

株式会社ジャパンエンターテイメントの サステナビリティ・リンク・ローンに係る第三者意見

株式会社日本格付研究所（JCR）は、株式会社商工組合中央金庫および株式会社琉球銀行をアレンジャーとするシンジケートローン参加行（貸付人）が株式会社ジャパンエンターテイメント（借入人）に実施するサステナビリティ・リンク・ローンに対し、第三者意見書を提出しました。

<要約>

本第三者意見書は、株式会社商工組合中央金庫および株式会社琉球銀行をアレンジャーとするシンジケートローン参加行（貸付人）が株式会社ジャパンエンターテイメント（借入人）に実施するサステナビリティ・リンク・ローン（本ローン）に対して、サステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）および環境省によるサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン（環境省ガイドライン）（SLLPおよび環境省ガイドラインを総称して「SLLP等」）への適合性を確認したものである。株式会社日本格付研究所（JCR）は、SLLP等で推奨されている評価の透明性および客観性確保のため、独立した第三者機関として、(1)借入人のサステナビリティ戦略と本ローンにおけるキー・パフォーマンス・インディケーター（KPI）およびサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）の設定、(2)融資条件と期中のモニタリング体制について第三者評価を行った。

(1) 借入人のサステナビリティ戦略と KPI・SPTs の設定について

借入人は、本ローンにおいて、以下のKPI・SPTsを設定することで貸付人と合意した。

KPI 1：沖縄北部テーマパーク事業における年間のパーク入場者数
SPT 1：開業1年目から20年目までにおけるあらかじめ定められた目標数
KPI 2：沖縄北部テーマパーク事業における年度末時点の雇用者数（パートアルバイト含む）
SPT 2：開業1年目から20年目までにおけるあらかじめ定められた目標数

株式会社ジャパンエンターテイメントは、2018年6月に沖縄県名護市に設立されたテーマパークおよび娯楽施設の企画・開発および運営を目的とした会社である。ジャパンエンターテイメントの親会社である株式会社ジャパンエンターテイメントホールディングスの株主は、株式会社刀、オリオンビール株式会社、株式会社リウボウ、株式会社ゆがふホールディングス、近鉄グループホールディングス株式会社等からなる。

ジャパンエンターテイメントの主要株主である刀は、マーケティングノウハウのライセンスカンパニー。丸亀製麺の業績回復、西武園ゆうえんちのリニューアルオープン、旧グリーンピア三木（現ネスタリゾート神戸）の再生を手掛けた実績を持つ。市場・消費者を熟知し、論理的アプローチを徹底的に行うことでビジネスの成功確率を高める独自のマーケティングノウハウを駆使し、ビジネスの成長・回復を支援してきた。2020年からは、従来主要業務としていたマーケティング支援に加えて、地方創生等投資を伴う実業を新たな業務として加えている。2020年1月に、株式会社大和証券グル

ープ本社から受けた 140 億円の出資を元手に、第 1 号案件として、ジャパンエンターテイメントへ 30 億円の出資を実施している。

ジャパンエンターテイメントは、沖縄県今帰仁村および名護市に所在するゴルフ場跡地を利用し、開発における環境負荷を軽減しながら、沖縄の魅力ある自然環境を活かしたテーマパークへ整備するプロジェクト（沖縄北部テーマパーク事業、以下「本事業」）の推進を専業で行っている。

ジャパンエンターテイメントは事業目的として、「沖縄から日本の観光産業を変革する」を掲げている。

ジャパンエンターテイメントおよび刀は、沖縄北部テーマパーク事業によって、旅行者が沖縄の魅力を再認識し、結果として従来より長期間沖縄に滞在することにより、観光客の滞在日数および消費額が増加し、沖縄県全体の経済発展につながりうることを一義的なメリットとして考えている。また、本事業および当該事業と取引のある企業等の雇用の創出が期待されること、さらに、沖縄北部テーマパーク事業を通じて、当該事業に活かされたマーケティングノウハウを次世代に伝え、今後の沖縄の観光を支えていく人材の育成に貢献していくことも沖縄北部テーマパーク事業を通じてもたらされる便益と考えている。

本ローンの KPI は、沖縄北部テーマパーク事業の入場者数とパート・アルバイトを含む雇用者数である。入場者数は、沖縄北部テーマパーク事業の成否を測る明確かつ重要な指標の一つと考えることができる。また、ジャパンエンターテイメントは、特に沖縄北部地域の貧困率を社会的課題と認識しており、テーマパークでの雇用者数は、当該地域を中心としたエリアの経済力の向上に直結する重要な指標であると考えられる。

本ローンにて測定される SPTs であるテーマパークへの入場者数および雇用者数はいずれも開業 1 年目から 20 年目の目標数値が年次で定められている（貸付人のみに開示される予定であり、一般的には非開示）。

ジャパンエンターテイメントとともに本事業を進めている刀は、ユニバーサル・スタジオ・ジャパン（USJ）の売り上げを V 字回復させたメンバーにより設立されており、USJ が変化の起点となることで大阪府全体の観光需要を増大させ地域活性化を成し遂げた実績を持つ。本事業においても消費者視点のマーケティングを実践することで沖縄経済の重心を北部へ移し、県全体の経済活動を促進させるべく、各ステークホルダーと地方創生に向けて目的を共有しながら、日々意欲的に取り組んでいる。

以上より、本ローンで選定した KPI は有意義性があり、SPTs は野心的であると JCR は評価している。

(2) 融資条件と期中のモニタリング体制について

JCR は、融資条件におけるインセンティブ内容について、借入人と貸付人の双方が納得のいく形で設定されていること、返済期限到来まで SPTs の進捗の確認および金利見直しのタイミングを複数回設け、当該タイミング時の SPTs の進捗状況と貸出条件等が連動されていること、返済期限到来時に最終的なサステナビリティ達成度について確認を行うことを確認した。また、借入人は、KPI のパフォーマンスについて、毎会計年度終了後、貸付人に開示の予定であり、SPTs の進捗状況に関し第三者によって検証を受ける予定である。仮に期中において SPTs にかかる重大な変更が発生した場合には、JCR がレビューを行い、引き続き SLLP 等への準拠状況と当初想定していた野心度や有意義性が維持されるか否かを確認する。なお、返済期限到来年に借入人、貸付人および JCR の 3 者で本ローンに係る振り返りを行い、SPTs の達成状況に加え、借入人および社会に対するインパクトの発現状況の評価することとしている。

以上の考察から、JCR は本ローンが SLLP 等に適合していることを確認した。

* 詳細な意見書の内容は次ページ以降をご参照ください。

第三者意見

評価対象：サステナビリティ・リンク・ローン
借入人：株式会社ジャパンエンターテイメント
アレンジャー：株式会社商工組合中央金庫・株式会社琉球銀行

2023年11月28日
株式会社 日本格付研究所

目次

<要約>	- 3 -
I. 第三者意見の位置づけと目的	- 5 -
II. 第三者意見対象の概要	- 5 -
III. 本ローンの SLLP 等との適合性確認	- 6 -
1. 本ローンのサステナビリティとの関係性	- 6 -
2. KPI 選定の妥当性	- 6 -
2-1. 評価の視点	- 6 -
2-2. 評価対象の現状と JCR の評価	- 6 -
i. ジャパンエンターテイメントのサステナビリティ戦略	- 6 -
ii. KPI のサステナビリティ戦略における位置づけと有意義性	- 9 -
3. SPTs の測定	- 11 -
3-1. 評価の視点	- 11 -
3-2. 評価対象の現状と JCR の評価	- 11 -
i. SPTs の野心度	- 11 -
ii. SPTs の野心度（目標達成に向けた具体的施策）	- 12 -
3-3. JCR によるインパクト評価	- 12 -
4. ローンの特長	- 15 -
4-1. 評価の視点	- 15 -
4-2. 評価対象の現状と JCR の評価	- 15 -
5. レポーティングと検証	- 16 -
5-1. 評価の視点	- 16 -
i. 開示予定項目	- 16 -
ii. 検証	- 16 -
5-2. 評価対象の現状と JCR の評価	- 16 -
6. SLLP 等との適合性に係る結論	- 17 -

<要約>

本第三者意見書は、株式会社商工組合中央金庫および株式会社琉球銀行をアレンジャーとするシンジケートローン参加行（貸付人）が株式会社ジャパンエンターテイメント（借入人）に実施するサステナビリティ・リンク・ローン（SLL）（本ローン）に対して、サステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）¹および環境省によるサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン（環境省ガイドライン）（SLLP および環境省ガイドラインを総称して「SLLP 等」）への適合性を確認したものである。株式会社日本格付研究所（JCR）は、SLLP 等で推奨されている評価の透明性および客観性確保のため、独立した第三者機関として、(1)借入人のサステナビリティ戦略と本ローンにおけるキー・パフォーマンス・インディケーター（KPI）およびサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）の設定、(2)融資条件と期中のモニタリング体制について第三者評価を行った。

(1) 借入人のサステナビリティ戦略と KPI・SPTs の設定について

KPI 1：沖縄北部テーマパーク事業における年間のパーク入場者数
SPT 1：開業1年目から20年目までにおけるあらかじめ定めた目標数
KPI 2：沖縄北部テーマパーク事業における年度末時点の雇用者数（パートアルバイト含む）
SPT 2：開業1年目から20年目までにおけるあらかじめ定めた目標数

株式会社ジャパンエンターテイメントは、2018年6月に沖縄県名護市に設立されたテーマパークおよび娯楽施設の企画・開発および運営を目的とした会社である。ジャパンエンターテイメントの親会社である株式会社ジャパンエンターテイメントホールディングスの株主は、株式会社刀、オリオンビール株式会社、株式会社リウボウ、株式会社ゆがふホールディングス、近鉄グループホールディングス株式会社等からなる。

ジャパンエンターテイメントの主要株主である刀は、マーケティングノウハウのライセンスカンパニー。丸亀製麺の業績回復、西武園ゆうえんちのリニューアルオープン、旧グリーンピア三木（現ネスタリゾート神戸）の再生を手掛けた実績を持つ。市場・消費者を熟知し、論理的アプローチを徹底的に行うことでビジネスの成功確率を高める独自のマーケティングノウハウを駆使し、ビジネスの成長・回復を支援してきた。2020年からは、従来主要業務としていたマーケティング支援に加えて、地方創生等投資を伴う実業を新たな業務として加えている。2020年1月に、株式会社大和証券グループ本社から受けた140億円の出資を元手に、第1号案件として、ジャパンエンターテイメントへ30億円の出資を実施している。

ジャパンエンターテイメントは、沖縄県今帰仁村および名護市に所在するゴルフ場跡地を利用し、開発における環境負荷を軽減しながら、沖縄の魅力ある自然環境を活かしたテーマパークへ整備するプロジェクト（沖縄北部テーマパーク事業、以下「本事業」）の推進を専業で行っている。

ジャパンエンターテイメントは事業目的として、「沖縄から日本の観光産業を変革する」を掲げてい

¹ Loan Market Association（LMA）、Asia Pacific Loan Market Association（APLMA）およびLSTA（Loan Syndication and Trading Association）制定。2021年5月改訂版

る。

ジャパンエンターテイメントおよび刀は、沖縄北部テーマパーク事業によって、旅行者が沖縄の魅力を再認識し、結果として従来より長期間沖縄に滞在することにより、観光客の滞在日数および消費額が増加し、沖縄県全体の経済発展につながりうることを一義的なメリットとして考えている。また、本事業および当該事業と取引のある企業等の雇用の創出が期待されること、さらに、沖縄北部テーマパーク事業を通じて、当該事業に活かされたマーケティングノウハウを次世代に伝え、今後の沖縄の観光を支えていく人材の育成に貢献していくことも沖縄北部テーマパーク事業を通じてもたらされる便益と考えている。

本ローンのKPIは、沖縄北部テーマパーク事業の入場者数とパート・アルバイトを含む雇用者数である。入場者数は、沖縄北部テーマパーク事業の成否を測る明確かつ重要な指標の一つと考えることができる。また、ジャパンエンターテイメントは、特に沖縄北部地域の貧困率を社会的課題と認識しており、テーマパークでの雇用者数は、当該地域を中心としたエリアの経済力の向上に直結する重要な指標であると考えられる。

本ローンにて測定されるSPTsであるテーマパークへの入場者数および雇用者数はいずれも開業1年目から20年目の目標数値が年次で定められている（貸付人のみに開示される予定であり、一般的には非開示）。

ジャパンエンターテイメントとともに本事業を進めている刀は、ユニバーサル・スタジオ・ジャパン（USJ）の売り上げをV字回復させたメンバーにより設立されており、USJが変化の起点となることで大阪府全体の観光需要を増大させ地域活性化を成し遂げた実績を持つ。本事業においても消費者視点のマーケティングを実践することで沖縄経済の重心を北部へ移し、県全体の経済活動を促進させるべく、各ステークホルダーと地方創生に向けて目的を共有しながら、日々意欲的に取り組んでいる。

以上より、本ローンで選定したKPIは有意義性があり、SPTsは野心的であるとJCRは評価している。

(2) 融資条件と期中のモニタリング体制について

JCRは、融資条件におけるインセンティブ内容について、借入人と貸付人の双方が納得のいく形で設定されていること、返済期限到来までSPTsの進捗の確認および金利見直しのタイミングを複数回設け、当該タイミング時のSPTsの進捗状況と貸出条件等が連動されていること、返済期限到来時に最終的なサステナビリティ達成度について確認を行うことを確認した。また、借入人は、KPIのパフォーマンスについて、毎会計年度終了後、貸付人に開示の予定であり、SPTsの進捗状況に関し第三者によって検証を受ける予定である。仮に期中においてSPTsにかかる重大な変更が発生した場合には、JCRがレビューを行い、引き続きSLLP等への準拠状況と当初想定していた野心度や有意義性が維持されるか否かを確認する。なお、返済期限到来年に借入人、貸付人およびJCRの3者で本ローンに係る振り返りを行い、SPTsの達成状況に加え、借入人および社会に対するインパクトの発現状況を評価することとしている。

以上の考察から、JCRは本ローンがSLLP等に適合していることを確認した。

I. 第三者意見の位置づけと目的

JCR は、本ローンに対して SLLP 等に即した第三者評価を行った。SLL とは、借入人が予め設定した意欲的な SPTs の達成にインセンティブ付けを行うことで、借入人および貸付人が持続可能な社会の実現に貢献することを狙いとした、ローン商品およびコミットメントライン等融資枠のことを言う。

SLLP は、5 つの原則からなる。第 1 原則は KPI の選定、第 2 原則は SPTs の測定、第 3 原則はローンの特性、第 4 原則はレポートイング、第 5 原則は検証である。

本第三者意見の目的は、SLLP で推奨されている評価の透明性および客観性確保のため、JCR が独立した第三者機関として、本ローンの SLLP 第 1 原則～第 5 原則および環境省ガイドラインへの適合性に関するレビューを行うことである。

II. 第三者意見対象の概要

今回の評価対象は、貸付人が借入人との間で 2022 年 9 月 28 日付にて契約を締結した SLL である。以下は、本第三者意見に含まれる評価項目である。

1. 本ローンのサステナビリティとの関係性
2. KPI 選定の妥当性
3. SPTs の測定（野心度）
4. ローン の 特性
5. レポートイングと検証
6. SLLP 等との適合性に係る結論

III. 本ローンの SLLP 等との適合性確認

1. 本ローンのサステナビリティとの関係性

借入人は、本ローンの組成に際し、同社の経営戦略において重視している取り組みに関連した KPI および SPTs を以下の通り設定した。

KPI 1：沖縄北部テーマパーク事業における年間のパーク入場者数
SPT 1：開業1年目から20年目までにおけるあらかじめ定めた目標数
KPI 2：沖縄北部テーマパーク事業における年度末時点の雇用者数（パートアルバイト含む）
SPT 2：開業1年目から20年目までにおけるあらかじめ定めた目標数

2. KPI 選定の妥当性

2-1. 評価の視点

本項では、借入人の選定した KPI について、SLLP 等で例示されている以下の要素を含んでい
るかを中心として、その有意義性を評価する。

- 1) 借入人のビジネス全体に関連性があり、中核的で重要であり、かつ、借入人の現在および/または将来的なビジネスにおいて戦略的に大きな意義のあるものか。
- 2) 一貫した方法に基づき測定可能、または定量的なもので、外部からの検証が可能なものか。
- 3) ベンチマーク化（例えば、SPTs の野心度合を評価するために、外部指標・定義を活用する等）が可能か。

2-2. 評価対象の現状と JCR の評価

（評価結果）

本ローンで定めた KPI は、SLLP 等で求められている要素を全て含んでおり、借入人の持続可能な成長および SDGs の目標に資する有意義な KPI が選定されている。

i. ジャパンエンターテイメントのサステナビリティ戦略

<事業概要>

株式会社ジャパンエンターテイメントは、2018年6月に沖縄県名護市に設立されたテーマパークおよび娯楽施設の企画・開発および運営を目的とした会社である。ジャパンエンターテイメントの親会社である株式会社ジャパンエンターテイメントホールディングスの株主は、株式会社刀、オリオンビール株式会社、株式会社リウボウ、株式会社ゆがふホールディングス、近鉄グループホールディングス株式会社等からなる。

ジャパンエンターテイメントの主要株主である刀は、マーケティングノウハウのライセンスカンパニー。丸亀製麺の業績回復、西武園ゆうえんちのリニューアルオープン、旧グリーンピア三木（現ネスタリゾート神戸）の再生を手掛けた実績を持つ。市場・消費者を熟知し、論理的アプローチを徹底的に行うことでビジネスの成功確率を高める独自のマーケティングノウハウを駆使し、ビジネスの成長・回復を支援してきた。2020年からは、従来主要業務としていたマーケティング支援に加えて、地方創生等投資を伴う実業を新たな業務として加えている。2020年1月に、株式会社大和証券グループ本社か

ら受けた 140 億円の出資を元手に、第 1 号案件として、ジャパンエンターテイメントへ 30 億円の出資を実施している。

ジャパンエンターテイメントは、沖縄県今帰仁村および名護市に所在するゴルフ場跡地を利用し、開発における環境負荷を軽減しながら、沖縄の魅力ある自然環境を活かしたテーマパークへ整備するプロジェクト（沖縄北部テーマパーク事業）の推進を専業で行っている。

<事業目的>

ジャパンエンターテイメントは事業目的として、「沖縄から日本の観光産業を変革する」を掲げている。

ジャパンエンターテイメントおよび刀は、沖縄北部テーマパーク事業によって、旅行者が沖縄の魅力を再認識し、結果として従来より長期間沖縄に滞在した結果、観光客の平均滞在日数および平均消費額が増加し、沖縄県全体の経済発展につながりうることを一義的なメリットとして考えている。また、本事業および当該事業と取引のある企業等の雇用の創出が期待されること、さらに、沖縄北部テーマパーク事業を通じて、当該事業に活かされたマーケティング、観光における考え方を若い世代に伝えることにより、今後の沖縄の観光を支えていく人材の育成に貢献していくことも沖縄北部テーマパーク事業を通じてもたらされる便益と考えている。

ジャパンエンターテイメントおよび刀は、沖縄北部テーマパーク事業でまず沖縄北部地域への経済力強化に貢献していくことを目指している。また、沖縄北部テーマパークの稼働に際して用いられたノウハウを沖縄の観光人材育成に活かすことにより、沖縄の観光全体へ貢献していくことも企図している。ジャパンエンターテイメントおよび刀では、本事業をパイロットケースとして、今後日本の他地域にも同様のコンセプトを活かし、地方創生に資する事業を展開することを視野に入れている。これらの計画を通じて、ジャパンエンターテイメントおよび刀は中長期的に、観光立国としての日本へ貢献していくことを目指している。

<沖縄北部テーマパーク事業とサステナビリティに係る取り組み>

沖縄北部テーマパーク事業は、ジャパンエンターテイメントが沖縄県今帰仁村および名護市にまたがるエリアで運営する予定のテーマパーク事業である。

事業名称	沖縄北部テーマパーク事業
候補地	オリオン嵐山ゴルフ倶楽部（面積：約 120ha）
事業面積	約 60ha
想定開業年	2025 年頃

本事業は、既存のゴルフ場の地理的特性を生かしながら開発することが計画されており、環境へ配慮しつつ来場者に沖縄の自然の魅力を楽しんでもらうことを目的としている。

対象となるテーマパークは、沖縄北部の平均所得が特に低いエリアに開発され、雇用機会の増加と地域住民の所得の増加に貢献することが期待される。また、観光地が沖縄本島の中で相対的に少ない北部に新しく施設をつくることにより、観光客の沖縄県内における移動距離を延ばし、また滞在日数および

消費単価を増加させることにより、沖縄の観光業の強化を目指していく。

以下では、沖縄北部テーマパーク事業が解決に寄与し得る、沖縄県の社会的課題について概説する。

(1) 沖縄県の貧困率

沖縄県は全国的に見て、貧困率が高いと認識されている。貧困率に関する調査²によると、2012年の都道府県別の貧困率（総世帯のうち、最低生活費以下の収入しか得ていない世帯の割合）において沖縄県は34.8%であり、全国平均（18.3%）の約2倍の水準と推計されている。沖縄県は子供の貧困率（18歳未満の末子がいる世帯のうち、最低生活費以下の収入しか得ていない世帯の割合）も顕著であり、同調査によると全国平均の13.8%の3倍近くである37.5%となっている。

本事業の開発エリアである今帰仁村は、2017年度の沖縄県における市町村民所得で沖縄最下位である1,717千円であり、全国（3,190千円）および沖縄県（2,349千円）の中でも特に低水準であることがわかる。

沖縄県における子どもの貧困問題には、沖縄県が「沖縄県子どもの貧困対策計画」、日本政府が「沖縄子供の貧困緊急対策事業」を掲げて、解決に向けた人的・経済的な支援、インフラの整備などを進めている。また、これら子どもの貧困問題は、保護者がひとり親である、または生活困窮家庭であることに由来することから、「沖縄県子どもの貧困対策計画」では、親の就労支援やひとり親家庭等への支援など、家庭全体を通じた救済策も含まれている。また、沖縄県が2021年5月に公表した新たな振興計画（素案）においても、「一人当たり県民所得は依然として全国最下位の水準にあるなど、自立型経済の構築はなお道半ば」であるとし、基本施策の一つである「心豊かで、安全・安心に暮らせる島を目指して」の中で、子どもの貧困の解消に向けた総合的な支援の推進として、「誰一人取り残さない社会」の実現のために、困窮する家庭の家計や雇用の質の改善等による経済政策や生徒児童が望む自己実現を可能とする教育施策を行うことを課題として挙げており、沖縄県にとって貧困が深刻な課題であることが示されている。

ジャパンエンターテイメントは、本事業を通じて、ひとり親や障がい者を含めた地元住民の雇用を積極的に推進する計画を立てており、併せて当該テーマパークで働くために必要となりうるインフラである寮、託児施設の設置および従業員の移動手段についても、市町村と協議を行っている。

(2) 沖縄の観光における課題と地方創生

沖縄県では、他府県と比べて第3次産業の割合が約85%と高く、第1次産業や第2次産業の比率は減少傾向にある。このため、沖縄県は観光を県のリーディング産業と位置づけ、亜熱帯・海洋性の気候風土、豊かな自然環境、独特の歴史や文化、スポーツなど多様で魅力ある資源を活かした観光地づくりと誘客促進を継続して実施している。

2015年度から2021年度までを対象期間とする「沖縄観光推進ロードマップ³」においては、観光収入1.1兆円、観光客1人あたり消費額9.3万円、平均滞在日数4.5日を数値目標として掲げ、目標達成に向けた戦略を打ち立てている⁴。

² 戸室健作（2016年3月）「都道府県別の貧困率、ワーキングプア率、子供の貧困率、捕捉率の検討」

³ https://www.pref.okinawa.jp/site/bunka-sports/kankoseisaku/kikaku/report/policy/documents/roadmap_h2909.pdf

⁴ <https://www.pref.okinawa.jp/site/bunka-sports/kankoseisaku/kikaku/report/policy/visitokinawa.html>

一方で、2018年度の沖縄県の観光収入は7,341億円、観光客1人当たりの観光収入は約7.3万円、平均滞在日数は約3.6日となっている。2019年度および2020年度は新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受け、2018年度の実績を下回り、沖縄県の全産業の経済損失額が1,867億円にのぼり、約19,000人の雇用が失われる可能性がある。沖縄県文化観光スポーツ部によると、沖縄観光の課題として、消費単価の増加、滞在期間の延伸、観光人材の育成・確保が挙げられている。

沖縄県の観光客数は、2018年度に約1,000万人を達成しており、これはハワイの年間観光客数と同水準である。しかし、観光客による平均消費額はハワイ（約18万円）の半分以下であり、大きな差が発生している。入域数が匹敵していることに鑑みると、沖縄県は観光産業における潜在的な収益力が期待できると考えることができる。

ハワイは、戦前は欧米の富裕層を対象とした観光地であり、観光客数も限定的であった。第二次世界大戦後、アメリカの第50番目の州に認定された後に州外投資が加速し、交通手段の多様化および低廉化が進んだことも相まって、従来の富裕層のみならず広く大衆向けに訪れやすい観光地に変貌、現在の観光地としてのハワイのブランド力が築かれている。

ジャパンエンターテイメントは、本事業によって沖縄ブランドの強化を目指し、観光客による広範囲かつ長期の滞在、それに伴う消費単価の増加を通じた沖縄県の経済の強化を通じて、地域経済活性化を企図している。ジャパンエンターテイメントでは、本事業を沖縄県の産業強化に資する事業にすべく、自治体や株主をはじめとする地元企業等と継続的な対話を重ねている。2019年10月には、本事業の所在地である今帰仁村および名護市と包括連携協定を締結し、地元住民のサービス向上および地元の成長・発展のために両者がパートナーとして協力することを約束している。当該連携協定により、ジャパンエンターテイメントは、観光リゾート振興と地域活性化、地域にも観光客にも利便性の高い交通対策、女性・障がい者の雇用促進等に関して、連携して協議を進めることを企図している。

2022年3月、刀は沖縄県と沖縄ブランド強化に関する連携協定を締結している。当該協定により、沖縄ブランド強化に向けてマーケティングを導入することで、沖縄県はコロナ禍で大打撃を受けた基幹の観光産業の再生および観光消費を促進する産業振興を図り、「世界から選ばれる持続可能な観光地」を目指すとしている。2022年5月に決定した新・沖縄21世紀ビジョン基本計画（沖縄振興計画）では、「世界から選ばれる持続可能な観光地の形成と沖縄観光の変革」の中で、「観光消費額の向上や滞在日数の延長を図るため、観光地形成促進地域制度の活用等により民間投資を促進させ、北部圏域で整備が進められる大規模テーマパーク事業計画など魅力ある民間観光施設の整備促進、雨天時・ボトム期・ナイトライフなど多様な観光ニーズに対応した付加価値の高い観光コンテンツの構築や、体験プログラムの開発に取り組む」と記載しており、本事業によって実現し得る社会的便益を計画に織り込んでいる。

ii. KPIのサステナビリティ戦略における位置づけと有意義性

本ローンのKPIは、沖縄北部テーマパーク事業の入場者数とパート・アルバイトを含む雇用者数である。入場者数は、本事業を通してジャパンエンターテイメントが目指す沖縄北部と他地域との経済格差の縮小、同地域に滞在する観光客の滞在日数延長による観光促進などのメルクマールとなる重要な指標の一つである。また、ジャパンエンターテイメントは、特に沖縄県の子供の貧困率の高さを社

会的課題と認識しており、テーマパークでの雇用者数は、当該地域を中心としたエリアにおける雇用創出の機会、ひいては対象地域の人々の所得の向上につながる重要な指標であると JCR は評価している。

ジャパンエンターテイメントは、専門家に委託し、沖縄北部テーマパーク事業による沖縄県全体による経済波及効果および雇用者数、粗付加価値創出額を試算している。それによると、本事業が開業1年目にもたらず経済波及効果が一定規模あることが推計されているうえ、開業10年目には開業1年目の10倍に達する規模にまで効果が広がることが期待される。

以上より、本ローンで設定された KPI は、借入人のサステナビリティに係る戦略と整合的であり、借入人の企業価値向上において有意義である。また、今帰仁村、名護市を中心とした沖縄県の地域経済活性化に資するものである。

3. SPTs の測定

3-1. 評価の視点

本項では、借入人の設定した SPTs について、SLLP 等で例示されている以下の要素を含んでいるかを中心として、その野心度および有意義性を評価する。

- 1) 各 KPI 値の大幅な改善に結びつけられており、「従来通りの事業 (Business as Usual)」シナリオを超えているか。
- 2) (可能であれば) ベンチマークまたは参照可能な外部指標と比較できるか。
- 3) 事前に設定された借入人の全体的なサステナビリティ/ESG 戦略と整合しているか。
- 4) 融資実行前 (または融資開始と同時に) に設定された時間軸に基づき決定されているか。

次に、借入人の SPTs 設定時に考慮されたベンチマーク等を確認する。SLLP では以下の要素が例示されている。

- ✓ 借入人自身の直近のパフォーマンスの水準 (可能な限り、最低過去 3 年分のトラックレコードを有する KPI を選定) に基づき、定量的なものを設定し、また KPI の将来の予測情報も可能な限り開示する。
- ✓ 同業他社と比較した場合における、設定した SPTs の相対的な位置付けについて (例: 平均的なパフォーマンス水準なのか、業界トップクラスの水準なのか等)
- ✓ 科学的根拠に基づくシナリオ分析や絶対値 (炭素予算等)、国・地域単位または国際的な目標 (パリ協定、CO₂ の排出ゼロ目標、SDGs 等)、認定された BAT (利用可能な最良の技術) および ESG のテーマ全体に関連する目標を決定するその他の指標

3-2. 評価対象の現状と JCR の評価

(評価結果)

借入人の設定した SPTs は、過去の実績等と比較して野心的な設定である。
また、借入人のサステナビリティ戦略と整合的である。

i. SPTs の野心度

本ローンにて測定される SPTs であるテーマパークへの入場者数および雇用者数はいずれも開業 1 年目から 20 年目の目標数値が年次で定められている (貸付人のみに開示される予定であり、一般には非開示)。

ジャパンエンターテイメントとともに本事業を進めている刀は、USJ の売り上げを V 字回復させたメンバーにより設立されており、USJ が変化の起点となることで大阪府全体の観光需要を増大させ地域活性化を成し遂げた実績を持つ。本事業においても消費者視点のマーケティングを実践することで沖縄経済の重心を北部へ移し、県全体の経済活動を促進させるべく、各ステークホルダーと地方創生に向けて目的を共有しながら、日々意欲的に取り組んでいる。

ただ、沖縄では初の大型テーマパークの開業となるため、開業までには様々な不確実性が発生し得る。そのような不確実性を踏まえ、また、過去に例のない大規模な沖縄北部における開発事業の取り組みという観点から、ジャパンエンターテイメントが設定した 1 年目から 20 年目の目標数値は野心的な設定であると JCR は評価している。

ii. SPTs の野心度（目標達成に向けた具体的施策）

借入人は、SPTs の目標達成に向け、以下の取り組みを開始・準備している。

＜刀のマーケティングノウハウによるテーマパーク事業の構想＞

本事業の対象となるテーマパークがより多くの人の関心を誘うものになるか、そしてより多くの入場者数を得ることになるかについては、刀のマーケティング手法をもとに計画される。

刀では、テーマパークが建設される場所の地理的特徴、当該テーマパークに期待するであろう消費者の期待およびテーマパークが実現し得る事項等を分析により見極め、テーマパークのコンセプトおよび具体的な事業内容を決定する予定としている。

＜市町村を中心とした地元のステークホルダーとの対話＞

ジャパンエンターテイメントでは、本事業の成功には地元自治体、事業会社等のステークホルダーとの対話が重要であると考えている。本事業の進捗に応じステークホルダーとコミュニケーションを取ることで、ボトルネックになりそうな点が円滑に進み、不意に反対され計画の変更を余儀なくされるリスクが減少すると考えている。

＜広告宣伝による周知＞

テーマパーク開業時および開業後に行う広告宣伝により、多くの人の目に触れ、来場するチャンスにつなげることを企図している。ジャパンエンターテイメントでは、広告宣伝費としてあらかじめ一定の金額を充当する予定とし、開業が近づくに伴い、より効果的な広告媒体および宣伝方法を決定することとしている。

＜継続的なプロジェクトへの事業投資＞

ジャパンエンターテイメントおよび刀は、テーマパーク事業の開業後もより多くの消費者ニーズに沿うよう、開業後も入場者数および入場者の動向を調査し、継続的にテーマパークに投資を行うことで、より多くの入場者数を獲得する予定としている。調査結果の分析と投資の判断は、多くのコンサルティング実績に用いられている刀のマーケティング手法を引き続き活かして行われる予定となっている。

以上より、JCR は借入人が SPTs 達成のために様々な施策が行う予定であることを確認した。

3-3. JCR によるインパクト評価

JCR は、本ローンで定められた KPI が有意義かつ SPTs が野心的なものであり、借入人の持続可能な成長および社会価値の向上に資すること、並びにポジティブなインパクトの最大化およびネガティブなインパクトの回避・管理・低減の度合いを確認するため、国連環境計画が策定したポジティブ・インパクト・ファイナンス（PIF）原則の第 4 原則で例示されているインパクト評価基準の 5 要素（多様性、有効性、効率性、倍率性、追加性）に沿って、SPTs の影響度（インパクトの度合い）を検討した。

**多様性：多様なポジティブ・インパクトがもたらされているか
 (バリューチェーン全体におけるインパクト、事業セグメント別インパクト、地域別インパクト等)**

本ローンの目標設定におけるインパクト分野は経済収束、雇用、文化・伝統の分野が該当する。また、KPIを含めた本事業の取り組みにおいては、対象地域の生物多様性の保全、環境への負荷の低減などのインパクトも期待されることから、本取り組みにより多様なインパクトが期待される。

**有効性：大きなインパクトがもたらされているか。
 (SPTsが対象とする売上高、事業活動、対象となる地域、SPTs測定を行う事業活動の国内外におけるマーケットシェア等)**

本ローンのKPI達成により、以下の通り多様な人々に対するポジティブなインパクトがもたらされることが期待される。

- ・対象地域の人口（沖縄北部、潜在的雇用創出対象地域）
- ・対象地域のあるいは沖縄の年間観光客数
- ・本事業により調達が期待される産業（飲食業、農業、建設業、など）
- ・環境が適切に保全・管理されるエリア（パークの敷地面積）

効率性：投下資本に対し相対的に規模の大きいインパクトが得られているか

借入人によるテーマパークの運営は、借入人の企業価値向上のみならず、テーマパークの所在する地域における雇用創出、地元企業活用による産業活性化、観光客数の増加など、地域全体に大きなインパクトをもたらすことが期待される。これより、本ローンは投下資本に対して相対的に規模の大きいインパクトが期待できる。

倍率性：公的資金又は寄付に対する民間資金活用の度合い

本項目は本ローンについて対象外である。

**追加性：追加的なインパクトがもたらされているか
SDGsが未達あるいは対応不足の領域への対処を促しているか
SDGs実現のための大きな前進となっているか**

借入人のSPTsの取り組みは、以下のSDGsに貢献することが期待される。



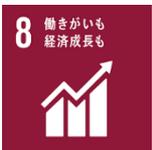
目標 1：貧困をなくそう

ターゲット 1.2 2030 年までに、各国定義によるあらゆる次元の貧困状態にある、すべての年齢の男性、女性、子どもの割合を半減させる。



目標 4：質の高い教育をみんなに

ターゲット 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およ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。



目標 8：働きがいも 経済成長も

ターゲット 8.3 生産活動や適切な雇用創出、起業、創造性、およ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。

ターゲット 8.6 2020 年までに、就労、就学および職業訓練のいずれも行っていない若者の割合を大幅に減らす。

ターゲット 8.9 2030 年までに、雇用創出、地方の文化振興・産品販促につながる持続可能な観光業を促進するための政策を立案し実施する。



目標 9：産業と技術革新の基盤をつくろう

ターゲット 9.2 包摂的かつ持続可能な産業化を促進し、2030 年までに各国の状況に応じて雇用および GDP に占める産業セクターの割合を大幅に増加させる。後発開発途上国については同割合を倍増させる。



目標 15：陸の豊かさも守ろう

ターゲット 8.3 生産活動や適切な雇用創出、起業、創造性およ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。

ターゲット 8.9 2030 年までに、雇用創出、地方の文化振興・産品販促につながる持続可能な観光業を促進するための政策を立案し実施する。



目標 17：パートナーシップで目標を達成しよう

ターゲット 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。

4. ローンの特性

4-1. 評価の視点

本項では、以下の内容を確認する。

- (1) 選定された KPI が事前に設定された SPTs を達成するか否かに応じて、ローンの財務的・構造的特性が変化する取り決めとなっているか。
- (2) KPI の定義と SPTs、SLL の財務的・構造的特性の変動可能性は、ローンの契約書類に含まれているか。
- (3) KPI の測定方法、SPTs の設定、前提条件や KPI の対象範囲に重大な影響を与える可能性のある想定外の事象が発生した場合の対応（重要な M&A 活動、規制等の制度面の大幅な変更、または異常事象の発生等）について、ローンの契約書類の中で言及の予定はあるか。

4-2. 評価対象の現状と JCR の評価

(評価結果)

本ローンは、選定された KPI に関し事前に設定された SPTs を達成するか否かに応じて、財務的特性が変化する取り決めとなっている。当該変動可能性は、本ローンの契約書類に含まれている。KPI の測定方法、SPTs の設定、前提条件について、ローンの契約書類の中で言及されている。

JCR は、本ローンの契約書類において、SPTs を達成した場合、財務的特性を変化させる取り決めとなっていることを確認した。また、KPI の定義、SPTs の設定、前提条件についても、同契約書類に記載される。なお、本ローンの実行時点で予見し得ない状況により、KPI の定義や SPTs の設定、前提条件が変更となった場合には、変更内容の説明について借入人と貸付人で協議をした上で、借入人から貸付人に対して変更報告書を提出する予定としている。

以上より、ローンの契約条件等との連動について必要な取り決めがなされ、契約書類における記載事項も適切であることを JCR は確認した。

5. レポーティングと検証

5-1. 評価の視点

本項では、融資実行後に予定しているレポーティング内容として以下の項目が含まれる予定か、開示方法および第三者検証の予定の有無について確認する。

i. 開示予定項目

年に1回以上、以下の事項が開示される予定となっているか。

- ✓ 選定 KPI のパフォーマンスに関する最新情報（ベースラインの前提条件を含む）
- ✓ 貸付人が SPTs の野心度合いを測るために有用な情報（借入人の最新のサステナビリティ戦略や関連する KPI/ESG ガバナンスに関する情報、また KPI と SPTs の分析に関する情報等）可能な範囲で以下の情報について開示：
 - ✓ パフォーマンス/KPI の改善に寄与した主な要因（M&A 活動等も含む）についての定性的・定量的な説明
 - ✓ パフォーマンスの改善が借入人のサステナビリティにどのような影響を与えるかについての説明
 - ✓ KPI の再評価有無、設定した SPTs の修正有無、ベースラインの前提条件や KPI の対象範囲の変更有無

ii. 検証

検証内容（SPTs の達成状況、財務的・構造的特性の変更に対する影響、そのタイミング等）について情報を開示予定か。

5-2. 評価対象の現状と JCR の評価

（評価結果）

借入人は、融資実行後のレポーティングにおける開示内容、頻度、方法について適切に計画しており、SPTs の進捗状況等、原則で必要とされる内容について、第三者検証を受ける予定である。

借入人は、KPI のパフォーマンスについて、年次で当該年の実績を貸付人に開示の予定である。本ローンで設定した SPTs の進捗状況について、第三者機関から検証を受ける予定である。また、予期せぬ事情により進捗が遅れがみられている場合等に関しては、その原因分析と今後の対応策等についても貸付人に開示を検討する予定である。仮に期中において SPTs にかかる重大な変更が発生した場合には、JCR がレビューを行い、引き続き SLLP 等への準拠状況と当初想定していた野心度や有意義性が維持されるか否かを確認する。なお、返済期限到来年に借入人、貸付人および JCR の 3 者で本ローンに係る振り返りを行い、SPTs の達成状況に加え、ジャパンエンターテイメントおよび社会に対するインパクトの発現状況を評価することとしている。

6. SLLP 等との適合性に係る結論

以上の考察から、JCR は本ローンが SLLP 等に適合していることを確認した。

(担当) 菊池 理恵子・小林 克人

本第三者意見に関する重要な説明

1. JCR 第三者意見の前提・意義・限界

日本格付研究所 (JCR) が付与し提供する第三者意見は、評価対象の、Loan Market Association (LMA)、Asia Pacific Loan Market Association (APLMA) および Loan Syndication and Trading Association (LSTA) が策定し、2021年5月に改定されたサステナビリティ・リンク・ローン原則 (SLLP) および環境省が2020年3月に策定したグリーンローンおよびサステナビリティ・リンク・ローンガイドラインへの適合性に関する、JCRの現時点での総合的な意見の表明であり、当該評価対象がもたらすポジティブなインパクトの程度を完全に表示しているものではありません。

本第三者意見は、依頼者から供与された情報およびJCRが独自に収集した情報に基づく現時点での計画又は状況を評価するものであり、将来における状況への評価を保証するものではありません。また、本第三者意見は、サステナビリティ・リンク・ローンによるポジティブな効果を定量的に証明するものではなく、その効果について責任を負うものではありません。本事業により調達される資金が同社の設定するインパクト指標の達成度について、JCRは借入人又は借入人の依頼する第三者によって定量的・定性的に測定されていることを確認しますが、原則としてこれを直接測定することはありません。

2. 本評価を実施するうえで参照した国際的なイニシアティブ、原則等

本評価を実施するうえでJCRは、LMA、APLMA、LSTA および UNEP FI が策定した以下の原則およびガイドを参照しています。

- ・サステナビリティ・リンク・ローン原則
- ・環境省 サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン
- ・ポジティブ・インパクト金融原則
- ・資金用途を限定しないポジティブ・インパクト・ファイナンス モデルフレームワーク

3. 信用格付業に係る行為との関係

本第三者意見書を提供する行為は、JCRが関連業務として行うものであり、信用格付業に係る行為とは異なります。

4. 信用格付との関係

本件評価は信用格付とは異なり、また、あらかじめ定められた信用格付を提供し、又は閲覧に供することを約束するものではありません。

5. JCRの第三者性

本評価対象者とJCRとの間に、利益相反を生じる可能性のある資本関係、人的関係等はありません。

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、又はその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、又は当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。本第三者意見は、評価の対象であるサステナビリティ・リンク・ローンに係る各種のリスク（信用リスク、価格変動リスク、市場流動性リスク等）について、何ら意見を表明するものではありません。また、本第三者意見書はJCRの現時点での総合的な意見の表明であって、事実の表明ではなく、リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本第三者意見は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、又は撤回されることがあります。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部又は全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■用語解説

第三者意見：本レポートは、依頼人の求めに応じ、独立・中立・公平な立場から、貸付人が借入人に対して実施するサステナビリティ・リンク・ローンについて、LMA、APLMA、LSTAの作成したサステナビリティ・リンク・ローン原則への適合性に対する第三者意見を述べたものです。

■サステナブルファイナンスの外部評価者としての登録状況等

- ・国連環境計画 金融イニシアティブ ポジティブインパクト作業部会メンバー
- ・環境省 グリーンボンド外部レビュー者登録
- ・Climate Bonds Initiative Approved Verifier (気候債イニシアティブ 認定検証機関)
- ・ICMA (国際資本市場協会に外部評価者としてオブザーバー登録) ソーシャルボンド原則、Climate Transition Finance 作業部会メンバー

■その他、信用格付業者としての登録状況等

- ・信用格付業者 金融庁長官 (格付) 第1号
- ・EU Certified Credit Rating Agency
- ・NRSRO：JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官 (格付) 第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル