



株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおりサステナビリティ・リンク・ローン・フレームワークに対する
第三者意見を公表します。

KG ホールディングス株式会社

サステナビリティ・リンク・ローン・フレームワーク

新規

<サステナビリティ・リンク・ローン原則等への適合性確認結果>

本フレームワークはサステナビリティ・リンク・ローン原則等に適合する。

借入人	KG ホールディングス株式会社
評価対象	サステナビリティ・リンク・ローン・フレームワーク

要約

本第三者意見は、Trustar Capital Partners（トラスター・キャピタル）が、資源リサイクルや廃棄物処理、運輸倉庫事業及び製紙業を行う企業集団である、グループの持株会社である株式会社兼子商店に対して資本参加を行うために設立したSPC（KG ホールディングス）が、SLLとして借入を行うためのサステナビリティ・リンク・ローン・フレームワーク（本フレームワーク）に対して、「サステナビリティ・リンク・ローン原則」¹及び「サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」²（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及び客観性確保のため、独立した第三者機関として、資本参加後の持株会社であるKG ホールディングス株式会社、中核子会社の株式会社兼子及びKG ホールディングスの主要出資者であるトラスター・キャピタルのサステナビリティ戦略、本フレームワークにて定められたキー・パフォーマンス・インディケーター（KPI）、サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）、特性、レポートング、検証について確認を行った。

¹ Asia Pacific Loan Market Association (APLMA), Loan Market Association (LMA), Loan Syndications and Trading Association (LSTA). "Sustainability-Linked Loan Principles 2023" (<https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>)
² 環境省 サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2024年版 (<https://www.env.go.jp/content/000062348.pdf>)

1) KG ホールディングス、兼子及びトラスター・キャピタルの概要及びサステナビリティ戦略

KG ホールディングス及び兼子

KG ホールディングスは、グループを統括する株式会社兼子商店に対してトラスター・キャピタルが資本参加を行うために設立したSPCであり、またその後の株式会社兼子商店との吸収合併を経て、現在は持株会社としての機能を担っている。同グループは、1948年に静岡県清水市（当時）にて、紙卸売業を営む（旧）兼子商店として創業された。その後製紙業や資源リサイクル、運輸倉庫、廃棄物処理事業に進出したのち、2016年に持株会社体制へ移行した。2024年には、KG ホールディングスを存続会社、株式会社兼子商店を消滅会社とした吸収合併が行われ、また、資源リサイクルの同業である國光グループ（株式会社國光ホールディングスと頂点とする企業グループ）及び株式会社開発紙業が持株会社に参画した。現在のKG ホールディングスは、ファンド SPC のスポンサーであるトラスター・キャピタル、共同投資家である株式会社日本政策投資銀行、創業家の3者が出資を行っている。

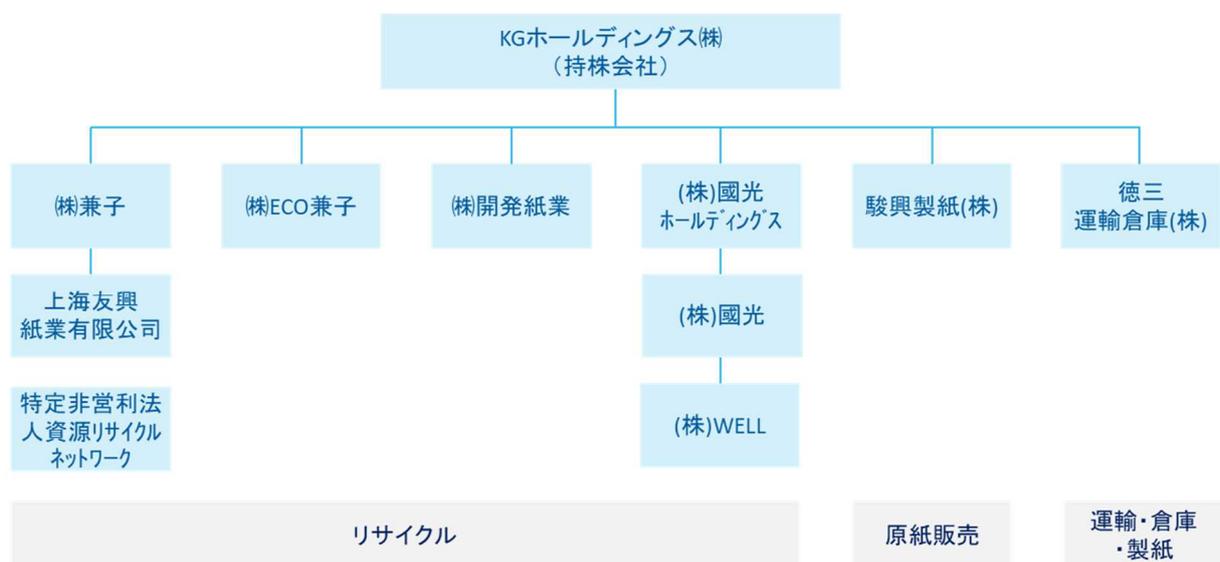


図 1：2025 年 3 月時点におけるグループ構成³

KG ホールディングスの中核的の子会社である兼子は、静岡県にて創業し、全国にて資源リサイクル事業を行う会社である。兼子は、古紙リサイクルとプラスチックリサイクル事業を主に行っており、特に古紙リサイクルについて、静岡県をはじめとして全国各地に古紙ヤードを有する大手の古紙回収問屋であり、回収する古紙の多くについて自前による古紙回収、処理を行っている。また、機密性の高い書類については、兼子とグループ会社の製紙部門によって、自社による古紙回収から、処理、製紙までグループにおいて一気通貫に行うことで、セキュリティを確保した形で回収・処理を行っている。

³ KG ホールディングス提供資料より引用

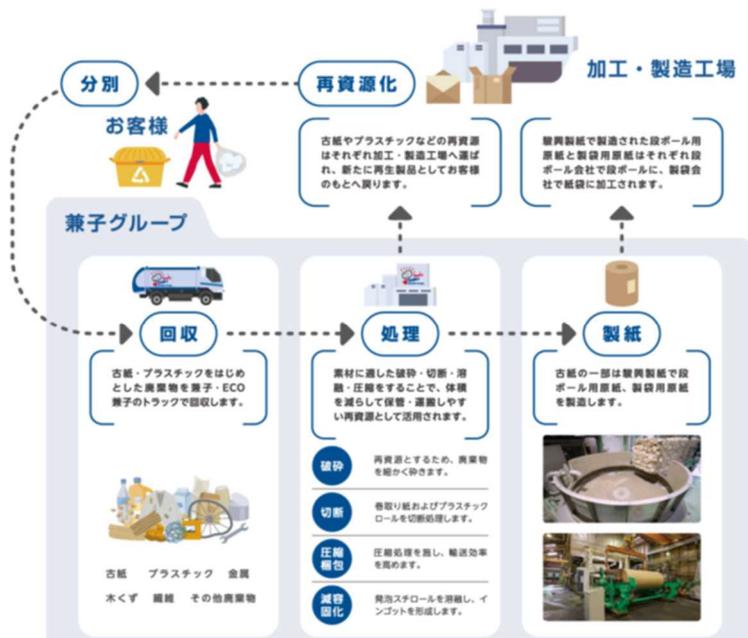


図 2：兼子のリサイクルフロー

KG ホールディングスは、前述の通り古紙や廃棄物の再資源化・処理をグループで行っている。KG ホールディングスは自社グループを「総合リサイクルカンパニー」と名付け、事業活動全体がサステナビリティに関する取り組みと関連すると位置付けて、2022 年に社内検討の上で、自社の 6 つの重要課題を特定した。

この 6 つの重要課題のうち、「リサイクル・再資源化・廃棄物削減の強化によるグループ一体での事業活動の促進」の重要課題は、グループ会社の駿興製紙との協業等、兼子の事業活動と直結しており、グループ全体で自社事業を推進することで環境を含めたサステナビリティへの取り組みを進めている。

また、経営陣がサステナビリティ戦略・事業に関連した討議を行う合議体として、代表取締役社長や取締役、出資者が参加したうえで、取締役会や経営会議でサステナブルに関する戦略が議論されている。また、自社の取り組みについては、社外のコンサルティング会社から助言を受けて行われている。

トラスター・キャピタル

KG ホールディングスのスポンサーであるトラスター・キャピタルは、CITIC Capital Holdings Limited のプライベート・エクイティ部門である。2003 年に創業し、創業翌年に日本パイアウトファンド第 1 号を組成した。これまで日本国内で 4 つのファンドを組成・運用し、様々な業種の企業に対して投資を行い、投資対象企業の企業価値の向上に努めてきた。現在のコミットメント額はグループ全体で総額 86 億米ドルに上る。

トラスター・キャピタルは、創業以来、「Investing for Good」へのコミットメントに基づき投資を行っている。責任ある投資に注力することで、リスクを低減しファンドや投資先企業に正の経済効果をもたらすだけでなく、社会や環境にも長期的かつ持続的な利益をもたらすことができると考えている。

サステナビリティや ESG の観点投資プロセスに組み込むことが、自社と投資先企業のより良いビジネスと社会的成果の実現に繋がると考え、2022 年に、国連責任投資原則（UN PRI）に署名し、PRI のフレームワークに沿った運営とレポートを行っている。

また、2023 年 9 月に ESG ポリシーを導入して以降、ESG・サステナビリティ戦略に基づいた投資戦略を採用している。投資前のデューデリジェンスから始まり、ポスト・クロージング、モニタリング、エグジットまでを包括した一連の投資サイクルに ESG・サステナビリティの評価・改善活動を統合させている。この取り組みについてはグローバル・スタンダードを意識した ESG デューデリジェンスのチェックリストやモニタリングツールキットを活用している。

併せて、LP 投資家含むステークホルダーへの説明責任や透明性という観点を重視し、年に 1 度の周期で ESG 報告書を作成しているほか、四半期毎に作成している LP 向け運用報告書においても、ポートフォリオ毎の財務パフォーマンス以外に、ポートフォリオの ESG 関連マテリアリティについても LP に対し、重要な ESG 課題をアップデートできる体制を整備している。また、達成すべき長期目標について、ポートフォリオレベルで基準を定めており、またトラスター・キャピタルの自社としての ESG・サステナビリティ長期目標も定められている。

2) KPI・SPT の設定

KG ホールディングスは、本フレームワークで以下の KPI 及び SPT を設定している。

KPI：株式会社兼子における古紙回収量

SPT：株式会社兼子における古紙回収量を純増させる
(競争上の観点から非開示)

KG ホールディングスにおいて、兼子は中核的子会社であり、非開示であるものの売上に占める割合は比較的大きく、また、グループの中核事業である古紙回収において大きな役割を果たしていることを確認している。

また、グループ一体となって古紙回収から製紙までを行うことができ、一段の事業の拡大余地のある古紙再資源化事業を行っている兼子の事業拡大、特にその中心である古紙回収量の増大は、重要であるととらえられている。

以上から、本 KPI は、KG ホールディングス及び兼子の事業拡大に貢献するものであるため、有意義であると評価している。

また、日本は、天然資源に乏しい国であり、資源の有効利用について従来から叫ばれてきた。1999 年に策定された「1999 年循環経済ビジョン」において、リデュース、リユース、リサイクルのいわゆる 3R が政策として推進された。2020 年に策定された「循環経済ビジョン 2020」では、3R の取り組みを環境問題や廃棄物対策から一歩進めて、ビジネスとして資源循環経済を構築するという取り組みへの転換が提唱された。

そのような資源循環経済について、古紙は従来からリサイクルの優等生と言われ、回収・処理・再生に至るシステムが確立しており、経済原理によって自律的な経済活動が行われている。政府においても、国内の紙リサイクルを進めるために古紙利用に向けた取り組みを実施している。兼子はグルー

プの中に製紙会社を有しており、古紙のリサイクルについてグループ会社を含めたノウハウの蓄積が進んでおり、通常回収される古紙については、ほぼ 100%のリサイクルが達成できている。リサイクルが難しいと考えられていた古紙についても、グループ内のリサイクルノウハウによって回収量を増加させることは、社会の古紙リサイクル率向上に貢献すると評価できる。

KG ホールディングスが今回 KPI として定めた古紙回収量は、政府取り組みである古紙利用の取り組みを供給面から支えるものであり、KG ホールディングス及び兼子の古紙回収量の増加に向けた取り組みは重要であると言える。

以上より、本 KPI は有意義であるといえる。

また、本 SPT（株式会社兼子における古紙回収量を一定数純増させる）に関して、兼子の過年度実績は、2016 年度に一旦最大になったものの、兼子が強みを持つ、製本・印刷業界における産業古紙回収量についてはデジタル化・ペーパーレス化に加えて、2020 年に発生した新型コロナウイルスの世界的流行により減少した。その後 EC ビジネスの活発化により段ボールの需要が増加したことを受けて、全体として兼子の古紙回収量は回復傾向にある。

この状況において、本 SPT は、2029 年度までに回収量を増加させることを目標としている。この SPT は、兼子の古紙回収量における国内シェアを毎年増加させることを目標として設定されている。最終年度となる 2029 年度の数値は、前記 2016 年度の兼子の古紙回収量を上回る数値である。国内の古紙回収量が減少傾向であるほか、兼子が強みを持つ製本・印刷業界における産業古紙の回収量が減少する中でこの目標を達成するためには、兼子の BAU を超える取り組みが求められる。

なお、古紙回収業を行う同業他社においては、上記のような数値目標を掲げている企業はいない。したがって、KG ホールディングスが SPT を設定すること自体が国内の古紙回収を行う同業他社と比較して野心的であるといえる。

さらに、日本国内において、古紙回収量に関する具体的な目標数値はないものの、国内の古紙回収量は 2007 年度以降減少が続いている。

一方で、KG ホールディングスが SPT として設定した兼子の古紙回収量の数値は、最終年度の 2029 年度において過去最大となっている。KG ホールディングスでは、縮小する市場においてもグループとして回収から製紙まで一貫して行う体制が整っていることや、自社による回収比率が高いことにより、顧客の要請にこたえて高頻度に回収を行うこと等によって、同業他社と比した強みを活かして SPT の達成を行うことを計画している。

上記より、KG ホールディングスの設定した数値は、国内の古紙回収量が減少する中でも自社の回収量を増加させるものであり、野心的であると評価できる。

JCR は、本フレームワークに基づいて調達される借入金の特性として、SPT の達成状況に応じて、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、SPT 達成状況に応じた財務的特性等との連動方法の設定、実行後のレポート内容及び検証の内容についても適切に計画されている。

以上より、JCR は、本フレームワークが SLLP 等に適合していることを確認した。

(担当) 梶原 敦子・梶原 康佑

本評価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、International Capital Market Association (ICMA) / Asia Pacific Loan Market Association (APLMA)、Loan Market Association (LMA)、Loan Syndications and Trading Association (LSTA) が策定したサステナビリティ・リンク・ボンド/ローン原則及び環境省が策定したサステナビリティ・リンク・ボンド/ローンガイドラインへの評価対象の適合性に関する、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及び 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・ボンド/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。設定されたサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲットの達成度について、JCR は発行体/借入人又は発行体/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. 本第三者意見を提供するうえで参照した国際的なイニシアティブ、原則等

本第三者意見を提供するうえで JCR は、ICMA/APLMA、LMA、LSTA、環境省及び国連環境計画金融イニシアティブが策定した以下の原則及びガイドを参照しています。

- ・サステナビリティ・リンク・ボンド/ローン原則
- ・サステナビリティ・リンク・ボンド/ローンガイドライン
- ・ポジティブ・インパクト金融原則

3. 信用格付業に係る行為との関係

本第三者意見を提供する行為は、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/借入人及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、結果的正確性、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・ファイナンス・フレームワーク】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、サステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワークについて、ICMA/APLMA、LMA、LSTA によるサステナビリティ・リンク・ボンド/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 認定検核機関)
- ・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