

## ASEANにおいて重要性が高まる社会的インパクト投資

北野 陽平

### ■ 要 約 ■

1. 昨今、2030年までの持続可能な開発目標（SDGs）に向けた取り組みが世界的に進められる中、ASEAN域内でも社会的課題への対応が強化されている。同域内では、ASEAN社会・文化共同体ブループリントの下で、様々な社会的課題への取り組みが進められている。貧困率の低下等の進展が見られる一方で、ジェンダー平等の実現等に関しては総じて改善の余地が大きく、取り組みはまだ道半ばと言える。社会的課題への取り組みのさらなる促進には、相応の資金が振り向けられることが不可欠である。
2. ASEAN域内では、金銭的リターンに加えて、社会や環境へのインパクトを同時に生み出すことを目指すインパクト投資への関心が高まりつつある。2007～2017年に計122億米ドルの投資が行われたが、開発金融機関が累計投資額の9割超を占めてきた。民間投資家による投資は拡大傾向にあるものの、依然としてその規模は小さい。そうした中、社会的課題に取り組む組織が資金調達額を増加させるためには、債券市場を通じて、より幅広い投資家から資金調達を行うことが重要となっている。
3. ASEAN域内では近年、社会的課題の改善に資する事業を資金用途とするソーシャルボンドへの期待が高まっている。背景には、域内各国の金融規制当局が参加するASEAN資本市場フォーラムが2018年10月、国際資本市場協会のソーシャルボンド原則に準拠する形でASEANソーシャルボンド基準を策定したことがある。また、資金用途が社会及び環境に有益な事業に限定されたサステナビリティボンドも、発行件数が徐々に増加しつつある。
4. 今後の注目点として、第一に投資家層の裾野拡大が挙げられる。資産運用会社を中心に責任投資原則への署名機関数が増加傾向にあることに加えて、富裕層の間でサステナブル投資への関心が高まりつつある。第二に、コロナ禍を契機とした社会的課題への取り組みの加速である。コロナ禍対応を目的としたソーシャルボンドが発行されるとともに、サステナブル投資の重要性に対する投資家の認識が高まっている。インパクト投資の拡大を通じて、ASEAN諸国の持続的な経済成長につながることを期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・富永健司、北野陽平「ASEAN域内のグリーンボンド市場の動向と今後の注目点」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号。
- ・北野陽平、植田剛将「ウェルス・マネジメント事業を強化するシンガポールのDBS銀行」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号。

## I はじめに

2015年9月に国連サミットで採択された2030年までの持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals、SDGs）に向けた取り組みが世界的に進められる中、ASEAN域内でも社会的課題への対応が強化されている。背景には、後述するASEAN社会・文化共同体ブループリント2025がある<sup>1</sup>。ASEAN諸国は経済の発展段階に差があるものの、域内共通の社会的課題の改善に向けた取り組みを推進しており、そうした取り組みは各国の持続的な経済成長にとって重要な要素となっている。

ASEAN諸国では、貧困率の低下や人間開発等の分野において一定の進展が見られる一方で、ジェンダー平等に向けた取り組みは総じて遅れており、ソーシャル・モビリティ（社会的移動）という点でも改善の余地が大きい（詳細後述）。各国で、社会的課題への取り組みがさらに促進されるためには、相応の資金が振り向けられることが不可欠であり、社会的インパクト投資（以下、インパクト投資）の重要性が高まっている。但し、ASEAN域内のインパクト投資の主な担い手は開発金融機関であり、民間投資家による投資は十分とは言い難い状況である。社会的企業による資金調達を促進する上で債券市場の活用が重要と考えられる中、社会的課題の改善に資する事業を資金使途とするソーシャルボンドが発行され始めた。

本稿では、ASEANにおける社会的課題への取り組みの背景、インパクト投資の状況及びソーシャルボンドの発行実績を概観した上で、今後の注目点について整理する。

## II ASEANにおける社会的課題への取り組みの背景

ASEANでは現在、社会的課題に対する地域的な取り組みが進められている。その背景として、2015年にASEAN共同体（ASEAN Community）が創設されたことが挙げられる。ASEAN共同体は、ASEAN経済共同体（ASEAN Economic Community）、ASEAN政治・安全保障共同体（ASEAN Political-Security Community）、ASEAN社会・文化共同体（ASEAN Socio-Cultural Community）から構成されている。このうち、ASEAN社会・文化共同体は幅広い分野を対象としているものの、基本的に人間開発を軸としている。人間開発とは、個人やコミュニティの生活の質を改善するための教育開発や能力開発を指す。

ASEAN社会・文化共同体の創設に先立って、2015年までの戦略目標及び行動計画が盛り込まれたASEAN社会・文化共同体ブループリントが2009年に公表された<sup>2</sup>。同ブループリントでは、教育や人的資源の能力強化、貧困削減や社会的保護の確保、女性や高齢者等の社会的弱者に対する保護の強化、環境面での持続可能性等に重点が置かれ、その大部分はSDGsと共通している。

また、2016年には、2025年までのASEAN社会・文化共同体ブループリント2025が公

<sup>1</sup> ASEAN Secretariat, ASEAN Socio-Cultural Community Blueprint 2025, March 2016.

<sup>2</sup> ASEAN Secretariat, ASEAN Socio-Cultural Community Blueprint, June 2009.

表された。新たなブループリントは、2015年までのブループリントで掲げられていたテーマを概ね引き継ぐ形となっており、①国民との関与と恩恵、②包摂、③持続可能性、④強靭性、⑤ダイナミクス、の5分野に柱となっている（図表1）。

社会的な課題の改善に向けた様々な取り組みが進められてきた結果、一定の進展が見られる。例えば、ASEAN各国における貧困率は低下傾向にある。世界銀行によると、1日3.2米ドル以下で生活している人々の割合は、インドネシアでは2000～2002年の3年平均が74%であったが2015～2017年には同30%となり、ベトナムにおいては同期間に71%から8%へと大幅に低下した（図表2）。

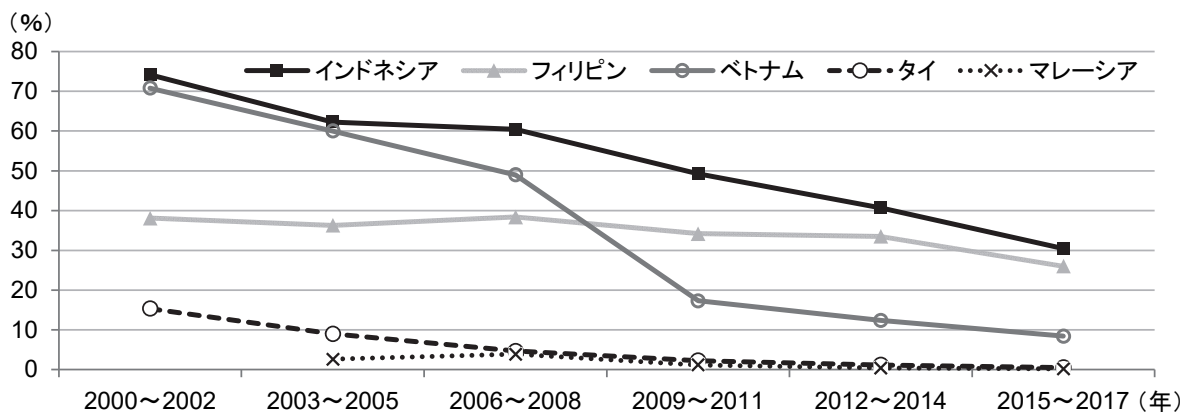
また、ASEAN諸国では、人間開発という点でも改善が見られる。国際連合開発計画（United Nations Development Programme、UNDP）が発表する、保健・教育・所得の3側面に基づく人間開発指数（Human Development Index）のスコアを見ると、全てのASEAN諸国が2000年以降スコアを上昇させてきた（図表3）。

図表1 ASEAN社会・文化共同体ブループリント2025の概要

柱	目的	施策
国民との関与と恩恵	ASEANプロセスへの関係者の関与	ASEANの政策決定及び実施における関係者の関与の促進等
	人々のエンパワーメントと組織強化	男女平等と女性のエンパワーメントの実現、非差別的な法律・政策・慣行の促進、情報通信技術の活用等
包摂	障壁の削減	女性・子供・高齢者等の社会的弱者への質の高いケアと支援のためのガイドライン策定、高齢化社会に向けた地域協力の推進等
	万人に向けた公平なアクセス	健康や教育等の基本的な社会サービスへのアクセス促進のための仕組みの構築、包摂的・参加型の政策決定の確保等
	人権の促進及び保護	社会保障のための持続可能な資金メカニズムの構築、女性・子供・障害者の権利の促進及び保護のための地域的な取り組みの強化等
持続可能性	生物多様性及び天然資源の保護と持続可能な管理	沿岸・海洋環境の保護の促進、生物多様性のためのASEANセンターの役割の促進等
	環境面で持続可能な都市	持続可能でアクセス可能なインフラシステムの供給を通じた子供、若者、高齢者、障害者に優しい都市の促進等
	持続可能な気候	気候変動への適応と緩和の実施における人的・組織的能力の強化、革新的な資金メカニズムへのアクセスのための民間部門の活用等
	持続可能な消費と生産	環境に配慮した技術の導入を促進するための官民パートナーシップの強化、環境教育の促進等
強靭性	災害に強靭なASEAN	災害による損害を分析するための地域基準及び情報共有システムの構築、災害リスク削減等に関する政策の一貫性と調和の推進等
	より安全なASEAN	生物的、化学的、放射線的なものを含む健康に関する危険要素に効果的に対応するための保健システムの強化等
	気候変動に適応するASEAN	気候変動に対応するための地域の分野横断的プラットフォームの拡大及び共通戦略の構築、科学的根拠に基づく政策の促進等
	女性、子供、高齢者、障害者、少数民族、移民労働者、危険地域の住民等の保護強化 危機における資金、食料、水、エネルギー等の社会的セーフティネットの強化と最適化	リスクや脆弱性の評価及び科学的根拠に基づく対策の強化、危険地域の住民支援のためのプラットフォームの構築等
	麻薬のないASEAN	食料や安価なエネルギーサービス等へのアクセシビリティの確保、きれいな水・公衆衛生設備及び電力の確保等
ダイナミクス	開かれた適応能力のあるASEAN	予防、治療、リハビリテーション及びアフターケアプログラムの策定、薬物乱用防止プログラムの研究等
	創造的、革新的で対応が迅速なASEAN	寛容の文化や異なる宗教への理解・尊重の促進、包括的・包摂的なスポーツプログラムの開発等
	起業家精神の文化の創造	アイデア・知識・技術の自由な流れの促進、科学技術・創造的分野における教育カリキュラムやシステムの強化等
		起業家の支援環境の強化、創造的で包摂的な社会起業家の育成等

（出所）ASEAN社会・文化共同体ブループリント2025より野村資本市場研究所作成

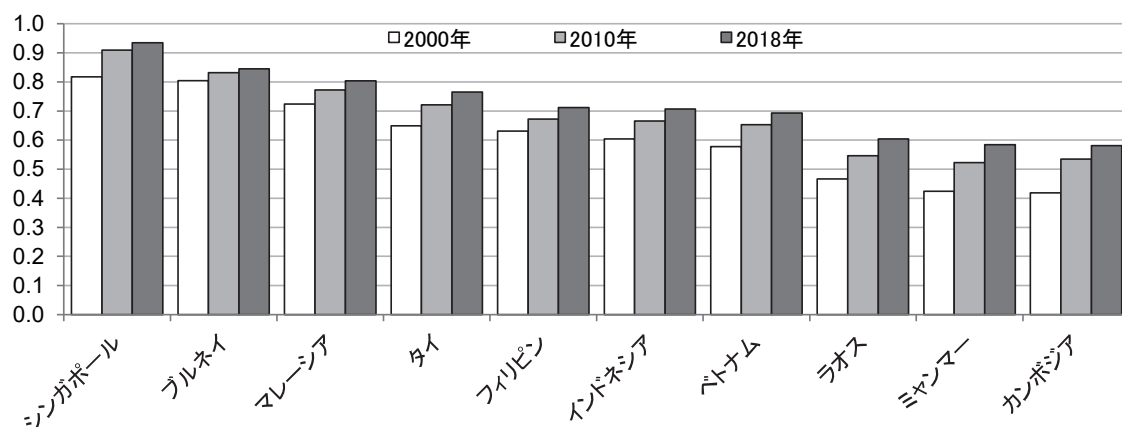
図表2 ASEAN 諸国における貧困率の推移



(注) 1. 1日3.2米ドル以下で生活している人々の割合を示している。  
2. 3年毎の平均値の推移を示している。

(出所) 世界銀行より野村資本市場研究所作成

図表3 ASEAN 諸国の人間開発指数のスコア推移



(出所) 国際連合開発計画より野村資本市場研究所作成

他方、ASEAN 諸国では、ジェンダー平等の実現に向けた取り組みは総じて遅れている。世界経済フォーラム (World Economic Forum) が 2019 年 12 月に発表したジェンダー・ギャップに関するレポートによると、ジェンダー・ギャップ指数の順位が、世界 153 か国中上位 20 位以内に入った ASEAN 諸国は 16 位のフィリピンのみである<sup>3</sup>。他の国については、ラオスが 43 位、シンガポールが 54 位、タイが 75 位、インドネシアが 85 位、ベトナムが 87 位、カンボジアが 89 位、ブルネイが 95 位、マレーシアが 104 位、ミャンマーが 114 位であった。各国では、女性の労働力の経済への貢献度が大きいことから、女性の活力を向上させることが重要な課題となっている。

また、ASEAN 諸国は、ソーシャル・モビリティという点でも改善の余地が大きい。ソーシャル・モビリティとは社会階層間の変化を指し、低所得層に属する個人や家族等が中所得以上の層に移行するのがその一例である。世界経済フォーラムが 2020 年 1 月に発

<sup>3</sup> World Economic Forum, Global Gender Gap Report 2020, 16 December 2019.

表したソーシャル・モビリティに関するレポートによると、健康、教育へのアクセス、教育の質・公平性、生涯学習、テクノロジーへのアクセス、労働機会、労働条件、公正な賃金、社会的保護、包摂的な制度の10要素に基づく順位は、世界82か国中、シンガポールが20位、マレーシアが43位、ベトナムが50位、タイが55位、フィリピンが61位、インドネシアが67位、ラオスが72位であり、総じて低い結果であった<sup>4</sup>。

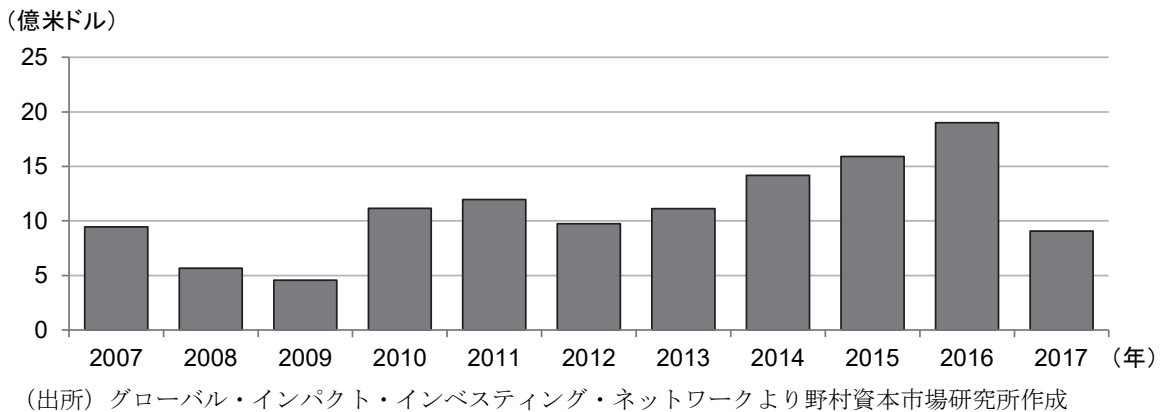
以上の点を踏まえると、ASEAN 諸国での社会的課題への取り組みは、まだ道半ばと言える。各国において社会的課題への取り組みがさらに促進されるためには、相応の資金が振り向けられることが不可欠である。しかし、各国政府の財政面での制約に鑑みると、次章で説明する通り、社会的課題の改善を事業とする社会的企業による国内外の投資家からの資金調達が必要となっている。

### III インパクト投資の重要性の高まり

ASEAN においては、社会的課題への対応が強化される中、インパクト投資の重要性が高まっている。UNDP によると、インパクト投資とは、金銭的リターンに加えて、社会や環境へのインパクトを同時に生み出すことを意図した投資と定義される。インパクト投資を推進する世界的な非営利団体であるグローバル・インパクト・インベスティング・ネットワーク（Global Impact Investing Network、GIIN）が実施した調査に基づく、世界のインパクト投資家の約3割はASEANを投資先地域としている<sup>5</sup>。

GIIN が2018年に発行したレポートによると、ASEAN 域内のインパクト投資額は2007～2017年の累計で122億米ドルであった<sup>6</sup>（図表4）。国別では、インドネシアの37億米ドル（構成比31%）が最大であり、フィリピンの24億米ドル（同20%）、タイの17億米ドル（同14%）、ベトナムの14億米ドル（同12%）が続いた（図表5）。セクター別

図表4 ASEAN 域内のインパクト投資額の推移

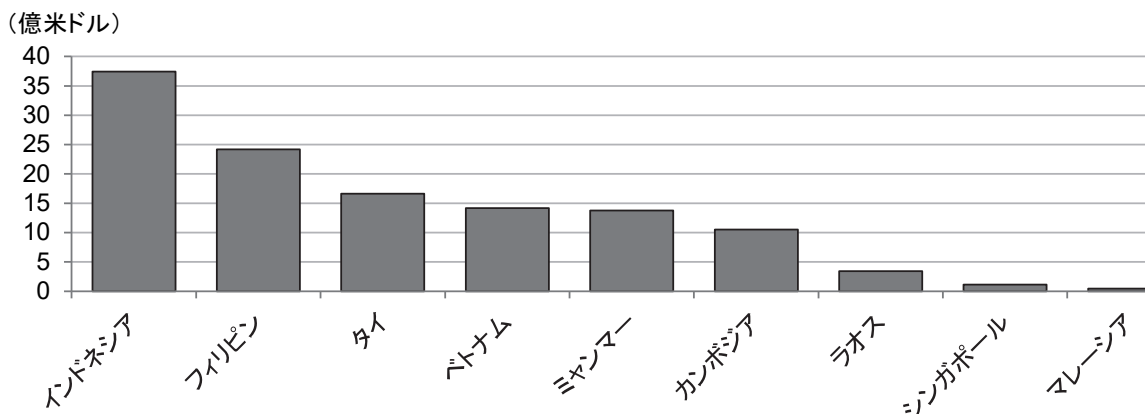


<sup>4</sup> World Economic Forum, The Global Social Mobility Report 2020: Equality, Opportunity and a New Economic Imperative, 19 January 2020.

<sup>5</sup> Global Impact Investing Network, 2020 Annual Impact Investor Survey, 11 June 2020.

<sup>6</sup> Global Impact Investing Network, The Landscape for Impact Investing in Southeast Asia, 2 August 2018.

図表5 ASEAN域内のインパクト投資額の国別内訳（2007～2017年の累計ベース）



(出所) グローバル・インパクト・インベスティング・ネットワークより野村資本市場研究所作成

では、金融サービスが44%を占め、主にマイクロファイナンス機関を通じて、金融包摂を促進するための事業に投資されてきた。また、マイクロファイナンス機関を通じて、ジェンダーレンズ投資も行われている。ジェンダーレンズ投資とは、男女格差の是正を目的として、女性経営企業、女性の生活向上を支援する企業、職場における男女平等を促進する企業等に投資することを指す。そうした投資は、インドネシア、フィリピン、ベトナムにおいて目立っている。

ASEAN域内のインパクト投資家は、開発金融機関と民間投資家に大別される。開発金融機関は、2007～2017年の累計投資額の9割超を占め、特に世界銀行グループの国際金融公社（International Finance Corporation）が大きな役割を担ってきた。民間投資家には、資産運用会社、ファミリーオフィス、財団、銀行、年金基金等が含まれる。

民間投資家によるインパクト投資は2000年代前半から行われ始めたが、投資が拡大してきたのは2013年以降である。民間投資家の投資額が投資額全体に占める割合は、2010年以前には年平均3%程度であったが、2013年以降は同12%へと上昇した。民間投資家の投資拡大の背景として、ASEAN域内の起業家精神の高まりや、社会経済的なインパクトを創出するためにテクノロジーを活用する若年層の台頭が挙げられている。

但し、民間投資家の1件当たり投資額は約400万米ドルであり、開発金融機関の約3,900万米ドルを下回っている。開発金融機関の投資額の8割超は融資であるのに対し、民間投資家についてはエクイティ投資の割合が約5割となっている。エクイティ投資は主にインパクト投資ファンドを通じて行われており、その多くはシンガポールの資産運用会社により運用されている（図表6）。

民間投資家による投資は拡大傾向にあるとはいえ、依然としてその規模は小さい。そうした中、社会的課題に取り組む組織が資金調達額を増加させるためには、より幅広い投資家から資金調達を行う必要があり、債券市場の活用が重要となっている。次章で説明する通り、ASEAN域内では近年、ソーシャルボンドへの関心が高まりつつある。

図表 6 ASEAN 域内の主なインパクト投資ファンド

設立年	ファンド名	運用会社 (本拠国)	投資対象
2015年	Asia Impact Investment Fund	UOB Venture Management (シンガポール)	ASEAN諸国等の金融、教育、ヘルスケア、農業関連の企業
	EMI Cambodia-Laos-Myanmar Development Fund II	Emerging Markets Investment Advisers (シンガポール)	カンボジア、ラオス、ミャンマーの金融、教育、ヘルスケア、農業関連等の企業
	Insitor Impact Asia Fund	Insitor Partners (シンガポール)	カンボジアやミャンマー等の金融、水、教育、ヘルスケア、農業関連等の企業
	Quadria Capital Fund	Quadria Capital (シンガポール)	ASEAN諸国等のヘルスケア関連企業
2017年	アジア女性インパクト基金 (Asia Women Impact Fund)	笹川平和財団 (日本)	ASEAN諸国の女性起業家等
	SEAF Women's Opportunity Fund	SEAF (米国)	インドネシア、フィリピン、ベトナムの女性経営企業等
2019年	ABC World Asia Fund	ABC World Asia (シンガポール)	金融、教育、ヘルスケア、農業関連等の企業
	Asia Impact Investment Fund II	UOB Venture Management (シンガポール)	ASEAN諸国等の金融、教育、ヘルスケア、農業関連の企業
2020年	Quadria Capital Fund II	Quadria Capital (シンガポール)	ASEAN諸国等のヘルスケア関連企業

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

## IV 新たな資金調達手段として期待されるソーシャルボンド

### 1. ソーシャルボンドの発行を促進するための制度整備

ASEAN 域内では近年、社会的課題に対応するための新たな資金調達手段として、ソーシャルボンドへの期待が高まっている。背景には、域内各国の金融規制当局が参加する ASEAN 資本市場フォーラム (ASEAN Capital Markets Forum、ACMF) が 2018 年 10 月、ASEAN ソーシャルボンド基準 (ASEAN Social Bond Standards) を導入したことがある。ASEAN ソーシャルボンド基準の目的として、「ASEAN ソーシャルボンド」の透明性・一貫性・均一性の向上、新たなアセットクラスの開発、審査費用の削減、投資家の意思決定の支援が挙げられている。同基準は、国際資本市場協会 (International Capital Market Association、ICMA) が 2017 年 6 月に公表したソーシャルボンド原則 (Social Bond Principles、SBP) に準拠する形で策定された。

ASEAN ソーシャルボンドと認定されるためには、発行体が ASEAN 域内で設立された主体であること、または対象事業が同域内で実施されること、のいずれかの要件が満たされる必要がある。また、発行国が ASEAN 域内であることも求められる。資金用途は、①きれいな飲み水、衛生設備、交通等の基本的なインフラ、②健康、教育、ヘルスケア、金融サービス等の必要不可欠なサービス、③手頃な価格の住宅、④雇用創出、⑤食料確保、⑥社会経済的な発展、に関する事業が対象とされているが、必ずしもこれらの事業に限定されていない。但し、アルコール、ギャンブル、武器等の社会に負の影響をもたらす可能性が高い事業は、明確に除外されている。受益者については、貧困層、コミュニティから除外された人々、被災者、失業者、出稼ぎ労働者、十分な教育を受けていない人々、必要

不可欠なサービスへの十分なアクセスがない人々が想定されている。

ASEAN ソーシャルボンドの発行体は、専門性を有する外部評価機関の支援を受けることが奨励されている。また、発行体は、調達資金の用途を毎年投資家に報告することが義務付けられており、年2回以上の報告が奨励されている。

さらに、ASEAN 域内では、資金用途が社会及び環境に有益な事業に限定され、ソーシャルボンド及びグリーンボンド<sup>7</sup>の特徴を兼ね備えたサステナビリティボンドの発行も見られる。背景には、ACMF が 2018 年 10 月、「ASEAN サステナビリティボンド」の発行に関するガイドラインの提供を目的として、ASEAN サステナビリティボンド基準（ASEAN Sustainability Bond Standards）を導入したことがある。同基準は、ICMA のサステナビリティボンド・ガイドライン（Sustainability Bond Guidelines、SBG）に準拠する形で策定された。

## 2. ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの発行事例

ASEAN 域内では、2015年頃からソーシャルボンドの発行が開始され、ASEAN ソーシャルボンド基準及び ASEAN サステナビリティボンド基準が導入されて以降、発行件数が徐々に増加しつつある。ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの主な発行事例として以下が挙げられる。

### 1) インパクト・インベストメント・エクステンジのソーシャルボンド

シンガポールを本拠とする社会的企業であるインパクト・インベストメント・エクステンジ（Impact Investment Exchange、IIX）は 2017 年 7 月、米ロックフェラー財団（The Rockefeller Foundation）の支援を得て、女性支援を目的とした Women's Livelihood Bond と呼ばれるソーシャルボンドを発行した<sup>8</sup>。発行額は 800 万米ドル、償還期間は 4 年、利率は 5.65% である。調達資金は、カンボジアとフィリピンのマイクロファイナンス機関及びベトナムの社会的企業を通じて、約 38.5 万人の女性を対象とした事業資金の提供や、生活に必要な財・サービスへのアクセス等の支援に充てられている。

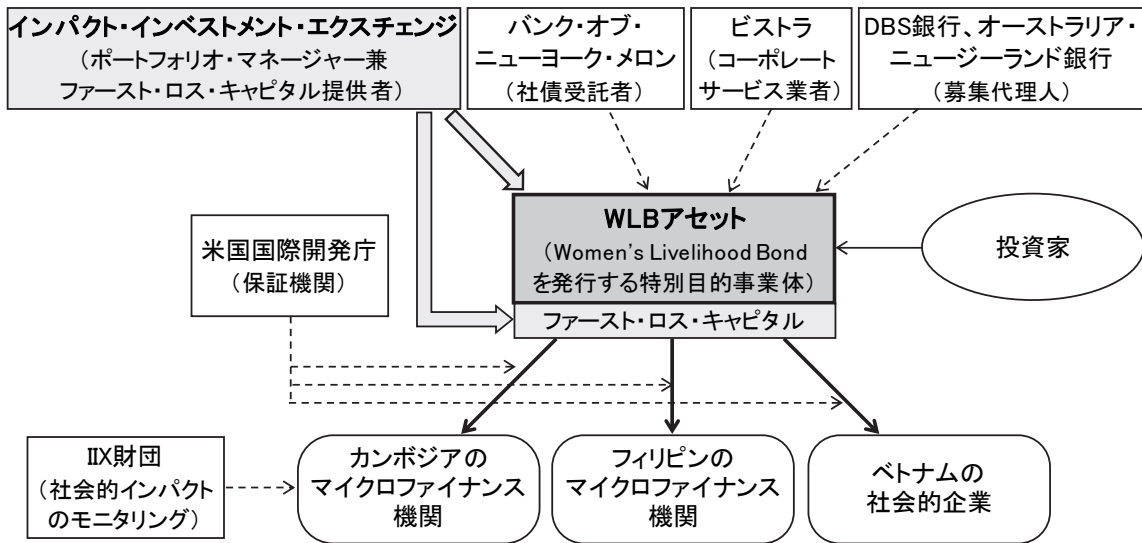
Women's Livelihood Bond は、IIX が設立した特別目的事業体である WLB アセットを通じて発行された。同債券は、IIX により 50 万米ドルのファースト・ロス・キャピタル（最初に発生する損失をカバーするための資本）が提供されるとともに、オーストラリア外務貿易省（Australian Department of Foreign Affairs and Trade）の補助金を受けた米国国際開発庁（United States Agency for International Development）により元本の 50% が保証される仕組みとなっている（図表 7）。シンガポール最大手銀行の DBS 銀

<sup>7</sup> ASEAN 域内のグリーンボンド市場の詳細は、富永健司、北野陽平「ASEAN 域内のグリーンボンド市場の動向と今後の注目点」『野村資本市場クォーターリー』2019 年冬号参照。

<sup>8</sup> Women's Livelihood Bond は、ICMA の SBP に基づいて発行されておらず、外部評価が取得されていない。



図表7 Women's Livelihood Bondの構造



(出所) インパクト・インベストメント・エクスチェンジより野村資本市場研究所作成

行及びオーストラリア・ニュージーランド銀行を通じて、主にアジアの富裕層や機関投資家に販売され、その中にはソーシャルボンドへの投資経験がない投資家も含まれた。同債券は、シンガポール取引所に上場されており、証券取引所に上場されるジェンダー関連のソーシャルボンドとしては世界初の事例となった。

IIXは2020年1月、計1.5億米ドル超のWomen's Livelihood Bondシリーズの一環として、Women's Livelihood Bond 2を発行した。発行額は1,200万米ドル、償還期間は4年、利率は4%である<sup>9</sup>。資金使途は、インドネシアやカンボジアを含むアジア太平洋諸国における25万人超の女性支援である。Women's Livelihood Bond 2は、ICMAのSBP及びASEANソーシャルボンド基準に基づいて発行された。同債券の発行に当たっては、インパクト測定、ジェンダーレンズ分析、持続可能な開発の分野で専門性を有するシンガポールのIIX財団（IIX Foundation）による外部評価が実施された。また、IIXは、最初のWomen's Livelihood Bond発行時の提携機関に加えて、国連アジア太平洋経済社会委員会（United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific）や国連資本開発基金（United Nations Capital Development Fund）等の支援を得た。Women's Livelihood Bond 2発行時の投資家には、米国の資産運用会社であるヌビーン（Nuveen）、スイスの資産運用会社であるブルー・オーチャード（Blue Orchard）、アジア太平洋地域の投資家が含まれた。

<sup>9</sup> “New US\$12m women's livelihood bonds to list on SGX,” *The Business Times*, 15 January 2020.

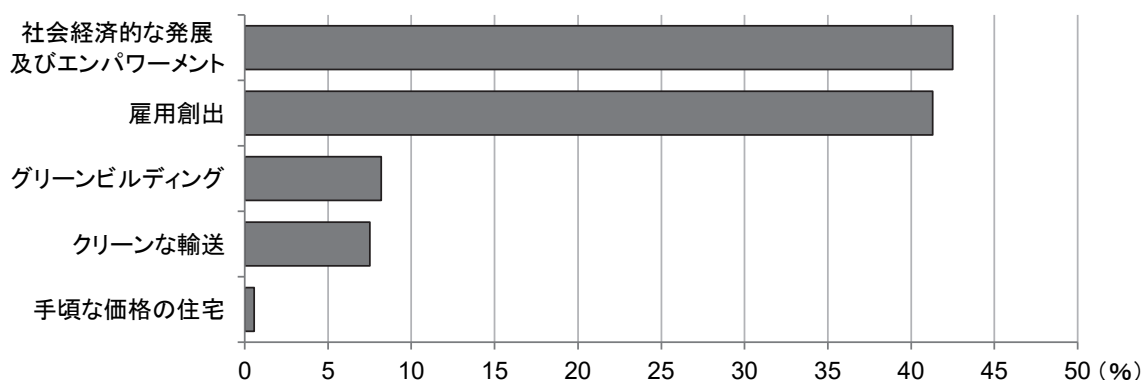
## 2) バンク・ラヤット・インドネシアのサステナビリティ債券

インドネシア最大手銀行のバンク・ラヤット・インドネシア（Bank Rakyat Indonesia、BRI）は2019年3月、同国初のサステナビリティ債券を発行した。発行額は5億米ドル、償還期間は5年、利率は3.95%である。投資家の同債券に対する需要が強く、応募額は募集額の8倍超であった<sup>10</sup>。

BRIは、ICMAのSBG及びASEANサステナビリティ債券基準に準拠する形で策定したサステナビリティ債券・フレームワーク（Sustainability Bond Framework）に基づいて、環境・社会・ガバナンス（ESG）評価機関のサステナリティクス（Sustainalytics）による外部評価を得て、サステナビリティ債券を発行した。同債券の資金用途には、①手頃な価格の住宅、雇用創出、社会経済的な発展及びエンパワーメント（能力開花）等の社会的事業、②グリーンビルディングやクリーンな輸送等の環境改善に資する事業、が含まれている。2019年末時点の資金用途の内訳は、社会経済的な発展及びエンパワーメント向け事業が42.5%、雇用創出向け事業が41.3%であった（図表8）。

ASEAN域内では、ソーシャル債券及びサステナビリティ債券の発行件数はまだ多くはないものの、これまでの実績では、サステナビリティ債券が発行件数及び発行額の両方でソーシャル債券を上回っている（図表9）。各国では、社会的課題への取り組みのみならず、環境改善に向けた取り組みも重視されていることに鑑みると、今後も社会・環境課題の両方に対応するという点で、ソーシャル債券よりサステナビリティ債券が選好される可能性が考えられよう。

図表8 BRIのサステナビリティ債券の資金用途の内訳（2019年末時点）



（出所）バンク・ラヤット・インドネシアより野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> “Bank Rakyat Indonesia Issues Global Bond US\$500M,” *The Insider Stories*, 26 March 2019.

図表9 ASEAN域内の発行体による主なソーシャルボンド及びサステナビリティボンド

## &lt;ソーシャルボンド&gt;

発行年月	発行体	本拠国	発行額	資金用途
2015年6月	カザナ・ナショナル	マレーシア	1億リンギット	トラストスクール(民間部門の協力を得て運営される公立学校)の運営
2017年7月	インパクト・インベストメント・エクスチェンジ	シンガポール	800万米ドル	カンボジアとフィリピンのマイクロファイナンス機関及びベトナムの社会的企業を通じた女性支援
2017年8月	カザナ・ナショナル	マレーシア	1億リンギット	トラストスクールの運営
2019年8月 (発表年月)	アユタヤ銀行	タイ	最大 2.2億米ドル	タイ国内で女性が経営する中小零細企業の支援
2020年1月	インパクト・インベストメント・エクスチェンジ	シンガポール	1,200万米ドル	インドネシアやカンボジアを含むアジア太平洋諸国の25万人超の女性支援
2020年8月	バンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ	フィリピン	215億ペソ	新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けた中小零細企業の支援

## &lt;サステナビリティボンド&gt;

発行年月	発行体	本拠国	発行額	資金用途
2018年10月	カシコン銀行	タイ	1億米ドル	雇用創出と必要不可欠なサービスへのアクセスを含む社会的事業及び環境改善に資する事業
2019年3月	バンク・ラヤット・インドネシア	インドネシア	5億米ドル	社会経済的な発展・エンパワーメントや雇用創出等の社会的事業及び環境改善に資する事業
2019年6月	リサール商業銀行	フィリピン	80億ペソ	基本的なインフラや手頃な価格の住宅等の社会的事業及び環境改善に資する事業
2019年9月	リサール商業銀行	フィリピン	3億米ドル	基本的なインフラや手頃な価格の住宅等の社会的事業及び環境改善に資する事業
2019年10月	CIMB銀行	マレーシア	6.8億米ドル	必要不可欠なサービスへのアクセスやジェンダー平等等の社会的事業及び環境改善に資する事業
	エドラ・ソーラー	マレーシア	2.45億 リンギット	社会経済的な発展・エンパワーメントを含む社会的事業及び環境改善に資する事業
2019年11月	フィリピン開発銀行	フィリピン	181.25億ペソ	中小零細企業支援等の社会的事業及び環境改善に資する事業
2020年7月	マニラ・ウォーター	フィリピン	5億米ドル	持続可能な水管理、手頃な価格の基本的なインフラ、生物多様性の保全

(注) 1. 2020年8月24日時点の為替レートは、1リンギット=25.4円、1ペソ=2.2円。

2. スクーク(イスラム債)も含まれている。

3. ASEAN域外に本拠を置く発行体による債券は除外されている。

(出所) ASEAN資本市場フォーラム、各社開示情報、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## V 今後の注目点

### 1. 投資家層の裾野拡大

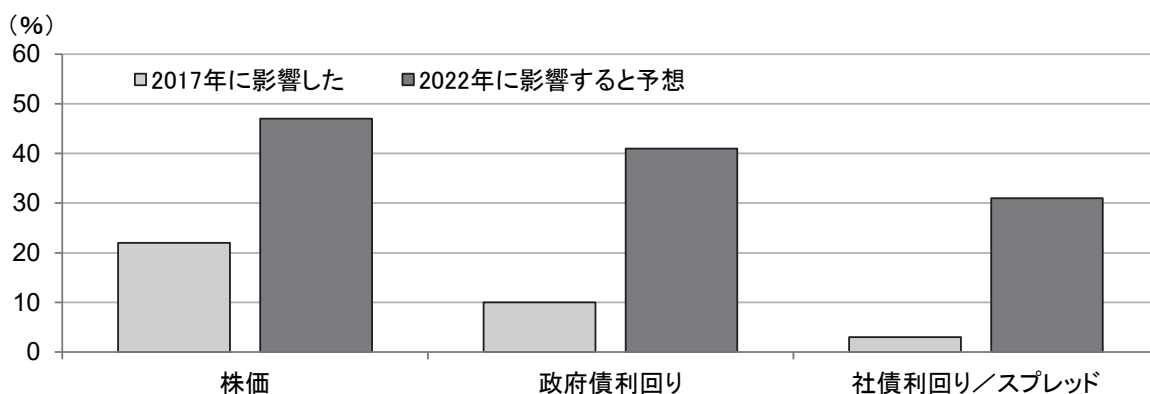
ASEAN域内の社会的企業や金融機関が今後、ソーシャルボンドやサステナビリティボンドの発行により資金調達を行うためには、投資家の需要が伴うことが不可欠である。しかし、域内では現在、そうした債券を通じてインパクト投資を行うことに関心がある投資家が十分にいるとは言い難い状況である。インパクト投資を妨げる主な障壁として、社会・環境課題に対する理解の不足、投資リターンに関する過去データの未整備、投資先企業に関する情報・透明性の欠如等が挙げられている<sup>11</sup>。但し、今後社会的要素が投資パフォーマンスに影響を及ぼすと予想する投資家もいるようである。例えば、CFA協会

<sup>11</sup> CFA Institute, ESG Integration in Asia Pacific: Markets, Practices, and Data, 30 May 2019.

(CFA Institute) 等が 2017～2018 年にシンガポールにおける運用担当者等の資本市場の専門家を対象として実施した調査によると、2017 年に社会的要素が投資パフォーマンスに影響を及ぼしたと回答した割合は総じて低かったが、2022 年に影響を及ぼすと予想した回答者の割合は、株式、政府債、社債のいずれについても 3 割を上回った (図表 10)。

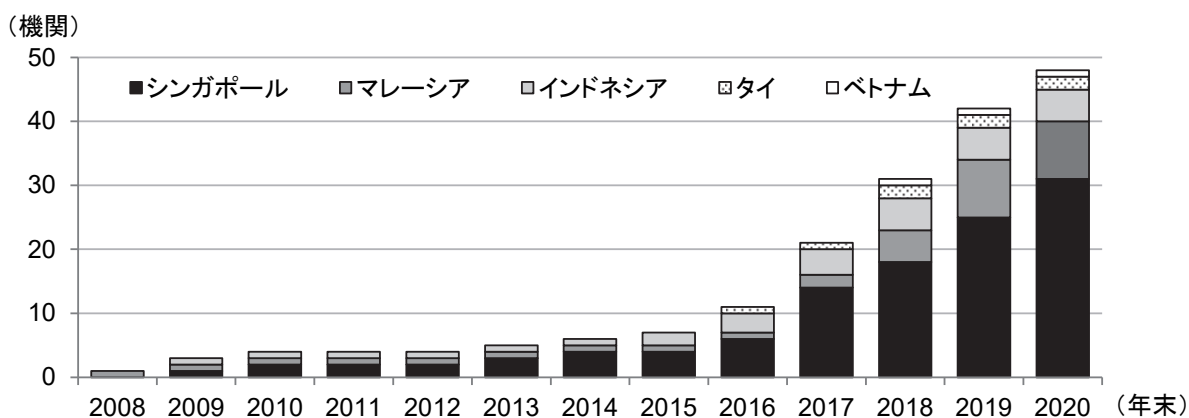
また、ASEAN 域内では、2006 年に国連が提唱した責任投資原則 (Principles for Responsible Investment、PRI) の署名機関は緩やかに増加傾向にある。2020 年 7 月末時点の PRI 署名機関数は 48 機関であり、国別ではシンガポールが 31 機関で 6 割超を占める (図表 11)。属性別では、資産運用会社/投資会社が 33 機関で最も多く、年金基金等のアセットオーナーは 7 機関に留まるものの、PRI に未署名の主要なアセットオーナーによるサステナブル投資も見られる。

図表 10 社会的要素が投資パフォーマンスに影響すると回答したシンガポールの運用担当者等の割合



(出所) CFA 協会より野村資本市場研究所作成

図表 11 ASEAN 域内の PRI 署名機関数



(注) 2020 年のみ 7 月末時点。

(出所) PRI ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

さらに、近年では、アジアの富裕層の間で、インパクト投資への関心が高まりつつある<sup>12</sup>。背景には、自身で富を築いた第1世代から第2世代以降への資産・事業承継があり、第2世代以降の富裕層は総じて社会貢献に対する意識が高い。実際に、前述の通り、DBS銀行等の地場系銀行により Women's Livelihood Bond を含むソーシャルボンドが販売されているだけでなく、UBS等の欧州系プライベートバンクによりインパクト投資ファンドがアジアの富裕層顧客向けに提供されている。

以上のように、ASEAN域内では、ソーシャルボンドやインパクト投資ファンド等への投資に関心を持つ投資家が増加傾向にある。今後、より多くのインパクト投資が行われ、投資パフォーマンスや社会的課題に対するインパクト等に関するデータの蓄積が進めば、投資家層のさらなる裾野拡大につながる可能性が考えられよう。

## 2. コロナ禍を契機とした社会的課題への取り組みの加速

足元では、新型コロナウイルスの感染拡大（以下、コロナ禍）の影響により、社会的課題が深刻化している。ASEAN域内では特に、中小零細企業に対する支援やインフォーマルセクター<sup>13</sup>の人々に対する医療サービス等の提供が喫緊の課題となっている。しかし、各国政府には財政面での制約があることに加えて、銀行はコロナ禍の影響を受けた法人・個人への融資に総じて慎重な姿勢を示している。そのため、コロナ禍に対処するための資金を資本市場から調達することがより一層重要となっている。

こうした状況下、コロナ禍対応を目的とした債券が発行され始めた。例えば、フィリピンの大手銀行であるバンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ（Bank of the Philippine Islands、BPI）は2020年6月、COVID Action Response（CARE）Bondと呼ばれる債券の発行予定を発表し、同年8月7日に発行した。発行額は215億ペソ、償還期間は1.75年、利率は3.05%である。BPIは当初、最低30億ペソの発行を予定していたが、投資家の同債券に対する需要が強く、募集額の7倍超の応募があったことから、発行額を大幅に増額した<sup>14</sup>。調達資金は、BPIが策定したサステナブル・ファンディング・フレームワーク（Sustainable Funding Framework）に基づいて、中小零細企業への融資に充てられる。CARE Bondは、フィリピン証券取引委員会（SEC）により、ASEANソーシャルボンド基準に基づくソーシャルボンドとして認定された<sup>15</sup>。同債券は、コロナ禍への対応を資金使途とするASEANソーシャルボンドとしては初の事例となった。

フィリピンSECは、ソーシャルボンドが、コロナ禍による社会経済的影響の軽減や将来の経済危機に対する耐性の強化に貢献すると見ており、今後もソーシャルボンドの発行を支援する方針である。フィリピンSECは、金融機関以外の発行体によるソーシャルボ

<sup>12</sup> 詳細は、北野陽平、植田剛将「ウェルス・マネジメント事業を強化するシンガポールのDBS銀行」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号参照。

<sup>13</sup> インフォーマルセクターとは、各国において公式に記録されない経済部門を指す。

<sup>14</sup> “BPI raises P21.5B from landmark COVID19 response bonds,” *INQUIRER.net*, 7 August 2020.

<sup>15</sup> CARE Bondの発行に当たり、外部評価は取得されていない。

ンドの発行も期待しており、例えば製薬会社による新型コロナウイルス向け医薬品の開発や、製造業による健康保全機器及び衛生用品の生産を資金使途とする債券の発行を想定している。

また、前述の IIX は、3 本目のソーシャルボンドとなる Women's Livelihood Bond 3 を、2020 年末までに発行する計画である。同社は現時点では、新たな債券の発行時期や発行額等の詳細を明らかにしていないが、コロナ禍の影響を受けた女性の支援に重点を置く方針である。このように、コロナ禍を契機として、社会的課題への取り組みの重要性が高まる中、今後、社会的企業や金融機関によるソーシャルボンドやサステナビリティボンドの発行が加速する可能性がある。

さらに、コロナ禍は投資家のマインドにも影響を及ぼしている。投資家は、中長期的に安定的なリターンを目指すためにはサステナブル投資が重要との認識を高めている。今後、ASEAN 諸国の社会的課題に対する投資家の理解がさらに深まることで、インパクト投資の拡大を通じて、各国の持続的な経済成長につながることを期待される。