増やす
- ✓ 異なるリスクへ分散

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

集団投資スキームを前提とするESG投資候補群の考え方

下図は、信託を活用した「集団投資スキーム」と、「各投資対象資産」を組み合わせた場合の「ESG投資候補群」の考え方を示したものです

本資料でご紹介する商品(戦略)については、予告なく内容が変更となる可能性があること、
また、必ずしも商品組成をお約束するものではないこと、について予めご了承ください

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

集団投資スキームを前提とする「ESG投資候補群(例)」について

		戦略候補群	集団投資スキーム	投資対象資産	会計
債券	①	ESG債券戦略	私募投信	外貨建て債券(為替ヘッジ付)	時価
株式	②	日本株式インパクト投資	私募投信	国内株式(インパクト投資)	時価
	③	日本株高配当＆低ベータ（ESG考慮型）	私募投信	国内株式(ネガティブスクリーニング)	時価
オルタナティブ他	④	ESGマルチアセット戦略	私募投信	各種指数組み合わせ	時価
	⑤	ESGマルチアセット指数連動債	信託社債	ESGマルチアセット指数のパフォーマンスに連動する仕組債	簿価
	⑥	英国上場インフラF	私募投信	再生可能エネルギー＆公共インフラ（英国を中心とする欧州）	時価
	⑦	再エネブラウン2号	信託社債	再生可能エネルギー	簿価
	⑧	国内総合型インフラファンド	公募投信	再生可能エネルギー＆公共インフラ(国内)	時価
ローン	⑨	ESG合同	合同金信	グリーン認証付ローン債権	簿価

本資料でご紹介する商品(戦略)については、予告なく内容が変更となる可能性があること、
また、必ずしも商品組成をお約束するものではないこと、について予めご了承ください

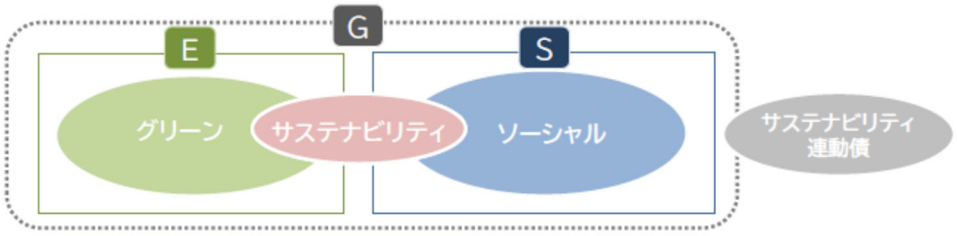
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

第2章　ESGを考慮した投資戦略について

ESG債券の種類

外国債券

- ✓ 9~13頁では、以下の4つの債券（グリーンボンド、サステナビリティボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド連動債）を「ESG債券」と表記しています
- ✓ ESG債券に投資することで、資金使途を明確化し、環境問題や社会環境への対応に取り組むプロジェクト・企業に資金を提供することが可能です



	グリーンボンド	サステナビリティボンド	ソーシャルボンド	サステナビリティ連動債
概要	環境面(E)での持続可能性に貢献する適格グリーンプロジェクトを資金使途とする債券	グリーン・ソーシャル双方に適合するプロジェクトを資金使途とする債券	社会的課題(S)に対処する適格プロジェクトにを資金使途とする債券	予め定められたサステナビリティ目標(SPT)の達成可否によって条件が変化(例:金利上昇)する債券
資金使途	再生可能エネルギー,エネルギー効率改善、汚染防止及び抑制等	グリーン・ソーシャル双方の性格を持つプロジェクトを有し、環境(E),社会(S)の持続可能性に貢献するプロジェクト	インフラ事業等、生活に不可欠なサービスを提供するプロジェクト。最近は、COVID-19に対応するためのプロジェクトもソーシャルとして認められる事例も！	制約なし。ただ、足元はグリーンボンドの資金使途を選択する発行体が多い傾向
レポーティング	対象プロジェクトの実現による環境改善効果	対象プロジェクトの実現による社会・環境改善効果	対象プロジェクトの実現による社会・環境改善効果	SPTsの進捗に関する最新情報の開示

出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント

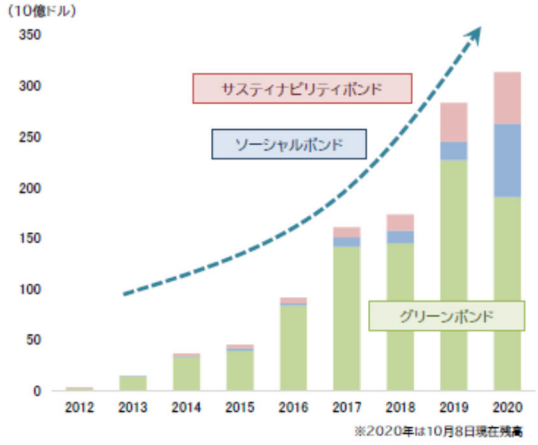
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

ESG債券の発行額

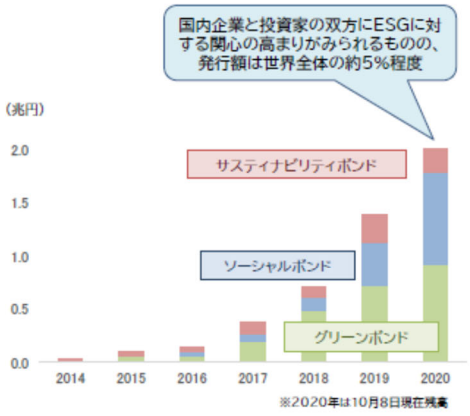
外国債券

- ✓ 国内外におけるESG債券の発行額は以下の通りです
- ✓ 国内でもグリーンボンド中心に年々発行額は増加傾向にありますが、世界全体の約5%程度に留まっています

世界における発行実績



国内における発行実績



出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

①ESG債券戦略比較表

私募投信 × 外国債券

- ✓ 三井住友トラスト・アセットマネジメントでは、国内外のESG債券に投資する戦略として下記2つを検討しています
  - ① 国内のESG債券のみ(ハイブリッド債含む)に投資する戦略
  - ② G10 先進国通貨建てのグローバルなグリーンボンド(ハイブリッド債含む)に投資する戦略

	ESG債券 × 円貨建	グリーン × 外貨建
戦略名称	①(仮称)グリーンソーシャルファンド円建戦略	②(仮称)高格付けグリーンボンド戦略
投資対象	・ESG債券のみ(ハイブリッド債含む) ・通貨は円建てのみ	・国債・国際機関債・その他政府系機関債の中のグリーンボンド(ハイブリッド債含む) ・通貨はG10先進国通貨(除くCHF、SEK) (USD,GBP,EUR,JPY,CAD,AUD,NZD)
特徴	ハイブリッド債を積極的に組み入れて利回りを向上(現状は市中在庫なし)	クレジットリスクは取らず、リスク一定の下、キャリー最大化となるよう銘柄選択
投資スタイル	バイ&ホールド中心	リスクコントロールの下で期待リターンを最大化する定量モデル運用(月次リバランス)
格付け制約	発行体格付：BBB-以上	A3以上
平均格付け*	-	Aa3
利回り	0.40%	1.02%(ヘッジ後利回り)
目標リスク	なし	5%
デュレーション	7年程度	8年程度

*平均格付とは、Moody's、S&P、Fitchの最高格付に基づいて、運用者が独自に集計・算出したもので、信用格付を付与するものではありません。

出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント
※2021年11月末時点

本資料でご紹介する商品(戦略)については、予告なく内容が変更となる可能性があること、また、必ずしも商品組成をお約束するものではないこと、について予めご了承ください

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

①－1：(仮称)グリーンソーシャルファンド円建戦略

私募投信 × 外国債券

- ✓ 円建てのESG債券に投資することで、地球環境保全への貢献と経済的リターンの両立を目指します
- ✓ ハイブリッド債を積極的に組み入れることで利回りを向上しつつ、バイ&ホールドによりインカムゲインの確保を狙います

戦略の概要

1. 円建てのESG債券のみへ投資
2. ハイブリッド債を積極的に組み入れ
3. 「バイ&ホールド」によるインカムゲインの確保

戦略のガイドライン

投資対象資産	国内のESG債券(ハイブリッド債含)
通貨	円建てに限定
投資スタイル	バイ&ホールド中心
格付け制約	国内主要格付機関のいずれかによる発行体格付：BBB-以上
目標リスク	なし

仮想ポートフォリオ(2021年11月30日基準)

発行体	利回り	ウェイト	残存期間
Zホールディングス債	0.43%	16.00%	6.6年
東京建物債	0.85%	16.00%	9.1年
ヒューリック債	0.40%	14.00%	8.8年
BPCE債	0.54%	12.00%	4.0年
国際協力機構	0.08%	10.00%	7.5年
東京電力リニューアブルパワー債	0.11%	8.00%	2.7年
住友三井オートサービス債	0.16%	6.00%	4.8年
NTTファイナンス債	0.10%	6.00%	4.7年
キリンホールディングス債	0.09%	4.00%	3.9年
電源開発債	0.30%	4.00%	9.1年
横浜冷凍債	0.67%	4.00%	6.8年

ソーシャル
サステナビリティ
グリーン

利回り	残存期間
0.40%	6.6年

出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

①－2：(仮称)高格付けグリーンボンド戦略

私募投信 × 外国債券

- ✓ ESG投資の一形態として注目度が高まるグリーンボンドへ投資する戦略です
- ✓ 投資対象を限定することでクレジットリスクを抑制し、ターゲットリスク5%の下で期待リターンを最大化したポートフォリオを構築する、リスクコントロール型の定量モデル運用です

戦略の概要

1. グリーンボンドへの投資
2. 高格付の国債・準国債等に限定したクレジットリスク抑制型
3. リスクコントロールの下で期待リターンを最大化する定量モデル運用

戦略のガイドライン

投資対象資産	国債・国際機関債・その他政府系機関債の中のグリーンボンド
通貨	G10先進国通貨(除くCHF、SEK) (USD,GBP,EUR,JPY,CAD,AUD,NZD)
投資スタイル	定量モデル運用 (毎月月末リバランス)
発行体格付	A3 以上
目標リスク	5%

仮想運用ポートフォリオ(2021年11月30日基準)

銘柄	通貨	ウェイト	デュレーション	ヘッジ後利回り	キャリー
ニューサウス・ウェールズ財務公社	AUD	20.0%	9.0年	1.20%	2.52%
中国建設銀行(香港)	USD	19.9%	4.2年	0.99%	2.26%
カナダ・トロント市	CAD	19.4%	14.7年	2.12%	2.36%
中国工商銀行(ルクセンブルク)	USD	12.2%	1.5年	0.23%	0.32%
ドイチェ・クレジットバンク	EUR	11.1%	3.5年	▲0.04%	0.09%
City of Ottawa Ontario	CAD	5.3%	18.0年	2.25%	2.31%
バーデン・ヴュルテンベルク州立銀行	EUR	5.2%	3.1年	▲0.13%	▲0.06%
中国広核集団国際	EUR	4.3%	4.3年	0.62%	0.83%
SNCFレゾー	EUR	2.1%	10.1年	0.29%	0.92%
SNCFレゾー	EUR	0.6%	21.1年	1.06%	1.35%
円キャッシュ	JPY	0.1%			
合計		100%	7.7年	1.02%	1.64%

出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

ESG投資の進化と弊社グループの取組み

日本株式

世の中のESG投資の進化とともに、弊社グループは他社に先駆けて商品開発を含めた積極的な取組みを推進中です

ESG投資の進化

SMTAM/ESG投資プロダクト開発推移

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

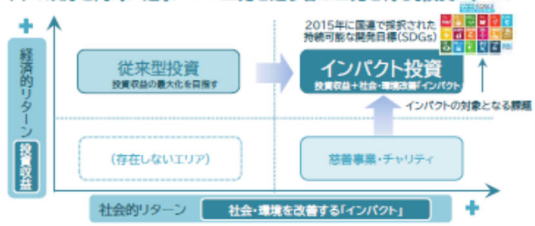
②日本株式インパクト投資ファンド:概要

私募投信 × 日本株式

インパクト投資とは、経済的リターン(投資収益)と社会的リターン(インパクト)の双方を同時に追求する投資スタイルです。本戦略は、SDGs貢献が株価ドライバーとなる銘柄に長期集中投資する戦略。個別銘柄毎に「インパクトKPI」を設定し、KPIに基づくエンゲージメントを実施する点が特徴です

インパクト投資のイメージ

●インパクト投資:経済的リターン(投資収益)と社会的リターン(インパクト)の双方を同時に追求 →「二兎を追う者は二兎を得る」投資スタイル



SMTAM「日本株式インパクト投資戦略」の概要

投資対象	国内株式全上場銘柄
ベンチマーク	なし(参考ベンチマークはTOPIX配当込み)
銘柄数	25～50銘柄程度
収益源泉	個別銘柄選択100%
回転率	片側2～3%(年率)

SMTAM「日本株式インパクト投資戦略」のポイント

1 SDGs貢献が株価ドライバーとなる銘柄に長期集中投資

- ✓ MBIS®(※)を活用し長期投資に耐えうる企業をスクリーニング
- ✓ SDGs等社会課題の解決が事業成長の方向と重なる、また経営陣がSDGs等社会課題の解決にコミットしている企業に投資

2 個別銘柄毎に「インパクトKPI」を設定

- ✓「インパクトKPI」とは、KPIの達成がEPS(利益)の成長に繋がるとの考えのもと、個別企業の社会に役立つ取組みを評価する指標
- ✓ 計測が困難な社会的リターンを可視化し、個別銘柄毎に設定

3 「インパクトKPI」に基づくエンゲージメント

- ✓「インパクトKPI」等に基づき、企業と対話を実施
- ✓ 社会的リターンと経済的リターンを獲得する蓋然性を高める

(※)MBIS®は、非財務情報(持続的成長に向けて企業が持つ強み・課題)を評価する弊社独自の仕組み。「Management(経営)」「Business Franchise(事業基盤)」「Industry(市場動向)」「Strategy(戦略)」の頭文字をつなげたものです

【注】SDGs貢献が株価ドライバーとなる銘柄に集中投資するスタイルであり、個別銘柄リスクに伴うリターンの変動幅が株式市場の変動幅に比べて、大きくなる可能性があります

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

②日本株式インパクト投資ファンド：KPI・インパクト実績

私募投信 × 日本株式

銘柄コード	銘柄名	企業概要	環境・社会課題解決事業	解決される課題	主なSDGs17ゴール	主なSDGs 169ターゲット	主なSDGs 169ターゲット	主なKPI	KPI実績
保有銘柄に関する記載があり非開示としています				・心血管疾患による死亡 ・患者数増加による医療システムの逼迫	3, 8	3.4 2030年までに、非感染性疾患による若年死亡率を、予防や治療を通じて3分の1減少させ、精神保健及び福祉を促進する。	8.2 高付加価値セクターや労働集約型セクターに重点を置くことなどにより、多様化、技術向上及びイノベーションを通じた高いレベルの経済生産性を達成する。	心臓血管事業の売上高	3,285億円
								TRI (Transradial Coronary Intervention)治療患者数	110万人
								医療システムの経済負担削減額	3,309億円
				・患者数の少ない希少疾患への対処	3	3.4 2030年までに、非感染性疾患による若年死亡率を、予防や治療を通じて3分の1減少させ、精神保健及び福祉を促進する。	–	希少疾患向け売上高	208億円
								希少疾患向け治療患者数	1万3千人以上
				・非感染症疾患(NCD)による早期死亡	3	3.4 2030年までに、非感染性疾患による若年死亡率を、予防や治療を通じて3分の1減少させ、精神保健及び福祉を促進する。	–	ガン領域、血栓向け新薬売上高	2,094億円
				・性別による社会、経済、政治的格差	5, 10	5.1 あらゆる場所における全ての女性及び女児に対するあらゆる形態の差別を撤廃する。	10.2 2030年までに、年齢、性別、障害、人種、民族、出自、宗教、あるいは経済的地位その他の状況に関わりなく、全ての人々の能力強化及び社会的、経済的及び政治的な包含を促進する。	化粧品事業の売上高	9,209億円
				・大気、水質汚染	6, 9	6.3 2030年までに、汚染の減少、投棄の廃絶と有害な化学物・物質の放出の最小化、未処理の排水の割合半減及び再生利用と安全な再利用の世界的規模で大幅に増加させることにより、水質を改善する。	9.4 2030年までに、資源利用効率の向上とクリーン技術及び環境に配慮した技術・産業プロセスの導入拡大を通じたインフラ改良や産業改善により、持続可能性を向上させる。全ての国々は各国の能力に応じた取組を行う。	バラスト水処理装置新規設置台数	291台
								燃費改善ガスボイラー提供によるCO2排出削減量	約400万トン
								Nox対応ボイラー新規設置台数	約4千台
				・労働力不足 ・労働市場のミスマッチ ・職業スキル習得機会の欠如	4, 8	4.4 2030年までに、技術的・職業的スキルなど、雇用、働きがいのある人間らしい仕事及び起業に必要な技能を備えた若者と成人の割合を大幅に増加させる。	8.5 2030年までに、若者や障害者を含む全ての男性及び女性の、完全かつ生産的な雇用及び働きがいのある人間らしい仕事、並びに同一労働同一賃金を達成する。	採用技術者数	21,264名（2020年6月）
								技術者向け教育研修時間	492,566時間（2020年6月）
								既存技術者単価上昇率	+3.7%（2020年6月）
				・雇用機会	8, 10	8.5 2030年までに、若者や障害者を含む全ての男性及び女性の、完全かつ生産的な雇用及び働きがいのある人間らしい仕事、並びに同一労働同一賃金を達成する。	10.2 2030年までに、年齢、性別、障害、人種、民族、出自、宗教、あるいは経済的地位その他の状況に関わりなく、全ての人々の能力強化及び社会的、経済的及び政治的な包含を促進する。	IT顧客企業を通じて創出された雇用	約1,500万人（2020年）
				・人口・経済成長に伴うエネルギー消費増大による地球への付加増大 ・企業の生産性	8, 9	8.2 高付加価値セクターや労働集約型セクターに重点を置くことなどにより、多様化、技術向上及びイノベーションを通じた高いレベルの経済生産性を達成する。	9.4 2030年までに、資源利用効率の向上とクリーン技術及び環境に配慮した技術・産業プロセスの導入拡大を通じたインフラ改良や産業改善により、持続可能性を向上させる。全ての国々は各国の能力に応じた取組を行う。	ファイバーレーザー導入による顧客企業の生産性改善額	約270億円
								金属加工機械事業の売上高	2,020億円

※上記は特定の有価証券への投資を推奨しているものではありません
また、今後当ファンドが当該有価証券に投資することを保証するものではありません

出所：会社開示数値　会社取材に基づく数値　会社取材等を基にした弊社算定数値

＊表記のないものは2021年3月末

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

②日本株式インパクト投資ファンド：ポートフォリオ特性

私募投信 × 日本株式

当戦略は、幅広いSDGsに対して投資を行います。現在「3.全ての人に健康と福祉を」「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」のウェイトが高い傾向にあります

SDGs別構成ウェイト（2021年9月末基準）

（ご参考）業種別ウェイト（2021年9月末基準）

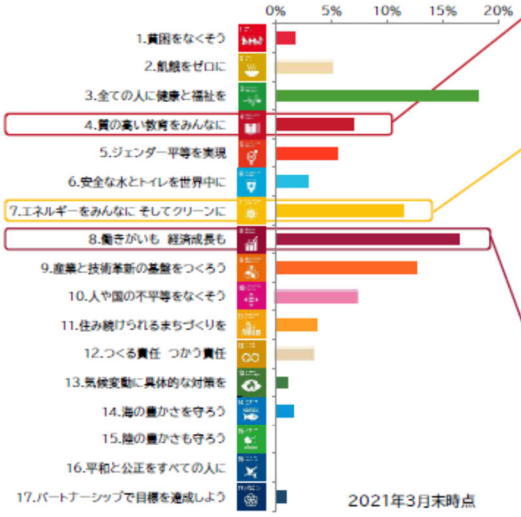
出所：三井住友トラストアセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

②日本株式インパクト投資ファンド：インパクトハイライト

私募投信 × 日本株式

インパクト投資戦略のSDG別ウェイト



出所：会社開示数値 / 会社取材に基づく数値 / 会社取材等を基にした弊社算定数値

※1. 乗1台当たり年間平均CO2排出量(EPA)より算出
※2. 日本の一人当たり年間CO2排出量(IEA)より算出
※3. 資源エネルギー庁発電コスト検証ワーキンググループ資料より算出

スキルアップのために提供した教育・研修時間　年間約49万時間

インパクト企業 6028テクノプロHD
- 受講者数：22,039名
- 一人当たり年22時間の教育プログラムを提供

CO2 排出削減貢献量　年間 106百万トン

インパクト企業 6504富士電機 他
- 自動車が年間排出するCO2換算で約2,300万台分 ※1
- 人が年間排出するCO2換算で約1,200万人分※2

再生可能エネルギー設置容量（太陽光・蓄電システム）　累積 9.6ギガワット

インパクト企業 6645オムロン
- 石炭火力発電所換算で約2基分（電源別稼働率調整後）※3

障害者就労支援事業を通じて就職された人数　1,302人

インパクト企業 7366Litalico
- 就職後6カ月の定着率は90%

人材事業で貢献した雇用者数　年間約15百万人

インパクト企業 6098リクルートHD
- ギリシャの人口（約11百万人）と同等水準の雇用

※上記は特定の有価証券への投資を推奨しているものではありません。また、今後当ファンドが当該有価証券に投資することを保証するものではありません　出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

②日本株式インパクト投資ファンド：設定来実績

私募投信 × 日本株式

パフォーマンス分析・収益率推移

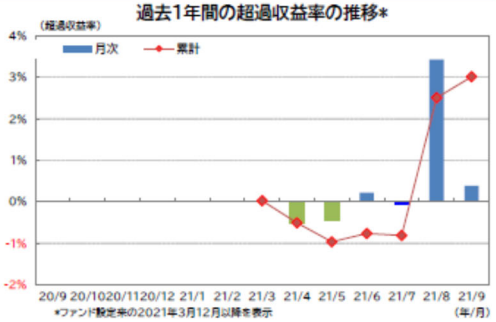
	20/10-12	21/1-3*	21/4-6	21/7-9	過去1年間
基準価額騰落率	-	1.04%	-1.11%	9.14%	9.05%
参考指数騰落率	-	1.02%	-0.33%	5.32%	6.04%
超過収益率	-	0.02%	-0.78%	3.82%	3.01%

*2021/1-3は2021/3/12～3/31の期間

	当四半期
基準価額騰落率	9.14%
参考指数騰落率	5.32%
超過収益率	3.82%
〔要因分解〕	
業種構成要因	0.68%
個別銘柄要因	3.66%
その他要因**	-0.52%

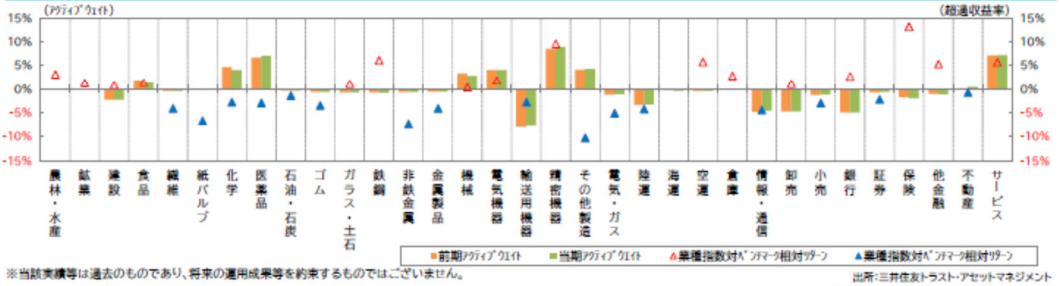
**その他要因には債券報酬等を含む

過去1年間の超過収益率の推移*



*ファンド設定来の2021年3月12日以降を表示

ファンド業種別アクティブウェイトの変化と超過収益率(7-9月)



※当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません。

出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

③高配当低ベータ戦略ファンド(ESG考慮型):概要

私募投信 × 日本株式

本戦略は、戦略名の3要素を運用プロセスに組入れることで、リターンの下振れリスクを回避しながら、中長期的な信託財産の成長と持続可能な社会の実現への貢献を目指します

国内株式 高配当低ベータ戦略(ESG考慮型)の概要

本戦略の3つのポイント

1 増配が期待できる高配当銘柄への投資

- 優れた経営方針と配当実績を持つ銘柄に加え、将来的な株主還元(増配・自社株買い)拡大期待の高い銘柄への投資により、高い配当収益の安定的な確保を目指します

2 高配当銘柄の中から低ベータ銘柄への絞込み

- 株式市場のβ値(市場感応度)を抑える定量スクリーニングにより、リターンのダウンサイドリスク抑制を図ります

3 最終的にESGを考慮したポートフォリオ構築

- ESGリスクが高い銘柄を除外することにより、リターンの下振れ回避を図るとともに、持続的な社会の実現への貢献も目指します

過去の配当実績に留まらず、株主還元拡大ポテンシャルも加味

中長期的な信託財産の成長を目指す & **持続可能な社会の実現への貢献**を目指す

【注】低ベータ、かつ、安定配当が期待できる高配当銘柄に集中投資することで、景気敏感株の組み入れが抑制される傾向にあることから、株式市場が上昇する局面では、追随しにくい特性を有しています

出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

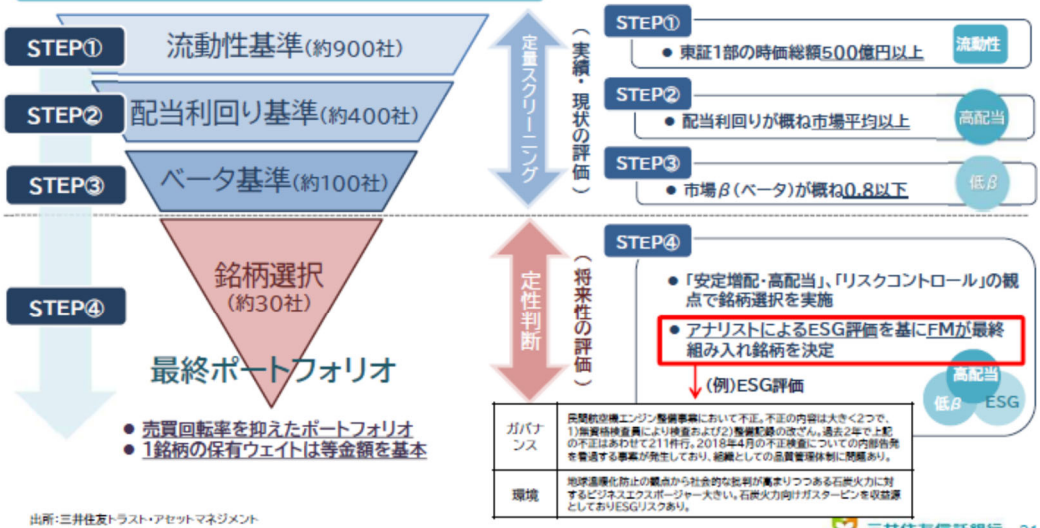
③高配当低ベータ戦略ファンド(ESG考慮型):運用プロセス

私募投信 × 日本株式

本戦略では3つのポイント(①高配当、②低ベータ、③ESG考慮)の各々を運用プロセスにおいて考慮することで、再現性の高いポートフォリオを構築し、意図したパフォーマンスの実現に努めます

国内株式 高配当・低ベータ・ESG考慮型戦略 運用プロセス

運用プロセス



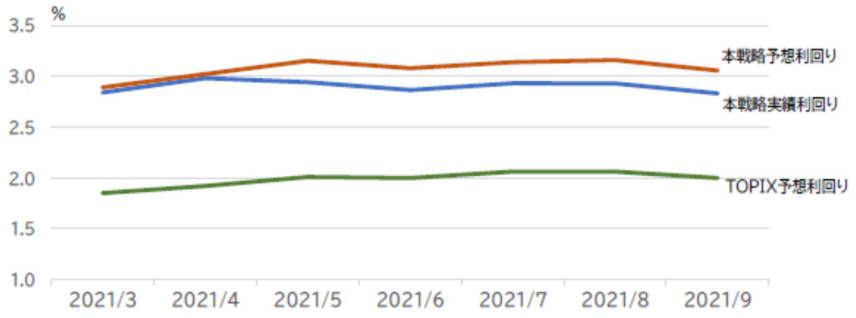
出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

③高配当低ベータ戦略ファンド(ESG考慮型):配当利回り

私募投信 × 日本株式

本戦略の実績配当利回りや予想配当利回りは、TOPIXを上回る水準で推移しています



期間:2021/3~2021/9

【配当利回りの推移】 単位:%

	2021/03	2021/04	2021/05	2021/06	2021/07	2021/08	2021/09	2021/10	2021/11	2021/12
本戦略実績利回り	2.84	2.98	2.94	2.86	2.93	2.93	2.83			
本戦略予想利回り(a)	2.89	3.02	3.15	3.08	3.14	3.16	3.06			
TOPIX予想利回り(b)	1.85	1.92	2.01	2.00	2.06	2.06	2.00			
差分 (a)-(b)	1.04	1.10	1.14	1.08	1.08	1.10	1.06			

※本戦略実績利回りは、各時点で保有している銘柄の実績配当利回りを加重平均して算出した数値
※本戦略予想利回りは、各時点で保有している銘柄の予想配当利回りを加重平均して算出した数値
※TOPIX予想利回りは、各時点の東証一部上場銘柄の予想配当利回りを加重平均して算出した数値
※本戦略、TOPIXともに予想配当利回りは日経予想の数値を使用

当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません。

出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

③高配当低ベータ戦略ファンド(ESG考慮型):配当予想

私募投信 × 日本株式

- ✓ 2021年9月末時点で保有している30銘柄のうち19銘柄が増配予想、1銘柄が減配予想です
- ✓ コロナ禍という逆風は残っているものの、業績はボトムアウト、株主還元は拡大方向の企業が大半です

	コード	社名	前年度配当実績 (単位:円/株)	今年度配当予想 (単位:円/株)	増減配 (○:増配 ×:減配)	予想利回り (%)	決算月	備考欄
1			105.0	185.0	○	5.32	3月	
2			116.0	126.0	○	3.37	3月	
3			84.0	88.0	○	3.74	1月	
4			82.0	88.0	○	3.20	3月	
5			100.0	100.0		2.70	3月	
6			32.0	32.0		2.95	2月	
7			82.5	85.0	○	2.91	3月	
8			98.5	100.0	○	1.97	2月	
9			140.0	144.0	○	2.16	12月	
10			42.0	50.0	○	2.71	3月	
11			100.0	100.0		2.09	12月	
12			153.0	未定		2.78	12月	
13			42.0	42.0		3.58	3月	
14		保有銘柄に関する記載があり非開示としています	55.5	58.4	○	3.05	3月	
15			64.0	70.0	○	1.92	3月	
16			50.0	51.0	○	1.98	12月	
17			110.0	170.0	○	3.20	12月	
18			61.7	53.0	×	1.57	6月	保守的な予想を公表する企業。業況は良好と判断
19			88.0	94.0	○	2.87	3月	
20			70.0	70.0		2.40	3月	
21			60.0	60.0		2.30	12月	
22			41.7	50.0	○	3.25	3月	1:3の株式分割を実施
23			124.0	128.0	○	4.67	3月	
24			235.0	未定		3.57	3月	普通配当は増配、特別配当は未定
25			28.0	30.0	○	2.92	3月	
26			105.0	110.0	○	3.57	3月	
27			120.0	125.0	○	3.39	3月	
28			86.0	86.0		5.68	3月	
29			52.5	55.0	○	2.68	3月	
30			184.0	未定		3.12	3月	

※今年度配当予想は会社公表値。前年度配当実績は分配実績値(但し株式分割/株式併合があった場合は参考値後の修正値)、予想配当利回りは日経予想

当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません。

出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

③高配当低ベータ戦略ファンド(ESG考慮型):設定来実績

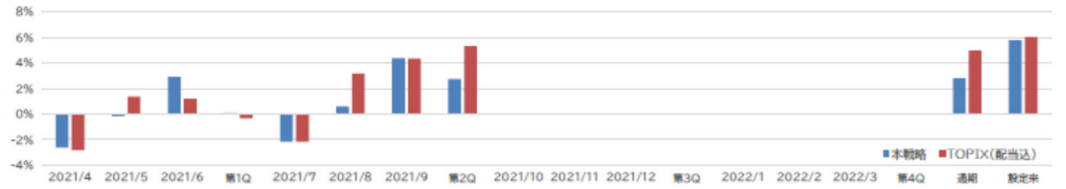
私募投信 × 日本株式

保有銘柄に関する記載があり、非開示としております

《パフォーマンス推移》

当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません。

	2021/4	2021/5	2021/6	第1Q	2021/7	2021/8	2021/9	第2Q	2021/10	2021/11	2021/12	第3Q	2022/1	2022/2	2022/3	第4Q	通期	設定来
本戦略	-2.61%	-0.15%	2.91%	0.07%	-2.16%	0.60%	4.37%	2.73%									2.80%	5.79%
(超過収益:対参考指数)	(+0.22%)	(▲1.53%)	(+1.72%)	(+0.39%)	(+0.01%)	(▲2.57%)	(+0.02%)	(▲2.59%)									(▲2.17%)	(▲0.25%)
TOPIX(配当込)	-2.84%	1.38%	1.19%	-0.33%	-2.18%	3.17%	4.36%	5.32%									4.97%	6.04%



7月の運用実績	8月の運用実績	9月の運用実績
保有銘柄に関する記載があり、非開示としております		

※参考指数:TOPIX(配当込)、「設定来」の数値は本戦略および参考指数とも2021/3/12～2021/9/30の期間にて計測、出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント、Bloomberg

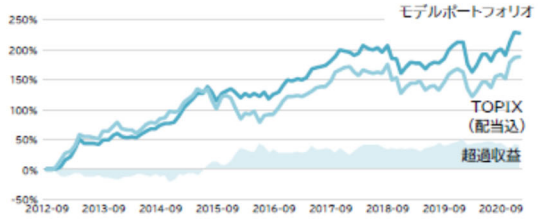
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

③高配当低ベータ戦略ファンド:運用設定来実績

私募投信 × 日本株式

本戦略は、高配当を確保した上で、下振れを抑制する低ベータ特性を維持し、2015－09以降、安定的に超過リターンを獲得しています

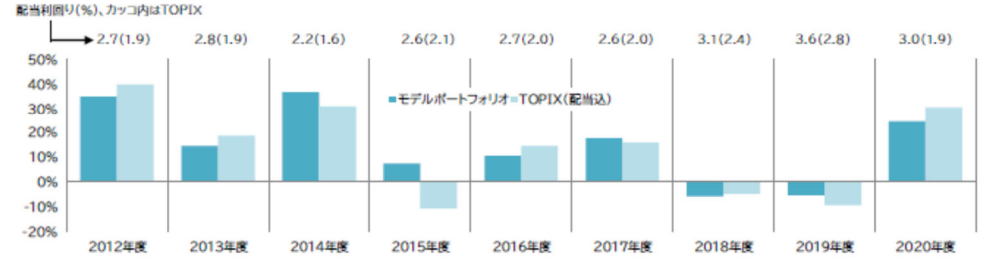
累積リターン推移



リスク・リターン特性

	モデル ポートフォリオ	TOPIX (配当込み)	差分
設定来	227.33%	188.29%	39.04%
収益率(年率)	15.13%	13.41%	1.72%
標準偏差(年率)	13.61%	16.35%	-2.74%
運用効率	1.11	0.82	0.21
ベータ	0.73	-	-

年度別リターン



(期間)2012年9月～2021年1月、2012年度:2012年9月～2013年3月、2020年度:2020年4月～2021年1月、＊信託報酬控除前のデータを使用

出所:三井住友トラスト・アセットマネジメント

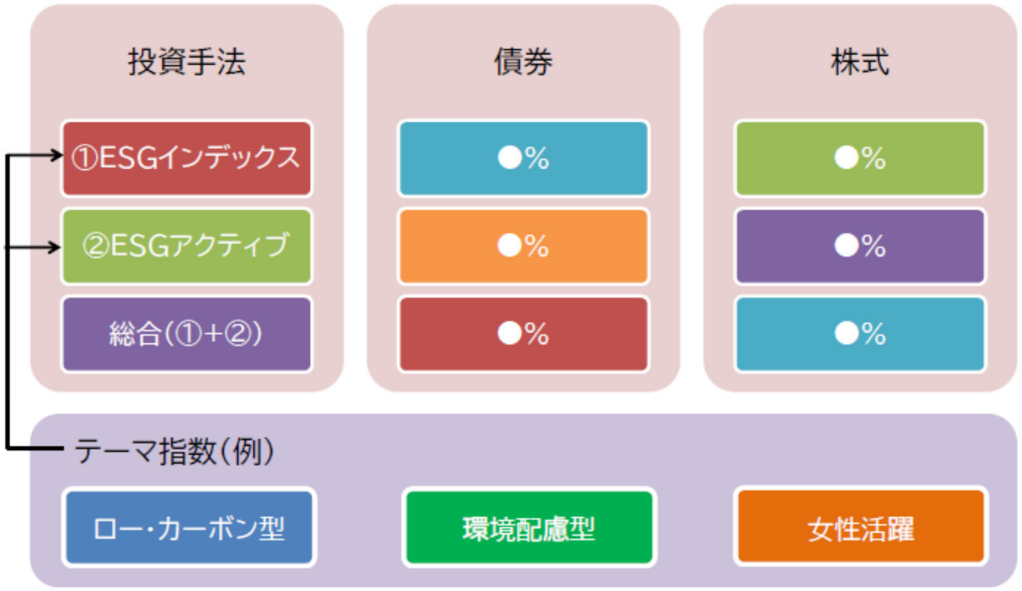
当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません。

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

④ESGマルチアセット戦略

マルチアセット

複数資産に投資する前提のマルチアセット戦略の場合、実際の投資にあたっては、ポートフォリオ全体の目標利回り、資産配分、投資手法、テーマ指数など、事前に協議すべき項目があります



Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

【ご参考】SFDR*:金融機関に対して、持続可能性に関する情報開示を求める規則

*「The Sustainable Finance Disclosure Regulation」(EU Regulation on Sustainability related Disclosures in the Financial services sector)の省略

【対象】

- ✓ EUの規則であるため、その対象はEUの金融市場参加者(投資商品を扱う資産運用会社・保険会社・投資会社など)や、機関投資家などに助言を行う機関です
- ✓ 日本の企業は直接の対象ではありませんが、EUの金融機関から運用の再委託を受けるような場合には、同様の情報開示が求められる可能性があります

【主な内容(抜粋)】

- ✓ 金融商品を下記の3つに分類し、それぞれ必要な情報を開示することになっています

第6条	持続可能性リスクの統合の透明性	第8条、第9条に該当しないESG特性を促進しない商品
第8条	環境または社会的側面の促進に関する契約前の開示	環境または社会的または両方を促進する商品(ライト・グリーンとも言われる)
第9条	持続可能な投資の促進に関する契約前の開示	サステナブル投資を目的とする商品(ダーク・グリーン※とも言われる)

- ✓ 例えば、第8条に該当する商品では、投資プロセスにおいて財務的な基準だけでなく、環境や社会をどのように考慮しているかといった情報の開示が求められています
- ✓ ※持続可能性への貢献深度をイメージし、第8条、第9条はそれぞれにライト・グリーン、ダーク・グリーンと色分けがされています。ダーク・グリーンの商品区分は、より厳密に社会的効果を数値開示することなどが求められています
- ✓ 但し、第8条、第9条に含まれる影響に関しては、2021年2月に技術的レポートの最終ドラフトが公表された段階であり、SFDRはいまだ全ての詳細項目までは定まっていません

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

BNPパリバAM：主なサステナブル戦略ラインアップ（株式）

私募投信 × マルチアセット

	戦略名	運用手法	投資対象	BNPパリバESGスコア	カーボンフットプリント	SFDR	過去3年間年率リターン	運用残高（百万€）
環	グローバル・エンバイロンメント	アクティブ	グローバル環境関連企業	63.4	59.4*	9	15.21%	3,705
	クライメート・インパクト	アクティブ	気候変動への適応・緩和に重点を置いた活動を行う企業	59.0	39.6	9	20.41%	3,370
	エナジー・トランジッション	アクティブ	脱炭素化、エネルギー分散化、デジタル化のためのソリューションを提供する企業	56.7**	86.9**	9	24.75%	3,113
	エコシステム・レストレーション	アクティブ	水・陸・都市の各生態系（エコシステム）へのソリューションを提供する企業	59.9	194.1	9	-	175
環	アクア	アクティブ	水インフラ、水処理/効率化、水道等の水関連事業を展開する企業	59.3	153.9*	9	17.28%	3,571
	スマート・フード	アクティブ	持続可能な食料供給、資源効率、栄養価の高いコンテンツという課題に取り組んでいる企業	60.5	153.2*	9	10.21%	1,587
	インクルーシブ・グロース	アクティブ	持続可能な経済、社会、生態系のための平等で包摂的な成長に貢献する企業	65.7	40.6	8	10.13%	406
	エンバイロンメンタル・アブソリュート・リターン・テマティック・エクイティ	アクティブ（ロング/ショート）	脱炭素エネルギー関連企業、また生態系の維持に注力する環境関連企業へのロング・ショート戦略	-	8.04	9	22.45%*	526
口	ロー・カーボン100 ヨーロッパ PAB	インデックス	気候変動に伴う機会とリスクから選定された欧州企業から構成されるパリ協定遵守ベンチマーク（PAB）	65.4	37.0	9	8.47%	937
	サーキュラー・エコノミー・リーダーズ	インデックス	循環型経済の考え方に関連したビジネスモデルを推進・採用している企業	63.3	106.4	8	17.28%	481
	グローバル ESG ブルー・エコノミー	インデックス	海洋資源の持続可能な利用を推進している企業	57.3	216.0	8	21.62%	159
	FTSE EPRA Nareit 欧州先進国（除く英国）CTB	インデックス	グリーンビルディング認証、エネルギー使用量などから選定された欧州（英国を除く）の上場不動産企業	60.6	6.0	9	3.42%	430
	グローバル ESG インフラストラクチャー	インデックス	持続可能なインフラの開発または運営を行う企業	55.9	196.5	8	8.73%	112
	【ご参考】MSCI World（先進国）指数（ユーロ建）			57.1	67.5	[redacted]	12.99%	[redacted]
	【ご参考】MSCI AC World（全世界）指数（ユーロ建）			56.6	87.3	[redacted]	11.31%	[redacted]

出所：BNPパリバ・アセットマネジメント、2021年9月 *戦略運用開始後3年未満のため、過去1年の実績を記載しています
（注）上表の各戦略は、今後、マルチアセット戦略として投資対象と成り得る候補ですが、取り扱いを中止する可能性があることについても、予めご了承ください
当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

BNPパリバAM：主なサステナブル戦略ラインアップ（債券）

私募投信 × マルチアセット

	戦略名（注）	運用手法	投資対象	BNPパリバESGスコア	カーボンフットプリント	SFDR	過去3年間年率リターン	運用残高（百万€）
	サステナブル欧州債券総合	アクティブ	BNPパリバ ESG スコア下位の発行体を除いたベスト・イン・クラスの欧州債券総合ユニバース	64.1	n/a*	8	1.91%	815
	サステナブル欧州社債	アクティブ	BNPパリバ ESG スコア下位の発行体を除いたベスト・イン・クラスの欧州社債ユニバース	67.0	60.9	8	1.11%	1,963
	サステナブル欧州債券12M	アクティブ	BNPパリバESGスコア下位の発行体を除いたベスト・イン・クラスの欧州短期債券ユニバース	61.1	68.6	8	0.30%	3,278
環	グリーン・ボンド	アクティブ	グリーン・ウォッシングに配慮したグリーンボンドへの投資	79.1	3.0	9	2.06%	1,117
口	ESG EMU 国債（IG、3-5年）	インデックス	JPMが開発した欧州国債指数（3-5年）	56.2	n/a*	8	1.08%	209
口	ユーロ建てSRI欧州社債（除く化石燃料）	インデックス	二酸化炭素排出が多いと評価された発行体を除くユーロ建て投資適格社債	59.8	66.0	8	2.92%	1,376
	ESG EMBI グローバル・ディバーシファイド	インデックス	JPMが開発した新興国国債指数	46.8	n/a*	8	5.24%	847
	BNP Paribas Mois ISR	短期資金	ESGに配慮した短期資金ファンド	59.8	42.7	8	-0.36%	13,960
	【ご参考】Bloomberg ユーロ建て債券総合指数			58.2	n/a		1.85%	
	【ご参考】Bloomberg ユーロ建て投資適格社債指数			57.7	119.0		2.43%	

*ソブリン発行体については、カーボンフットプリントの算出が出来ないため、n/aとしています。

出所：BNPパリバ・アセットマネジメント、2021年9月
（注）上表の各戦略は、今後、マルチアセット戦略として投資対象と成り得る候補ですが、取り扱いを中止する可能性があることについても、予めご了承ください
当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

④ESGマルチアセット戦略(例):“ロー・カーボン型”

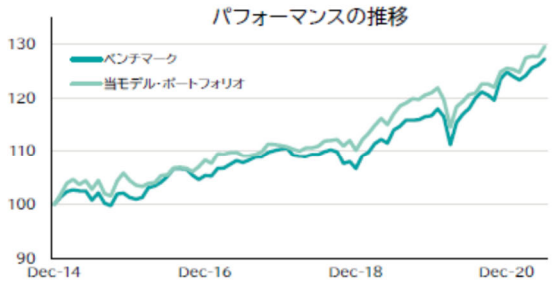
私募投信 × マルチアセット

BNPパリバAMの主なサステナブル戦略ラインアップの中から、「ロー・カーボン」を投資テーマとする各種インデックス運用を組み合わせた場合のシミュレーション結果です

【ポート・フォリオ構成】
株式(25%): BNP Paribas Low Carbon 300 World PAB
債券(75%): BNP Paribas Easy JPM ESG EMU Government Bond IG 3- 5 Year(60%)
BNP Paribas Easy € Corp Bond SRI Fossil Free(15%)

【ベンチマーク】 株式(25%): MSCIワールド(先進国)株式指数 / 債券(75%): ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル債券総合指数

バックテストの結果(期間:2014年12月末~2021年6月末/円ヘッジ付き/月次リバランス)



2014年12月末を100として指数化しています

	当モデル・ポートフォリオ	ベンチマーク
年率リターン	4.1%	3.8%
年率リスク	4.1%	4.1%
シャープ・レシオ	1.01	0.94
BNPパリバESGスコア	59.3	54.5
カーボン・フットプリント	15.5	104.3

出所:MSCI、ブルームバーグ、BNPパリバAM、2021年6月末時点
上記はご参考情報としてバックテストによる結果を示したものであり、将来の投資成果を保証するものではありません。当モデル・ポートフォリオの数字は費用控除前です

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

④ESGマルチアセット戦略(例):“環境配慮型”

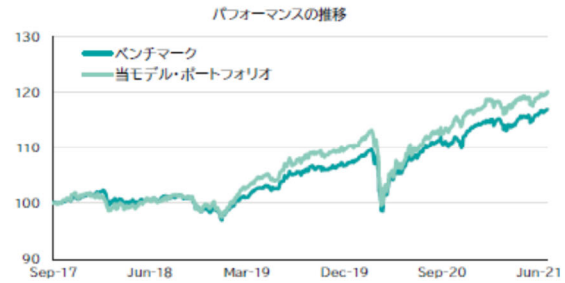
私募投信 × マルチアセット

BNPパリバAMの主なサステナブル戦略ラインアップの中から、「環境への配慮」を投資テーマとする各種アクティブ運用を組み合わせた場合のシミュレーション結果です

【ポート・フォリオ構成】
株式(25%): BNP Paribas AUQA(12.5%)
BNP Paribas Global Environment(12.5%)
債券(75%): BNP Paribas Green Bond

【ベンチマーク】 株式(25%): MSCIワールド(先進国)株式指数 / 債券(75%): ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル債券総合指数

バックテストの結果(期間:2017年9月6日~2021年6月末/円ヘッジ付き/月次リバランス)



2017年9月6日を100として指数化しています

	当モデル・ポートフォリオ	ベンチマーク
年率リターン	4.9%	4.2%
年率リスク	4.7%	4.3%
シャープ・レシオ	1.08	1.00
BNPパリバESGスコア	75.0	54.5
カーボン・フットプリント	28.2	104.3

出所:MSCI、ブルームバーグ、BNPパリバAM、2021年6月末時点
上記はご参考情報としてバックテストによる結果を示したものであり、将来の投資成果を保証するものではありません。当モデル・ポートフォリオの数字は費用控除前です

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑤ESGマルチアセット指数連動債(仕組債):仕組み

少人数私募債 × マルチアセット

利息の変動を享受できる債券投資家のうち、相応の利回り水準を求める法人や、為替参照仕組債等へのリスク偏重を課題とする法人が、「マルチアセット指数連動債」に投資するケースがあり、ESGマルチアセット指数連動債は、その仕組みを応用したものです

元本

1. 元本確保型の債券投資

- 満期時に、額面にて償還がなされる債券投資
- 元本リスクは参照指標の変動とは関係なく、信用リスクは発行体(*)に依拠

2. 主たる信用リスクは大手外資金融機関

- 主な信用リスク先はグローバルに事業展開を行う大手外資金融機関

利率

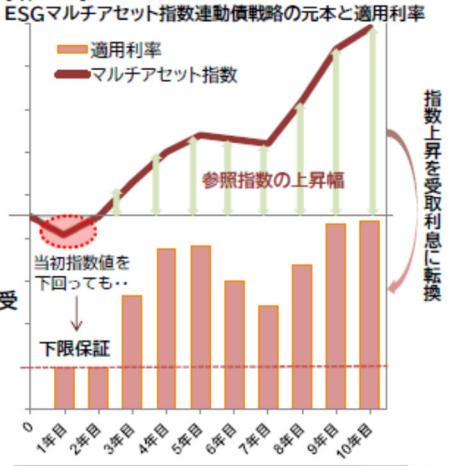
3. 参照ESGマルチアセット指数の上昇分を利息で享受

- 株・債券・為替・金利等への分散投資の実績がESGマルチアセット指数に反映
- ESGマルチアセット指数の上昇が受取利回りに反映

4. 下限利率保証付き

- ESGマルチアセット指数の実績不芳時も、約定時に定めた下限利率にて保証

【イメージ】
ESGマルチアセット指数連動債戦略の元本と適用利率



元本の確保 | 額面償還

適用利率＝指数の投資来上昇率 ÷ 経過年数(y) × 連動率 − 信託報酬

(*)利回り改善のために担保債スキームを活用する場合、担保債の発行体が主たる信用リスク先となります。詳細は商品説明書等をご確認ください

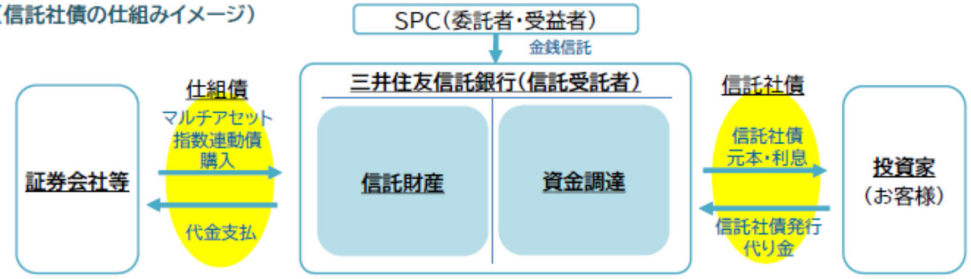
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑤ESGマルチアセット指数連動債(仕組債):スキーム

少人数私募債 × マルチアセット

弊社では、外資金融機関発行のマルチアセット指数連動債を、信託社債(国内債)の形態でご提供いたします

(信託社債の仕組みイメージ)



信託社債は、金融商品取引法第二条第一項に定める「有価証券」に該当

号	項目	事例
一	国債証券	日本国債
二	地方債証券	東京都債
五	社債券(相互会社の社債券を含む。以下同じ。)	事業債、信託社債
六…	(以下省略)	

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

債券代替的特性としてインカム水準に着目したインフラファンド

インフラファンド

債券の収益性が低迷する中、長期・安定的なキャッシュフローへの期待から、株式の中でもインカム水準に着目した資産として、インフラファンドへの関心が高まっています

事業会社	不動産ファンド・REIT	インフラファンド
経済成長・事業拡大から得られる収益	オフィス・居住用・倉庫等の物件の賃貸等収入	道路交通・病院・発電所等の社会・経済的インフラ施設収入
● 企業活動のリスク(ビジネスモデルの優位性、事業環境変化等)を受け入れる代りに成果を享受 ● 経済状況悪化時は無配・倒産も	● 実物不動産からの定期的な利用料収入を享受、賃貸等の需給変化による収入変動リスクも ● 処分価値のある実物不動産が裏付け	● 産業・社会生活の基盤となるインフラ施設等の安定的利用料収入を享受 ● 長期契約、独占・寡占的立場の場合は、収入の安定性は高い

株式的特性 ⟷ 債券代替的特性

株式		事業運営主体の経済活動		債券
成果が得られた場合、投資元本・配当は拡大。企業活動低迷時は、投資元本は減少	資本 ⇒ / ⇐ 配当		貸付 ⇐ / ⇒ 利息	収益は、予め決められた利息収入が主体。成果が得られても、元本は増加しない

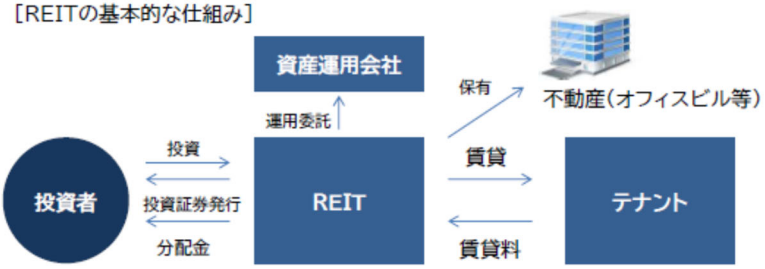
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

【ご参考】配当利回りに着目したREITとインフラファンドへの投資

インフラファンド

REITとインフラファンドの基本的な仕組みは類似しています

［REITの基本的な仕組み］



［インフラファンドの基本的な仕組み］

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

インフラストラクチャー投資

インフラファンド

- ✓ インフラストラクチャー投資案件では、投資対象とする事業セクターにより、リスク・リターンが異なります
- ✓ 投資リスクは法的規制や市場競争の程度により、規制下・寡占状況にある事業セクターは高い安定性を有すると考えられます

インフラ事業セクターによるリスク・リターン特性

（イメージ図）

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

インフラファンドのリスクと投資検討のポイント

インフラファンド

インフラファンドの投資対象は長期運営を前提としたインフラ施設であり、中長期の政治・規制・事業運営リスク等を負い、市場の成熟・施設の稼動状況等に着目した検討が必要となります

事業運営リスク

- サービス提供先の需要や運営者の事業運営能力等による収益変動リスク等
- 開発案件では、当初予定した期間・予算で完成しない完工リスク

Point① 稼動済案件

- 稼動済資産へのウエイトの高いファンドを選定
- 稼働済案件は収益性も見極め易く、投資直後からの配当獲得にも期待

政治・規制リスク

- インフラ所在国の事業許認可取り消し、法律・税制等の変更リスク
- 特に新興国では規制や政策の方向性・安定性が不透明なケースも

Point② 成熟市場

- 古くから公共インフラ事業に民間資本が導入され、成熟した投資市場が選択肢
- 市場規模(市場の厚み)も判断要素

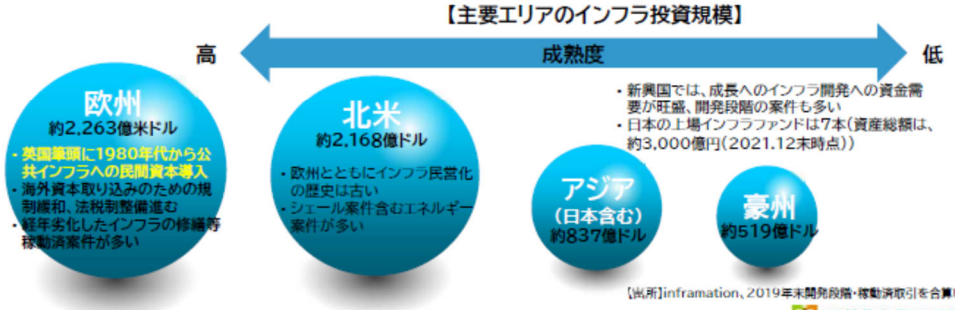
流動性

- 投資対象資産であるインフラ事業は数十年の長期スパンが前提
- 私募のインフラファンドは、通常10年以上の投資期間、流動性・換金性に乏しい

Point③ 上場

- 上場ファンドへの投資することで、市場での流動性の確保が一定程度可能

【主要エリアのインフラ投資規模】



・新興国では、成長へのインフラ開発への資金需要が旺盛、開発段階の案件も多い
・日本の上場インフラファンドは7本(資産総額は、約3,000億円(2021.12末時点))

【出所】inframation、2019年末開発段階・稼動済取引を合算したもの

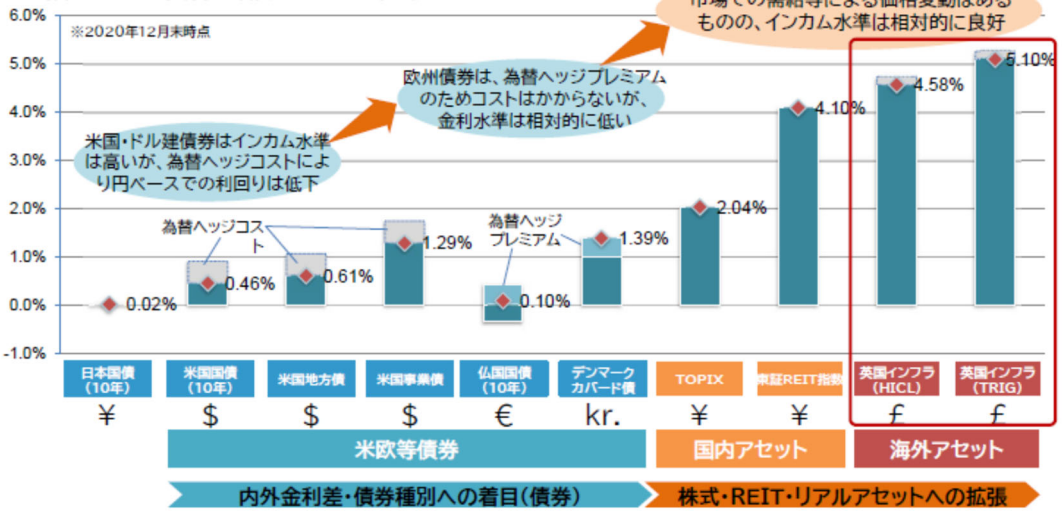
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑥英国上場インフラファンド：他資産との利回り比較

私募投信 × インフラファンド

利回り確保の観点から機関投資家は米国・欧州債券投資を拡張してきましたが、世界的なベース金利の低下等により、近時は、インカム水準への着目からリアルアセット投資に関心が高まっています

（為替ヘッジコスト控除後の各資産インカム水準比較：グラフ中 ◆印）



日本国債（10年）・米国債（10年）・仏国債（10年）は各国各年限の国債利回り、米国地方債はBloomberg Barclays Municipal Bond Index Total Return Index Value Unhedged USDの最低利回り、米国事業債はBloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USDの最低利回り、デンマークカバード債は類似戦略ファンドのOAY、TOPIX・東証REIT指数は各指数の12ヵ月配当利回り、英国インフラ（HICL）・英国インフラ（TRIG）は各12ヵ月配当利回りをそれぞれ使用。為替ヘッジコストおよびプレミアムは1Mフォワードにより算出。

出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント、日興アセットマネジメント、Bloomberg、三井住友信託銀行

当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑥英国上場インフラファンド：投資対象

私募投信 × インフラファンド

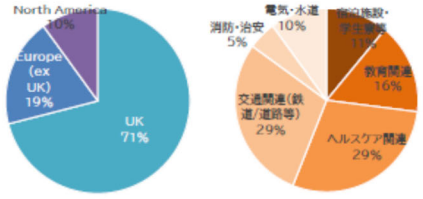
- ✓ 本ファンドは、ロンドン証券取引所（LSE）に上場しているHICL Infrastructure PLC（HICL）とThe Renewables Infrastructure Group（TRIG）の2銘柄を投資対象としています
- ✓ 両銘柄はInfraRedによって運営されています

投資法人（案件投資・管理） HICL Infrastructure ← 投資助言 — InfraRed Capital Partners — 投資助言 → TRIG 投資法人（案件投資・管理）

HICL Infrastructure	投資法人名	The Renewables Infrastructure Group(TRIG)
2006年にロンドン証券取引所へ上場（FTSE250 構成銘柄）	取引市場	2013年にロンドン証券取引所へ上場（FTSE250 構成銘柄）
英国を中心にヘルスケア・交通・教育（学校等）、水道関連の収入が安定した116案件に投資	投資対象	英国、ドイツ、スウェーデンを中心に79案件の風力・太陽光発電事業に投資
英国で歴史のあるPPP・PFI案件にフォーカス	特徴	再生可能エネルギー市場にフォーカス

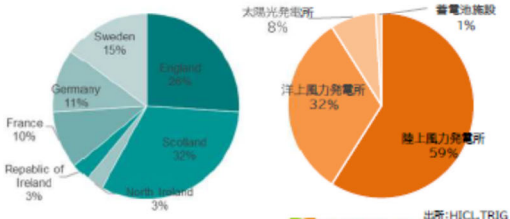
HICL エリア別・セクター別ウェイト（2021年3月時点）

・英国71%、ほか規制・政治リスクの低い先進国に投資
・97%が稼動済案件、完工リスクは極めて低い



TRIGエリア・セクター別ウェイト（2021年6月時点）

・UK中心も立地分散を図ることで自然災害リスクを分散
・89%が稼働済案件であり、完工リスクは低い



出所：HICL,TRIG

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑥英国上場インフラファンド：HICL・SDGs目標への貢献

私募投信 × インフラファンド

- ✓ HICLを運営するInfraRedは、2011年からPRI(責任投資原則)に署名しています。2014年からPRI格付けA+を維持しています。
- ✓ またInfraRedは、2019年1月1日付で「Carbon Neutral company」認証を取得しています。
- ✓ HICL及びInfraRedはTCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)に賛同企業として登録されています。
- ✓ HICLはポートフォリオ全体での気候変動影響評価について実施中です。
- ✓ HICLは、経済発展や人々の幸福を支える信頼性、回復力のあるインフラを提供することで、国連の掲げる持続可能な開発目標(SDGs) に貢献しています。17の目標の9、11へ本質的に貢献しています。また、3、4、6、7、8、12、13、14、15、16、17へ積極的に貢献する取り組みを行っています。

Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment

A+ sixth consecutive year[1]

HICLの投資先が貢献しているSDGs目標

- 1200万人以上の人々に医療機関へのアクセスを提供
- 14万人以上の学生に教育の場を提供
- Infraredの運営陣の35%が女性
- Affinity Waterによって3.6百万人へ衛生的な水を提供
- 洋上風力発電所で作られた1.8GW(1.7百万世帯)の電力を送電網へ供給
- HICLのプロジェクトを通して1200人の雇用を生む
- 16万トンのCO2排出量の削減
- 50以上の警察署、司法施設、消防署、訓練施設を運営

HICLの投資先におけるESG・SDGsへの取り組み例

- ✓ Affinity Waterは、持続不可能な取水を止め、地域社会の長期的な利益のために固有の自然環境を回復するために、Chilterns国立特別美観地区内のChess Valleyにある主要な地下水取水地を自主的に閉鎖しました。
- ✓ Northwest Parkway toll roadは、地域コミュニティに対して$10万ドルの寄付を行いました。また、様々なボランティア活動へ参加しています。
- ✓ High Speed 1は2022年3月までにすべての電車、駅で使用される電力を再エネ100%とすることが保証される見込みです。

出所：HICL

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑥英国上場インフラファンド：TRIG・SDGs目標への貢献

私募投信 × インフラファンド

- ✓ TRIGもTCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)の賛同企業として登録されています。
- ✓ TRIGは、再生可能エネルギー設備への投資を通じて国連の掲げる持続可能な開発目標(SDGs) や欧州のエネルギーmixに貢献しています。
- ✓ TRIGの取り組みはSDGsの17の目標のうち特に7、9、13への貢献につながります。

ESG目標に連動した資金調達

2020年12月に上場インフラ業界初となるESG定量目標に連動したRCFを£500m組成しました。本RCFでは毎年、下記3つの目標を測定し、パフォーマンスに応じてマージンとコミットメントフィーを変動させる仕組みになっています。尚、2020年12月末時点でGrönhultの組み入れのためにRCFの£65mが使用されています。

- 環境(E):TRIGの組み入れ資産の発電(クリーンエネルギー)が何世帯分の電力需要を賄ったか
- 社会(S):TRIGが支援/寄付を行っているコミュニティファンド(地域コミュニティ)の増加数
- ガバナンス(G):労働安全指標を低く保つ

- ✓ 2021年4月には上記のRCFの為替ヘッジコストを上記のEDG目標に連動させるESDリンク付き為替契約を締結しています。一定のESG目標を達成した際に、TRIGはサステナビリティ・ペイメント(報酬)を受け取ることになります。

再生可能エネルギーの提供と地域貢献

- ✓ 2021年6月期にTRIGのポートフォリオは1.5百万世帯分の電力に相当する再生可能エネルギー由来の電力を提供し、CO2排出量が66万トン削減されました。
- ✓ 地域のハブとなる地域医療、学校などへ33のコミュニティファンドを通じての寄付を行っています。また£1.2mのコミュニティへの投資を行っています。
- ✓ 発電所の周辺での雇用創出しています。
- ✓ TRIGの保有する発電所において、サステナビリティと再生可能エネルギーに関する学校教育を行っています。

地域貢献の実例

- Egmere Solar Farmによる地域コミュニティサポート

- ✓ Well community Hospital は、地域の医療及び社会保障推進サービスを提供している機関です。
- ✓ Egmere Solar Farmは、同機関に£3.5mを寄付しました。
- ✓ TRIGが保有する発電所では、他にも地域医療や社会保障、母親や若者、LGBTQ+のメンタルサポートを行う団体へ寄付を行っています。

出所：TRIG, LSEG

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

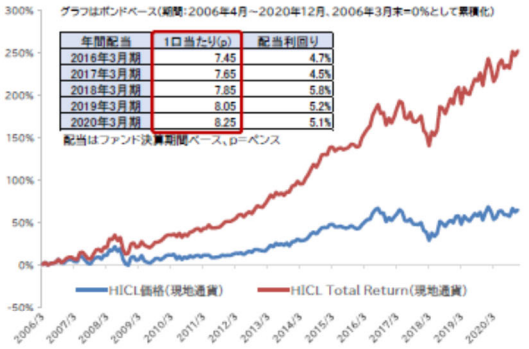
⑥英国上場インフラファンド：上場来実績推移

私募投信 × インフラファンド

- ✓ 安定的な配当実績に加え、株式・REIT等との低相関から分散効果の観点での検討が可能です
- ✓ 流動性が確保される一方、株式市場における価格変動を負うことに留意が必要です

HICL Infrastructure

英国を中心にヘルスケア・交通・教育（学校等）、水道関連の収入が安定した117案件に投資



年間配当	1口当たり(p)	配当利回り
2016年3月期	7.45	4.7%
2017年3月期	7.65	4.5%
2018年3月期	7.85	5.8%
2019年3月期	8.05	5.2%
2020年3月期	8.25	5.1%

■パフォーマンス特性

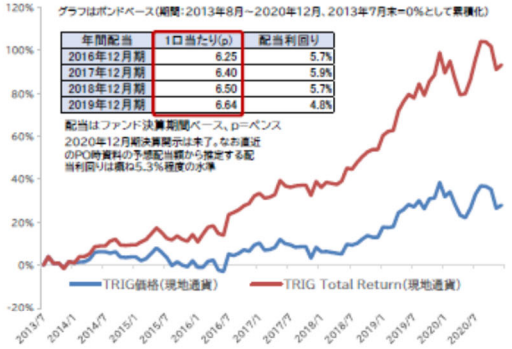
HICL TR	ボンド建て	円ヘッジ
累積リターン	252.09%	186.10%
年率リターン	8.91%	7.39%
年率リスク	10.66%	10.67%
運用効率	0.84	0.69
月次最大下落	-10.50%	-10.75%

■相関係数（現地通貨ベース）

TOPIX(配当込)	0.18
東証REIT指数(配当込)	0.23
S&P先進国REIT指数（除日本/配当込）	0.24

The Renewables Infrastructure Group

英国、アイルランド、フランスを中心に、75案件の陸上風力・太陽光発電事業に投資



年間配当	1口当たり(p)	配当利回り
2016年12月期	6.25	5.7%
2017年12月期	6.40	5.9%
2018年12月期	6.50	5.7%
2019年12月期	6.64	4.8%

■パフォーマンス特性

TRIG TR	ボンド建て	円ヘッジ
累積リターン	93.28%	83.27%
年率リターン	9.29%	8.51%
年率リスク	8.76%	8.75%
運用効率	1.06	0.97
月次最大下落	-5.32%	-5.34%

■相関係数（現地通貨ベース）

TOPIX(配当込)	-0.04
東証REIT指数(配当込)	0.07
S&P先進国REIT指数（除日本/配当込）	0.06

※円ヘッジの為替ヘッジコストは1Mにて計算、出所：Bloomberg

当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません

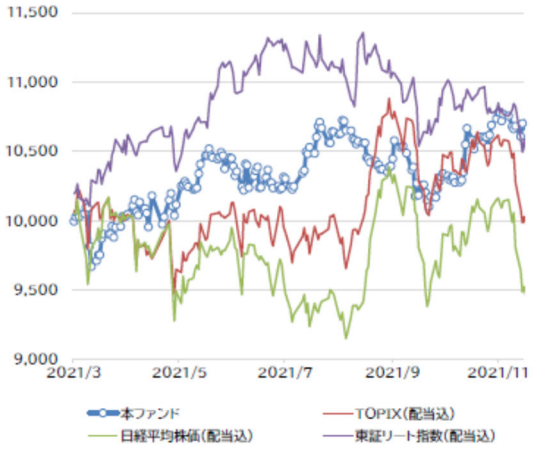
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑥英国上場インフラファンド：投信設定来実績推移

私募投信 × インフラファンド

- 投信設定来におけるリスク・リターンは、同じエクイティ資産との比較においても良好に推移しています

パフォーマンス推移（投信設定来）



	本ファンド	TOPIX（配当込）	日経平均株価（配当込）	東証リート指数（配当込）
期間累積リターン	7.03%	-0.14%	-5.14%	4.96%
年率平均リターン	10.19%	-0.20%	-7.26%	7.16%
年率標準偏差	10.90%	15.86%	18.01%	12.31%
シャープレシオ	0.93	-0.01	-0.40	0.58
最大ドローダウン	-5.80%	-8.24%	-10.07%	-7.57%

期間：2021年3月15日～11月30日、
出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント、Bloomberg

期間：2021年3月15日～11月30日
パフォーマンス推移は11月30日を起点（10,000）として累積指数化
出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント、Bloomberg

当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません

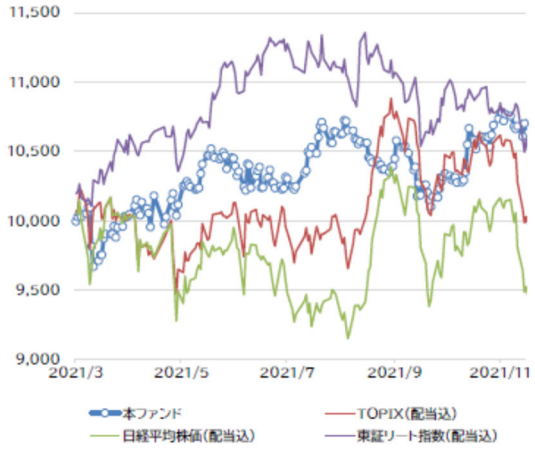
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑥英国上場インフラファンド：投信設定来実績推移

私募投信 × インフラファンド

投信設定来におけるリスク・リターンは、同じエクイティ資産との比較においても良好に推移しています

パフォーマンス推移（投信設定来）



期間：2021年3月15日～11月30日
パフォーマンス推移は11月30日を起点（10,000）として累積指数化
出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント、Bloomberg

	本ファンド	TOPIX（配当込）	日経平均株価（配当込）	東証リート指数（配当込）
期間累積リターン	7.03%	-0.14%	-5.14%	4.96%
年率平均リターン	10.19%	-0.20%	-7.26%	7.16%
年率標準偏差	10.90%	15.86%	18.01%	12.31%
シャープレシオ	0.93	-0.01	-0.40	0.58
最大ドローダウン	-5.80%	-8.24%	-10.07%	-7.57%

期間：2021年3月15日～11月30日、
出所：三井住友トラスト・アセットマネジメント、Bloomberg

当該実績等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではございません

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

お客さまを取り巻くインベストメントチェーンと弊社の役割

インフラファンド

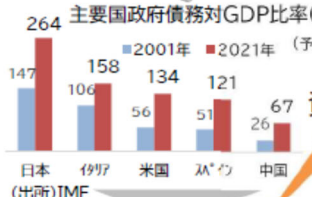
SDGs/ESG課題解決への投資は、事業を通じた経済的価値の創出と、企業・社会の持続的成長：社会的価値の創出に繋がります。弊社は、専業信託の知見発揮によりインベストメントチェーンを活性化し、投資案件の実現を目指します

メガトレンドを支えるインベストメントチェーン

2050年
カーボンニュートラル達成
には毎年巨額な資金が必要

一方、コロナ禍の財政主導により
各国債務は急拡大。。。

主要国政府債務対GDP比率（%）



（出所）IMF

資金調達ニーズ

民間投資が必須、
今後の拡がりにも期待

SDGs
17ゴール

弊社が目指す
“信託銀行型”金融仲介モデル

（イメージ図）

社会的価値の創出　ESG・インパクト投資

事業会社等

運用機関
アセットマネジャー
（弊社グループ）

投資家
アセットオーナー

持続可能な
事業活動

経済的価値の獲得

ESG重視の宣言
例）
ブラックロック・
ラリーフィンクの書簡
（2020）

株主重視から
ステークホルダー重視へ
米ビジネスラウンドテーブル
（2019）
ダボス会議“グレートリセット”
（2020）

足元のリターン
（経済的価値）
長期に亘るリターン
（社会的価値）

ESG投資において投資家に期待される役割は大きい

弊社の“信託銀行型”金融仲介機能による投資サポート

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

“信託銀行型”金融仲介機能による商品のご提供

インフラファンド

弊社は、再生可能エネルギーなどの優良な資産・事業を投資家のお客さまにご提供する過程で、劣後部分の保有やシード資金の供給など、専業信託銀行の強みを活かした金融仲介機能によって、お客さまの投資をサポートします

“信託銀行型”金融仲介機能による商品のご提供 （イメージ図）

- 競争が激化する優良な再生可能エネルギーやデータセンターなどのインフラ資産・事業に対する投資により、「安定キャッシュフローの享受」と「SDGs/ESG課題への対応や地域活性化への貢献」の両立を目指す
- 劣後部分の保有（信用補完）やシード資金の拠出（案件のブリッジ）など、ファイナンスの知見と投資家ニーズの理解を併せ持つ専業信託銀行ならではの取組み

企業・投資家双方との接点を持つ専業信託銀行の強みを活かし、お客さまの投資をサポート

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

国内再生可能エネルギーブラウン 1号ファンド

再生可能エネルギー

国内外の案件を通じて得た再生可能エネルギーへの知見を踏まえ、FIT制度の安定CFに依拠する投資として、開発投資案件へのエクイティ資金の供給、投資家への安定CF型の投資商品の提供をそれぞれ実施してきました

投資家展開を見据えたエクイティ資金の供給

（※）募集は終了しております。

☑ 開発段階

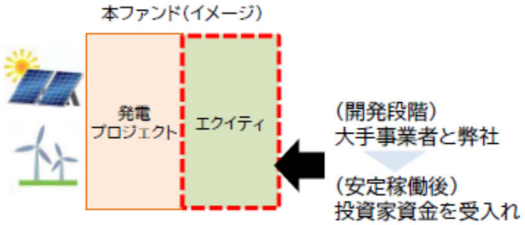
- 大手事業者と協働で、主に開発段階の太陽光発電・風力発電のプロジェクトに投資

Point
開発リスクは弊社と大手事業者が負担
安定稼働後に投資家資金を受入れ

☑ 安定稼働後

- 安定稼働後で開発リスクのない国内太陽光発電ファンドとして投資家資金を受入れ
- 投資家は、FIT制度の売電収入を原資とする安定キャッシュフロー（経済的価値）とSDGs/ESG課題への対応や地域活性化への貢献（社会的価値）を享受

本ファンド（イメージ）



本ファンド（安定稼働後）のファンド概要

ファンド総額（組成時）	127 億円（投資家資金115億円）
設定	2018年4月
ファンド期間	新規投資期間2年 + 運用期間20年（中途解約不可）
ターゲットリターン	ネットIRR 5.0%以上

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑦国内再生可能エネルギーブラウン 2号ファンド

少人数私募 × 再生可能エネルギー

大手事業者の将来の計画的な施設取得ニーズと、投資家の債券代替として活用可能な安定インカムへのニーズをマッチングし、投資期間の短期化と償還時のリターンのブレ抑制を目指す国内太陽光発電ファンドを検討中です

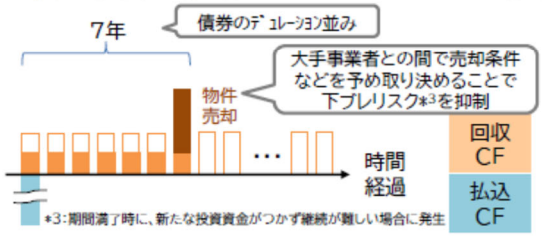
大手事業者と投資家のニーズのマッチング

- FIT制度*1の売電収入を原資とする稼働済み国内太陽光発電プロジェクトのファンド
- 大手事業者の将来の計画的な施設取得ニーズと、投資家の債券代替として活用可能な安定インカムへのニーズをマッチング。一般的な太陽光発電ファンドよりも低い利回りながら投資期間の短期化と償還時のリターンのブレ抑制を目指す
- 投資期間:7年(中途解約不可)、予定配当利率:1%台*2

(※)現在検討中の商品であり、組成内容は確定したものではなく今後変更される可能性があります。また弊社の最終的な判断の結果、組成されない可能性があります。
当社判断で組成に至った場合も、お客さまの投資経験や資産状況等によりご提案できないことがございます。

*1:固定価格買い取り制度。エネルギーの買い取り価格を法律で定める助成制度 *2:期初信託元本ベース ※投資家募集と案件への投資を並行して実施する予定です。詳細は協議中です

■本プロダクトのCFイメージ



(参考)一般的な太陽光発電ファンドのCFイメージ

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑧国内総合型インフラファンドの取組み(構想段階)

検討中 × インフラファンド

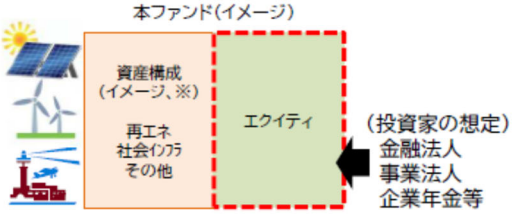
地域経済の健全な発展への寄与と機関投資家への長期的な安定キャッシュフローの提供を目指し、国内インフラ市場に精通するパートナー企業と共同で、国内総合型インフラファンドの組成を検討しています

安定CF享受と地域経済の健全な発展への寄与

- 国内インフラ市場に精通するパートナー企業等と共同で、国内総合型インフラファンドの組成を検討
- 弊社が有する国内コンセッション(公共施設等運営権)事業のアレンジやファイナンスの知見、ソーシングルートを活用
- 地域経済の重要インフラに幅広く分散投資し、安定キャッシュフローの享受と、SDGs/ESG課題への対応や地域活性化への貢献の両立を目指す

(※)本戦略は構想段階であり、今後の取扱も未定です。

本ファンド(イメージ)



※再エネ、ガス、空港、上下水道、スポーツアリーナ、データセンター、熱供給施設等を想定

(ご参考)弊社のインフラ関連投資の主な取組み

2006年:年金向けインフラ投資ゲートキーパー業務を開始
2015年:再生可能エネルギーファンド・N-REIF*を設立
⇒2018年に再生可能エネルギー・ブラウン1号*として投資家展開
2019年:弊社が関与する上場インフラ投資法人を上場

*お客さまが投資することはできず、募集は終了しております。

ファンド概要(案)

GP	パートナー企業と弊社が共同組成
ファンド総額	【300】億円
設定時期	2021年度中(想定)
ファンド期間	10年(中途解約不可、延長条項あり)
ターゲットリターン	ネットIRR【4~5】%以上

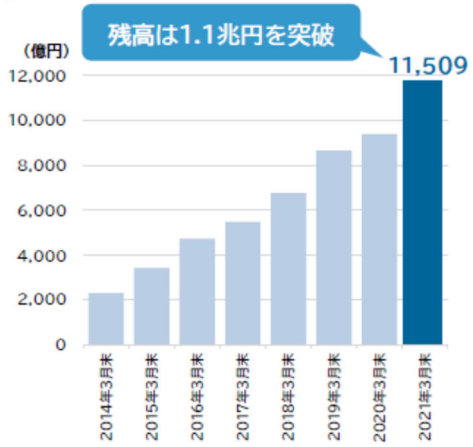
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

合同金信の取扱い状況(2020年10月末現在)

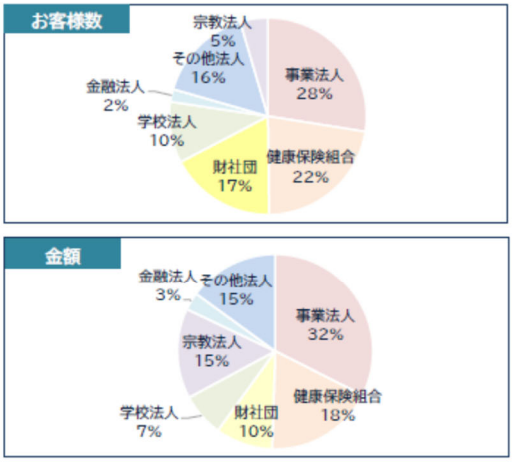
合同金信

当社合同金信は2009年6月にスタートラストαの取扱いを開始。その後商品ラインアップを拡充し、2020年10月に、残高は1兆円を突破しました。業態別では、事業法人、健康保険組合、財社団、学校法人等様々なお客様の短期運用商品として活用いただいております

当社合同金信の残高推移



業態別取扱状況



出所:三井住友信託銀行

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑨一般的な合同金信のスキームイメージ

合同金信 × ローン債権

合同金信のスキームイメージは以下のとおりです。本スキームを利用し、運用対象や受益権の期間の設定を変更することで、多様な投資家ニーズに合ったリスク・リターンの商品の組成が可能となります

合同金信のスキームイメージ

資金の流れ(概略)

STEP①:複数のお客様から金銭を信託頂きます。

STEP②:合同金信は、①の資金を原資に、商品毎に定められた資産で運用をします。

STEP③:裏付け資産から生じる利息や元本償還資金の支払いを合同金信が受けます。

STEP④:③の資金を原資に、お客様への配当の支払いや元本償還を実施します。

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑨当社のESG関連合同金信の組成実績について

合同金信 × ローン債権

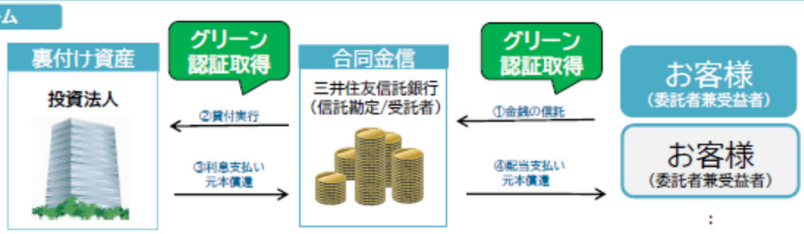
2018年9月に本邦初となるグリーン合同金信を100億円組成。以降複数回、グリーン認証付のREIT向け貸付により運用する商品の組成を実施しています

募集条件

（※）募集は終了しております。

商品名	リスク先	格付（JCR/R&I）	形態	信託設定日	償還日	期間	合計元本（億円）	基準金利	予定配当率
UURグリーントラスト	ユナイテッド・アーバン投資法人	AA/－	貸付	2018/9/28	2023/9/29	5年	100	-	0.25%
UURグリーントラスト（5年）				2019/3/29	2024/3/29	5年	25	-	0.325%
UURグリーントラスト（7年）				2019/3/29	2026/3/31	7年	20	-	0.405%
イオンリートグリーントラスト	イオンリート投資法人	AA-/－	貸付	2019/10/21	2022/10/20	3年	33	3M_TIBOR +0.29%	0.35727%

スキーム



①投資家が、受託者たる当社信託勘定（合同金信）に対して金銭を信託し、グリーン認証付きの信託受益権を取得します。
② 当社信託勘定（合同金信）は、①の信託金を原資として、投資法人に対してグリーン認証付きの貸付を実行します。
③ 投資法人は、当社信託勘定（合同金信）に元利金の支払いを行います。
④ 当社信託勘定（合同金信）は、投資家への収益配当、元本償還を行います。

グリーン認証取得とは
合同金信受益権及び合同金信から投資法人への貸付金について、JCRから、グリーンローン評価、グリーンボンド評価を取得していることを指します。

JCRのグリーンファイナンス評価
ICMA GB 原則、環境省のガイドラインに準拠したグリーン性評価と、判断管理・運営・透明性への評価を併せて、独自のグリーンファイナンス評価を付与しています。

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑨ESG合同：ユナイテッドアーバン投資法人の概要

合同金信 × ローン債権

丸紅をスポンサーとする総合型J-REIT。商業施設、オフィスビル、ホテル、住居、その他（コールセンター、データセンター、研修施設、物流施設、工場・研究開発施設、通信施設、インフラ施設、ヘルスケア施設）を投資対象としています。主な投資地域は、首都圏並びに政令指定都市をはじめとする日本全国の主要都市及びそれぞれの周辺不動産です

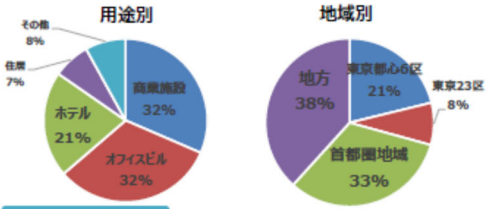
会社概要

項目	内容
投資法人名	ユナイテッド・アーバン投資法人
代表者	執行役員　吉田　郁夫
住所	東京都港区虎ノ門四丁目3番1号 城山トラストタワー18階
上場日	2003年12月22日 東京証券取引所不動産投資信託証券市場 銘柄コード：8960
決算期日	毎年5月末日および11月末日
資産運用会社	ジャパン・リート・アドバイザーズ株式会社
出資総額	309,205,625,251円
資産運用会社の株主	丸紅株式会社（100%）

運用資産

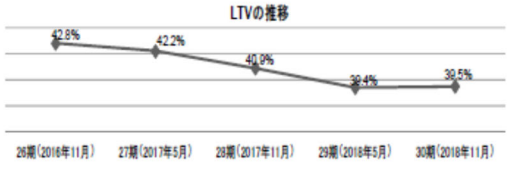
（※）募集は終了しております。

UURは、総合型J-REITとして資産規模119物件／6,139億円（2018年11月30日時点）を有しております。用途・投資地域を限定しない多種多様な不動産を投資対象としています。



財務内容

UURは、総資産に対する有利子負債の比率（以下、「LTV」）の運用上の上限について、50%を目処としており、通常時は30～50% の範囲でコントロールしながら資金調達を行っていく方針としています。



稼働率

2018年11月期における保有物件の稼働率は99.3%と、近年高い水準を維持しています。

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑨ESG合同:イオンリート投資法人の概要

合同金信 × ローン債権

小売り大手のイオングループをスポンサーとするJ-REIT。セイムボート出資としてイオン株式会社が投資口約20%を取得している。ポートフォリオ構成については大規模商業施設80%以上、その他商業施設20%以下、物流施設10%以下という方針を掲げています

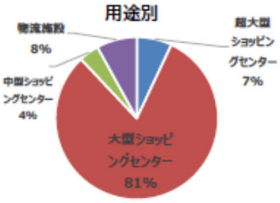
会社概要

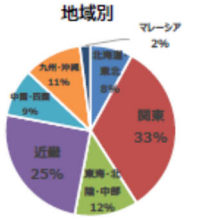
項目	内容
投資法人名	イオンリート投資法人
代表者	執行役員　戸川　晶史
住所	東京都千代田区神田錦町一丁目2番地1
上場日	2013年11月22日 東京証券取引所不動産投資信託証券市場 銘柄コード:3292
決算期日	毎年1月末日および7月末日
資産運用会社	イオン・リートマネジメント株式会社
出資総額	2,039億円
資産運用会社の株主	イオン株式会社(100%)

運用資産

(※)募集は終了しております。

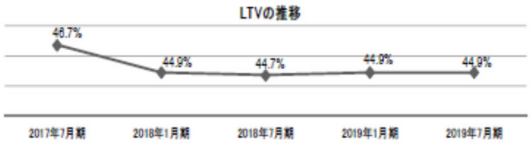
イオンリートは、商業施設特化型としてイオンモールを中心に資産規模41物件／3,805億円(2019年9月3日時点)を有しています。投資地域は限定せず、分散して運用しています。





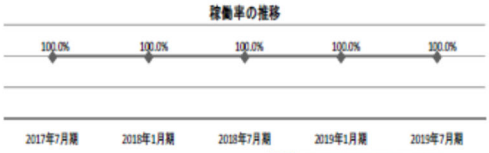
財務内容

イオンリートは、総資産に対する有利子負債の比率（以下、「LTV」）の運用上の上限について、60%を目処としており、通常時は50% 前後でコントロールしながら資金調達を行っていく方針としています。



稼働率

保有物件の稼働率は、2017年7月期以降、100%と高い水準を維持しています。



Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

⑨ESG合同:合同金信に関するグリーン性について

合同金信 × ローン債権

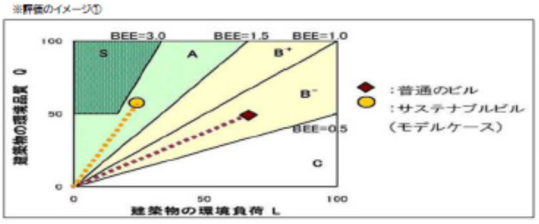
グリーントラストの組成を通じて、投資法人(UUR、イオンリート)が調達した資金の使途は、環境配慮がなされている物件への取得費用やリファイナンス費用に限定されます。この環境配慮がなされている物件とは、物件の環境配慮性を評価するCASBEE認証制度等により、高位の「S～Aランク」評価を取得しており、そのことから、本合同金信を通じてイオンリートへ貸付する資金は「グリーンファイナンス」として評価されます

CASBEE 認証(建築環境総合性能評価システム)

国土交通省の主導のもと、日本で開発・普及が進められている建物の総合的な環境性能を評価するシステムで5段階(S,A,B＋,B－,C)にてランク付けがされます。省エネや環境負荷の少ない資材の使用といった環境配慮はもとより、室内の快適性や景観への配慮等も含めた建物の品質を総合的に評価します。

※認証マーク

※評価のイメージ①



※評価のイメージ②

$$\text{建築物の環境効率(BEE)} = \frac{\text{Q(建築物の環境品質)}}{\text{L(建築物の環境負荷)}}$$

物件の一例

UURグリーントラスト

物件名	モラージュ柏
所在地	千葉県柏市
取得日	2010年12月1日
取得価格	7,010（百万円）
稼働率	96.6%
受賞履歴	CASBEE不動産評価認証Sランク

イオンリートグリーントラスト

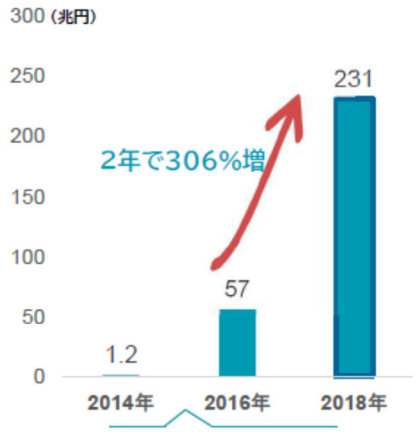
物件名	イオンモール甲府昭和
所在地	山梨県中巨摩郡
取得日	2016年2月29日
取得価格	15,489（百万円）
稼働率	100%
受賞履歴	CASBEE不動産評価認証Sランク

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

【参考事例】 GPIFにおけるESG投資の推進

GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は、投資原則に沿い、長期的にリスク調整後のリターンを改善する効果があるとして、ESG投資を推進。今後も継続的に資金流入が見込まれる領域として注目されています

日本におけるESG投資残高



2015.7 GPIFが「責任投資原則」に署名
2015.9 国連にて持続可能な開発目標(SDGs)採択

GPIFにとってのESG投資

～GPIFﾎｰﾑﾍﾟｰｼﾞより抜粋～

(出所)国連等よりGPIF作成

ESG投資は長期的にリスク調整後のリターンを改善する効果があるとされているため、～～(略)～～というGPIFの投資原則に沿い、受託者責任を果たすことができる投資手法であると考えています。

(出所)Global Sustainable Investment Review 2018より弊社作成

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

【参考事例】 GPIFにおけるオルタナティブ投資の充実化とESG投資の推進

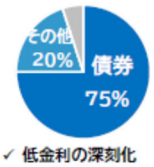
GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人)は、資産配分の修正だけでなく、オルタナティブ投資の充実化やESG投資の推進を同時に進め、ポートフォリオを強化しています

基本ポートフォリオ変更の変遷と更なる多様化

日本国債中心 → 株式比率引き上げ → 国内債券を更に圧縮

債券中心の運用から → 拡張・多様化へ → オルタナティブ投資の充実化

2006月4月～



✓ 低金利の深刻化

2014月4月～

✓ オルタナティブ投資の充実化と株式比率引き上げ

- インフラストラクチャー共同投資(2014.2)
- 基本ポートフォリオにオルタナティブ資産明記(2015.4)
- PE共同投資(2015.6)
- 国内不動産運用開始(2017.12)
- グローバルインフラ運用開始(2018.1)

ESG投資の推進

- ESG総合指数運用(日本株式)開始(2017年度)
- 女性活躍指数運用(日本株式)開始(2017年度)
- カーボンエフィシェント指数運用(2018年度)
- ESG投資に係るインデックスポスティング導入(2019年度)

SDGs採択

2006年度 → 2010年度 → 2014年度 → 2018年度

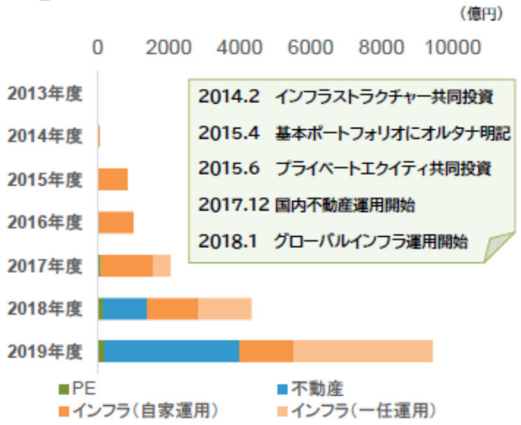
(出所)2019年度GPIF業務概況書より弊社作成

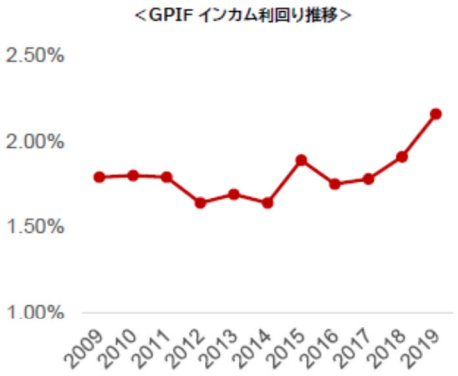
Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

【参考事例】 オルタナティブ投資の充実化

「長期投資家」の代表格であるGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は、債券中心の運用から、低金利の深刻化を受けて、運用効率の向上の観点からオルタナティブへの投資額を増加させています

オルタナティブ投資額の推移





(出所)2019年度GPIF業務概況書より弊社作成

長期投資家としての利点を活かし
運用効率向上の観点で活用

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

【ご参考】 三井住友信託銀行 動画ライブラリーのご紹介

弊社動画ライブラリーでは、非営利法人様の資産運用における“代表的な悩みと一連の対応策”について動画形式でテーマ毎にご紹介しております

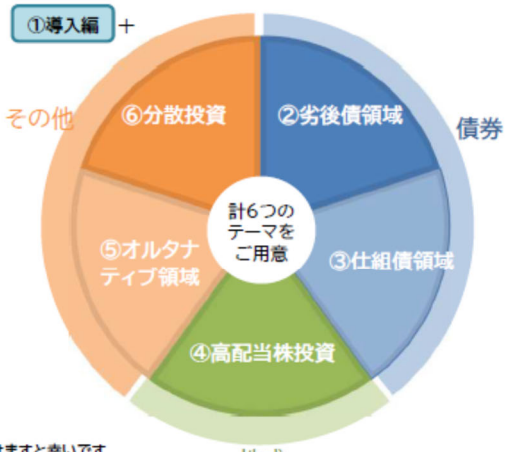
法人のお客様向け動画ライブラリー

スマホやPCがあれば
いつでもどこからでもアクセス頂けます
＊お客様毎のIDの発番が必要です

＊ご視聴を希望される方は、以下メールアドレス(鬼塚・佐竹)宛てにご用命頂けますと幸いです
メール送付先： Onitsuka Kazutoshi@smtb.jp 、 Satake Tetsuya@smtb.jp

動画ライブラリー(資産運用編)ラインナップ

「導入編」+5つの個別コンテンツをご用意しています



Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

【ご参考】当社グループについて

会社概要

1924年 三井信託銀行

日本最初の信託会社として設立

1962年 中央信託銀行

1925年 住友信託銀行

（経営統合）

三井住友トラスト・グループ
SUMITOMO MITSUI TRUST GROUP

信託銀行同士の統合により発足した専業信託銀行グループ

2012年 三井住友信託銀行
（グループの中核会社）

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

会社概要

三井住友信託銀行を傘下に有する信託銀行グループ
傘下には、資産運用・資産管理などでトップレベルの企業も存在

三井住友トラスト・グループ
SUMITOMO MITSUI TRUST GROUP

三井住友信託銀行
グループの中核銀行と信託多様な業務

- 100% 三井住友トラスト不動産
- 85% 三井住友トラスト・パナソニックファイナンス
- 100% 三井住友トラスト・ローン&ファイナンス
- 100% 三井住友トラストクラブ
- 50% 住信SBIネット銀行　総資産 76兆円
- 100% 三井住友トラスト・アセットマネジメント　資産運用残高 89兆円
- 100% nikko am 日興アセットマネジメント　資産運用残高 31兆円
- 33% 日本カストディ銀行　国内トップの資産管理専門信託銀行

（※）上記計数は21/9末基準

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

三井住友トラスト・グループの沿革　本邦唯一の専業信託銀行グループ

信託銀行同士の統合で誕生した、ユニークな存在
他の金融グループとは、戦略や成長可能性において大きな違いあり

- 三井信託銀行 / 中央信託銀行 / 住友信託銀行 → 三井住友トラスト・ホールディングス（三井住友信託銀行）
- 東京三菱銀行 / 三和銀行 / 東海銀行 → 三菱UFJフィナンシャル・グループ（三菱UFJ銀行 / 証券 / リース / 信託）
- 三井銀行 / 太陽神戸銀行 / 住友銀行 → 三井住友フィナンシャルグループ（三井住友銀行 / 証券 / リース / 信託）
- 第一勧業銀行 / 富士銀行 / 日本興業銀行 → みずほフィナンシャルグループ（みずほ銀行 / 証券 / リース / 信託）

信託銀行を中核とする金融グループ

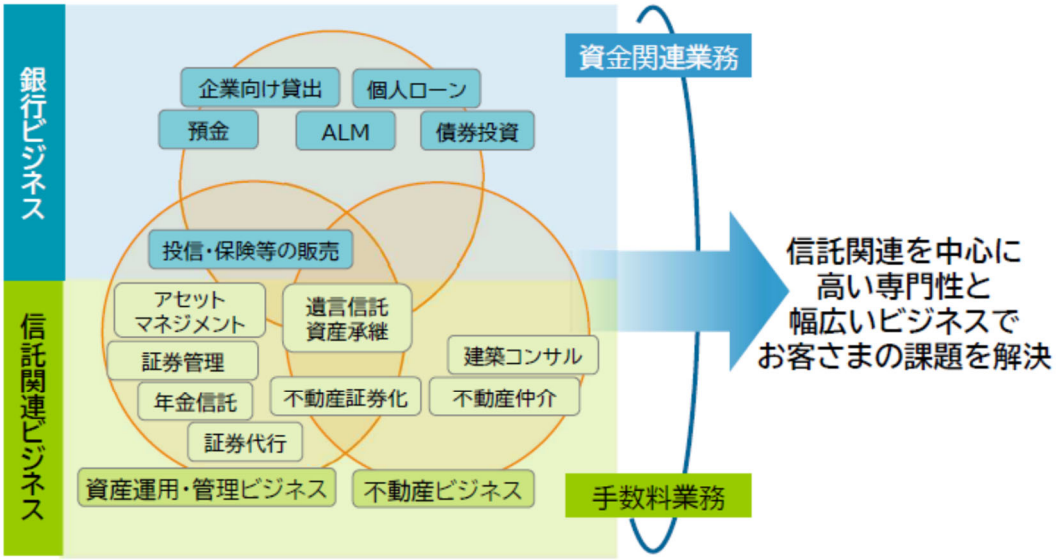
違い

商業銀行を中核とする金融グループ

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

銀行・信託のハイブリッド　ユニークなビジネスモデル

銀行・信託を融合させた高い専門性、幅広い課題へのソリューションが強み



Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

幅広いビジネス領域（信託関連サービスで圧倒的な強さ）

信託関連（手数料）ビジネスでは、多くの領域でトップのステイタスを獲得

信託関連（手数料）ビジネス	第1位	国内金融機関	受託・運用ビジネス（資産運用・資産管理）	資産運用残高 *1	127兆円
	第1位	国内金融機関		資産管理残高 *2	244兆円
	第1位	信託		企業年金受託残高	13兆円
	第1位	信託		年金総幹事件数	1,295件
	第1位	信託		投資信託受託残高	92兆円
	第1位	信託	証券代行ビジネス	証券代行管理株主数 *1	3,013万人
	第2位	信託	不動産ビジネス	不動産関連収益 *1 *3	498億円
	第1位	信託		不動産証券化受託残高	20兆円
	第2位	国内銀行	個人向けビジネス	投信・投資一任販売額 *3	0.73兆円
	第2位	信託		遺言書保管件数	34,713件
銀行ビジネス	第4位	国内銀行		個人ローン残高	11兆円
	第5位	国内銀行	法人向けビジネス	法人向け貸出残高	19兆円
	第5位	国内銀行		総貸出残高	30兆円

当社調査による推計値を含みます（2021年9月末時点）
*1 グループ会社合算　*2 信託財産残高。資産管理専門信託銀行は信託財産に多くの再信託受託分を含むため除外　*3 2020年度実績
【出所】三井住友信託銀行　個人向け会社説明会資料（抜粋）

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

オルタナティブ投資(プライベートアセット投資)におけるこれまでの取組み実績

弊社では自己勘定投資の知見やグループのリソースを活用しながら、充実した体制でプライベート・アセット投資に取り組んでいます。長期にわたる実績に裏付けられた高度な知見・サービスの提供により、多くのお客さまに弊社サービスをご活用いただいております

プライベートエクイティ・インフラ

1991年よりPE投資実績のある自己勘定投資専門部署の知見を活用

投資家向け提供	取扱いファンド数	投資家数 取扱残高
2001年~	193ファンド	127 顧客 2兆4,082億円

ダイレクトレンディング・航空機リース・再生可能エネルギー等

ダイレクトレンディング・バンクローンや、足元は再生可能エネルギー等の投資実績に基づく知見を活用

投資家向け提供	取扱いファンド数	投資家数 取扱残高
2004年~	26ファンド	99 顧客 3,787億円

(時点)2020/12末

ご参考:自己投資 2,767億円
PE・インフラ 1,981億円
DL・再エネ等 786億円

合計 196 顧客 2兆7,869億円

双方のカテゴリーに重複する投資家数は控除済

プライベート・アセット投資のポートフォリオ構築を計画段階からサポート

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

サステナビリティへの取り組み(ポジティブ・インパクト・ファイナンス)

先進的なESG関連融資

世界初

ポジティブ・インパクト・ファイナンス(PIF)

企業によるSDGs(持続可能な開発目標)達成への貢献度合いを評価指標とする融資

融資先企業の取り組み

調達活動 / 生産・販売活動 / 製品・サービスの使用

インパクト(企業活動がもたらす影響)の特定 → KPI(重要業績評価指標)の設定 → 情報開示

第1回ESGファイナンス・アワード・ジャパン(環境省主催)融資部門金賞(環境大臣賞)受賞

2020 ESG FINANCE AWARDS JAPAN GOLD

当社の取り組み

- ✓ 融資先企業の企業活動が経済・社会・環境にもたらす影響の分析&評価
- ✓ 対話とエンゲージメント

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

（参考）ESG外部評価

邦銀トップクラスの評価

- **MSCI評価** 格付けAA

銀行セクターの格付け分布（グローバル） 国内銀行 第1位

- **国連機関によるPRI評価** 評点A＋

国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）による責任投資原則の評価

最高評価（総合評価A＋）
日興アセットマネジメント：6年連続
三井住友トラスト・アセットマネジメント：5年連続

PRI

- **NPO法人評価** 評点3.4

NPO法人Fair Finance Guideによる格付

国内銀行 第1位

FairFinanceGuide Japan
2020 総合点

主要インデックスへの組み入れ

FTSE4Good
FTSE Blossom Japan

MSCI 2017 Constituent MSCI ESG Leaders Indexes
MSCI 2017 Constituent MSCI Japan ESG Select Leaders Index
MSCI 2017 Constituent MSCI SRI Indexes

国内外の重要イニシアチブに参加

国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）
国連グローバル・コンパクト（国連GC）
自然資本ファイナンス・アライアンス（旧: 自然資本宣言）
赤道原則
持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則）

Copyright © 2021SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED All rights reserved.

三井住友信託銀行 67

インデックス利用に係る留意事項

当社が提供する資料に記載された、下記インデックス提供会社のインデックスについて、下記の留意事項が適用されます。

インデックス提供会社	留意事項
FTSE Fixed Income LLC	FTSE債券インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営されている債券インデックスです。FTSE Fixed Income LLCは、資料内の全てのファンドのスポンサーではなく、資料内の全てのファンドの推奨、販売あるいは販売促進を行っておりません。FTSE Fixed Income LLCが提供するインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。
ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー	「Bloomberg®」、「ブルームバーグ・グローバル総合インデックス」及び「ブルームバーグ世界インフレ連動国債インデックス」、並びにそのサブインデックス及びそのカスタムインデックス等は、Bloomberg Fi-nce L.P.および、同インデックスの管理者であるBloomberg Index Services Limited（以下「BISL」）をはじめとする関連会社（以下、総称して「ブルームバーグ」）のサービスマークであり、三井住友信託銀行による特定の目的での使用のために使用許諾されています。ブルームバーグは三井住友信託銀行とは提携しておらず、また、資料内の金融商品を承認、支持、レビュー、推奨するものではありません。ブルームバーグは、資料内の金融商品に関連するいかなるデータもしくは情報の適時性、正確性、または完全性についても保証しません。
S&P Dow Jones Indices LLC	S&P Dow Jones Indices LLCが提供するインデックスはS&P Dow Jones Indices LLC（「SPDJI」）の商品であり、これを利用するライセンスが三井住友信託銀行に付与されています。Standard & Poor's®およびS&P®はStandard & Poor's Fi-ncial Services LLC（「S&P」）の登録商標で、Dow Jones®はDow Jones Trademark Holdings LLC（「Dow Jones」）の登録商標であり、これらの商標を利用するライセンスがSPDJIに、特定目的での利用を許諾するサブライセンスが三井住友信託銀行にそれぞれ付与されています。資料内の金融商品は、SPDJI、Dow Jones、S&Pまたはそれぞれの関連会社によってスポンサー、保証、販売、または販売促進されているものではなく、これら関係者のいずれも、かかる商品への投資の妥当性に関するいかなる表明も行わず、当インデックスの誤り、欠落、または中断に対して一切の責任も負いません。
MSCI	Copyright MSCI 2021. Unpublished. All Rights Reserved. 本情報は、閲覧者自身においてのみ使用することとし、いかなる形式においても複製または再配信してはなりません。またいかなる金融商品、プロダクト、または指数の作成に使用されてはなりません。本情報は、いかなる種類の投資決定をする（またはしない）のための投資助言や推奨をする目的はなく、またそのベースとはなりません。過去データ及び分析は、いかなる将来のパフォーマンス、分析、予測または予想について指示したり保証したりするものと取られてはなりません。本情報は、「現状」のものとして提供され、またその利用者は、本情報を用いて行われるまたは可能になる投資判断などへのあらゆる使用リスクを負います。MSCI、その関連会社、またはデータの編集、計算もしくは作成に係ったまたは関連した、いかなる第三者も、当データまたは同利用によって得られた結果に関連する明示的または暗示的の保証や表明をしません。そしてMSCI、その関連会社、また上記の各第三者は、制限なく、独自性や正確性、完全性、適時性、非違反性、商品性または特定目的への適合性等の当データに関連する全ての保証を、ここに明示して否認します。前述のいずれにも関わらず、いかなる場合においても、MSCI、その関連会社、またはデータの編集、計算もしくは作成に係ったまたは関連した、いかなる第三者も、直接損害、間接損害、特別損害、懲罰的損害、結果損害またはその他の損害（逸失利益を含む）について、このような損害の可能性について知らされている、あるいは損害を予測していたとしても、責を負いません。
FTSE Inter-tio-l Limited	資料内の金融商品は、FTSE Inter-tio-l Limited（以下「FTSE」）、London Stock Exchange Groupの会社（以下「LSEG」）、もしくはResearch Affiliates LLC（以下「RA」）は、いかなる形においても、スポンサー、保証、販売、または販売促進を行うものではありません。FTSE、LSEG、およびRAは、「FTSE RAFI Kaigai 1000 Index」（サブインデックスを含む。以下「インデックス」）の使用から得た結果および/または上記インデックスが特定日の、特定時間において示す数値について、明示、暗示を問わず何ら保証や意見表明を行いません。インデックスは、FTSEが算出を行います。FTSE、LSEG、およびRAは、インデックスの誤り（過失その他であっても）に対していかなる者に対しても責任を負うものではなく、ライセンス供与者は、いかなる者に対してもインデックスの誤りについて助言する義務を負うものでもありません。FTSE®は、LSEGの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE Inter-tio-l Limitedが使用します。
	ラッセル・インデックスの関連サービスの所有権は、FTSE RUSSELLにあります。
東京証券取引所	「東証株価指数（TOPIX）」、「東証第二部株価指数」、「東証マザーズ株価指数」、「JASDAQ INDEX」、「東証REIT指数」（サブインデックスを含む）に係る知的財産権は、株式会社東京証券取引所（東証）に帰属します。なお、資料に記載された全ての商品は東証により提供、保証又は販売されるものではなく、資料に記載された全ての商品に係る損害等について東証は責任を有しません。
東京証券取引所 日本経済新聞社	① 「JPX日経インデックス400」は、株式会社日本取引所グループ及び株式会社東京証券取引所（以下、総称して「JPXグループ」といいます。）並びに株式会社日本経済新聞社（以下、「日経」といいます。）によって独自に開発された手法によって算出される著作物であり、「JPXグループ」及び「日経」は、「JPX日経インデックス400」自体及び「JPX日経インデックス400」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。 ② 「JPX日経インデックス400」を示す標章に関する商標権その他の知的財産権は、全て「JPXグループ」及び「日経」に帰属しています。 ③ 本資料の金融商品は、年金信託委託者等の責任のもとで運用されるものであり、「JPXグループ」及び「日経」は、その運用及び本資料の金融商品の取引に関して、一切の責任を負いません。 ④ 「JPXグループ」及び「日経」は、「JPX日経インデックス400」を継続的に公表する義務を負うものではなく、公表の誤謬、遅延又は中断に関して、責任を負いません。 ⑤ 「JPXグループ」及び「日経」は、「JPX日経インデックス400」の構成銘柄、計算方法、その他「JPX日経インデックス400」の内容を変える権利及び公表を停止する権利を有しています。 「JPX 日経400」は「JPX日経インデックス400」（日本語正式名称）の略称であり、「JPX-Nikkei 400」は「JPX-Nikkei Index 400」（英語正式名称）の略称です。
野村證券	「NOMURA-BPI」、「NOMURA-BPI/Extended」、「NOMURA-BPI/Ladder」、「NOMURA J-TIPS Index」、「NOMURA-CMT Index」、「NOMURA Par Yield」（サブインデックスを含む）の知的財産権は野村證券株式会社に帰属します。なお、野村證券株式会社は、同指数の正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、同指数を用いて行われる当社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。
野村證券 Frank Russell Company	「Russell/NOMURA 日本株インデックス」（サブインデックスを含む）の知的財産権は野村證券株式会社及びFrank Russell Companyに帰属します。なお、野村證券株式会社及びFrank Russell Companyは、同指数の正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、同指数を用いて行われる当社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。
FTSE Fixed Income LLC 野村證券株式会社	資料内の金融商品はFTSE Fixed Income LLC（以下「FTSE FI」）あるいは野村證券株式会社（以下「野村」）によって出資、保証、販売または販売促進されるものではありません。FTSE野村CaRD世界国債インデックス・シリーズ（以下、「本インデックス」）に係るすべての権利はFTSE FIおよび野村に帰属します。FTSE®は、ロンドン証券取引所グループ企業の商標であり、ライセンスに基づきFTSE FIによって使用されています。「Nomura」および「野村」は、野村および関連企業の商標であり、ライセンスに基づきFTSE FIによって使用されています。本インデックスはFTSE FIまたはその代理人によって計算されます。FTSE FIおよび野村は、(a)インデックスの使用、信頼性、または誤差、(b) 当該金融商品への投資、操作から生じるいかなる責任も負いません。当該金融商品から得られる成果、または当該金融商品の商品性に対するインデックスの適合性のいずれに関しても、FTSE FIおよび野村は請求、予測、保証、または表明を一切行いません。
Solactive AG	資料内の金融商品はSolactive AGによって資金提供、販売促進、販売またはその他の方法でサポートされるものではありません。また、Solactive AGは、指数、指数商標、いかなる時点の指数価格、その他の使用によって生じた結果について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。指数はSolactive AGによって計算、公開されます。Solactive AGは指数の正確な算出に最善を尽くします。指数提供先に対する義務にかかわらず、Solactive AGは、当該金融商品の投資家または金融仲介機関等を含む第三者に対して、指数の誤りを指摘する義務を負いません。Solactive AGによる指数の公表、または当該金融商品に関連した利用のための指数もしくは指数商標の使用許諾は、当該金融商品への投資をSolactive AGが推奨するものではなく、当該金融商品へのいかなる投資に関して、Solactive AGが何らかの保証や意見を示すものではありません。
Hedge Fund Research, Inc	Source: Hedge Fund Research, Inc. www.hedgefundresearch.com, © 2021 Hedge Fund Research, Inc. All rights reserved. "The HFRI Fund Weighted Composite Index"、"WWW.HEDGEFUNDRESEARCH.COM"、"HFRI"、"HFR"はヘッジファンドリサーチ社（「HFR」）の商標とサービスマークであり、HFRからの許可の下で利用しています。HFRは三井住友信託銀行、その関連会社、金融商品、ファンドとは全く関係がなく、提携もしておりません。HFRは三井住友信託銀行の金融商品、ファンドの組成もしくは設立に参画しておらず、HFRは三井住友信託銀行の金融商品とファンドを支持もしくは承認せず、三井住友信託銀行の金融商品とファンドに投資することを推奨しておりません。この資料はお客様限りです。（※HFRから提供された原文を三井住友信託銀行が邦訳したものであり、原文が必要な場合は当社までご連絡ください。）

*1 2021年8月24日付で「ブルームバーグ・バークレイズ」各インデックスは、「ブルームバーグ」各インデックスに名称変更。

*2 上記インデックス以外の資料中のインデックスの知的財産権は、各々のインデックス提供会社に帰属します。なお、インデックス提供会社は、同インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、同インデックスを用いて行われる当社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

2021年8月改定

インデックス利用に係る留意事項

当社が提供する資料に記載された、下記インデックス提供会社のインデックスについて、下記の留意事項が適用されます。

インデックス提供会社	留意事項
FTSE Inter-to-I Limited	資料内の各種商品は、FTSE Inter-to-I Limited（以下"FTSE"）、London Stock Exchange Groupの会社（以下"LSEG"）、もしくはGlobal Wealth Allocation（以下"GWA"）は、いかなる形においても、スポンサー、保証、販売、または宣伝等促進を行うものではありません。FTSE、LSEG、およびGWAは、「FTSE GWA Japan Index」、「FTSE GWA Developed ex Japan Index(FTSE GWA Kaigai Index)」（サブインデックスを含む、以下「インデックス」）の使用から得た結果および/または上記インデックスが特定目的、特定時間において示す数値について、明示、暗示を問わず何ら保証や義務保証を行いません。インデックスは、FTSEが算出を行います。FTSE、LSEG、およびGWAは、インデックスの誤り（過失その他であってもに対していかなる者に対しても責任を負うものではなく、ライセンス供与者は、いかなる者に対してもインデックスの誤りについて助言する義務を負うものでもありません。FTSEおよびLSEGの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE Inter-to-I Limitedが使用します。

*上記インデックス以外の資料中のインデックスの知的財産権は、各々のインデックス提供会社に帰属します。なお、インデックス提供会社は、同インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、同インデックスを用いて行われる当社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

2021年8月改定

■ お取引にあたっての主なご留意事項

【合同運用指定金銭信託】

- 本商品は、預金・元本補てん契約のある信託商品ではなく、元本の保証はありません。預金保険の対象ではなく、予定配当率を保証するものではありません。従って、以下に記載する本商品のリスクを充分にご理解頂いたうえで、お申込みを行ってください。

信用リスク（信託元本および配当金にかかるリスク）

- 本商品の運用実績は組入資産の状況等により変動します。組入資産の状況等によっては、収益分配金が予定配当額に達しない場合や、信託元本に欠損が生じる場合があります。
- 本商品は、信託金の一部を当社の銀行勘定にて運用することがあります。従って、当社の銀行勘定の信用状況によっては、収益分配金が予定配当額に達しない場合や、信託元本に欠損が生じる場合があります。

流動性リスク

- 信託期間が延長された場合を含め、本商品の中途解約、中途換金はできません。また、本商品は、当社の承諾なしに譲渡または担保に提供することはできません。また、当社は、いかなる場合であっても本商品を買い取る義務を負いません。

信託期間延長リスク（一部商品）

- 本商品の償還資金は、組入資産からの回収金のほか、新たに信託設定される他のお客様からの信託金等を原資とします。従って、組入資産の格下げ等により新たな合同金信の設定が行われない場合や、新たな募集によって必要な金額が集まらない場合等、資金調達の状況によっては、本商品の信託期間が延長となります。
  なお、当社は本商品について信用補完や流動性補完を行う義務を負いません。

募集の中止、信託設定の中止または募集金額の減額に関する事項

- 本商品は、以下の事態が発生した場合、募集の中止、信託設定の中止または募集金額の減額をする可能性があります。
- 何らかの事情により、予定していた組入資産の組入が中止された場合。
- ファンド信用格付、組入資産に格下げ等の信用状況に著しい影響を与える事象が生じた場合、または生じるおそれがある場合。
- マイナス金利政策等による運用対象資産の大幅な収益減少、金融情勢に著しい変化の発生（または変化するおそれ）により、当初予定していた条件での信託設定が不適当である場合。
- その他やむを得ない事由が発生した場合。

その他

- 本商品に関する手数料、信託報酬、その他諸費用については、別途提案資料および商品説明書をご参照ください。
- 本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的とした書面ではありません。また、本商品の組成は確定したものではなく、商品性の変更ないし検討を中止する場合があります。
- 当社からの提案につきましては、お客様自らその採否をご判断ください。
- 当社からの提案をお客様が採用されない場合であっても、当社との他のお取引について、お客様が不利な扱いを受けることはありません。当社は、当社からの提案をお客様が採用されることを、お客様との他のお取引の条件とすることはありません。

継続投資型（一部商品）

- 継続投資型の商品においては、償還・減額の場合には、償還・減額のご意向を償還申込書提出期限（※）までに、書面提出を以て通知頂く必要があります。お客様から償還の通知がない場合には、信託期間満了予定日に同期間・同額で新たな信託契約が締結され、信託が設定されます。なお、増額でのお申込みを希望される場合には、新たに信託申込書をご提出頂く必要があります。

（※）償還申込書提出期限は信託期間満了予定日が属する月の前月最終営業日です。
なお、信託期間が延長される場合、償還・減額のご意向を償還申込書提出期限までに通知していた場合でも、償還・減額ができない場合があります。

リスク要因は、上記に限定されるものではありません。詳しくは各商品の商品説明書を必ずご覧ください。

無登録格付に関する説明

格付会社に対しては、市場の公平性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。本資料中のムーディーズ(Moody's)、スタンダード＆プアーズ(S&P)、フィッチ(Fitch)(他の略称等を含む)の格付の記載には、同各格付会社グループ内の無登録格付業者が付与した格付を含みますので、下記事項をご確認ください。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公平性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

(ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク)

○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称:ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」にあります「信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要」(https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/MoodysJapan/SP25461.pdf)に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点での意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っていません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは、監査を行う責ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は、2020年9月18日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

(S＆Pグローバル・レーティング)

○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称:S＆Pグローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:S＆Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S＆Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」の、「格付付与方針・方法の概要」にあります「格付付与の方針の概要」「格付付与の方法の概要」(http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/regulatory/unregistered)に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティーの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

この情報は、2020年9月18日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記S＆Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

(フィッチ・レーティングス)

○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称:フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事業を営むものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されていたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2020年9月18日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

2020/9改定

本資料は、ファンドの紹介を目的として三井住友信託銀行が作成したご参考資料であり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。投資信託の購入に係る最終的な決定は、商品に関する詳細資料を参照の上、お客様ご自身のご判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
本資料の内容に従った投資信託の購入を強制するものではなく、三井住友信託銀行からの提案をお客様が採用しなかったことにより弊社との他の取引に関し不利益を被ることはありません。
シミュレーションやバックテスト等のデータ、運用実績やリスク・リターン等による商品分類図を含めた本資料の内容は、将来の運用成果等を保証するものではありません。また、データの一部は、弊社が信頼できると判断した各種情報源から入手した情報等に基づくものですが、その情報の正確性・確実性について弊社が保証するものではありません。
なお、本資料は、作成日において入手可能な情報等に基づいて作成したものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、内容が変更となる場合がございます。本資料に係る一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、三井住友信託銀行に属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
本資料の内容に関して疑問に思われる点、ご不明な点等がございましたら、弊社営業担当店部等にご照会下さいますようお願い申し上げます。
三井住友信託銀行はお申し込みの窓口となり、投資信託の設定・運用は運用会社で行います。
お申し込みに当たっては、各商品の「ファンド概要説明書」等の詳細資料の内容を必ずご確認のうえ、ご判断くださいますようお願い申し上げます。

【以下の表示は、金融商品取引法第三十七条の規定等に基づく表示です。】

<お取引にあたっての留意事項>

■ 損失が発生するリスクについて

投資信託はリスクを含む商品であり、運用実績は市場環境等により変動しますが、これらの運用による損益はすべてお客様に帰属します。また、投資信託は、預金(貸付信託等の元本補てん契約のある信託商品を含む)ではなく、元本及び利回りの保証はありません。また、預金保険並びに、第一種金融商品取引業を行う者以外からご購入された場合は、投資者保護基金の対象となりません。

■ 価格変動等について

投資信託は、直接もしくは投資対象投資信託証券を通じて、主に国内外の株式や債券、不動産投資信託等を投資対象としています。投資対象資産等が有するリスクのうち主要なものは下記の通りです。

(1) マーケットリスク:株式相場・金利水準・為替相場・指数等の金融商品市場における市場の動向を直接の原因として、運用対象資産等の価格が変動するリスク
(2) 信用リスク:受託財産で運用する運用対象資産等の発行者・管理者・仲介者及びその取引の相手方等の業務又は財産の状況の変化等を直接の原因として、運用対象資産等の価格が変動するリスク
(3) 流動性リスク:受託財産で運用する金融商品等の市場動向や取引量等の状況によって、取引が不可能もしくは困難となる、または取引可能な場合でも通常より著しく不利な価格での取引を余儀なくされること等を直接の原因として、運用対象資産等の価格が変動するリスク

これらのリスクにより、投資信託の基準価額が上下し、投資元本を割り込むおそれがあります。

■運用上の制約について

投資信託には、商品性に起因する各種の購入・解約制約等があり、また、クローズド期間が設定されている商品については、当該クローズド期間中には解約することはできません。詳しくは、各商品の「ファンド概要説明書」等の詳細資料にてご確認くださいますようお願いいたします。

202104

■ 商号等

・ 当社の商号等	三井住友信託銀行株式会社　登録金融機関　関東財務局長(登金)第649号
・ 加入協会	日本証券業協会、一般社団法人　日本投資顧問業協会、一般社団法人　金融先物取引業協会

■ お支払いいただく手数料、報酬、費用等

お客様にご負担いただく費用等については以下の通りとなります。

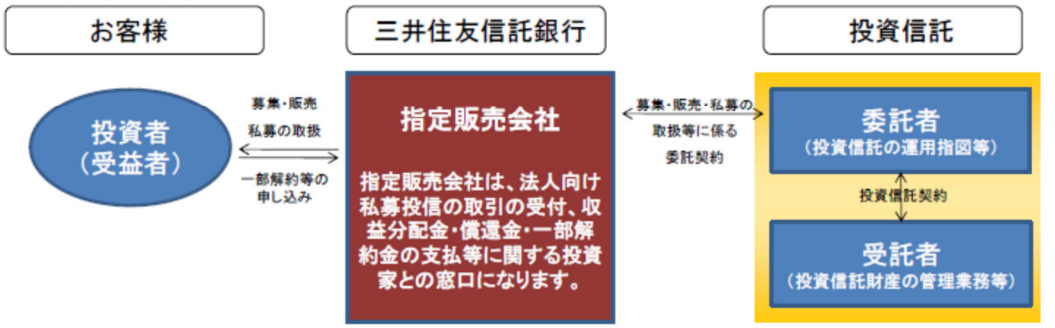
(手数料等)

投資信託にご投資いただくお客様には、商品毎に設定された販売手数料、解約手数料、信託財産留保金、信託報酬等をご負担頂く場合があります。詳細につきましては、本資料の該当ページ及び各商品の「ファンド概要説明書」等の詳細資料でご確認くださいますようお願いいたします。

(売買コスト、公租公課及び事務費用等)

証券取引に伴う売買委託手数料等の手数料または税金、先物・オプション取引に要する費用、組入資産の保管に関する費用、投資信託財産に係る会計監査費用等を実費として(運用状況により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません)投資信託財産を通じて間接的にご負担頂きます。

【スキーム図】



202104

７．第５回 ESG 投資研究会

資料２

小規模財団におけるESG投資の導入とその効果

一般財団法人リープ共創基金　代表理事　加藤徹生

- プロフィールと財団概要
- アクティブな基金運用に至る経緯
- 運用ポートフォリオの構成
- ポートフォリオ管理と運用体制
- 財団の役割の変化とESG投資研究会への意味合い

Signatory of:
PRI Principles for Responsible Investment

プロフィール

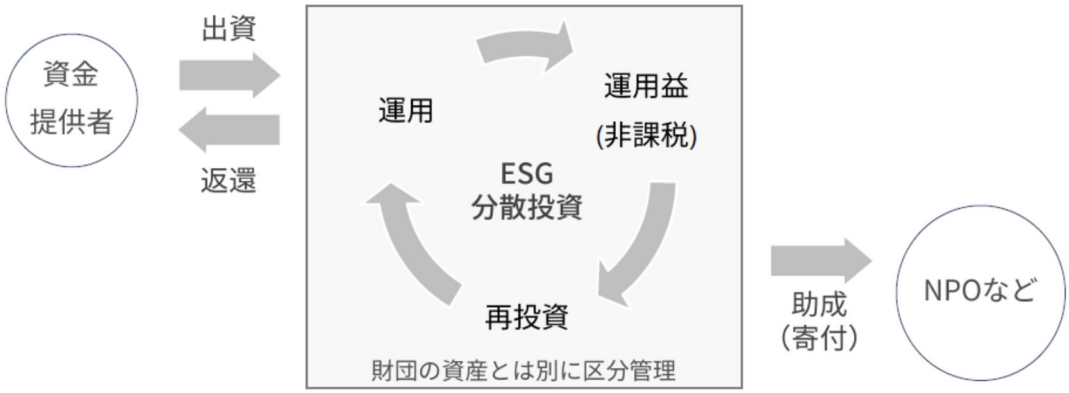
- 事業開発とベンチャー投資
  - ベンチャー投資や大企業の新規事業開発（02-03年）
- NPOやソーシャルビジネスの多地域展開
  - 中間支援の成功モデルの多地域展開の支援（03-05年）
  - 東海地域のNPO法人の事業変革を事務局長として牽引（05年-07年）
- 市民財団の設立
  - 震災復興を機に社団法人設立（11年）
  - Give2Asia、Japan Society、JCIEからの資金提供により、成果志向の助成プログラムを実施(11年-13年)
  - 一般財団法人リープ共創基金を設立（15年）
  - 休眠預金等活用事業の緊急枠に採択（20年,21年）

長期的な資金提供が社会を変えるための礎となる

ポートフォリオを適切に組めば、運用成果も社会的成果も両立できる

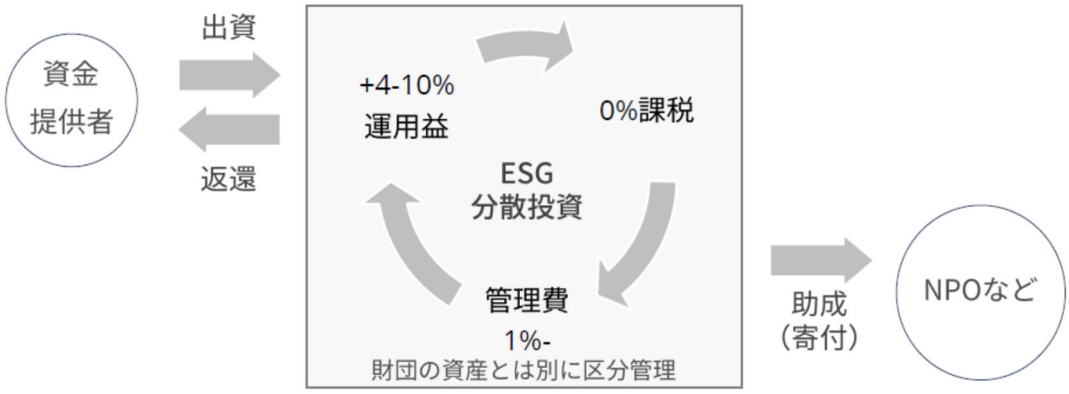
2

財団の運用モデル（1）



鎌倉投信 KAMAKURA TOUSHIN　ETHO CAPITAL　nuveen A TIAA Company

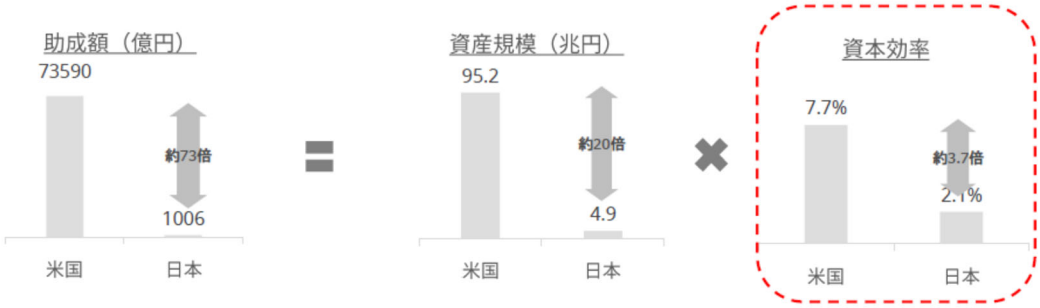
財団の運用モデル（2）



鎌倉投信 KAMAKURA TOUSHIN　ETHO CAPITAL　nuveen A TIAA Company

日米の助成財団の資本効率の差異

資本効率＝助成額／資産額として試算



- 日米の財団の総助成額は約73倍の開きがあるが、資産規模の開きは約20倍に過ぎない
- 日米の寄付規模の開きは約40倍であり、それを考慮しても助成額の開きは大きい
- 財団の資本効率を資産規模に対する助成額として計算すると、日米で約3.7倍の資本効率の格差が存在する。その原因は財団の資産運用と財団自身による資金調達の課題からと推測される

*日本の財団助成規模および資産規模は、日本の助成財団の現状 2017年度調査、助成財団センターから取得。米国の財団に」よる助成規模はGiving USA2018, Giving USAから取得。米国の財団の資産規模に関しては、Foundation CenterによるAggregate Fiscal Data of Foundations in the U.S., 2014から取得した。

- プロフィールと財団概要
- アクティブな基金運用に至る経緯
- 運用ポートフォリオの構成
- ポートフォリオ管理と運用体制
- 財団の役割の変化とESG投資研究会への意味合い

Signatory of:
PRI Principles for Responsible Investment

アクティブな基金運用に至る経緯ーたつえ基金の設立

- 3000万円の遺産
- 教育機会に恵まれない子どもたちのために使いたい
- NPOに寄付しても、使って終わりになってしまう

⇓

- 6年間で1400万円超の運用益
- 資金提供者の望んだ領域のNPOの活動に提供
- 親族全員が安心できた
- さらに、奨学金の提供へ

たつえ基金の運用結果

- 設立時点（2015/11～）
  - 3000万円
  - 元本割れなし

- 現在評価額（ 2021年11月末）
  - 4450万円（管理費用などの控除分を含む）
  - 48.3%の評価額の増加

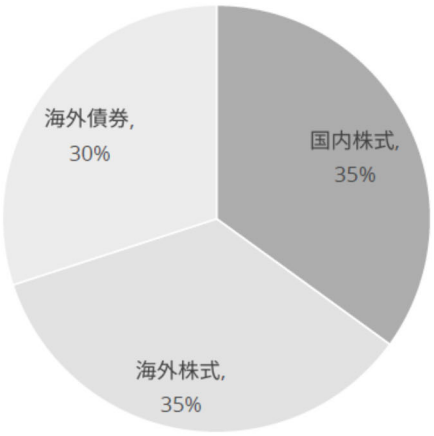
- 約6年の運用で約6.7%／年の利回り
  - 運用益の中から財団の管理費用を捻出
- 元本を維持したまま助成が可能
  - 資金提供者にとっても助成経験を積み重ねる場となった

8

- プロフィールと財団概要
- アクティブな基金運用に至る経緯
- 運用ポートフォリオの構成
- ポートフォリオ管理と運用体制
- 財団の役割の変化とESG投資研究会への意味合い

Signatory of:
PRI Principles for Responsible Investment

現行の運用ポートフォリオ



- ESGファンドのみで国際分散投資
  - 国内株式
  - 米国株式
  - 米国債券
- 許容リスク10%
- リターン4%-5%
- 手数料や為替コストは最小限に

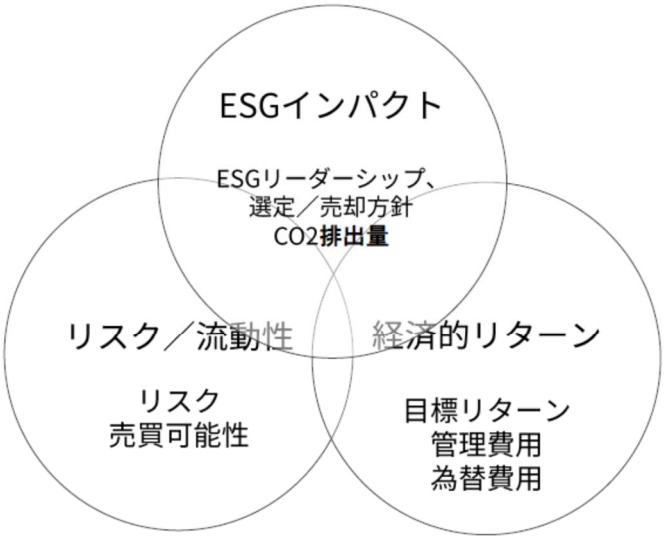
ポートフォリオ詳細

	結い2101	ETHO	NUBD
運用会社	国内独立系投信	米国金融ベンチャー	米国大手金融会社
ESG方針	経営理念と経済性の両立	脱化石燃料	ESGスクリーニング
投資対象	国内上場企業株式	米国上場企業株式	米国債券
運用通貨	円	ドル	ドル
平均リターン	7.82% （10年平均）	16.59% (5年平均)	3.25% （3年平均）
配当	再投資のみ	0.74%	2.09%
管理費用	1.1%	0.48%	0.15%
リスク（年率）	8.97%（5年）	17.42%（5年）	3.77%（3年）
CO2排出量 （tCO2/$M Sales）	N.A	54.13	296.38

リターンおよびリスクはモーニングスター社のデータを参照。CO2排出量ETF.COM社からMSCIのデータを参照。
共に2022年2月02日に参照

スクリーニングの方針

個別銘柄の売買は行わないことを前提に国内外のESGファンドを選定



ESGファンドのスクリーニング

- 利用した主なデータベース
  - https://impactassets.org/ia50/?filters=
  - Fossil Free Funds
  - ETF.COM

- スクリーニングを通じてわかったこと
  - ファンドだけではなく、ファンド運営企業のESGポリシーが重要
  - ファンドマネージャーの経歴とESGポリシーの精緻は一致する

13

運用ファンドとESG方針（1）ー結い2101

鎌倉投信
KAMAKURA TOUSHIN

- 特徴
  - 投資先企業との対話重視
  - ESGに関連する経営理念の貫徹や組織文化を求める
  - ESGスコアなどは非活用

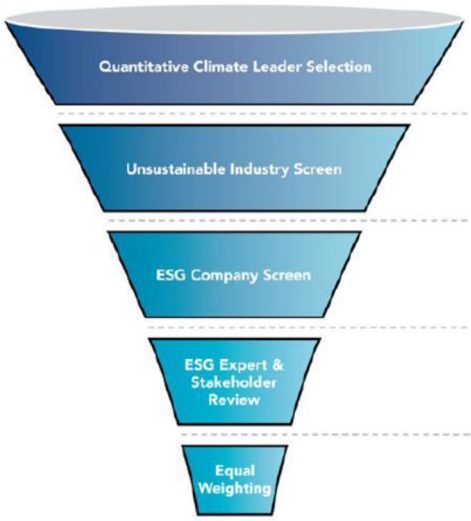
- 主な投資カテゴリー
  - 優れた企業文化を持ち人財を活かす企業
  - 循環型社会を創る企業
  - 日本の匠な技術、感動的なサービスを提供する企業

- 情報開示・議決権行使など
  - 議決権行使なし
  - ESG方針に反する企業は入れ替え

14

運用ファンドとESG方針（1）ー結い2101

運用ファンドとESG方針（2）ーETHO



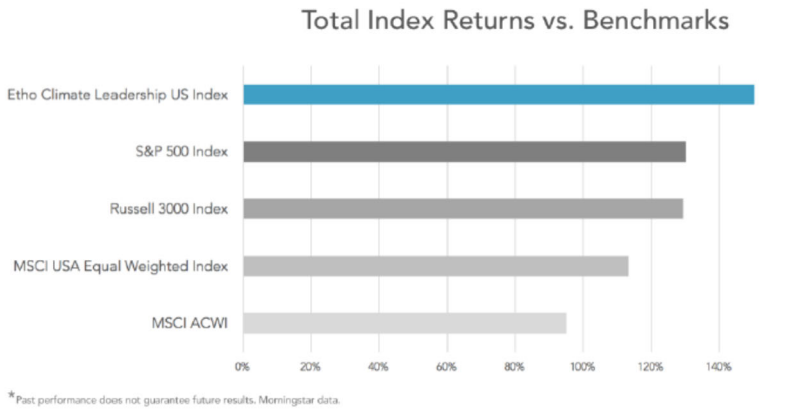
- 特徴
  - スタンフォード大学の講師と独Solactive社が独自のインデックスを作成
  - 上場ITベンチャーを中心とする高成長＆脱炭素銘柄への投資
- スクリーニング方針
  - 気候変動リーダーシップの定量評価
  - 不適切産業の除外
  - ESG状況の評価
  - ステークホルダーレビュー
- 情報開示・議決権行使など
  - 議決権行使なし
  - ESG方針に反する企業は入れ替え

16

運用ファンドとESG方針（2）ーETHO

ETHO CAPITAL

INDEX RETURNS
Inception on 11/19/2015 to 9/30/2021*



*Past performance does not guarantee future results. Morningstar data.

17

運用ファンドとESG方針（3）ー NUBD

nuveen
A TIAA Company

- 特徴
  - 米国ESG債券ファンド
  - 限定的ながら、債券ファンドの中ではESGに配慮
  - MSCI US Aggregate ESG Select Indexを活用
- スクリーニング方針
  - ESG評価
  - ESGリーダーの特定
  - 二酸化炭素排出量の上位企業の除外
- 情報開示・議決権行使など
  - 議決権行使なし

18

- プロフィールと財団概要
- アクティブな基金運用に至る経緯
- 運用ポートフォリオの構成
- ポートフォリオ管理と運用体制
- 財団の役割の変化とESG投資研究会への意味合い

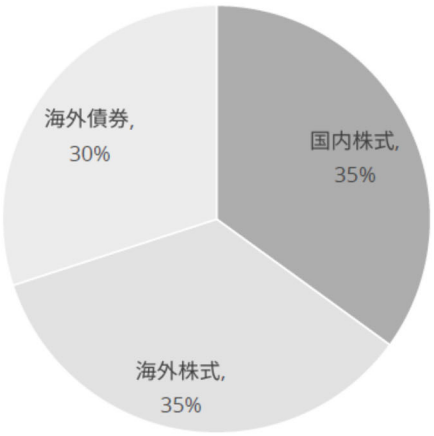
Signatory of:
PRI Principles for Responsible Investment

ポートフォリオ管理と運用体制

- ポートフォリオ管理の方針
  - リスク許容度は年率10%に設定
  - ESGリスクのモニタリング
  - 三つのリスク分散
    - 国際分散
    - 資産クラスの分散
    - 購入時期の分散
  - 定期的なリバランス

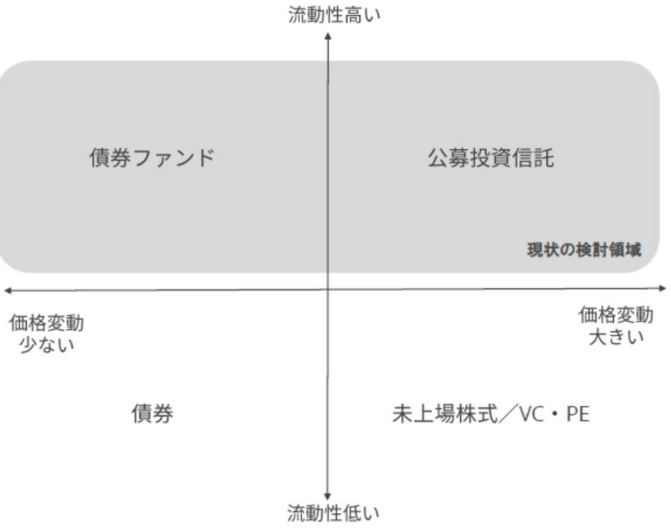
- 運用体制
  - 運用ポリシーの策定
    - 代表理事＋ボードメンバー
  - 運用判断とリバランス
    - 代表理事
    - 財務担当者

国際分散



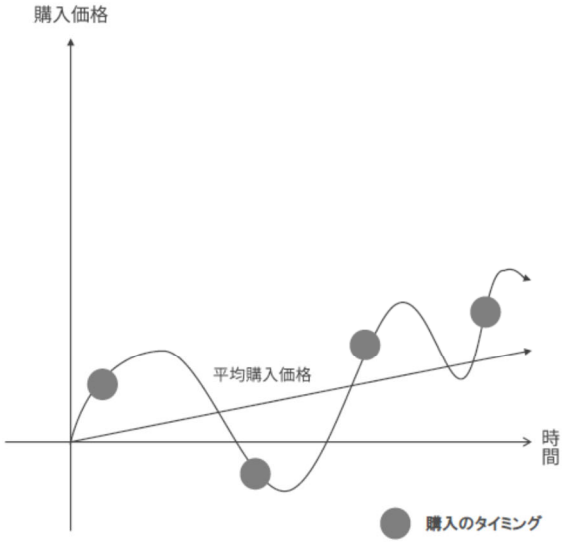
- 主要な想定リスク
  - 為替変動
  - インフレ
  - 天災
- 今後の検討事項
  - EURO建てファンドの組み入れ
  - 新興国や途上国におけるマイクロファイナンスファンドなどの組み入れ

資産クラスの分散



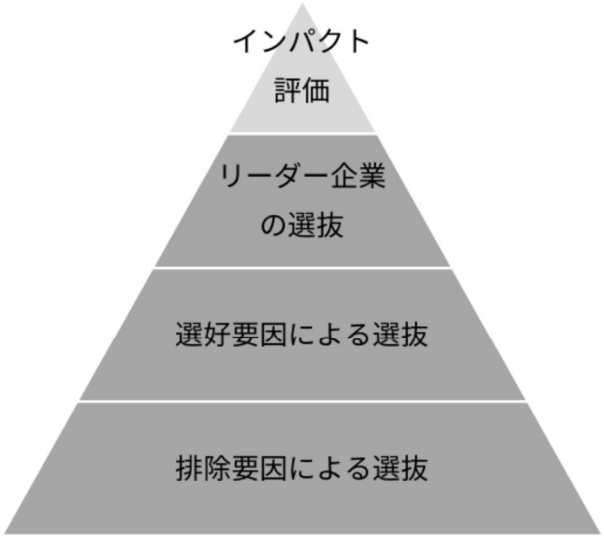
- 主要なリスク
  - 株式市場の下落
  - 投資先企業の破綻
- 今後の検討事項
  - VCファンドやPEファンドなどの組み入れ

購入時期の分散



- 主要なリスク
  - 割高な購入価格
  - 割安な売却価格

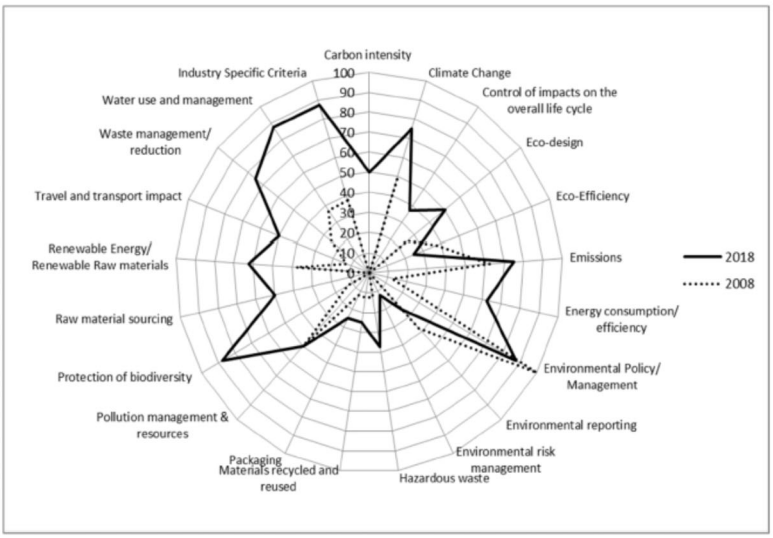
ESG方針のモニタリング



- 主要なリスク
  - ESGウォッシュ
  - ESGの発展水準からの遅れ
- 今後の検討事項
  - ESGファンドとの対話

環境指標の経年推移

Rating the Raters, Sustainability 2019

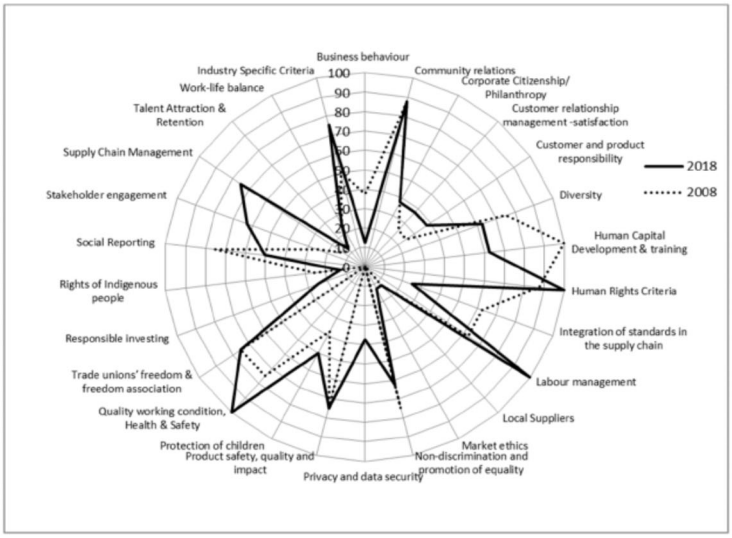


- 産業別基準
- 廃棄物管理
- 移動コスト
- 再生可能エネルギー
- 生物多様性
- エネルギー効率
- 二酸化炭素排出量

25

社会指標の経年推移

Rating the Raters, Sustainability 2019

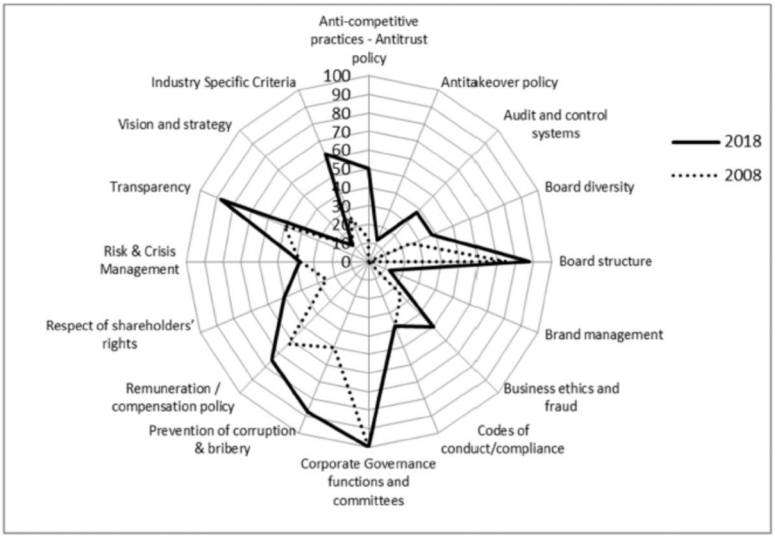


- 人権
- 労働管理、健康な職場
- サプライチェーン
- 人材育成
- プライバシー管理
- ステークホルダー対話

26

ガバナンス指標の経年推移

Rating the Raters, Sustainability 2019



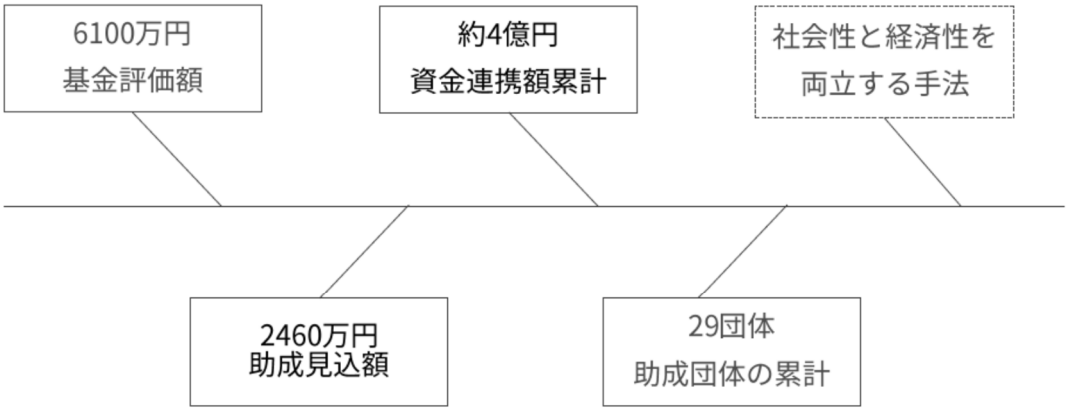
- 産業別の指標の強化
- 透明性や賄賂の防止の強化
- ボードメンバーの多様性の評価

27

- プロフィールと財団概要
- アクティブな基金運用に至る経緯
- 運用ポートフォリオの構成
- ポートフォリオ管理と運用体制
- 財団の役割の変化とESG投資研究会への意味合い

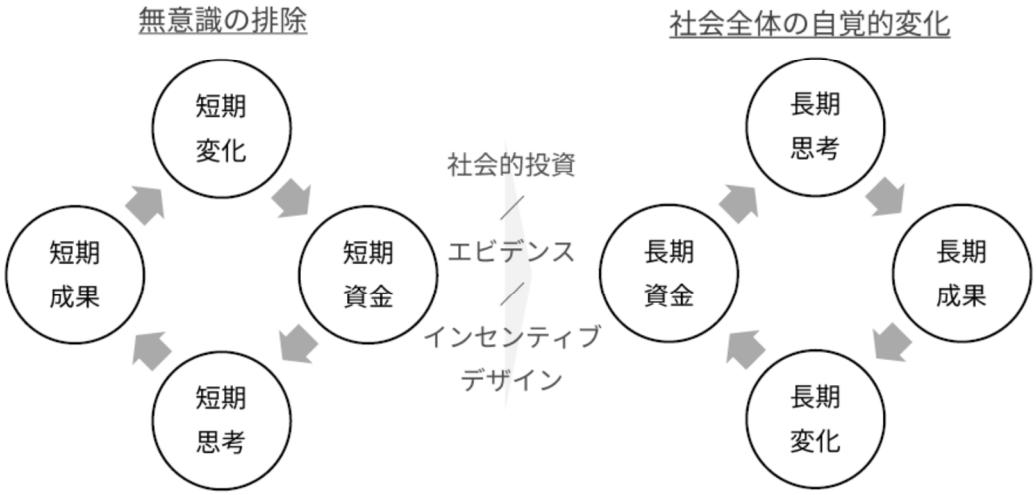
Signatory of:
PRI Principles for Responsible Investment

財団の役割の変化



29

財団が生もうとしている変化



ESG投資をサポートするエコシステムの要件

- 我々の学び
  - 恣意性や属人性を排除すべき
    - ガバナンス、会計管理、取引の決定
  - 内部統制の重要性

- 求められるエコシステム
  - 専門人材のプール
    - 超長期的なガバナンスとリスク管理体制
    - 理事・評議員レベルでの専門人材
    - 事務局長や投資責任者
  - 優良なESGファンドのデータベース
  - 国内の良いESGファンドの組成への参画

８．ESG 投資研究会共催新春講演会「気候変動予測の現状と今後の展望」

気候変動予測の現状と今後の展望

（国研）海洋研究開発機構
地球環境部門 環境変動予測研究センター
河宮未知生

JAMSTEC紹介を兼ねて：IPCC第6次報告書へ向け予測データを提出した日本の研究グループ

- JAMSTEC/東京大学大気海洋研究所/国立環境研究所　合同チーム
- 気象庁気象研究所

2

自己紹介

- 1969年: 名古屋生まれ
- 1997年：博士（理学）取得 （東京大学大学院地球物理学研究科）
- 1999年ー2002年：独キール大学海洋学研究所ポスドク
- 2002年より：(国研)海洋研究開発機構(JAMSTEC)に勤務

- 現在：JAMSTEC環境変動予測研究センター　センター長
  （温暖化予測モデル開発などを担当）

  - IPCC 関連の活動
    - データタスクグループ(TG-Data)メンバー
    - IPCC国内幹事会副代表、第48-52,54回総会政府代表団メンバー
  - 著書
    - シミュレート・ジ・アース (2018年、ベレ出版)
    - 異常気象と温暖化がわかる~どうなる? 気候変動による未来~ (監修、2016年、技術評論社)
    - 計算と地球環境 (岩波講座 計算科学 第5巻) (共著、2012年、岩波書店) etc.

3

祝　真鍋先生ノーベル賞受賞

真鍋先生は1997年から2001年までJAMSTECに在籍され，気候モデリングチームを指導されました．ノーベル賞受賞をお祝いするとともに，改めてお礼を申し上げます．

構成

- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

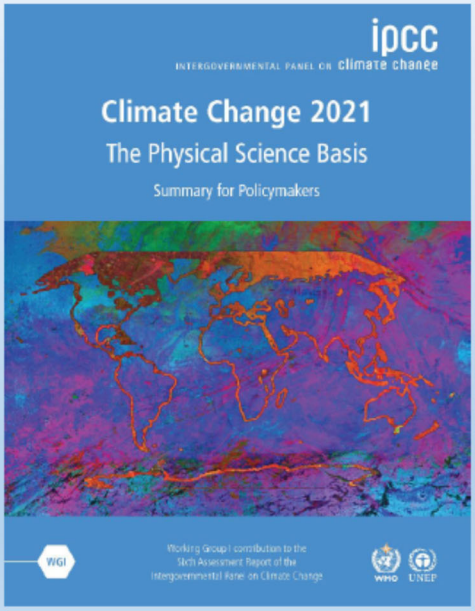
5

構成

- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

6

IPCC 第6次評価報告書 (2021年8月9日公表)



- IPCC: 気候変動に関する政府間パネル
- 気候モデルによる予測データは報告書の重要な科学的基盤

最新報告書の内容から題材を多くとり、気候変動予測の現状についてお伝えしていきたい。

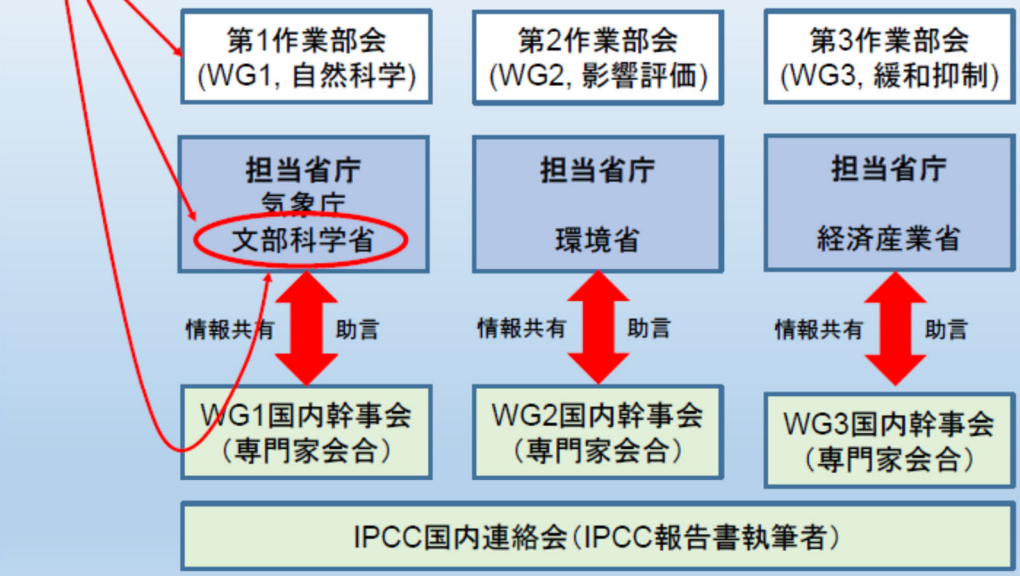
気候変動に関する政府間パネル (IPCC)とは

IPCC: 地球温暖化について、専門家による科学的知見の収集、評価を行う政府間機構 → 科学の場

国連気候変動枠組み条約(UNFCCC): 地球温暖化に関する国際的取り組みを進めるための枠組みを定めた国際条約 → 政治の場

http://www.env.go.jp/earth/ondanka/ipccinfo/IPCCgaiyo/UNFCCC.html

IPCCに対する国内体制



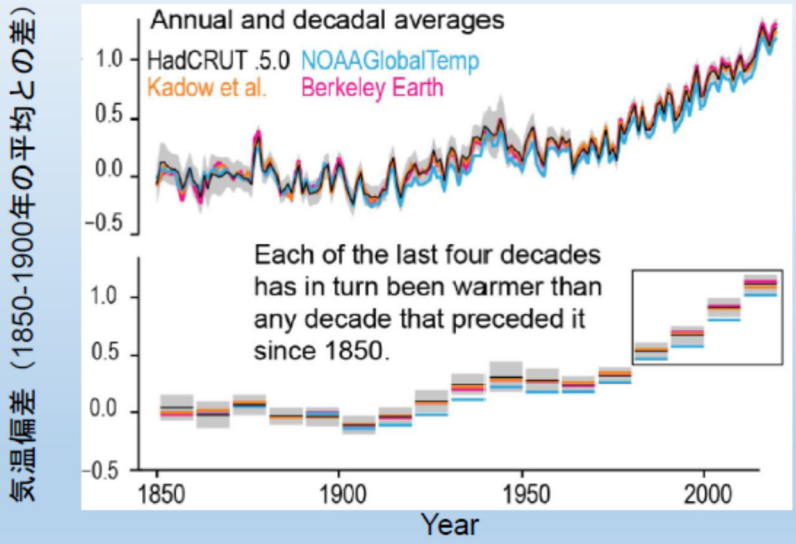
9

構成

- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

10

1850-2020年の平均表面気温

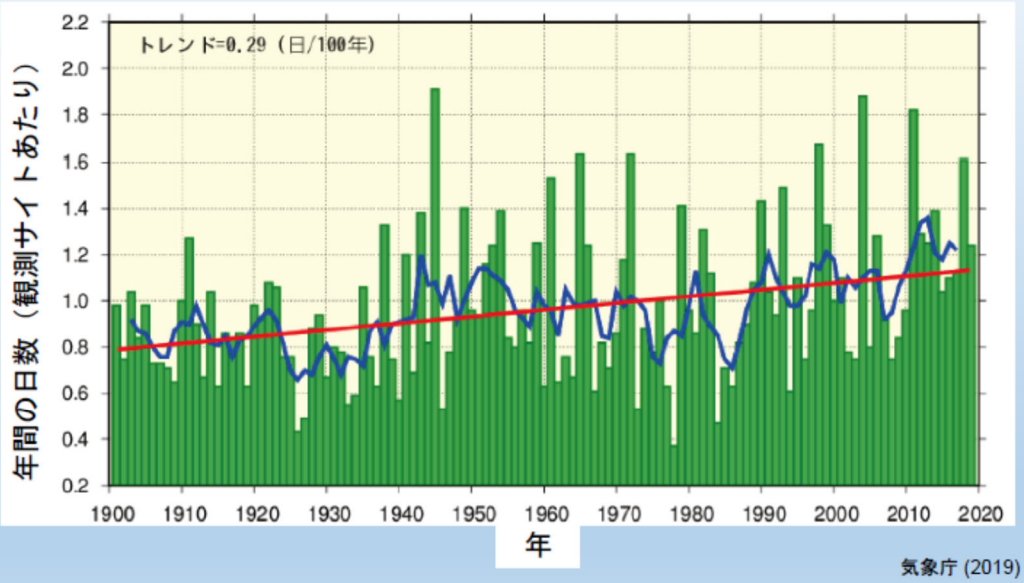


IPCC AR6, Fig.2.11

「人間の影響が大気，海洋及び陸域を温暖化させてきたことには疑う余地がない．」(IPCC AR6 SPM).

11

100mm/日 を越える降水があった日数 (国内)

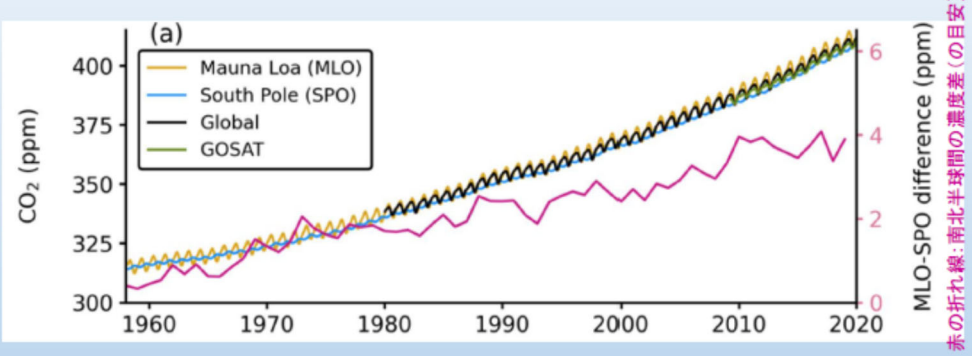


気象庁 (2019)

激しい降水は増加傾向にある。

12

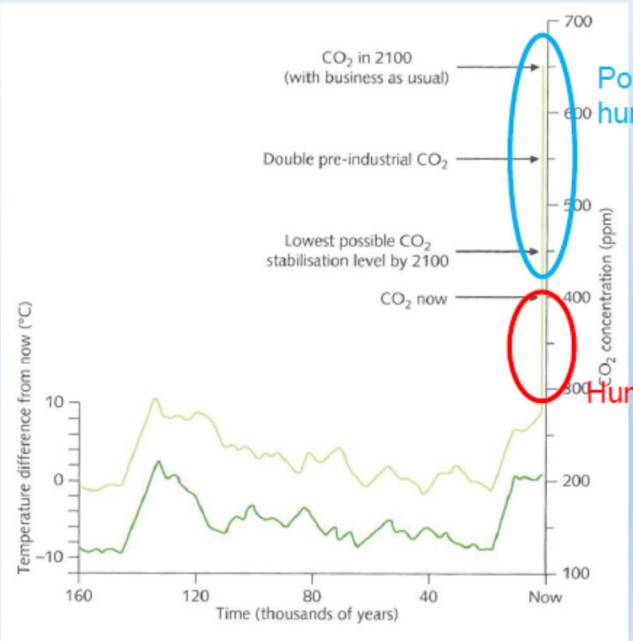
大気中CO_2濃度の増加：温暖化の主要因



AR6, Fig.5.6

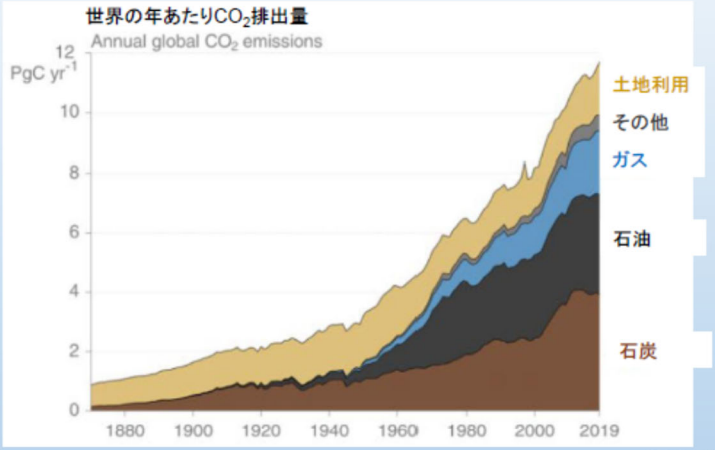
- 100ppm = 0.01%
- 講演者が高校生のころの教科書には、「大気中のCO_2濃度は0.03%」と書いてあった。2010年代には0.04%を越えている。
- グラフの細かなギザギザについては後述。

Atmospheric CO2 and temperature over the last 160k years



14

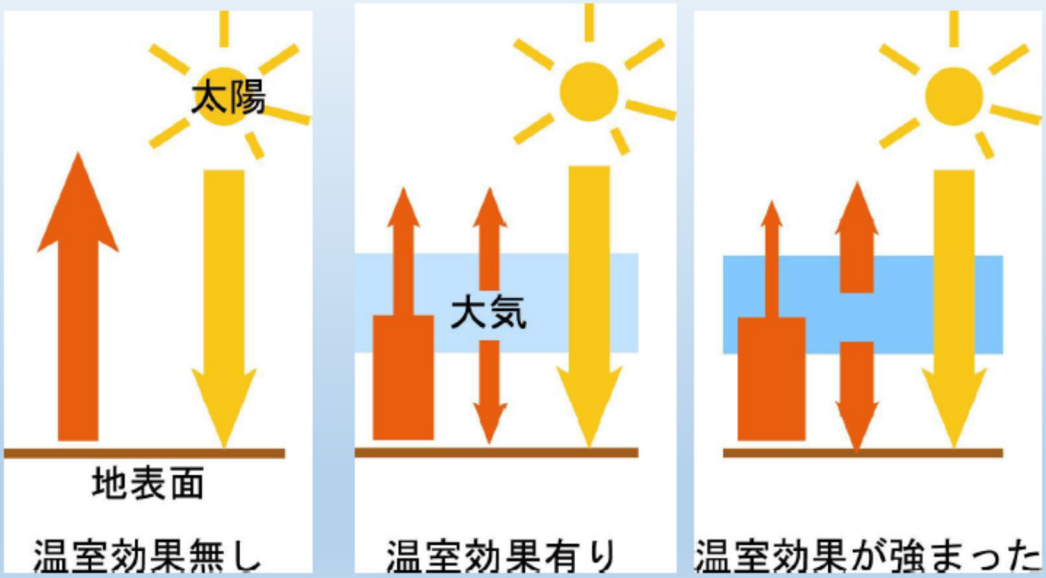
人間活動によるCO_2排出量の増大



AR6, Ch.5, Fig.5.5

- この40年でほぼ倍増している。
- 土地利用変化（主に森林伐採）による排出が15%ほどあることに注意。
- 「排出量」と「濃度」の違いに注意。お金に例えれば、排出量は毎月の収入に、濃度は貯金にあたる。

地球温暖化の仕組み

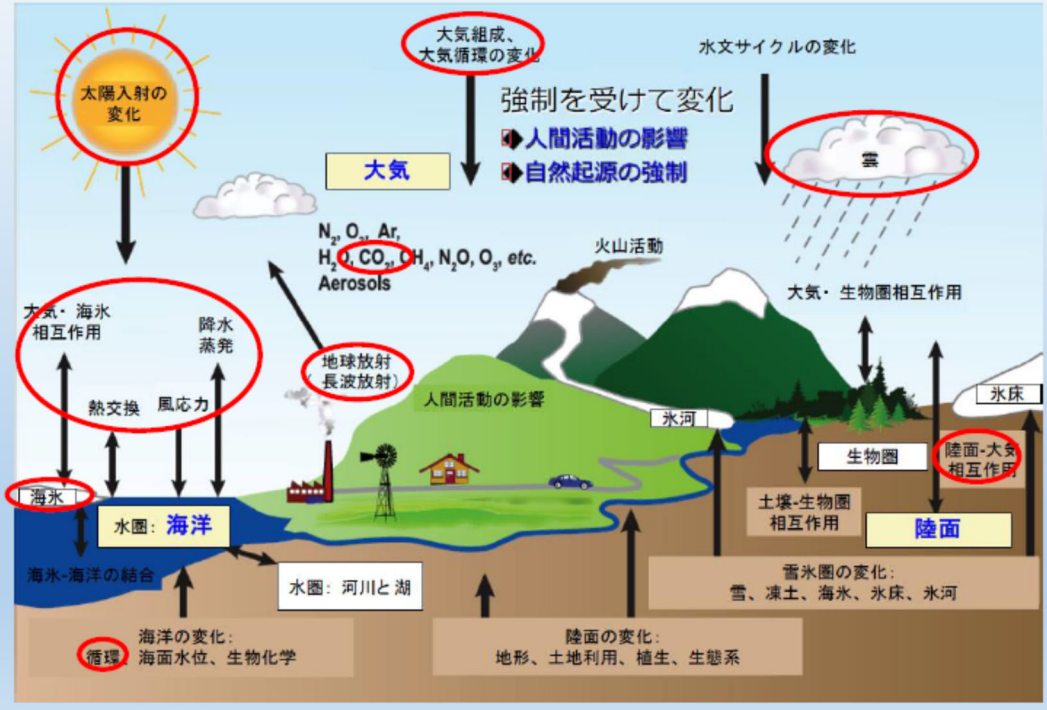


構成

- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

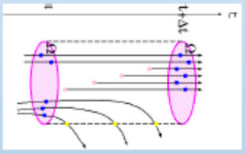
17

気候システムとその変動要因



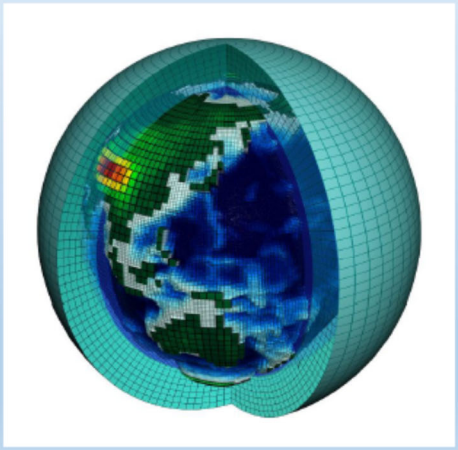
地球環境のシミュレーションモデル

- 運動方程式 (ニュートンの法則)
  - $F = m \times a$
  - 物は力をかければ動くし，かけ続ければ加速する
- 連続の式 (空気、水蒸気、空気中の化学成分など)
  - 入ってくる量 – 出ていく量 = 増加/減少



- 熱力学第1法則
  - 物体を温めると、温度が上がる。
- 状態方程式
  - $PV = nRT$

自然現象を記述する方程式を、
メッシュに分けて計算



19

地球環境のシミュレーションモデル

$$\frac{d\rho}{dt}+\rho\left(\frac{1}{a\cos\varphi}\frac{\partial u}{\partial\lambda}+\frac{1}{a\cos\varphi}\frac{\partial v\cos\varphi}{\partial\varphi}+\frac{\partial w}{\partial z}\right)=0$$ 空気の連続の式

$$\frac{du}{dt}-\frac{\tan\varphi}{a}uv-fv=F_\lambda-\frac{1}{\rho a\cos\varphi}\frac{\partial p}{\partial\lambda}$$

$$\frac{dv}{dt}+\frac{\tan\varphi}{a}u^2+fu=F_\varphi-\frac{1}{\rho a}\frac{\partial p}{\partial\varphi}$$

$$0=-g-\frac{1}{\rho}\frac{\partial p}{\partial z}$$

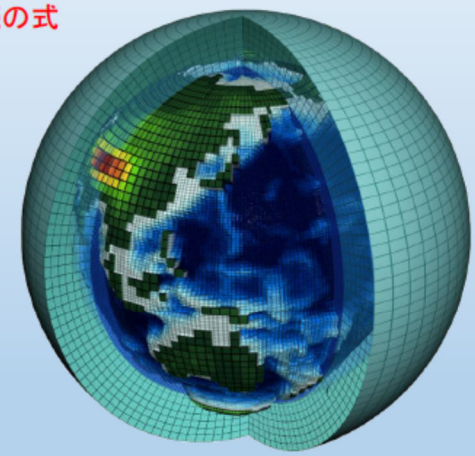
運動方程式

$$p=\rho RT$$ 状態方程式

$$C_v\frac{dT}{dt}+p\frac{d\alpha}{dt}=Q$$ 熱力学第1法則

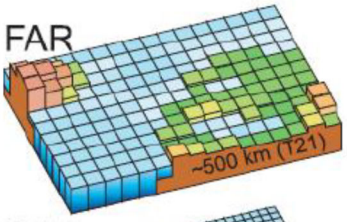
$$\frac{dq}{dt}=-c-\frac{1}{\rho}\frac{\partial F_q}{\partial z}$$ 水蒸気の連続の式

自然現象を記述する方程式を、
メッシュに分けて計算

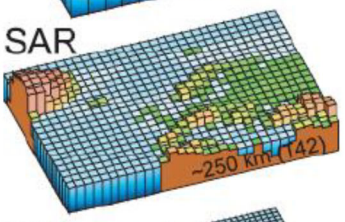


IPCC報告書における気候モデル解像度の変遷

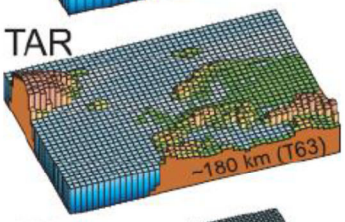
- 解像度の比較
  - 真鍋先生の気候モデル：500km
  - IPCC最新報告書(2021年)の気候モデル：50-150km
- 計算量の違い
  - 解像度が10倍になると，計算量は1000倍になる．
  - さらに高さ方向の升目や，計算期間の長さも考えると，計算量の違いは100万倍はくだらない．
  - スーパーコンピュータの発達が不可欠



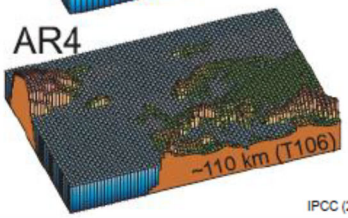
第1次報告書
（1990年）



第2次報告書
（1995年）



第3次報告書
（2001年）



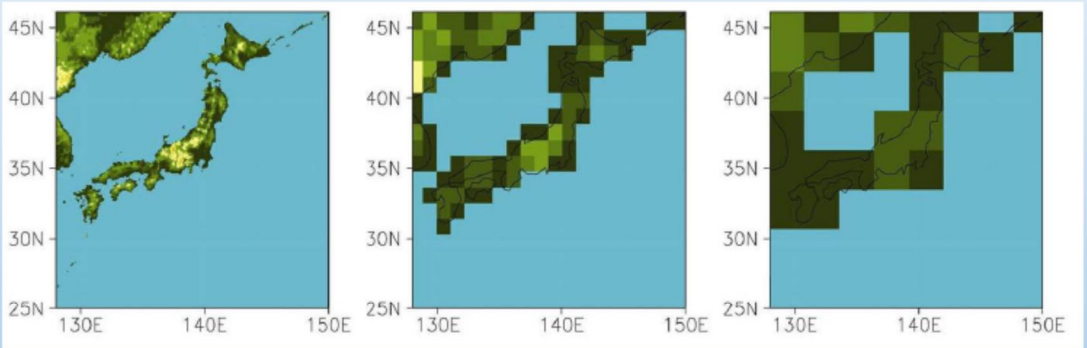
第4次報告書
（2007年）

IPCC (2007) より

21

様々なメッシュサイズの日本

メッシュの大きさ:10km　100km　300km



22

地球シミュレータ：日本からCMIP6(*)へ提出するデータの多くを創出

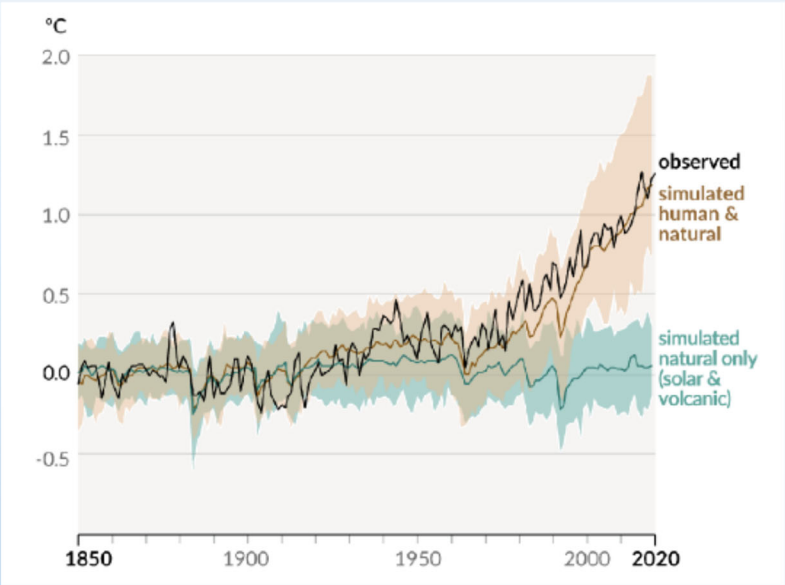
* CMIP6: 気候変動予測の国際プロジェクト

** 19.5Pflops = 19,500,000,000,000,000 回の計算を1秒間に行う
↑世界中の人が昼も夜も計算したとして、1カ月程度かかる計算量

地球シミュレータ総合性能	
総メモリ容量	19.5 PFLOPS(**)
総メモリ容量	556.5 TiB
共有ストレージ容量	ホーム領域：120 TB
	データ領域： 60 PB
	ワーク領域： 1.3 PB
ノード間ネットワーク帯域	200 Gb/s （for two-way）

2020年3月における、4代目地球シミュレータ設置工事の記録動画(YouTube 配信)
https://www.youtube.com/watch?v=E9GixZAXIWE&list=RDCMUCapekjAa9x29a-qZNsWci1Q&index=1

近年の温暖化傾向を、人間活動によるものと断言



IPCC AR6, Fig.SPM1

「人間の影響が大気，海洋及び陸域を温暖化させてきたことには疑う余地がない。」 (IPCC AR6 SPM)

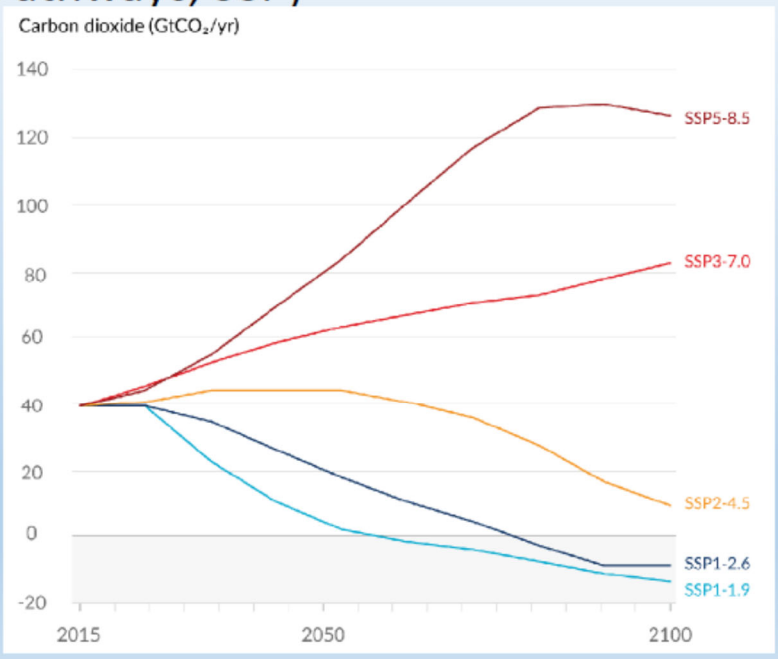
24

構成

- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

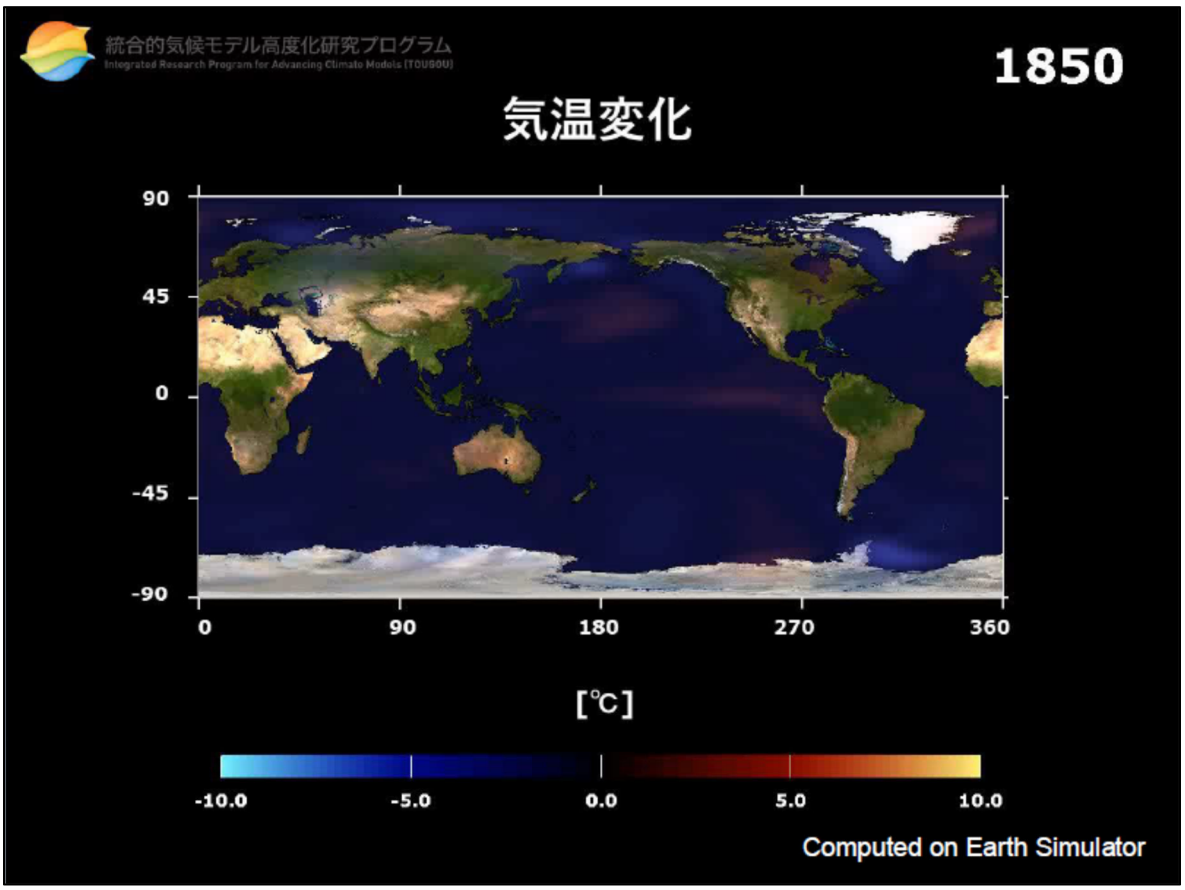
25

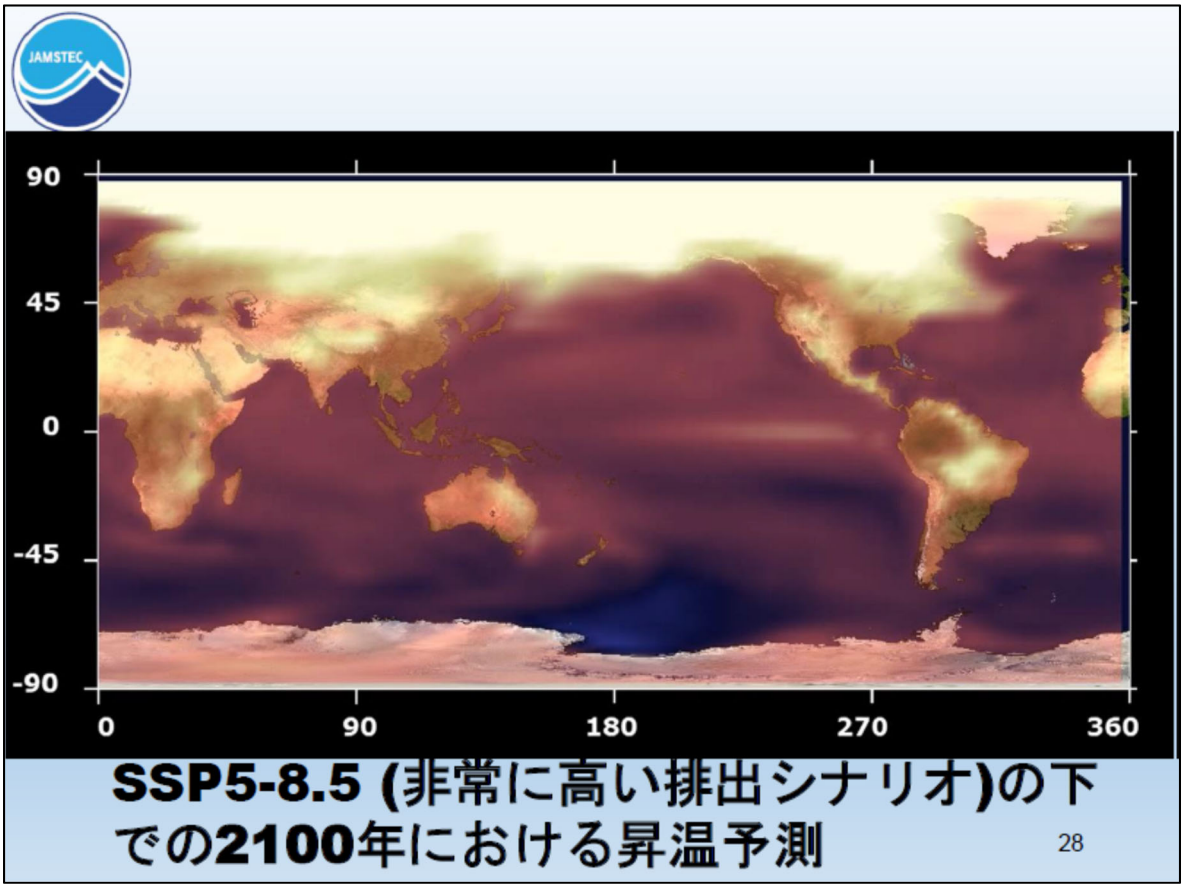
CO_2 濃度の将来シナリオ: 共通社会経済経路 (Shared Socioeconomic Pathways, SSP)

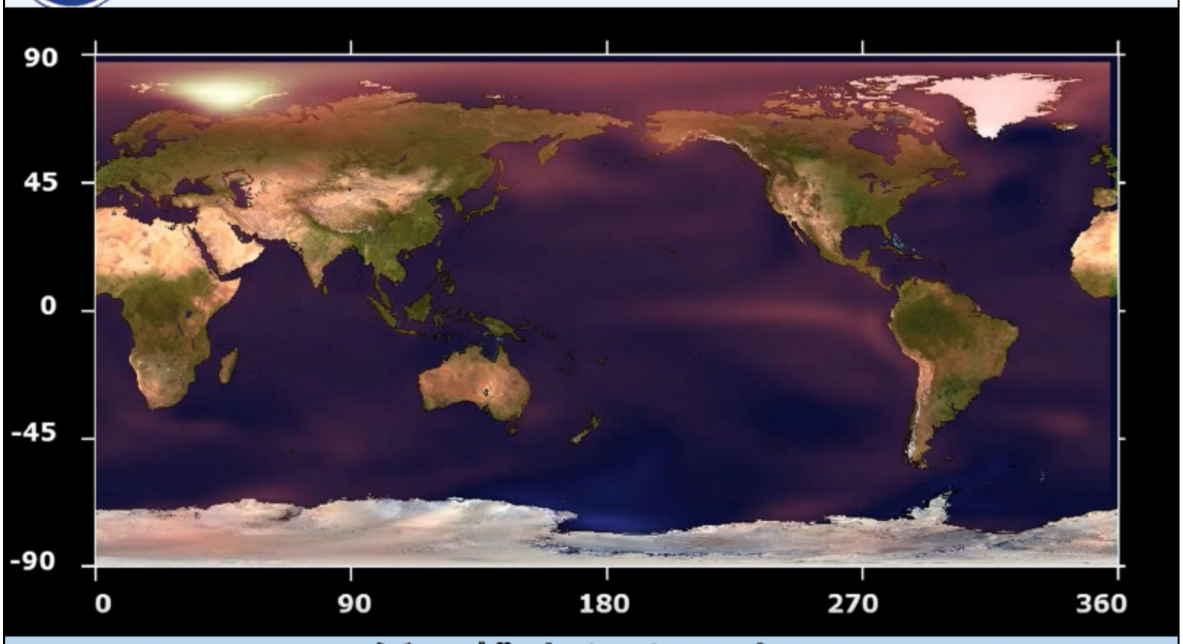


AR6, Fig.SPM4

26


統合的気候モデル高度化研究プログラム
Integrated Research Program for Advancing Climate Models (TOUGOU)
1850
気温変化
90
45
0
-45
-90
0
90
180
270
360
[℃]
-10.0
-5.0
0.0
5.0
10.0
Computed on Earth Simulator


JAMSTEC
90
45
0
-45
-90
0
90
180
270
360
SSP5-8.5 (非常に高い排出シナリオ)の下での2100年における昇温予測
28



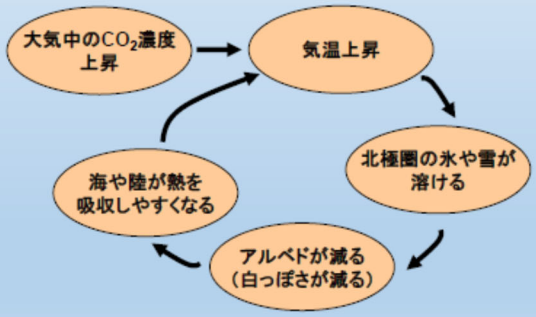
SSP1-2.6 (低い排出シナリオ)の下での2100年における昇温予測

29

アイス(スノー)アルベド※フィードバック

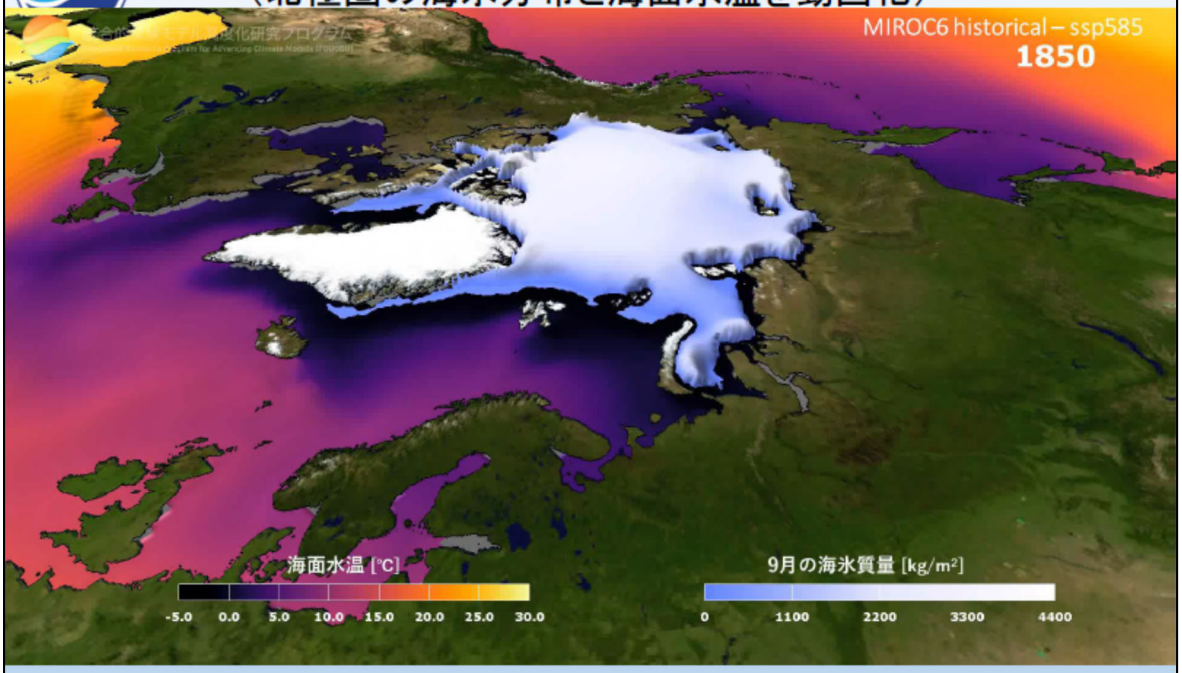
*アルベド: 太陽光が反射される割合

- *フィードバック：ある現象の結果が、同じ現象を変化させる原因となること。いわゆる「悪循環」もフィードバックループのひとつ。*



30

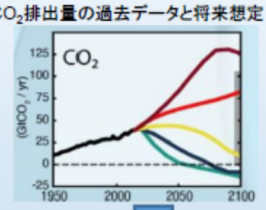
気候モデルMIROC6によるシミュレーション（北極圏の海氷分布と海面水温を動画化）



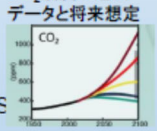
- 今世紀後半には，夏の北極海は氷のない「普通の海」に
- 最初の動画で，北極圏の温暖化が激しいのは，海氷の消失が大きな原因の一つ

5つの「例示的」シナリオによる昇温予測

CO_2排出量の過去データと将来想定

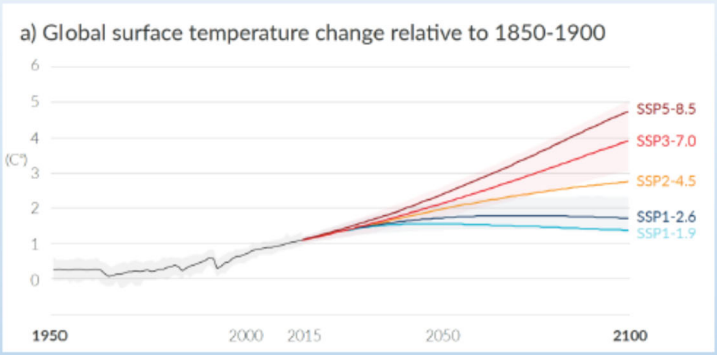


CO_2濃度の過去データと将来想定



AR6, Fig.TS

1850-1900年を基準とした地表面気温の変化（地球全体の平均）



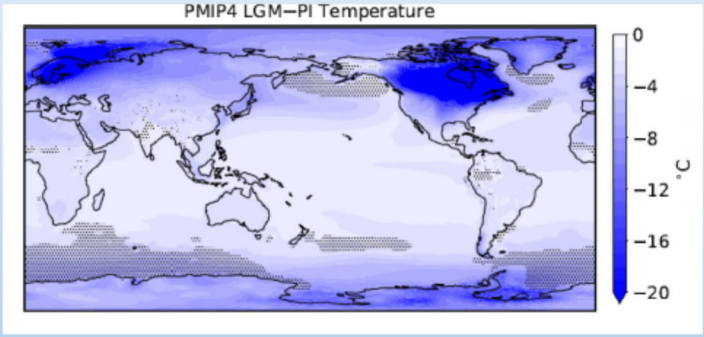
AR6, Fig.SPM8

- 排出量データは、温暖化予測国際プロジェクトCMIP6の入力データとして利用（簡便法で濃度に変換してから入力することも）。
  - 世界から28のモデリングセンターが参加。統合PのMIROCチームは、例えば提出データ量では5番目に位置するなど、メジャーな存在。
  - 日本からの予測データは、日本のITプロジェクト「DIAS」より世界に配信。

氷期!

「氷期」(最終氷期最大期, ~2万年前)と現在との気温差は？

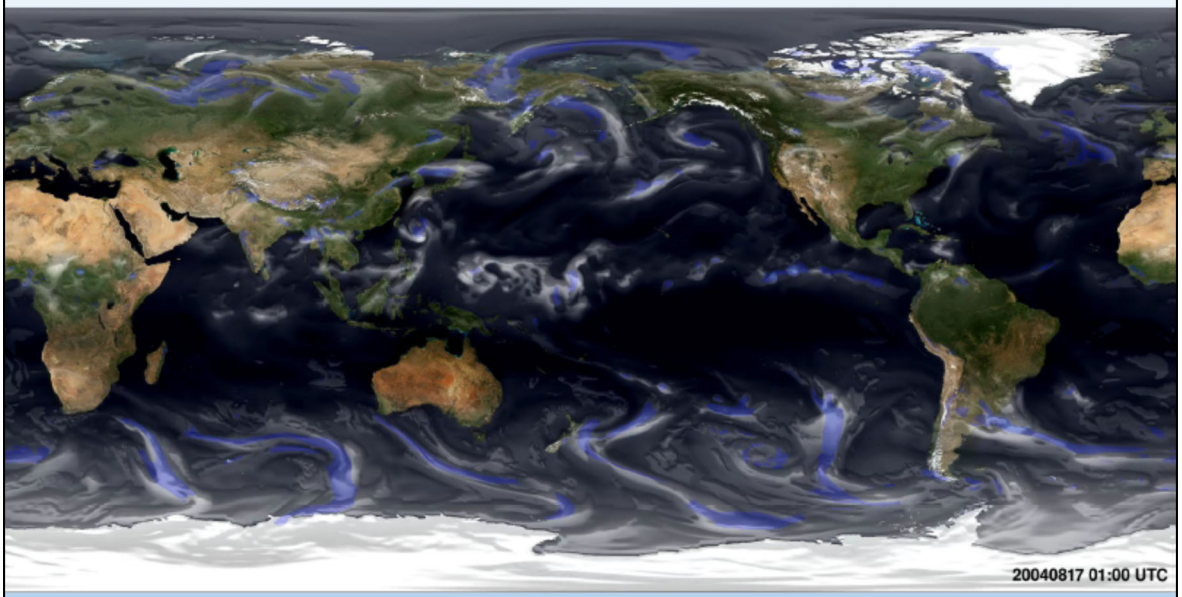
https://www.disney.co.jp/tv/dc/program/14/iceage.html
viewed on 2021/09/08



Clim. Past, 17, 1065–1089, 2021 https://doi.org/10.5194/cp-17-1065-2021

最終氷期の地表面気温は、現在より5-7℃低かったと考えられている。(IPCC AR6, Table 9.6)

大気モデルNICAMによるシミュレーション（水平解像度解像度14km）



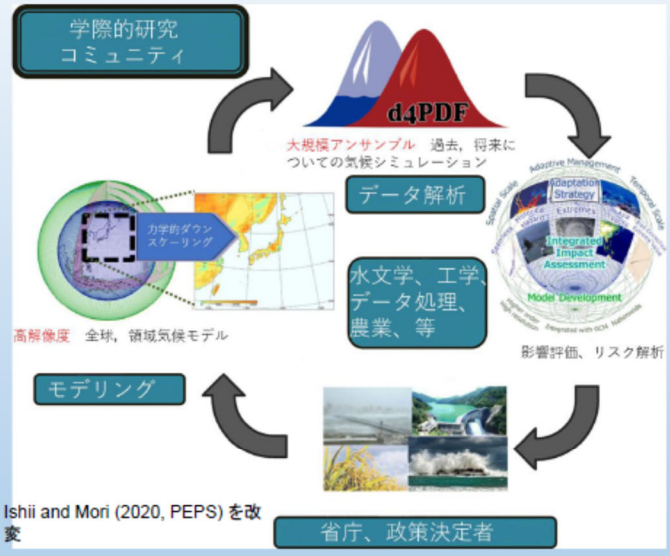
これだけ解像度が高くなると，実際上の問題にもデータを活用できる→次スライド

構成

- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

35

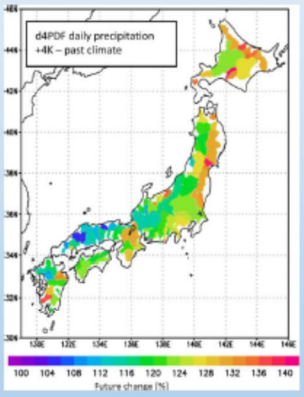
d4PDF: 気候変動影響評価用データセット



Ishii and Mori (2020, PEPS) を改変

- 統合プログラム等で作成
- 国交省での治水計画立案などに活用されている
- 成果を継承し，「気候予測DX」を目指す

d4PDF活用例



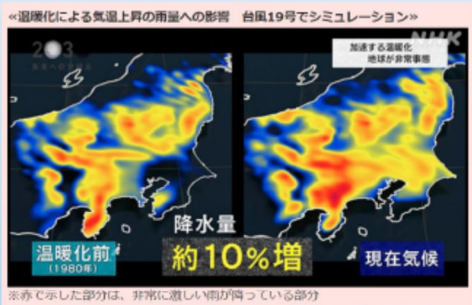
一級河川の流域ごとに図示した将来の最大降水量の変化(%).

Hoshino and Yamada (2018)

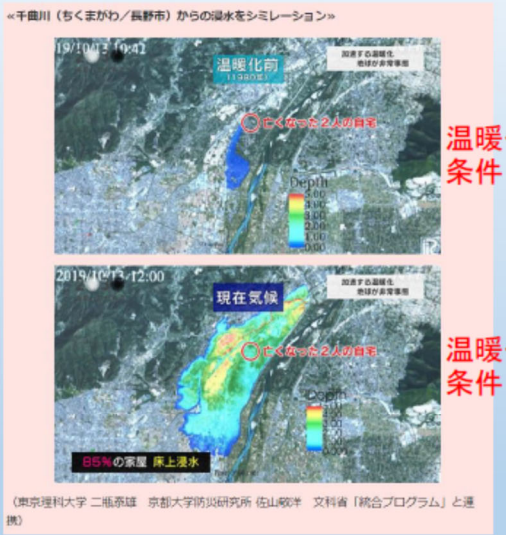
＊d4PDFの作成に前ページのNICAMが使われているわけではないが，国内開発の類似のシミュレーションモデルが採用されている．

気候変動影響の顕在化を「見える化」

温暖化なしの条件　　温暖化ありの条件



台風19号 (2019年) による降水
温暖化により、2019年19号台風の降水量は10%高まっていた



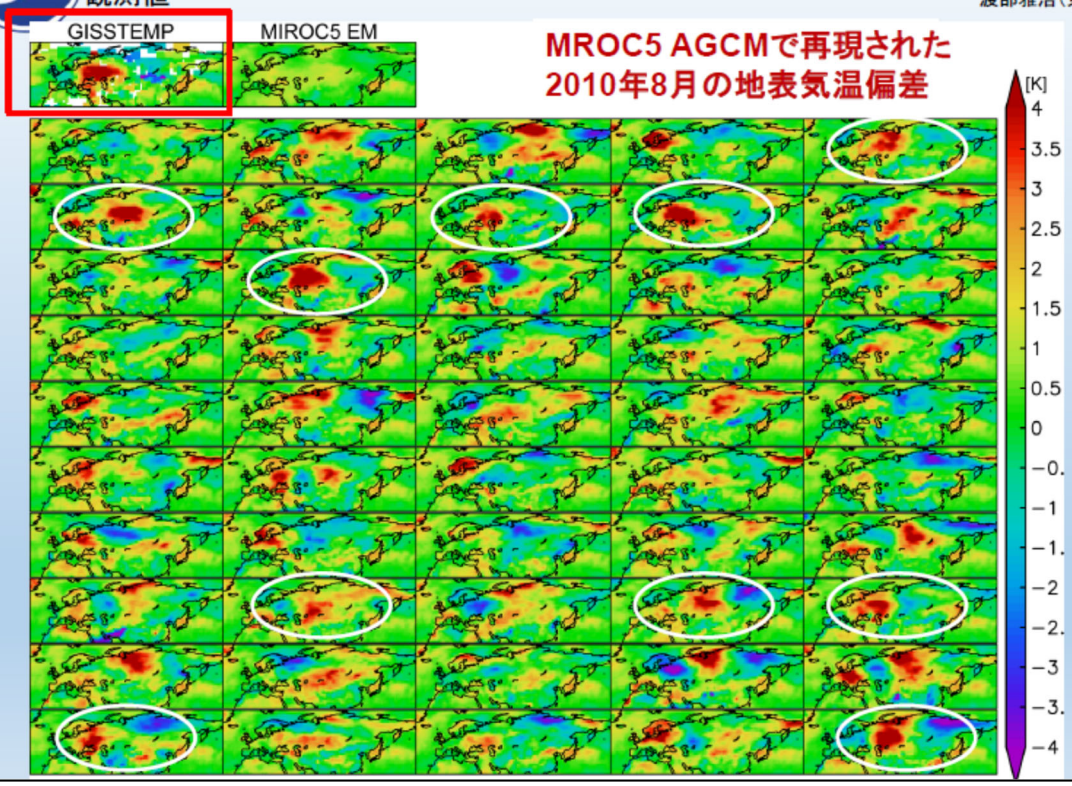
10% の違いは、洪水面積に大きな違いをもたらす（図中の色がついた部分）。

37
https://www.nhk.or.jp/gendai/comment/0019/topic010.html

2010年7-8月ロシア猛暑

スライド提供：渡部雅浩（東大）

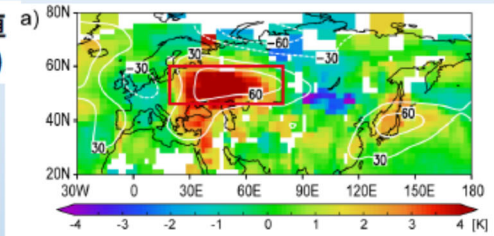
観測値



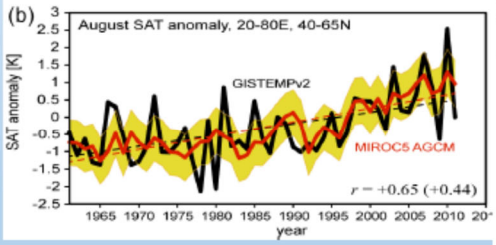
2010年猛暑のEA

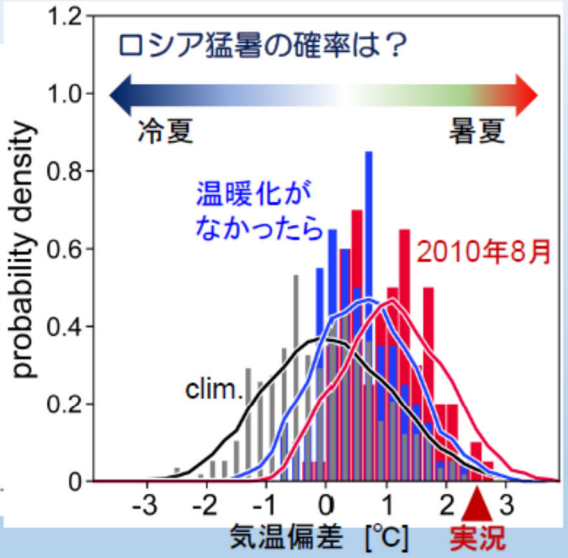
8月ロシア西部の地表気温偏差

観測値 (2010)



モデル





観測された猛暑は―

- ほとんどは自然の変動
- しかし、確率的には、温暖化していなければほとんど発生しなかった（発生確率　3.3% ⇒ 0.6%）

Watanabe et al. (2013a)

構成

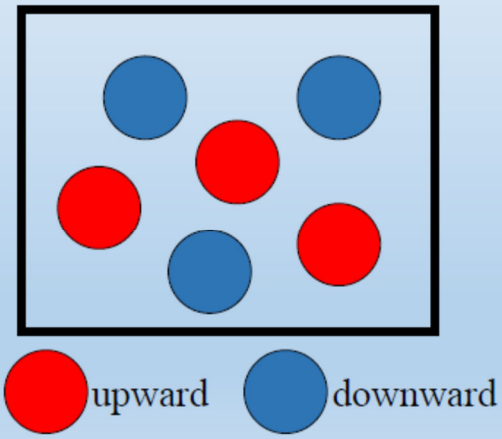
- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

40

予測モデルの問題点
―雲の形成過程を例に―

1. 空気塊の上昇
2. 断熱膨張による温度低下
3. 凝結による雲粒形成

問題は、上昇気流はモデルのメッシュ間隔よりも小さな空間規模で起こるということ･･･



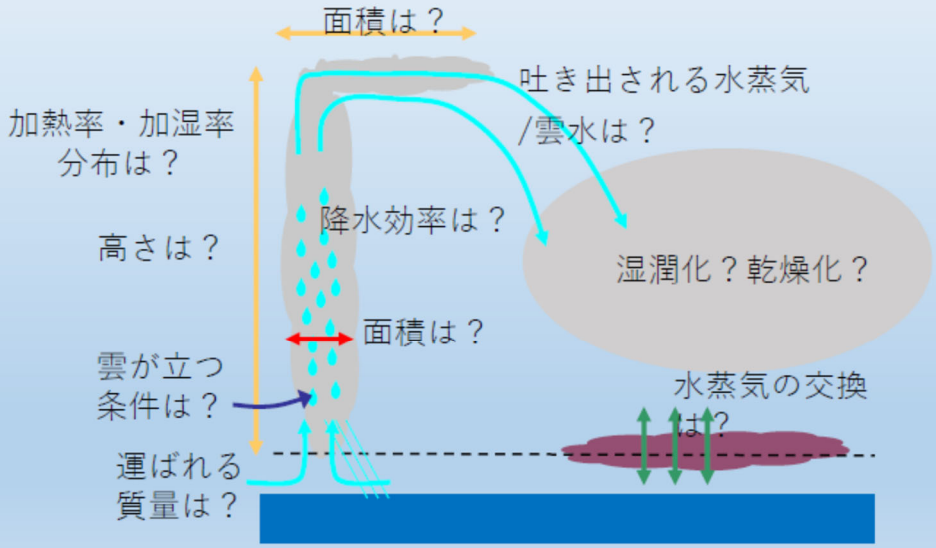
41

入道雲の発生に関する経験則（パラメタリゼーション）の導入：

研究所ごとに開発しているモデルで、結果が異なることの理由のひとつ。

https://prcm.jp/album/shi1yu3/pic/47409265

積雲対流のパラメタ化
（モデル化の不確実性の例）

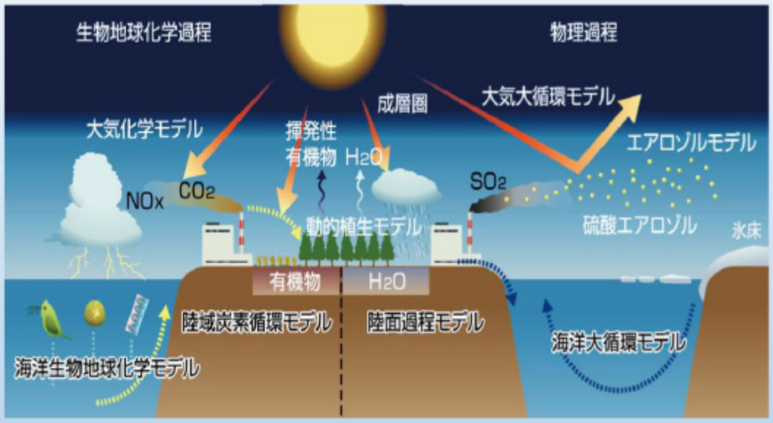


構成

- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

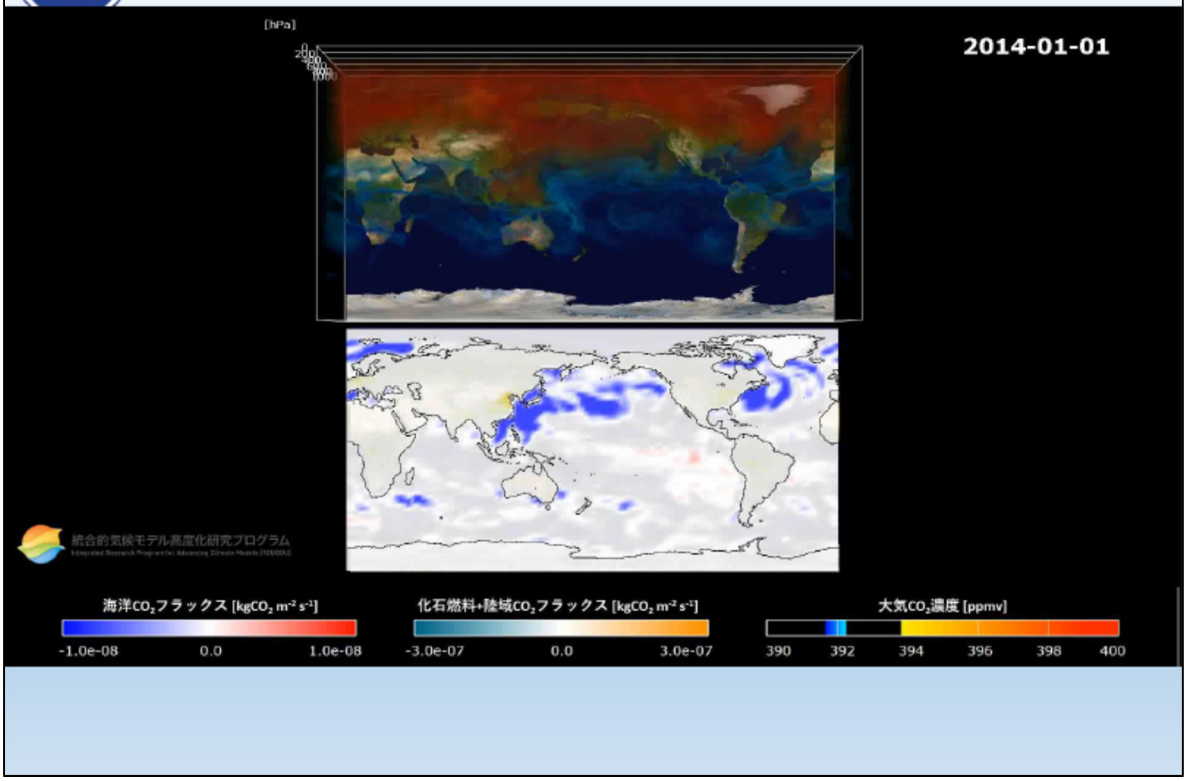
44

地球システムモデル(ESM)



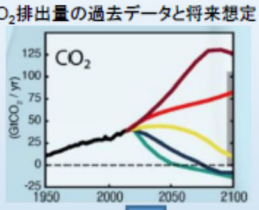
- 地球システムモデル(ESM):生き物が入った気候シミュレーションモデル
  - CO2を吸収する森林や海洋の役割や、気候変動の影響を考慮している。
  - 海陸生態系と気候変動の相互作用を扱えることが特長。
- 2000年代前後から、各国主要研究機関で開発が進む。国内では気象庁気象研究所やJAMSTECが開発に取り組む。

統合Pで開発したESMの出力例

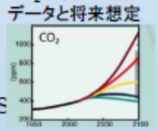


5つの「例示的」シナリオによる昇温予測

CO_2排出量の過去データと将来想定

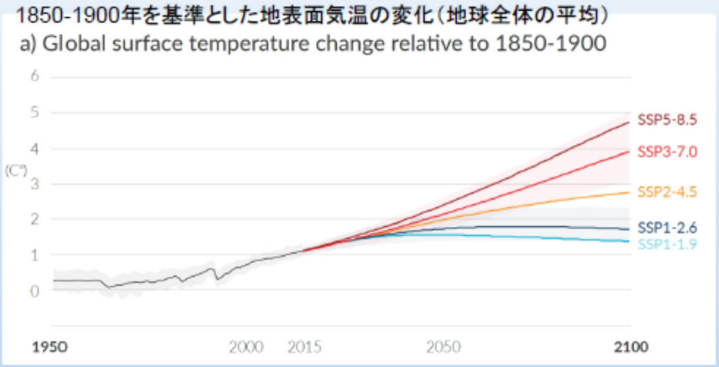


CO_2濃度の過去データと将来想定



AR6, Fig.TS

1850-1900年を基準とした地表面気温の変化（地球全体の平均）

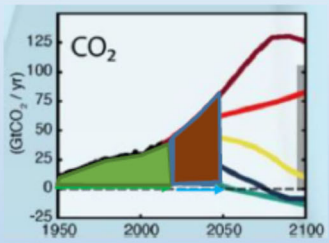


AR6, Fig.SPM8

- 排出量データは、温暖化予測国際プロジェクトCMIP6の入力データとして利用（簡便法で濃度に変換してから入力することも）。
  - 世界から28のモデリングセンターが参加。統合PのMIROCチームは、例えば提出データ量では5番目に位置するなど、メジャーな存在。
  - 日本からの予測データは、日本のITプロジェクト「DIAS」より世界に配信。

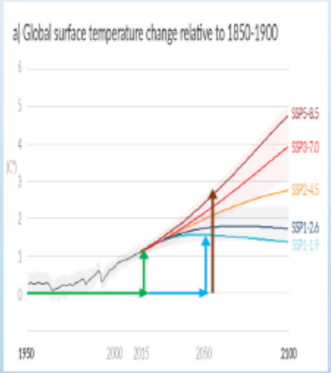
予測結果の横軸を「炭素排出量」に変換

CO_2排出量の過去データと将来想定

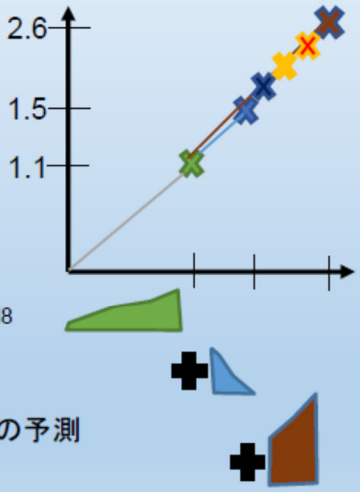


AR6, Fig.TS4

1850-1900年を基準とした地表面気温の変化（地球全体の平均）

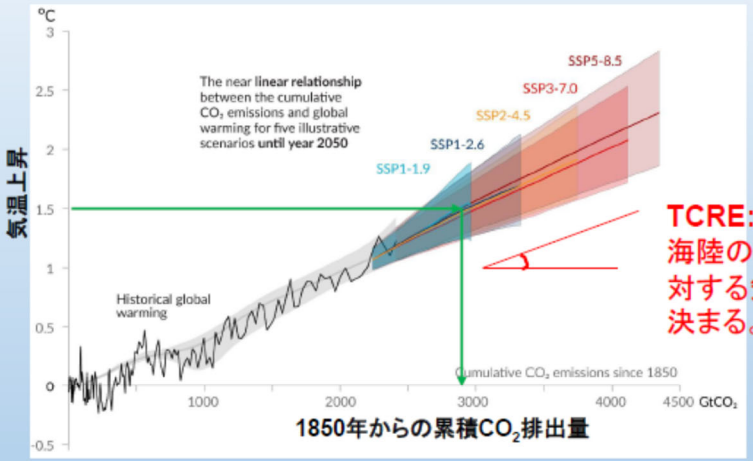


AR6, Fig.SPM8



- 横軸を（累積の）炭素排出量に変換すると、どのシナリオの予測結果も一直線上に乗る！

累積炭素排出量と昇温は正比例：排出分だけ、気温もあがる



TCRE: このグラフの傾き：海陸の炭素吸収、CO2増に対する気候の応答によって決まる。

AR6, Fig.SPM10

TCRE(排出に対する過渡気候応答)：1.5℃, 2℃といった目標達成のために、排出をどの程度までに抑える必要があるかの検討に大切な数値。

-> 統合Pテーマ**B**の成果(Tachiiri et al., 2015, 2019)などをもとに決定。

カーボンバジェット：目標達成のために、排出をどの程度までに抑えないといけないか

1850-1900年と2010-2019年の間の温暖化(℃)		これまで(1850-2019年)の累積CO2排出量 ($GtCO_2$)					
1.07 (確からしい範囲: 0.8-1.3)		2390 (確からしい範囲:±240)					
1850-1900年基準での、抑制目標までのおおよその昇温(℃)	2010-2019年基準での、抑制目標までのおおよその昇温(℃)	2020初めを起点とした残余カーボンバジェットの評価 ($GtCO_2$) 抑制目標までに温暖化を抑えられる確率					非CO2温室効果気体の排出削減の変動
		17%	33%	50%	67%	83%	
1.5	0.43	900	650	500	400	300	非CO2温室効果気体の排出削減の増減に伴い、左の数字は220 GtCO2増減する可能性がある。
1.7	0.63	1450	1050	850	700	550	
2.0	0.93	2300	1700	1350	1150	900	

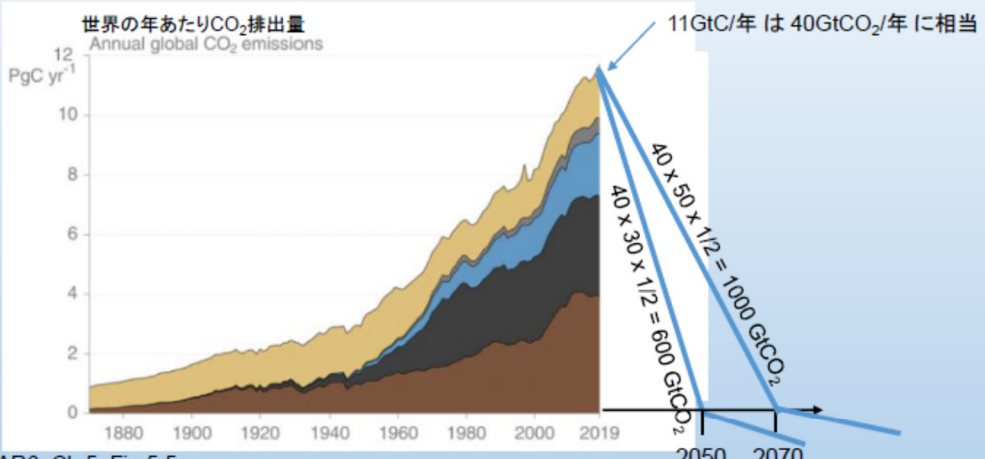
＊第5次報告書からは上方修正、1.5℃特別報告書とは同程度。

AR6, Table SPM.2を講演者が和訳

- TCREの評価をもとに、緩和目標と合致する今後のCO2排出の上限値を算出。
  - 例えば、1.5℃目標について言えば：
    - 「大丈夫そう」を目指すなら400$GtCO_2$以下
    - 「一か八か」でよいなら500$GtCO_2$以上
  - ちなみに、現在の排出量は約 40$GtCO_2$/年

50

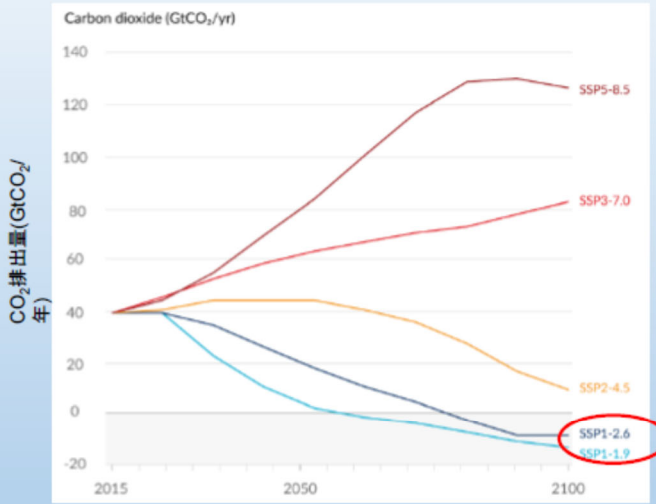
カーボンバジェットの観点から見た「2050年カーボンニュートラル」



AR6, Ch.5, Fig.5.5

- カーボンバジェットの考え方から、温暖化ストップのためには、「正味排出ゼロ」が要請されることがわかる。
- 2050年までに、直線的に排出ゼロまで削減していった場合：
  - 累積排出量は600GtCO$_2$->1.5℃目標の「一か八か」の値を越えている。
  - 1.5℃目標達成には、2050年以降、「負の排出」が必要。

CMIP6で採用された将来シナリオ



AR6, Fig.SPM4

- 温暖化予測国際プロジェクトCMIP6 では、1.5℃, 2℃目標に対応するシナリオとして、それぞれ SSP1-1.9, SSP2-2.6 を用意。

52

カーボンバジェットの不確実性をもたらす要因：今後の課題

- **TCREの評価**
  - AR6では0.45 (0.27-0.63) ℃という評価に
- **現在時点までの温暖化の評価**
  - AR6では、1.07℃という評価に
- **CO_2以外の温室効果気体による気温変化**
  - CO_2と並行して、メタンやN_2Oの排出削減も進める必要
- **地球システムのフィードバック**
  - 永久凍土からのメタンやCO_2の放出、など
- **ゼロ排出コミットメント**
  - 「CO_2排出をゼロにしたら昇温はどうなるか」という仮想的な量。
  - AR6では、「ほぼゼロ」(-0.34-0.28)℃という評価に。

構成

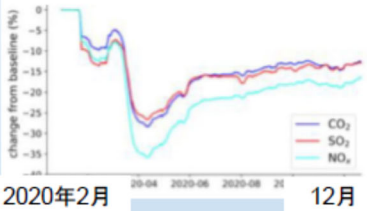
- 導入
  - 気候変動問題に関する国際枠組み
  - 地球温暖化のメカニズムと現状
- 地球温暖化予測
  - 手法
  - 予測
  - 応用
  - 注意点
- 生態系と炭素循環のモデリング
- コロナ禍の気候への影響
- まとめ

54

カーボンバジェットの観点から見たコロナ禍

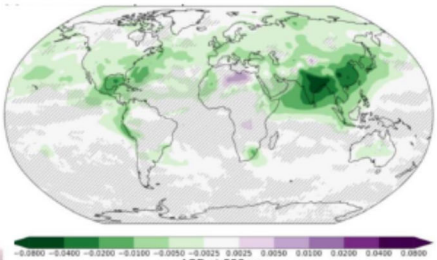
AR6, Cross-Chapter Box 6.1, Figure 1

CO2や微粒子(PM2.5等)などの排出量が減少

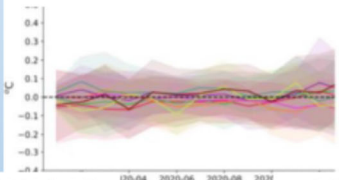


2020年2月　12月

微粒子が日射を遮る効果が減少



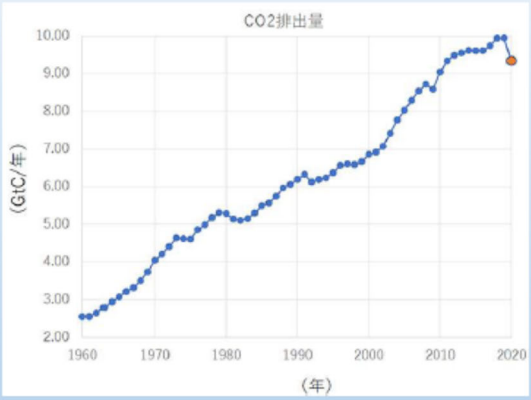
気温への影響は検出不可能



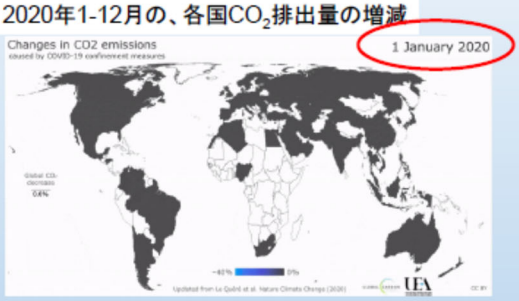
2020年2月　12月

- コロナ禍により、CO_2やその他の温室効果気体、大気中微粒子の排出は、一時的に最大2割減少。
- 正味の効果としては、微粒子が減って太陽光がよく通ることになる温め効果の方が大きい。ただし、気温への明瞭な影響は検出不能。
- 世界から11研究グループが協力し複数モデルにより検証。統合Pも貢献。

カーボンバジェットの観点から見たコロナ禍（続き）



2020年1-12月の、各国CO_2排出量の増減



https://www.icos-cp.eu/gcp-covid19

- 2020年のCO2排出は、減少したとは言え年率換算で7%程度。残りの93%程度は、排出されている。
- カーボンバジェットの考え方から、排出した分だけ、温暖化は確実に進行することが分かる。
- 緩和目標達成を目指すならば、継続的排出削減に結びつけることが重要。

56

まとめ

- ここ100年での温暖化：地球全体の地上平均気温で1.1℃。
- 温暖化の予測手法：大気や海の物理法則をもとに、地球を升目に区切って計算。（問題点：升目より小さな現象の記述）
- 予測結果：何も対策を施さなかった場合、100年後には数度程度の上昇が見込まれる（氷河期と温暖期の気温差に匹敵）。
- イベント・アトリビューション
  - 現在までの温暖化の影響を定量的に評価する手法が近年発達
- 累積炭素排出量と昇温の間に比例関係
  - カーボンバジェットの評価：緩和目標ごとの炭素排出量の上限
  - 正味ゼロ排出は、温暖化ストップの必要条件

57

今後の展望

- 高解像度化
  - 特に雨の予測については、対流や細かな地形の影響などを正確に再現したモデルが望ましい
- 生態系の機能など、複雑性の導入
  - 「カーボンニュートラル」の理論的根拠確立
- 防災分野、農林水産業分野への予測データの適用
  - 関連分野との連携を通し、高解像度データを活用

58

ESG 投資研究会・第１フェーズ
報 告 書

2022 年 3 月発行

発行　公益財団法人 公益法人協会
〒113-0021　東京都文京区本駒込 2-27-15
TEL:03-3945-1017　FAX:03-3945-1267
URL: http://www.kohokyo.or.jp/

©2022

印 刷　株式会社サンワ