



セカンドオピニオン

株式会社日本政策金融公庫

2023年2月8日

ソーシャルボンド・フレームワーク

ESG 評価本部

(地域金融機関 CLO シンセティック型

担当アナリスト：西元 純

(合同会社クローバー2023))

格付投資情報センター (R&I) は、日本政策金融公庫 (以下：日本公庫) が 2023 年 2 月に策定したソーシャルボンド・フレームワーク (地域金融機関 CLO シンセティック型 (合同会社クローバー2023)) (以下、本 CLO) が、ICMA(International Capital Market Association) が定める「ソーシャルボンド原則 2021」(以下、SBP2021) 及び金融庁「ソーシャルボンド・ガイドライン」に適合していることを確認した。オピニオンは下記の見解に基づいている。

■オピニオン概要

(1) 調達資金の使途

対象プロジェクトは、日本公庫が証券化支援業務として実施する、買取型証券化スキームのもとで参加金融機関が募集した中小企業向け貸付債権を参照するシンセティック CLO 案件である。中小企業者への無担保資金の供給を促進するため、民間金融機関等による証券化手法を活用した取り組みを支援することを目的としている。対象とする中小企業は、資金力、担保力に余裕のある企業が必ずしも多くなく、景気変動など環境変化に脆弱な面がある。中小企業に対して資金を提供することで、企業の成長や従業員の雇用の維持・向上に寄与する取り組みは、社会的課題に対する対応として認識できる。ネガティブな影響については、資金を必要以上に供給することによる企業の負債の増加が想定されるが、適切な与信を行うことにより対応される。R&I は対象プロジェクトが社会全体としてポジティブな成果を生み出すと評価した。SBP2021 に例示されている事業区分では「必要不可欠なサービスへのアクセス」、「中小企業向け資金供給及びマイクロファイナンスによる潜在的効果を通じ、社会経済的な危機に起因する失業の防止又は軽減するために設計された、プログラムと雇用創出」、「社会経済的向上とエンパワーメント」に対応し、各地域の中小企業が対象となる。

(2) プロジェクトの評価と選定のプロセス

日本公庫の経営理念、経営方針を念頭に、対象プロジェクトが業務運営計画に組み込まれている。プロジェクトの評価・選定のための基準及び除外クライテリアは明確に定められている。評価の基準、対象プロジェクトの選定は適切なプロセスを経ており専門性が確保されたものとなっている。

(3) 調達資金の管理

調達資金は証券化スキームの仕組みに則り全額銀行に預けられ、CDS 契約における損失補填金の原資として充当されるため、未充当資金は発生しない。

(4) レポーティング

投資家に対して調達資金の社会的成果を明確に説明する資料として起債時及び期中にインパクト・レポーティングを開示する。債券ポートフォリオの内容とパフォーマンスは月次・四半期レポートとしてウェブサイトにて開示される。レポーティングは適切と評価できる。

発行体の概要

- 国民生活金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫および国際協力銀行を前身とする4政策金融機関が2008年に統合し発足した特殊会社。2012年に国際協力銀行を分離し現在に至る。小規模事業者や中小企業、農林水産業者を金融面から支援する政策金融機関で、主務大臣が認定する内外の金融秩序の混乱、大規模災害等の危機発生時において指定金融機関に対し、一定の信用供与を行う危機対応等円滑化業務も担っている。
- 国の政策のもと、政策金融を機動的に実施することを基本理念としており、政策上の重要性は極めて高い。政府がその株式のすべてを常時保有すると法定されている公共性の高い株式会社で、制度面でも国との一体性が非常に強い。

■ 日本政策金融公庫の主な業務



[出所：日本公庫 ディスクロージャー誌 2022]

対象プロジェクトの目的

- 証券化支援業務は、中小企業者への無担保資金の供給を促進するため、民間金融機関等による証券化手法を活用した取り組みを支援することを目的としている。民間金融機関の無担保貸付債権を裏付けとした CLO 発行による証券化を行うことで、民間金融機関の無担保貸付を支援しており、2004 年 7 月の業務開始から 2022 年 3 月までの累計で、延べ 302 の金融機関と連携して、16,065 先の中小企業者に、総計 4,029 億円の無担保資金の供給をした。

社会の課題認識

- 本件の対象とする中小企業は、資金力、担保力に余裕のある企業が必ずしも多くなく、景気変動など環境変化に脆弱な面がある。このため、民間金融機関では信用リスクの観点から企業が必要な資金量を供給できないケースもある。
- 政策金融機関が先導的な役割を積極的に推進することで、民間金融機関の資金供給に対する呼び水効果を発揮し、企業の経営の安定化、雇用の維持・拡大を図ることが期待されている。
- 中小企業における資金調達は民間金融機関からの借入が主体であり、調達手段の幅が限定的な面がある。民間金融機関等が利用しやすい証券化手法を提供することで、中小企業者への無担保資金の円滑な供給及び資金調達手段の多様化を図るとともに、証券化市場の育成・発展にも貢献することが可能となる。
- 中小企業に対して資金を提供することで、企業の成長や従業員の雇用の維持・向上に寄与する取り組みは、社会的課題に対する対応として認識できる。この課題は、日本公庫が認識する課題と一致している。

■本 CLO の債権属性

<参加する金融機関>

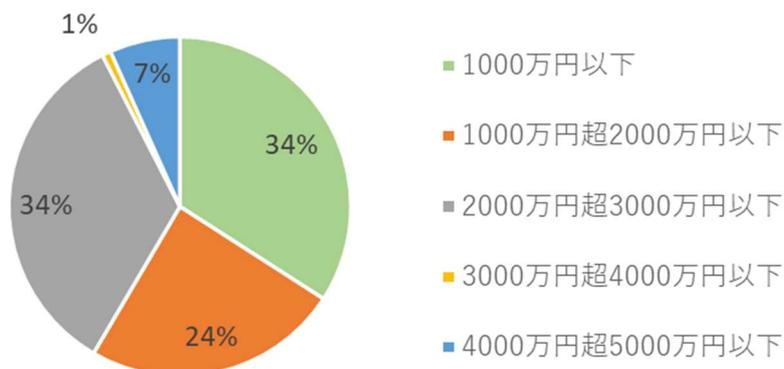
山形銀行、東北銀行、七十七銀行、北陸銀行、清水銀行、十六銀行、鳥取銀行、四国銀行、筑邦銀行、栃木銀行、京葉銀行、香川銀行、北海道信用金庫、旭川信用金庫、帯広信用金庫、米沢信用金庫、しのめ信用金庫、川口信用金庫、横浜信用金庫、かながわ信用金庫、朝日信用金庫、城南信用金庫、瀧野川信用金庫、富山信用金庫、高山信用金庫、長浜信用金庫、京都北都信用金庫、大阪信用金庫、大阪シティ信用金庫、大和信用金庫、姫路信用金庫、西兵庫信用金庫、玉島信用金庫、西中国信用金庫、観音寺信用金庫、熊本信用金庫、青森県信用組合、飛騨信用組合、笠岡信用組合

<参加する中小企業の概要>

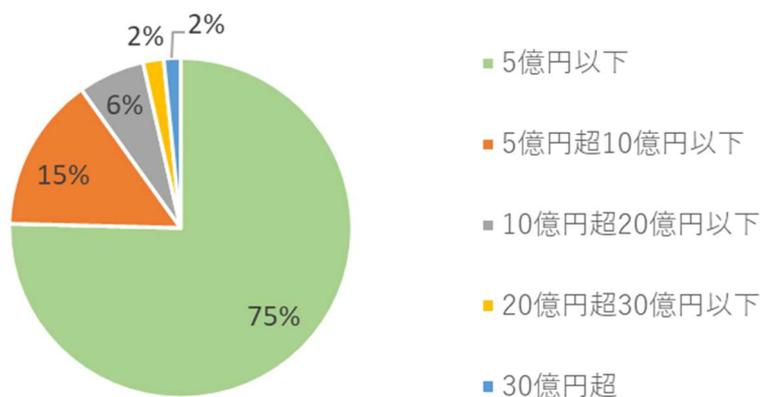
本 CLO に参加する中小企業は 1 千万円以下及び 2 千万円超 3 千万円以下の金額がそれぞれ 34%と最も多く、3 千万円までが全体の約 93%を占める。企業規模も従業員 10 人以下の企業が約半数を占め、売上高 5 億円以下が 75%と大半を占める。中小企業としても比較的規模が小さい企業が多く、地域・業種も分散している。本 CLO の目的とする中小企業の資金ニーズに対応した案件となっていることが裏付けられる（次ページ表参照）。

■ 今回参加する企業の概要（社数に占める割合）

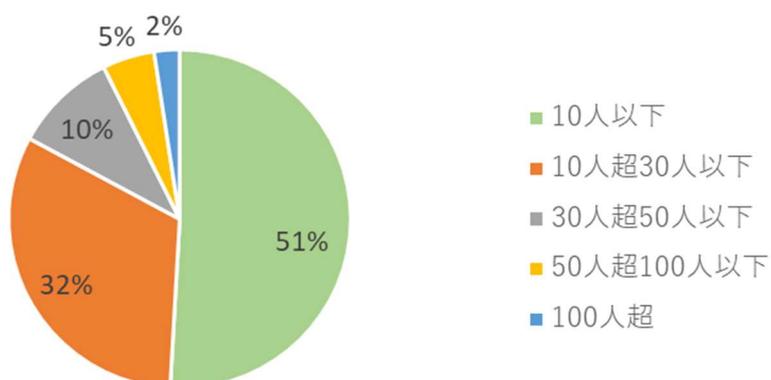
貸付額



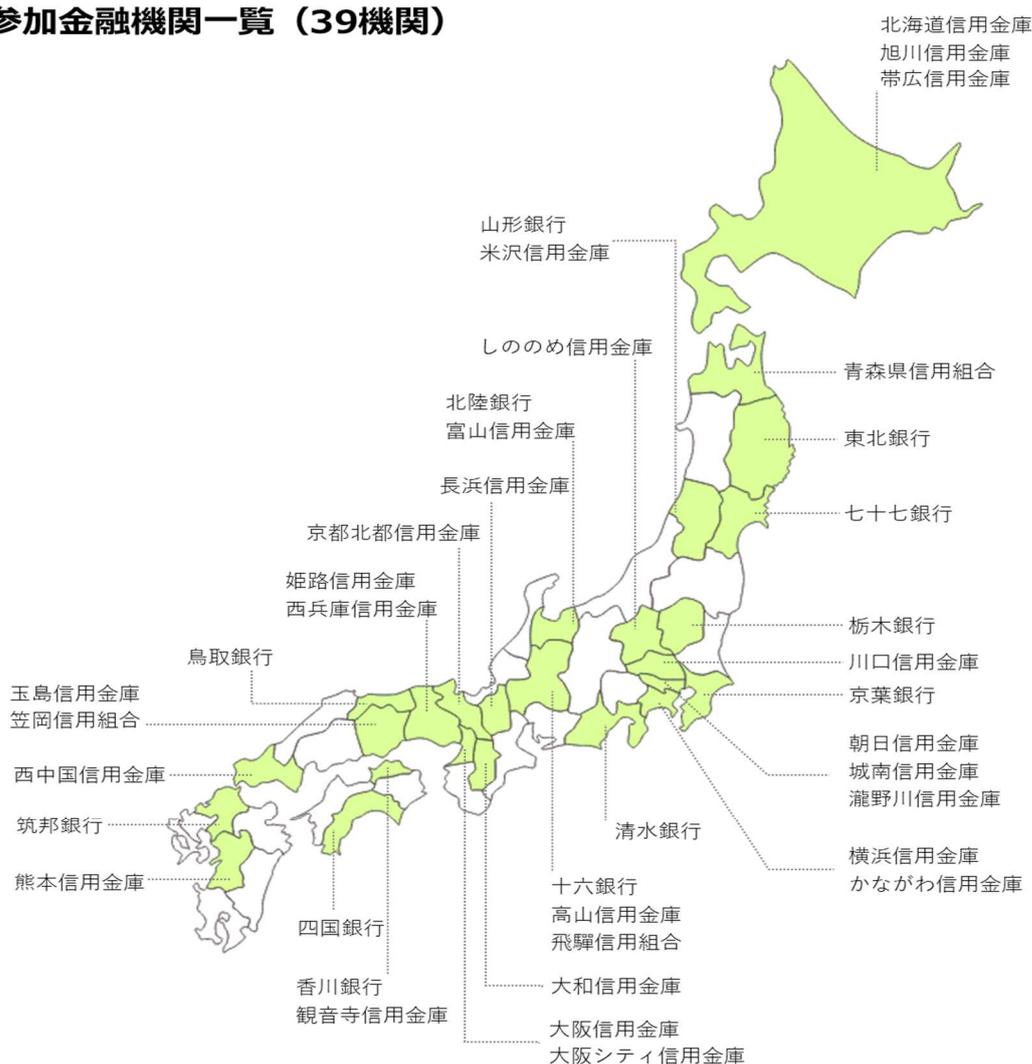
売上高



従業員数



参加金融機関一覧 (39機関)



参加金融機関と債権件数・金額

(金額単位：円)

金融機関	件数	金額	金融機関	件数	金額
山形銀行	47	1,350,000,000	朝日信用金庫	42	705,000,000
東北銀行	33	505,000,000	城南信用金庫	163	4,890,000,000
七十七銀行	67	1,829,000,000	瀧野川信用金庫	12	217,000,000
北陸銀行	31	999,000,000	富山信用金庫	28	500,000,000
清水銀行	52	1,364,000,000	高山信用金庫	21	246,000,000
十六銀行	48	1,324,000,000	長浜信用金庫	25	201,000,000
鳥取銀行	48	964,000,000	京都北都信用金庫	26	363,000,000
四国銀行	10	215,000,000	大阪信用金庫	48	1,049,000,000
筑邦銀行	105	1,893,000,000	大阪シティ信用金庫	82	1,973,000,000
栃木銀行	207	2,783,000,000	大和信用金庫	15	255,000,000
京葉銀行	80	1,840,000,000	姫路信用金庫	81	1,497,000,000
香川銀行	92	1,992,000,000	西兵庫信用金庫	29	900,000,000
北海道信用金庫	65	1,311,000,000	玉島信用金庫	31	500,000,000
旭川信用金庫	25	467,000,000	西中国信用金庫	77	1,044,000,000
帯広信用金庫	15	223,000,000	観音寺信用金庫	29	500,000,000
米沢信用金庫	21	448,000,000	熊本信用金庫	24	350,000,000
しのめ信用金庫	36	500,000,000	青森県信用組合	40	622,000,000
川口信用金庫	31	500,000,000	飛驒信用組合	8	58,000,000
横浜信用金庫	41	983,000,000	笠岡信用組合	32	1,000,000,000
かながわ信用金庫	84	2,658,000,000	総計	1,951	41,018,000,000

(2) 対象プロジェクトの目標がポジティブな社会的成果であること

対象プロジェクトによる便益及び影響は、次のように整理される。

対象プロジェクトによる便益及び影響	
直接的 ¹ な便益	・ 企業の資金繰りの改善
間接的な便益	・ 雇用の維持拡大
ネガティブな影響とその対応	・ 資金を必要以上に供給することによる負債の増加に対しては、適切に与信管理することで対応されている

対象プロジェクトは証券化の枠組みを通して、中小企業者に無担保で資金を供給する取り組みであり、直接的な便益として地域の中小企業に対し、資金提供により企業の成長や資金繰りの改善につながる。間接的な便益としては、これにより雇用の維持、拡大が期待される。ネガティブな影響については、資金を必要以上に供給することによる借入人の負債の増加が想定されるが、適切な与信管理を行うことにより対応される。なお、地域金融機関の参加要件として法令違反の事実がないことおよび暴力団等の反社会勢力との関係がないこと等を含め、適格性を明確に定めている。以上より、R&Iは対象プロジェクトが社会全体としてポジティブな成果を生み出していると評価した。

対象プロジェクトが関わる持続可能な開発目標(SDGs)との整合

- ICMA の事業カテゴリーと SDGs のマッピングテーブルを参考に対象プロジェクトによる SDGs への貢献を確認した。

SDGs 目標	ターゲット
 8 働きがいも経済成長も	8.3 生産活動や適切な雇用創出、起業、創造性及びイノベーションを支援する開発重視型の政策を促進するとともに、金融サービスへのアクセス改善などを通じて中小零細企業の設立や成長を奨励する。
 17 パートナーシップで目標を達成しよう	17.17 さまざまなパートナーシップの経験や資源戦略を基にした、効果的な公的、官民、市民社会のパートナーシップを奨励・推進する。

¹ 「直接的」とは対象プロジェクトの利用者、「間接的」とは対象プロジェクトを行う社会、「広範囲」とは対象プロジェクトを行う社会を超える社会を指している。詳細は、「R&I ソーシャルボンドオピニオン 評価方法」を参照のこと。
https://www.r-i.co.jp/rating/products/esg/so_social_jpn.pdf

SDGs アクションプランとの整合

日本政府のSDGsの達成へ向けた「SDGsアクションプラン2022」に示された①～⑧の優先課題に関して、本ソーシャルボンドでの対象プロジェクトが特に以下の課題に貢献すると考えられる。

優先課題	対応するSDGsターゲット
③ 成長市場の創出、地域活性化、科学技術イノベーション	 

SBP2021 に例示される事業区分との整合

対象プロジェクトは SBP2021 に例示されている事業区分「必要不可欠なサービスへのアクセス」、「中小企業向け資金供給及びマイクロファイナンスによる潜在的効果を通じ、社会経済的な危機に起因する失業の防止又は軽減するために設計された、プログラムと雇用創出」、「社会経済的向上とエンパワーメント」に対応し、各地域の中小企業が対象となる。

対象プロジェクトは、日本公庫が証券化支援業務として実施する、買取型証券化スキームのもとで参加金融機関が募集した中小企業向け貸付債権を参照するシンセティック CLO 案件である。中小企業者への無担保資金の供給を促進するため、民間金融機関等による証券化手法を活用した取り組みを支援することを目的としている。対象とする中小企業は、資金力、担保力に余裕のある企業が必ずしも多くなく、景気変動など環境変化に脆弱な面がある。中小企業に対して資金を提供することで、企業の成長や従業員の雇用の維持・拡大に寄与する取り組みは、社会的課題に対する対応として認識できる。ネガティブな影響については、資金を必要以上に供給することによる企業の負債の増加が想定されるが、適切な与信を行うことにより対応される。R&I は対象プロジェクトが社会全体としてポジティブな成果を生み出すと評価した。SBP2021 に例示されている事業区分では「必要不可欠なサービスへのアクセス」、「中小企業向け資金供給及びマイクロファイナンスによる潜在的効果を通じ、社会経済的な危機に起因する失業の防止又は軽減するために設計された、プログラムと雇用創出」、「社会経済的向上とエンパワーメント」に対応し、各地域の中小企業が対象となる。

2. プロジェクトの評価と選定のプロセス

(1) 包括的な目標、戦略等への組み込み

- 日本公庫は、一般の金融機関が行う金融を補完することを旨としつつ、中小企業事業、国民生活事業、農林水産事業の機能を担うことにより、国民生活の向上に寄与することを目的としている。
- 日本公庫は経営理念に（1）政策金融の的確な実施、（2）ガバナンスの重視——を掲げている。政策金融の的確な実施においては、国の政策の下、民間金融機関の補完を旨としつつ、社会のニーズに対応して、種々の手法により、政策金融を機動的に実施する。としている。
- 経営理念のもと経営方針を（1）セーフティネット機能の発揮、（2）日本経済成長・発展への貢献、（3）地域活性化への貢献、（4）お客さまサービスの向上、（5）デジタル技術を活用した効率的な業務運営、環境やエネルギーへの配慮、（6）働きがいのある職場づくり、（7）リスク管理態勢の整備、コンプライアンス意識の定着——と定めている。
- 中小企業事業については経営方針の柱の一つとして、地域活性化への貢献のため、地域経済を支える中小企業の雇用の維持・創出、地域に根差した活動の展開を重視している。日本公庫の業務運営計画は3年間の中期計画を毎年見直す形で実施しており、その中においても、地域の活性化等への貢献や民間金融機関との連携によるタイムリーで円滑な資金の安定供給のため、本 CLO の実施を含む証券化等の活用を挙げている。
- 本 CLO は日本公庫の経営理念、経営方針に沿ったプロジェクトと評価できる。

(2) プロジェクトの評価・選定の判断規準

- 日本公庫では、本 CLO により地域金融機関から無担保融資を受けられる中小企業に対し、以下の参加条件を設定し、実効性を高めている。
 - ① 株式会社日本政策金融公庫法（平成 19 年法律第 57 号。その後の改正を含む。）第 2 条第 1 項第 3 号に規定する中小企業者であること。
 - ② 2 期連続の青色申告者であり、法人税及び社会保険料に未納がないこと。
 - ③ 原則として、業歴 3 年以上であり、かつ、2 期連続の正常決算（各 12 ヶ月のもの。ただし、期中に合併等を行っているものについては、合併等が事業内容に大きな影響を与えていないものに限る。）を有すること。
 - ④ 数値基準
原則として、提出を受けた決算の数値が、次の各号のすべてを満たす先であること。ただし、イ又はロに該当しない場合であっても、「償却前経常利益が黒字」又は「経常収支が黒字」であれば対象先とすることができる。
 - イ) 債務超過でないこと。
 - ロ) 経常利益を計上していること。
 - ハ) 取扱金融機関が独自に数値基準を設定する場合は、当該数値基準を満たすこと。
 - ⑤ 取扱金融機関の与信取引が新規の場合、原則として公認会計士若しくは監査法人のいずれかの監査証明の提出を受けられること又は日本税理士会連合会の「中小企業の会計に関する指針」の適用に関するチェックリスト若しくは「中小企業の会計に関する基本要領」の適用に関するチェックリストの

いずれかの提出を受けられること。

- ⑥ 取扱金融機関の審査と日本公庫の審査のいずれも通過すること。
- ⑦ 地域経済の活性化に資する先であること。

また、地域金融機関の参加要件についても、法令違反の事実がないことおよび暴力団等の反社会勢力との関係がないこと等を含め、適格性を明確に定めている。

上記の通り社会へのネガティブな影響を防止するよう、厳密な選定基準が設けており、公序良俗に反したり、社会改善効果に必ずしも結びつかないような企業を除外しているほか、明示的に地域活性化に資することを参加の条件とするなど、社会貢献度の高いソーシャルプロジェクトの実効性を高めている。

(3)プロジェクトの評価・選定の判断を行う際のプロセス

- 証券化支援業務を含む中小企業支援を目的とした個々の業務は、中小企業事業が予算計上の検討を行う。その際には、本証券化の社会的意義である中小企業への無担保融資の重要性と政策金融の基本的な姿勢として収支相償が求められるため、担当部がこれらを分析し、報告を行っている。
- また、日本公庫では、毎年政策目的に沿った事業が適切かつ効率的に行われているかという観点から、業務および運営の評価・審査を受け、妥当性をもって運用している。
- なお、これらの選定・評価のプロセスについては、株式会社格付投資情報センターによる評価を受けて投資家に公表される予定である。

日本公庫の経営理念、経営方針を念頭に、対象プロジェクトが業務運営計画に組み込まれている。プロジェクトの評価・選定のための基準及び除外クライテリアは明確に定められている。評価の基準、対象プロジェクトの選定は適切なプロセスを経ており専門性が確保されたものとなっている。

3. 調達資金の管理

- 本社債の発行代わり金は、CDS 契約を通じて、実質的に裏付け資産である中小企業向け貸付債権の信用リスクを負担するために充当される。
- 裏付け資産の債務者である中小企業は月次で貸付債権の元本を返済するため、期中貸付債権プールの残高は減少するが、これにともない本社債の元本も償還され減少することを社債要項等諸契約書により定めている。ただし、各個別 CDS 契約毎に A 号社債に償還すべき金額が全額償還となった場合には、当該個別 CDS 契約に関連する B 号社債相当額につき全額償還させる。
- 本社債の発行代わり金が裏付け資産である貸付債権プールの信用リスクの負担を資金用途とする旨、本 CLO にかかる契約書において明確に定めている。
- 投資家によって払い込まれた本社債の発行代わり金が銀行に預けられ、CDS 契約における損失補填金の原資になることにより、一定の条件のもとで実質的に中小企業向け貸付債権の信用リスクを負担する取引を、諸契約書で明確に定めており、統制を確保している。
- なお、本社債（B 号社債を除く）の発行代わり金は、全額 CDS 契約において損失補填金の支払原資として充当されるため、未充当資金は発生しない。B 号社債については、A 号社債に償還すべき金額が全額償還となった場合に全額償還されるものの、償還後は個別 CDS 契約に基づき、日本公庫が損失補填金を支払うスキームになっている。

調達資金は証券化スキームの仕組みに則り全額銀行に預けられ、CDS 契約における損失補填金の原資として充当されるため、未充当資金は発生しない。

4. レポーティング

(1) 開示の概要

- 記載時のインパクト・レポーティング

日本公庫では参照債務である中小企業の無担保債権について属性データを公表しているが、その中でも、社会改善効果を測るアウトプット指標としては以下を起債時に公表する予定である。

- イ) 貸付額分布
- ロ) 参照債務金額分布
- ハ) 売上高分布
- ニ) 従業員数分布
- ホ) 業歴分布
- ヘ) 地域分散
- ト) 業種分布

- 期中のインパクト・レポーティング

原資産の状況につき、以下の項目について日本公庫が月次・四半期レポートを公表する予定である。

取扱金融 機関名	原資産						累積ポートフォリオ		免責金額
			うち延滞債権		うちデフォルト債権		デフォルト		
	金額	債務者数	金額	債務者数	金額	債務者数	金額	債務者数	

投資家に対して調達資金の社会的成果を明確に説明する資料として起債時及び期中にインパクト・レポーティングを開示する。債券ポートフォリオの内容とパフォーマンスは月次・四半期レポートとしてウェブサイトにて開示される。レポーティングは適切と評価できる。

以 上

【留意事項】

セカンドオピニオンは、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第1項第28号に規定される関連業務（信用格付業以外の業務であって、信用格付行為に関連する業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置と、信用格付と誤認されることを防止するための措置が法令上要請されています。

セカンドオピニオンは、企業等が環境保全および社会貢献等を目的とする資金調達のために策定するフレームワークについての公的機関または民間団体等が策定する当該資金調達に関連する原則等との評価時点における適合性に対するR&Iの意見です。R&Iはセカンドオピニオンによって、適合性以外の事柄（債券発行がフレームワークに従っていること、資金調達の目的となるプロジェクトの実施状況等を含みます）について、何ら意見を表明するものではありません。また、セカンドオピニオンは資金調達の目的となるプロジェクトを実施することによる成果等を証明するものではなく、成果等について責任を負うものではありません。セカンドオピニオンは、いかなる意味においても、現在・過去・将来の事実の表明ではなく、またそのように解されてはならないものであるとともに、投資判断や財務に関する助言を構成するものでも、特定の証券の取得、売却又は保有等を推奨するものでもありません。セカンドオピニオンは、特定の投資家のために投資の適切性について述べるものでもありません。R&Iはセカンドオピニオンを行うに際し、各投資家において、取得、売却又は保有等の対象となる各証券について自ら調査し、これを評価していただくことを前提としております。投資判断は、各投資家の自己責任の下に行われなければなりません。

R&Iがセカンドオピニオンを行うに際して用いた情報は、R&Iがその裁量により信頼できると判断したものではあるものの、R&Iは、これらの情報の正確性等について独自に検証しているわけではありません。R&Iは、これらの情報の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。

R&Iは、R&Iがセカンドオピニオンを行うに際して用いた情報、セカンドオピニオンの意見の誤り、脱漏、不適切性若しくは不十分性、又はこれらの情報やセカンドオピニオンの使用に起因又は関連して発生する全ての損害、損失又は費用（損害の性質如何を問わず、直接損害、間接損害、通常損害、特別損害、結果損害、補填損害、付随損害、逸失利益、非金銭的損害その他一切の損害を含むとともに、弁護士その他の専門家の費用を含むもの）について、債務不履行、不法行為又は不当利得その他請求原因の如何やR&Iの帰責性を問わず、いかなる者に対しても何ら義務又は責任を負わないものとします。セカンドオピニオンに関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&Iに帰属します。R&Iの事前の書面による許諾無く、評価方法の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。

セカンドオピニオンは、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。

【専門性・第三者性】

R&Iは2016年にR&Iグリーンボンドアセスメント業務を開始して以来、多数の評価実績から得られた知見を蓄積しています。2017年からICMA（国際資本市場協会）に事務局を置くグリーンボンド原則／ソーシャルボンド原則にオブザーバーとして加入しています。2018年から環境省のグリーンボンド等の発行促進体制整備支援事業の発行支援者（外部レビュー部門）に登録しています。

R&Iの評価方法、評価実績等についてはR&Iのウェブサイト（<https://www.r-i.co.jp/rating/esg/index.html>）に記載しています。

R&Iと資金調達者との間に利益相反が生じると考えられる資本関係及び人的関係はありません。