

カナダ年金制度投資委員会（CPPIB）によるグリーンボンド発行 — 年金基金として初の取り組み —

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. カナダの公的年金積立金運用機関のカナダ年金制度投資委員会（Canada Pension Plan Investment Board、CPPIB）は、子会社である CPPIB キャピタルを通じて、2018年6月にグリーンボンドの発行を開始した。年金基金は、しばしばグリーンボンドに積極的に投資しており、グリーンボンド市場の主要投資家層となっているが、年金基金によるグリーンボンドの発行は2019年4月末時点で、CPPIB 以外に見当たらず、興味深い事例と言える。
2. CPPIB は近年、世界的な低炭素経済への移行に向けた対応等に鑑み、再生可能エネルギー関連投資を行ってきたが、再生可能エネルギーやグリーンビルディング等への投資を拡大すべく、子会社を通じたグリーンボンドによる調達に踏み切った。CPPIB キャピタルは、2018年6月にカナダドル建て、2019年1月にユーロ建てでグリーンボンドを発行している。
3. CPPIB キャピタルによるグリーンボンド発行は、CPPIB の低炭素経済移行への対応に向けたコミットメントを、CPP の加入者、受給者、グリーンボンドの投資家といった CPPIB のステークホルダーに PR する一助になったと考えられる。また、これまで ESG 投資家としての知見を蓄積してきた CPPIB が、子会社を通じたグリーンボンドの発行により、発行体としての知見も得ることとなったと言える。
4. 将来的に、他の年金基金がグリーンボンドの発行という手法を活用するか否かは、CPPIB の取り組みの有効性がカギとなろう。具体的には、（1）資金調達を上回る利回りを充当プロジェクトから得られるか、（2）資金調達によりポートフォリオの規模を拡大したことを通じて、どの程度追加の環境的便益（インパクト）の創出に寄与できるか、（3）グリーンボンドによる資金調達及び持続可能なプロジェクトへの投資に関して、レポート等を通じて CPPIB のステークホルダーに説明責任を果たすとともに、信認を確保し続けられるか、といった点である。

I. 年金基金として初めてとなるグリーンボンドの発行

カナダの公的年金積立金運用機関のカナダ年金制度投資委員会（Canada Pension Plan Investment Board、CPPIB）は、子会社である CPPIB キャピタルを通じて、2018年6月にグリーンボンドの発行を開始した¹。グリーンボンドは、環境改善効果をもたらすことを目的としたプロジェクトに要する資金を調達するために発行されるもので、約10年の歴史を有する金融商品である。

そもそも、世界銀行が2008年に世界で初めてグリーンボンドとの名称で債券を発行した背景には、環境問題をテーマに据えた債券型金融商品を望む北欧諸国の年金基金のニーズがあった²。年金基金は、しばしばグリーンボンドに積極的に投資しており、グリーンボンド市場の主要投資家層となっている。一方で、年金基金によるグリーンボンドの発行は2019年3月末時点で、CPPIB以外に見当たらず、興味深い事例と言える。

本稿は、CPPIBによる運用や子会社を通じた債券発行の仕組みを概観する。その上で、CPPIB キャピタルが発行したグリーンボンドについて紹介する。

II. CPPIBによる運用及び資金調達の実態

1. 持続可能な投資を意識した運用実態

CPPIBは、カナダの年金制度の1つである報酬比例の公的年金（Canada Pension Plan、CPP）を手掛けている連邦公社で、1997年に設立された³。CPPは、国民の半分強に当たる約2,000万人の加入者及び受給者をカバーしており、CPPIBの運用資産残高は2018年12月末現在、約3,684億カナダドル（約29.6兆円）に上っている。CPPIBの運用資産の内訳は2018年3月末時点で、金融商品別では株式、債券、不動産、インフラ等多岐に渡っており、地域別では全体の8割強がカナダ国外となっている（図表1参照）。

CPPIBでは、CPPの加入者及び受給者にとって最善の利益となるよう、不適当なリスクを負わずに長期の投資リターンを最大化することといった責務を負っており、長期の投資ホライズンを意識しているほか、持続可能なインフラ・プロジェクトや企業に対する投資への関心を重視してきた⁴。具体的には、環境、社会及びガバナンス（ESG）投資手法としてイ

¹ CPP Investment Board, *Canada Pension Plan Investment Board to Issue Green Bonds*, 11 June 2018; CPP Investment Board, *Canada Pension Plan Investment Board Issues Euro Green Bonds*, 30 January 2019.

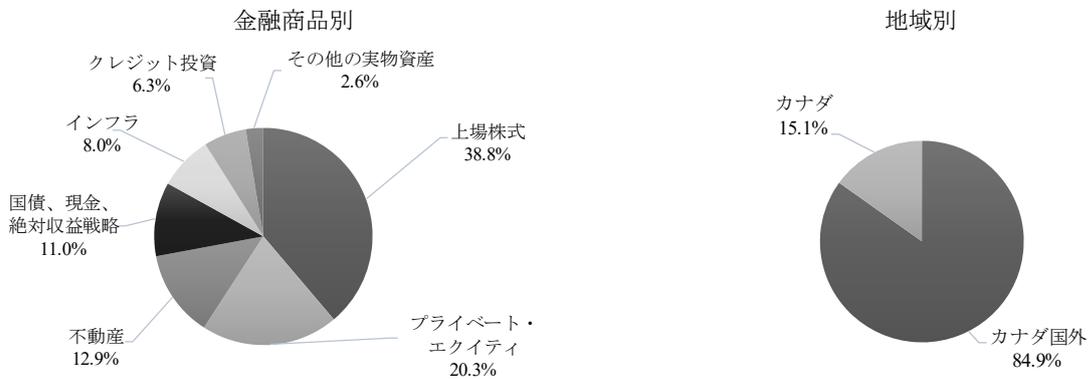
² 世界銀行「グリーンボンドとは?」24頁、World Bank, *World Bank Green Bonds Surpass US\$4 Billion Mark – Reflections Five Years On*, 28 August 2013.

³ CPPIBの詳細は、野村亜紀子「カナダの公的年金ガバナンス—CPPIBの現状と経緯—」『資本市場クォーターリー』第11巻第2号（2007年秋号）、野村資本市場研究所、2007年、138-152頁、を参照されたい。

⁴ Center for International Climate Research, ‘*Second Opinion*’ on CPP Investment Board’s Green Bond Framework, 11 June 2018, p.6.

インテグレーション⁵やエンゲージメント⁶を実施し、気候変動及び水資源等の分野を意識した投資を行っている⁷。

図表 1 CPPIB の運用資産の構成 (2018 年 3 月末時点)



(出所) CPP Investment Board, 2018 Annual Report, p.3 & p.19、より野村資本市場研究所作成

2. CPPIB キャピタルを通じた資金調達⁸

CPPIB では、子会社である CPPIB キャピタルを通じて、2015 年 6 月より債券発行を行っている。CPPIB は従来、年金運用において健全な分散を図るべく、株式、債券のみならず、不動産やインフラといったオルタナティブ資産にも投資してきた。さらに、同委員会は、各投資資産の許容リスク量が相対的に低い中で、運用資産全体である程度のリターンを確保するために、一定のレバレッジを効かせるのが有用との考え方の下で、運用資産の原資として積立金に加えて子会社による資金調達も行ったのである。CPPIB キャピタルによる資金調達は、カナダ政府による保証は付与されていないが、CPPIB がタイムリー、無条件かつ取消不能の保証を CPPIB キャピタルの債務全体に付与している⁹。CPPIB キャピタルの格付けは 2019 年 4 月末現在、ムーディーズ及び S&P が「Aaa/AAA」としている。同社の格付けは、支払い能力及び流動性等を維持する法制度、高い安定性及び予測可能性のある将来キャッシュフロー、債務が十分カバーされる水準の高格付けの流動性資産を確保していること等に下支えされている。

CPPIB は、長期及び短期の資金調達を行っている。長期の資金調達に関して、(1) 2019 年は 70~100 億カナダドルの長期債を発行（ベンチマーク債を 3~4 回、米ドル及びユーロ建て、カナダドル建てで発行する可能性もあり）、(2) ベンチマークの調達計画の一環として、

⁵ インテグレーションは、投資判断に従来考慮してきた財務情報のみならず、ESG の要素も含めて体系的かつ明示的に分析する方法。

⁶ エンゲージメントは、株主として企業に対して ESG に適合する経営方針や行動を促すように働きかける手法（経営陣との対話、株主提案の提出、議決権行使等）。

⁷ Center for International Climate Research, 'Second Opinion' on CPP Investment Board's Green Bond Framework, 11 June 2018, p.7; CPP Investment Board, 2018 Annual Report, p.38.

⁸ CPP Investment Board, *Investor Relations*.

⁹ Moody's, *CPPIB Capital Inc.: Seminannual Update*, 26 February 2018, p.1; S&P, *Canada Pension Plan Investment Board*, 24 October 2017, p.12.

グリーンボンドを発行することもあり得る、といった方針を示している。短期に関しては、(1) 流動性管理目的でコマーシャル・ペーパー (CP) プログラムを運営、(2) 短期かつ非ベンチマーク債を投資家需要によって発行する可能性もあり、といった方針を掲げている。

Ⅲ. CPPIB キャピタルによるグリーンボンドの概要

CPPIB は近年、世界的な低炭素経済への移行に向けた対応等に鑑み、30 億カナダドル以上の再生可能エネルギー関連投資を行ってきたが、再生可能エネルギーやグリーンビルディング等への投資を拡大すべく、子会社を通じたグリーンボンドによる調達に踏み切った。CPPIB キャピタルが 2018 年 6 月に発行したグリーンボンドは、カナダドル建てで、10 年満期、額面は 15 億カナダドルとなっている (図表 2 参照)。そして、同社は 2019 年 1 月、投資家層の拡大も目的に、ユーロ建てグリーンボンド (10 年満期、10 億ユーロ) を発行した。

図表 2 CPPIB キャピタルによるグリーンボンドの概要

項目	詳細	
発行体	CPPIB キャピタル	
充当事業	再生可能エネルギー (風力及び太陽光) 持続可能な水資源及び廃水管理 グリーンビルディング (LEED 認証システムで「プラチナ」と評価されたもの)	
格付け	ムーディーズ: Aaa、S&P: AAA	
セカンド・オピニオン	オスロ国際気候環境研究センター (CICERO) 「ミディアムグリーン」	
	カナダドル建て	ユーロ建て
発行額	15 億カナダドル	10 億ユーロ
償還期間・償還方法	10 年満期一括償還	10 年満期一括償還
募集発表日	2018 年 6 月 13 日	2019 年 1 月 28 日
満期日	2028 年 6 月 15 日	2029 年 2 月 6 日
表面利率及び利払い	3.0% (年 2 回)	0.875% (年 1 回)
ローンチ (リオファー)・スプレッド	カナダ国債 (表面利率 2.0%、 2028 年 6 月 1 日償還) +71bp	ミッドスワップ +16bp
上場	非上場 (私募形式)	ダブリン (アイルランド) シュトゥットガルト (ドイツ)
ISIN	CA12593CAF82	XS1945965611
CUSIP	12593CAF8	—

(注) 1. 2019 年 4 月末現在。
2. ベーシスポイント (bp) は 0.01%

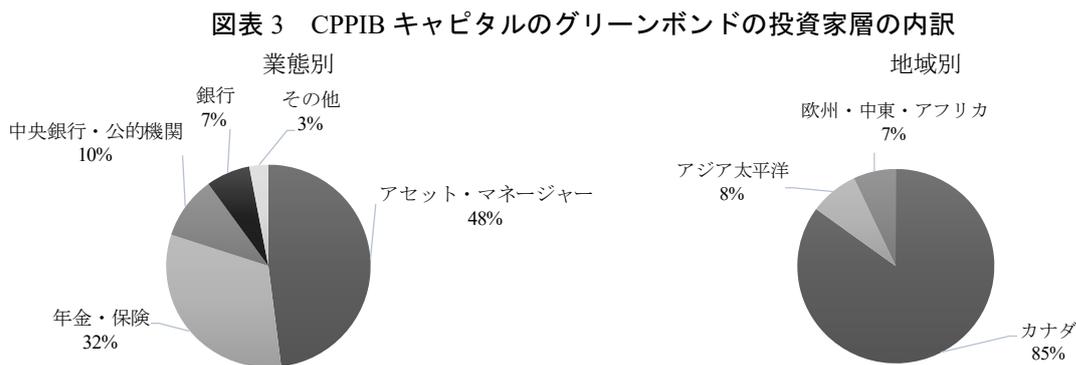
(出所) CPP Investment Board, *Canada Pension Plan Investment Board to Issue Green Bonds*, 11 June 2018; CPP Investment Board, *Canada Pension Plan Investment Board Issues Euro Green Bonds*, 30 January 2019、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

CPPIB キャピタルのグリーンボンドの資金使途の決定においては、いわゆるフレームワーク方式が採用されている。フレームワーク方式は、当初段階では個別のプロジェクトが確定しておらず、資金を充当する範囲とサステナビリティファイナンスとして適合する基準を定めて、発行後にプロジェクトを選定する方法である。これに対して、当初から資金を充当する個別のプロジェクトを確定し、資金調達を行う方法である個別プロジェクト方式もある。フレームワークの中で対象としたプロジェクトは、(1) 再生可能エネルギー (風力及び太陽光)、(2) 持続可能な水資源及び廃水管理、(3) グリーンビルディング (LEED 認証システム

で「プラチナ」と評価されたものが対象)、となっている¹⁰。

CPPIB キャピタルは、グリーンボンド発行に際して、ノルウェーの評価機関であるオスロ国際気候環境研究センター（CICERO）からセカンド・オピニオンを取得した。CICEROでは、グリーンボンドの評価をどの程度気候変動リスクに抵抗力がある低炭素プロジェクトであるかといった尺度で、「ダークグリーン」、「ミディアムグリーン」、「ライトグリーン」の3段階に色分けして実施しており、グリーンボンドとみなされない場合は「ブラウン」と評価している。CPPIB キャピタルのグリーンボンドは、「ミディアムグリーン」（長期的視点での取り組みを行っている途上にあるプロジェクト及びソリューション）と評価された¹¹。

なお、CPPIB のグリーンボンドの投資家層については、カナダドル建て分について明らかにされている。カナダドル建てのグリーンボンドは、私募形式で適格投資家のみで販売されたが、15億カナダドルの発行額に対して、27億カナダドルの投資家需要を集め、79の投資家に順調に消化された模様である¹²。投資家層は、業態別ではアセット・マネージャーや年金・保険が中心で、地域別ではカナダが大部分となっている（図表3参照）。



(出所) CPP Investment Board, *CPPIB Debt Issuance Program*, 2018, p.14、より野村資本市場研究所訳

IV. おわりに

CPPIB キャピタルによるグリーンボンド発行は、CPPIB の低炭素経済移行への対応に向けたコミットメントを、CPP の加入者、受給者、グリーンボンドの投資家といった CPPIB のステークホルダーに PR する一助になったと考えられる。また、これまで ESG 投資家と

¹⁰ LEED とは、Leadership in Energy & Environmental Design の略で、非営利団体である米国グリーンビルディング協会（US Green Building Council）が開発し、第三者機関であるグリーンビルディング認証協会（Green Business Certification Inc.）が運用を行っている建物及び都市環境に関する環境性能評価システム。認証は、上からプラチナ、ゴールド、シルバー、標準認証の4つのレベルに分類される。

¹¹ CICERO は、CPPIB キャピタルのグリーンボンド・フレームワークに弱点があること等を背景に、「ミディアムグリーン」と評価した。弱点として、例えば、CPPIB キャピタルは持続可能な水資源及び廃水管理関連の投資で化石燃料関連産業には投資しないと CICERO に対して述べたものの、該当する基準等が存在していないこと等が挙げられている。（Center for International Climate Research, ‘Second Opinion’ on CPP Investment Board’s Green Bond Framework, 11 June 11 2018）

¹² “Canada Pension Sells \$1.2Billion Green Bond in Global First (1),” *Bloomberg*, 14 June 2018.

しての知見を蓄積してきた **CPPIB** が、子会社を通じたグリーンボンドの発行により、発行体としての知見も得ることとなったと言える。これを通じて、今後、エンゲージメント等の ESG 投資活動をより効果的に行うことが可能になるとも思われる。

将来的に、他の年金基金がグリーンボンドの発行という手法を活用するか否かは、**CPPIB** の取り組みの有効性がカギとなろう。具体的には、(1) 資金調達を上回る利回りを充当プロジェクトから得られるか、(2) 資金調達によりポートフォリオの規模を拡大したことを通じて、どの程度追加の環境的便益（インパクト）の創出に寄与できるか、(3) グリーンボンドによる資金調達及び持続可能なプロジェクトへの投資に関して、レポート等を通じて **CPPIB** のステークホルダーに説明責任を果たすとともに、信認を確保し続けられるか、といった点である。

いずれにせよ、**CPPIB** のケースは、グリーンボンド市場をめぐる新奇な出来事の一つとして、今後も同市場の関係者に参照される事例となると予想される。