

米国のソーシャルインパクト債（SIB）導入に関する一考察

杉本 有造*

(IES 全米大学連盟東京センター講師)

ジョセフ・ガブリエラ**

(東洋大学法学部専任講師)

1 はじめに

米国オバマ政権の2012年度連邦予算で、「ソーシャルインパクト債」(SIB: Social Impact Bonds)の実験プロジェクトに1億ドルの予算が計上された。ただし、その額は、連邦政府の総予算額3.7兆ドルに対して「0.003パーセント」以下の割合であった。このように予算的には極めて少額にもかかわらず、米国内の研究者やメディアの間では、「これ(SIB)が機能すれば、財源不足に直面する公共財政の仕組みに大きな変化をもたらすかもしれない」と注目された。

SIBとは、財政難に直面している連邦/地方政府などの公共部門と民間資金を結び付ける実験的なファイナンスの仕組みである。この仕組みでは、投資の対象となる社会的な事業が具体的な成果を生み出した場合にのみ、公共部門から民間投資部門に対して対価が支払われる。つまり、社会的な事業にとまらぬ投資リスクを民間部門が負担するのである。たとえば、「青少年受刑者の再犯率の低下」という社会的プログラムのSIBでは、具体的目標値を達成した場合にかぎり投資額が償還される。現在、米国において、このSIBは、社会的に好ましくない事象が発生した後の「救済的」な社会プログラムにおいてではなく、「予防的」な社会政策の分野における新しい資金調達的手法として着目されている。

従来の社会的な事業は、主としてインプット(投入資源)に対して予算が支出されてきたとすれば、SIBはアウトカム(成果)に対して予算が支払われる仕組みだと説明できよう。そのため、米国では、SIBは「Pay-for-Success Bonds」(成功対価型)とも呼ばれている。このSIBの顕著な特徴のひとつは、具体的な目標値が達成されない場合、資金を拠出した投資家に対して利子だけでなく元本も償還されないことであ

*1984年横浜国立大学経済学部卒業、日本道路公団入社。1991年ペーパーダイン大学経営大学院修了(MBA)。2004年横浜国立大学大学院国際社会科学科博士課程修了。博士(経済学)。日本財政学会所属。主な著書/論文として、『オバマ大統領とハイブリッド車』(我龍社、2010年)、金澤史男編『財政学』(第7章「財政投融资」担当、有斐閣、2005年)、「高速道路の政策コストと財政投融资制度改革」(『会計検査研究』第29号、2004.3、pp.99-114)、「有料道路の証券化について」(『高速道路と自動車』44(8)、2001.8、pp.31-41)。

** Joseph Gabriella. 1988年ペンシルバニア大学ウォートン・スクール卒業(経営学部)。1989年ペーパーダイン大学経営大学院修了(MBA)。1993年イリノイ大学経営大学院修了(国際経営戦略修士)。1999年南フロリダ大学教育大学院博士課程修了。博士(教育学)。主な著書/論文として、『エレベーター・スピーチ入門』(我龍社、2012年)、「A Comparative Analysis of Technology Policies in the U.S. and Japanese Pharmaceutical Industries」, *Journal of Asia-Pacific Business*, (11) 1, 1996, “Clarifying Gray Market Gray Areas”, *American Business Law Journal*, (31), 1993.

る。そうしたリスクの構造に着目すると、エクイティ（出資）に近い形態だといえる。したがって、一般の「Bonds」（債券）と解釈すると誤解が生じやすく、むしろ「契約」（Contract）と考えたほうがよい。

「Social Impact Bonds」の「Impact」という英語には、「正の価値を付加する」という意味が含まれている。それを踏まえると、「社会貢献債」などの訳語が考えられるが、本稿では、略語の「SIB」または「ソーシャルインパクト債」という術語を用いることとする。

本稿の目的は、米国で現在注目されている新しい実験的な手法である SIB の基本的な概要や仕組み、導入事例とそこから導きだせる可能性と懸念、日本で導入されるとした場合の課題について考察を加えることにある。

2 先行研究の整理

SIB は新しい実験的なファイナンス手法で事例もそれほど多くはない。そのため、先行研究は限られているが、主なものを示しておこう。Liebman (2011) は、「成果重視の予算活用」と「市場の規律」を結合する SIB を社会的な事業の新しいファイナンス手法と位置づけ、米国における SIB の導入に対して、その課題と可能性を分析する。Social Finance (2012) は、世界で初めての SIB、ピーターバラ・ソーシャル・インパクト・ボンドを主導した実績にもとづき、SIB のメリットと課題、潜在リスクとその軽減手法を提示する。McKinsey & Company (2012) は、米国での導入を射程にいれ、SIB の基本的な枠組み、SIB の定量的な評価事例、SIB の利害関係者、特定の社会的プログラム（心理学的家族療法）による SIB の費用節減効果など、多面的な分析を提示する。

ここであげた 3 つの先行研究に共通する特徴として次の点を指摘できる。すなわち、SIB の可能性とそのリスク、課題の両面を客観的に分析したうえで、社会的事業の新しいファイナンスの実験的かつ革新的な手法のひとつとして実践的な視点にたってその導入を検討すべきであるというスタンスに立っている。

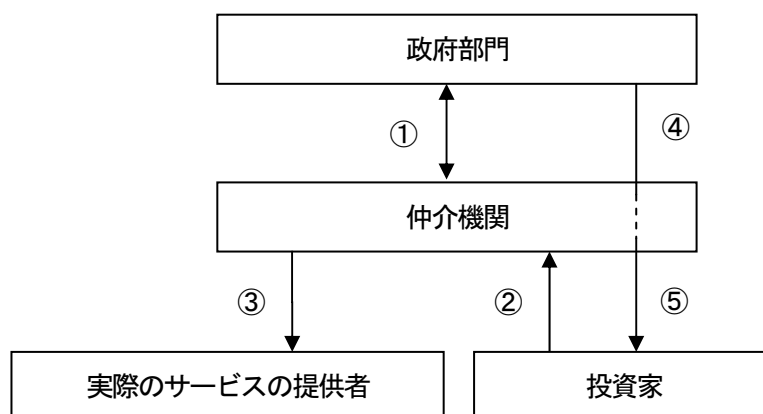
わが国の先行研究も限られているが、山口他 (2012) では、社会的価値を可視化する手法である社会的投資収益率（Social Return on Investment）を活用した投資を支える仕組みとして、SIB の仕組みが説明される。

以上のように先行研究が限られているなかで、本稿は、特に「SIB の市場性」を分析の射程にいれながら、日本において SIB の導入を検討するにあたっての課題や政策的インプリケーションを提示することを目的とする。

3 ソーシャルインパクト債とは

では、図表-1 にもとづき、SIB の基本的な構造と仕組みをみておこう。

図表-1 SIBの基本的な構造と仕組み



（出所：筆者作成）

主な「アクター」（Actor）として、政府部門、仲介機関、実際のサービスの提供者、投資家が関与する。図表-1のなかで数字を付した矢印は、SIBに参加するアクター間の相互の関係を示したものである。

- ① 政府部門が仲介機関と、当該行政サービスのSIBプロジェクトに関する契約を締結する。連邦政府だけではなく、地方政府も契約を締結できる。
- ② 債券の発行のように、仲介機関が民間の投資家にSIBを売却し資金を調達する。この資金は、下記③で示すサービス提供のために使用される。
- ③ 仲介機関はプロジェクト管理者という存在になり、サービス提供者と別途契約を結び、サービスの提供、そのための資金の支払い、サービスの水準や効果測定などの必要項目を確認する。そうした専門性をもたない仲介機関は、別の会社にこの業務を有料で委託することができる。複雑なサービスの場合、専門性が異なるいくつかの補完的な組織が参加しサービスを提供するケースもある。その場合、仲介機関は、相乗効果を発揮し一貫性のあるサービスが提供されるように、複数の機関の調整を行う。
- ④ 政府部門は、仲介機関との間で設定した目標が達成された場合、政府予算にもとづきプロジェクトの必要資金を仲介機関に支払う。この場合、プロジェクトの成功により節減された費用分が、仲介機関の利益になる。目標が達成されない（あるいは目標値を下回る）場合、政府部門から仲介機関に対してプロジェクト資金の支払いはなされない。
- ⑤ 仲介機関は、政府部門と設定した費用削減効果や目標値に対する達成度を定期的に測定する。目標が達成された場合、仲介機関は、政府部門から支払われたプロジェクト資金にもとづき（上記④）、投資家に利子を支払い、満期に元本を償還する。目標達成の度合いにしたがって、利子の変動する仕組みが多く、たとえば、大幅に目標を上回れば、投資家へ支払われる利子が増額される。目標を達成できない場合や目標値を下回る場合は、仲介機関は、SIBの投資家に対して、利子の支払いと元本の償還を行う義務がないという条件が基本的に採用される。これは、目標が達成されない場合に、上記④のとおり政府部門から仲介機関へプロジェクト資金の支払いがなされないことに連動している。この意味で、当該SIBプロジェクトの投資リスクが政府部門から投資家に移転される。これが、政府部門が、結果や効果を問わずに、サービスの提供に対して対価を支払ってきた従来型の手法とSIBの相違点である。

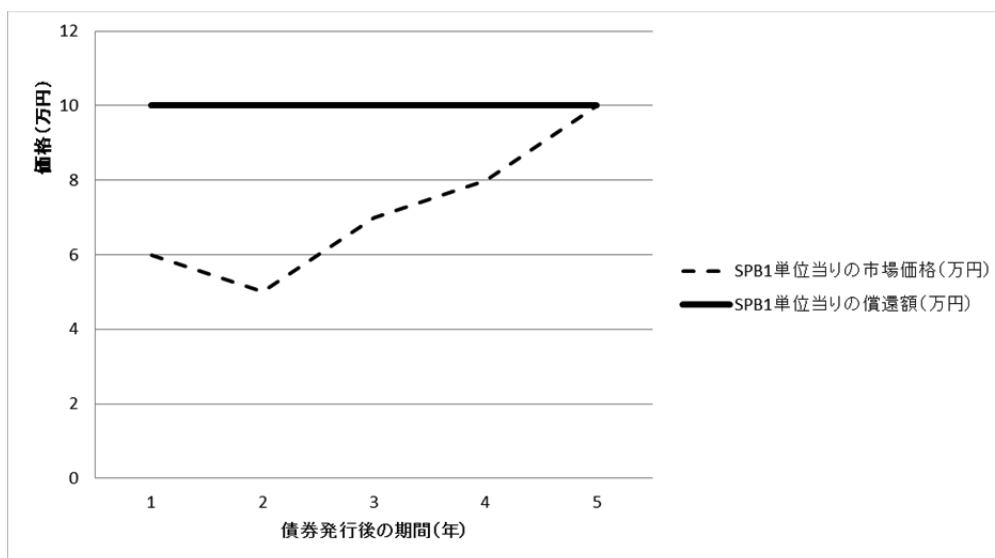
4 ソーシャルポリシー債とは

次に、SIBの発端とみなされることもある「ソーシャルポリシー債」(SPB: Social Policy Bonds)について念のため確認しておこう。SPBは、ある社会的な事業に関して、公共部門が無利子の債券を発行する。このSPBは、事前に設定された目標値が達成された場合にのみ償還される。SPBは、市場で取引され、価格は変動する。

SPBを単純な具体例で説明しよう。ある地方公共団体Aが、湖の浄化を促進するプログラム(5年間)に関してSPBを発行すると仮定する。地方公共団体Aは、湖の浄化プログラムに、総額1億円まで支出してよいと考えている。そして、SPBの1単位当たりの額面を10万円として、1,000単位を無利子で発行することを計画する。入札の結果、SPB1単位当たり6万円で落札されたとする。地方公共団体Aに総額6,000万円の資金が入り、それを湖浄化プログラムの予算として使う。償還期間は5年で、地方公共団体Aが設定した湖の透明度の目標値が達成された場合にのみSPB1単位当たり10万円(総額で1億円)が投資家(SPB保有者)に償還される。

5年後に額面10万円/単位の償還を受けるため、投資家(SPB保有者)は、湖の透明度の目標値が達成されるように、何らかの行動をとるインセンティブをもち、行動を起こす。図表-2が示すように、市場において目標の達成の度合いが追跡される。償還期限が近づき、湖の透明度の目標値が達成される見込みが高まるにつれて、SPBの市場価格は上昇する。一方で、たとえば、債券発行後2年目のときのように、市場が一時的に「目標達成が困難」と判断すれば、SPBの価格は低下する。SPBの価格が低下すれば、当該プログラムの目標達成に向けて市場から圧力をうける。そして、5年後の目標値達成と引き換えに、地方公共団体Aは、SPBの保有者に総額1億円を償還する。この場合、最初からSPBを保有している者は、1単位当たり4万円の利益を得る一方、地方公共団体Aは当初想定した総額1億円で目標を達成することになる。つまり、地方公共団体Aは、「市場の規律」を活用し、当初想定した総予算額で湖の浄化の目標を達成できるのである。

図表-2 SPBの市場価格の変化



(出所: Horesh (<http://socialgoals.com/>) にもとづき筆者作成)

このような SPB の基本的なポイントを、Shiller（2012）は次のように整理する。第 1 に、起業家がソーシャルポリシー債を購入し利益を獲得し、同時に社会的な課題を解決する道筋をつけることが可能である。第 2 に、SPB の債券市場が整備されれば、当該債券の保有者は償還日以前に売却することができる。第 3 に、当該債券が想定する社会的課題の解決の目標値がクリアされるという期待がうまれば、その債券の価格が上昇し、売却益を獲得できる。

この SPB の問題点として次の点が言及される。第 1 は、SPB を保有する投資家が事前に設定された目標の達成に積極的に関与することが困難であることである。その意味では、SPB の投資家として、政策の実現に関与が可能な公共性の高い機関、慈善団体などが想定できる。第 2 は、SPB を保有する投資家のなかで、目標達成に対して積極的に関与しない一種の「フリーライダー」（Free Rider）がでてくることである。第 3 は、目標達成に対して、どの施策が、具体的に効果があったのかを評価することが容易でないことである。湖の浄化を例にとれば、浄化技術の結果なのか、洗剤メーカーの技術力の向上、あるいは、地域住民のライフスタイルや環境意識の向上の結果なのかを具体的に測定することは難しい。SPB が対象とする社会現象の原因の複合の度合いが増すほど、この問題が顕在化することになる。

いずれにしても、SPB も、「市場の規律」を活用し、民間投資部門にリスクを移転しながら、社会的政策の目標を達成しようとする点で、SIB と共通であることがわかる。

5 具体的な事例

それでは、「ソーシャルインパクト債」（SIB）の 2 つの事例を紹介しよう。第 1 が、「世界初」の SIB であり、英国ピーターバラ刑務所の若年受刑者の再犯率を低下させるプログラムである。2010 年 9 月にソーシャルファイナンス（英国を拠点とする研究組織）が世界初の SIB プロジェクトとして開始したものである。その概要は、図表-3 のとおりである。

図表-3 英国ピーターバラ刑務所のSIB

項目	詳細
担当政府機関	イギリス連邦政府（法務省）
対象者	ピーターバラ刑務所の短期の実刑（12か月以下）を受けている3,000人の男性
目標	6年間のSIBの有効期間に、3,000人に対して再犯をしないように支援活動をする。再犯率が7.5%以上減少した場合、投資家は連邦政府の節約した予算の一部を獲得する。再犯率の減少が7.5%を超える場合は、投資家への利益配分が2.5%から最大13%まで、比例して増額される。SIBの全体の契約期間は8年間で、最初の6年間でプログラムが実施され、最後の2年間で、目標が達成されれば、投資家に資金が償還される。
仲介組織	Social Finance という金融仲介機関。法務省と契約を結び、投資家から500万ポンド（約716.5百万円）を調達。目標が達成されれば、この仲介組織が、投資家に対して、金利を支払い、元本を償還する。
サービス提供者	セント・ジル基金（St. Giles Trust）、オルミストン子供と家族の基金（The Ormiston Children and Families Trust）、ソーバ（SOVA）、やYMCAなど。
投資家	17の投資家。その内訳は、社会投資家と複数の慈善事業組織（ロックフェラー基金、バローキャドバリー慈善基金など）。
評価者	SIBの資金で導入されるプログラムの参加者と当該プログラムの対象になっていないグループを比較し効果を測定するため、QinetiQ社とUniversity of Leicester（レイセスター大学）に評価を依頼。それとは別に、ランド研究所欧州（RAND Europe）に独立した中間評価を実施させた。
中間評価の手法	<p>方法論：SIBの開発、導入に関与した者22名との準構造的面接を実施 目的：将来のSIBの設計を改善するために、SIBの現時点の結果と初期の教訓を導出 結果：</p> <ol style="list-style-type: none"> ① SIBの分析について支援が必要であり創造的思考が要求される。 ② 仲介機関に求められる能力として、契約交渉術、金融商品を販売する専門知識、SIBに関連した社会政策の知識、他のソフト作りが求められる。 ③ SIBについて、定義の標準や契約雛型が開発されると、将来のSIBの活用が円滑になる。 ④ SIBの対象となる社会的な問題ごとに、関連した投資市場の分析を行い、投資家の関心や動機づけを探ることが求められる。 ⑤ 減税、税額控除のような措置がSIBの促進に効果があるのか、政府として検討する必要がある。 ⑥ 本件SIBは法務省のみが対価を支払う義務を負っているが、他の連邦政府機関や地方政府との費用分担を検討する必要がある。そうすれば、いくつかの政府機関が関係する複雑な社会的問題にSIBを導入しやすくなる。 ⑦ 投資家へ対価を支払うまでの時間と資本の効果的な活用について分析する必要がある。

（出所：筆者作成）

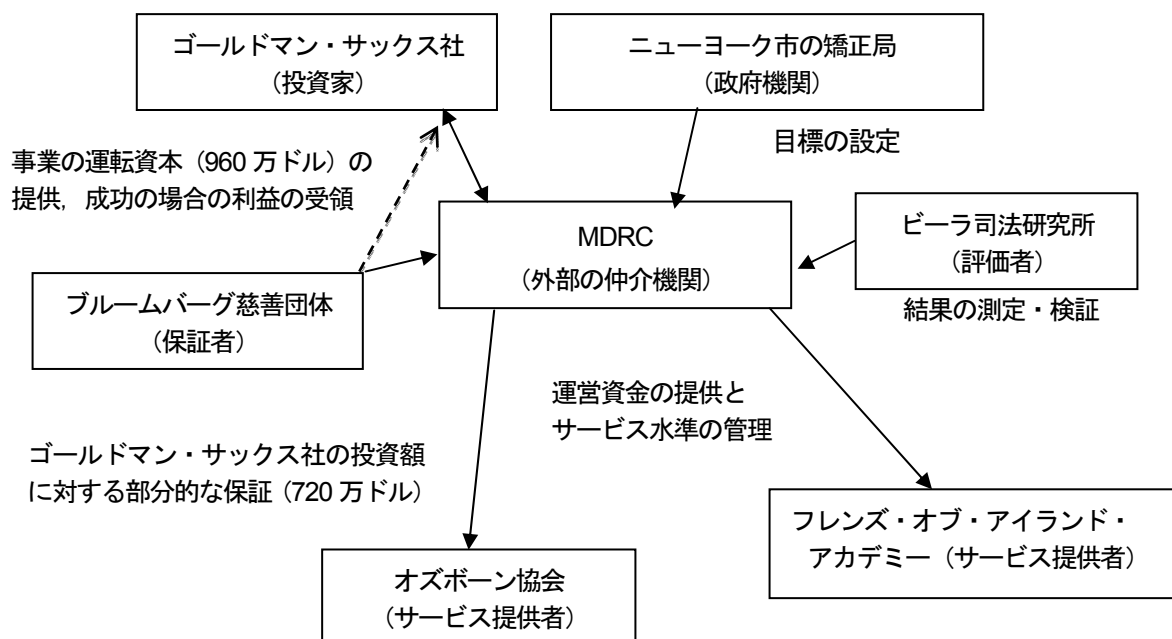
第2が、米国ニューヨーク市のライカーズ島矯正施設のSIBである。ニューヨーク市と国際的な金融機関であるゴールドマン・サックス社との連携によるプロジェクトである。基本的な骨格は、図表-4および5のとおりである。

図表-4 米国ニューヨーク市ライカース島矯正施設の SIB

項目	詳細
担当政府機関	ニューヨーク市矯正局
対象者	ライカース島の矯正施設の 16 才~18 才の被収容者
目標	現在, 50%に近い再犯率を 4 年間で最低 10%減少させる。
仲介組織	社会研究を行っている MDRC という超党派の非営利団体。投資家からの資金の受領, 投資家への利子の支払い, 元本償還は, この組織を通してなされる。
サービス提供者	オズボーン協会とフレンズ・オブ・アイランド・アカデミー
投資家	ゴールドマン・サックス社 ローンとして, 960 万ドルの運転資本を提供する。目標が達成された場合は, MDRC を通じてリターンが支払われると元本が償還される。
保証者	ブルームバーグ慈善団体 ゴールドマン・サックス社の投資リスクを軽減するために, MDRC に対する助成という位置づけで, ゴールドマン・サックス社の投資額を 720 万ドルまで保証。このブルームバーグ慈善団体の保証（助成金）にもとづき, 仮に, 目標が達成されない場合でも, ゴールドマン・サックス社は, MDRC から 720 万ドルを受領することができる。

(出所：筆者作成)

図表-5



(出所：Costa and Kohli (2012))

このプログラムでは、仲介機関の MDRC が、再犯率を 10%低減させた場合、ニューヨーク市は、仲介機関の MDRC を通じて、960 万ドルをゴールドマン・サックス社に支払う。その場合は、ゴールドマン・サックス社の投資額と同額となる。つまり、この場合がゴールドマン・サックス社の「損益分岐点」となる。再犯率が 10%以上低下した場合、ニューヨーク市の支払い額は図表-6 で示すとおりに増加する。たとえば、再犯率が 20%以上低下した場合、ニューヨーク市から仲介機関の MDRC を通じてゴールドマン・サックス社に支払われる額は、1,171 万ドルになり、同社が受け取る収益額、リターン率は、それぞれ 211 万ドル、22%になる。

図表-6 SIB によるニューヨーク市の支払い額および費用削減額（推計）

再犯率の削減率	A ニューヨーク市から MDRC への支払額 (単位：千ドル)	B 純投資収益 (単位：千ドル)	C 利益率・損失率	ニューヨーク市の長期的な純費用削減額（推計） (単位：千ドル)
20.0%以上	11,712	2,112	22%	20,500
16.0%以上	10,944	1,344	14%	11,700
13.0%以上	10,368	768	8%	7,200
12.5%以上	10,272	672	7%	6,400
12.0%以上	10,176	576	6%	5,600
11.0%以上	10,080	480	5%	1,700
10.0%以上 (損益分岐点)	9,600	0	0%	1,000 以上
8.5% 以上 *1	4,800	-2,400	-25%	1,000 以上

注1 B=A-投資額 960 万ドル。

ただし、「目標値を下回る」*1 の場合は、B = 720 万ドル（保証額）- 投資額 960 万ドル。

注2 C = B / 960 万ドル × 100。

（出所：Costa and Kohli (2012) にもとづき修正。注は筆者によるもの。）

6 SIB の代替金融商品「HUCAP」

ここで、SIB に関連して、同じ目的、つまり、社会的な問題の解決のための「資本提供機能」をもつ代替的な金融商品に触れておこう。それが、「Moral-Obligation Bonds」(MOB, 道義的支払保証債券) に分類される「Human Capital Performance Bonds」(HUCAP) で、1997 年以来米国ミネソタ州で利用されている。MOB の顕著な特徴は、地方政府などの発行機関により、支払いが保証されないことにある。この点が、政府保証のつく一般公債 (General Obligation Bonds) との大きな相違である。

MOB は、そのようなリスクに応じて、利率は高くなる。投資家は、地方政府の支払保証がないとはいえ、公的機関が発行するという点にある程度の信頼を置き、くわえて利子が税額控除されるため、こうした債券を購入することになる。投資家から集めた資金は、プール資金として活用される。

MOB は、SIB と同じように、成功・結果にもとづき、支払いがなされるが、支払い先が異なる。つまり、両者はリスク構造が異なるのである。前述のとおり、目標達成により、投資家に元本が返済されリターンも支払われる SIB とは対照的に、HUCAP の場合、目標の達成により、サービス提供者に対価が支払われる。もちろん、HUCAP の場合も、設定した目標を達成しなければ政府は支払いをしない。目標が達成さ

れない場合、ミネソタ州は、プール資金から投資家に償還することもできるし、その資金を別の社会事業にも運用できる。

このミネソタ州の MOB プログラムは次のような仕組みである。慢性的な貧困問題の緩和のために、非営利団体「TC Rise！（Twin Cities Rise）」が、補習教育、職業訓練、インターンシップなどの1年間の集中的な教育訓練プログラムを提供している。このプログラムの修了生は、平均年収2万5,000ドルと福利厚生のある仕事を紹介される。修了生の2年間の仕事の定着率は73%になっている。ミネソタ州の推計（1995年時点）によると、年収2万ドルの仕事に就く労働者1人当たりについて、州は所得税収入と福祉提供に係る費用の削減により、毎年3,800ドルの便益を受けていた。その15年間の割引現在価値は3万1,000ドルとなる。このプログラムの卒業生が卒業後1年の時点でまだ仕事に就いていたら、政府は「TC Rise！」に成功報酬として1人当たり9,000ドルを支払い、2年目が終了しまだ仕事に就いているならば、さらに9,000ドルを支払う。1997年にこのプログラムが導入されて以来、ミネソタ州が「TC Rise！」に提供する1ドル当たりの便益は5.42ドルになっている。

このように、SIBならびにMOB（HUCAP）も、社会的な事業を実施するうえで、結果／目標の達成が基準となって、リスクが、投資家あるいはサービス事業者に転換される点で共通点をもっていることが理解できる。

7 SIBのメリットと課題

以上を踏まえて、SIBのメリットと課題を確認しておこう。第1のメリットは、社会的なプログラムの目標達成によって、SIBの投資資金が償還されるので、政府予算を有効に活用しながら、社会福祉的な価値を増加させることができることである。欧州、米国、日本など、世界的に財政赤字が悪化している昨今の状況を考えると、このメリットは非常に重要だといえよう。

第2が、「目標達成と結果の透明性」と「政府の投資リスクの転換」である。米国では、従来の社会的なプログラムの場合、主に政府が予算を使ってそのサービスや介入プログラムを提供しているが、その成果や目的の達成の度合いが十分に検証されていないという批判がある。このSIBの仕組みでは、まず、目標が達成されるか否かという点が評価され、それによって政府が民間からの投資資金を償還するため、政府予算が有効に活用されることが保証され、それに対して、個人や民間の投資家がリスクを負うことになる。

第3が、中長期的な事業資金の獲得である。現在、米国において慈善活動などの活動資金は、主に、募金や寄付に依存している。そのため、慈善事業や非営利団体の多くは、確実に予想できる安定した資金調達方法を十分に確保できていない。そのため、「効果が表れるまで長期間かかる活動」や「将来的な見込みはあるが結果がまだ検証されない実験的な活動」などを実施することが困難となっている。固定期間の安定した資金調達を可能にするSIBは、これらの深刻な問題にひとつの解決策を提示し、革新的な社会活動を促進することにつながる。

続いて、SIBの課題をあげておこう。第1は、投資家がリターンを獲得できるまでの期間に関する問題である。SIBの現在の仕組みは、中長期的な投資とみなされる。一般的に、サービス提供が始まってから、3～7年間、定期的に結果が測定され、その後、投資家のリターンを決定する。そして、結果が達成されない場合、利子と元本が償還されない。こうした投資に興味をもつ投資家の数はおのずから限定されてくる。

第2は、目標、結果を明確に定義することが難しいことである。SIB導入の初期段階は、ひとつの原因を特定することができるが、複合的な要因が影響している社会問題をSIBの対象にする場合など、信憑性

の高い、有効な評価基準を設定することは難しいといわざるをえない。

8 日本における SIB の市場性

ここで、前述した SIB の第 1 の課題に着目して、筆者が、「日本における SIB の市場性」に関して、米系投資運用会社のディレクターに取材したところ、次のような指摘を受けた。¹⁾

「SIB のパフォーマンス (収益性) に多大な影響を与える政府の行動などが、選挙を含めて予測する手段がほとんどない、あるいは予測することができないのではないかという懸念がある。政権交代や地方公共団体の首長の交代により、公共政策が大きく転換する可能性がある場合などがその例として考えられる。こうしたことにより、リスクに対する期待収益率を算定することがかなり困難となり、投資家がかなり限定される可能性がある」

では、この指摘に着眼して、Liebman (2011) にもとづき、「SIB の実際の収益率」と「投資家が求める年間期待収益率」の関係を見るため、簡単なシミュレーションを行うことにしよう。

その前提として、次のような仮定をする。SIB の対象となるプロジェクトの目標達成の確率を s とする。仮に、目標が達成されない場合、つまりプロジェクトが失敗したときは、投資家には、元本もリターンも償還されない。「成功するプロジェクト」から投資家が受け取る実際の年間収益率は、 r である。プロジェクトが失敗するリスクを考慮し、ポートフォリオとしてこの投資家が要求する年間期待収益率は r^* である。プロジェクトの期間 (SIB の償還期間) を t とする。償還されない可能性をもつ SIB の実際の年間収益率と、ポートフォリオとしての投資家の年間期待収益率の関係をまとめると、式 (1) になる。

$$s(1+r)^t = (1+r^*)^t \quad \dots \text{式 (1)}$$

s : プロジェクトの成功率

r : プロジェクトの実際の年間収益率

r^* : 投資家が要求するポートフォリオ上の年間期待収益率

t : 償還までの期間

式 (1) の両辺の対数をとって、 r を求めてみる。^{2) 3) 4) 5)} 最終的に、 r と r^* の関係は式 (2) のように整理できる。

$$r = \frac{(1+r^*)}{s^{(1/t)}} - 1 \quad \dots \text{式 (2)}$$

¹⁾ 筆者の取材に対して有益なコメントをいただいた細谷久雄氏に深謝申し上げます。

²⁾ $\log s + t \log (1+r) = t \log (1+r^*)$

³⁾ $t \log (1+r) = t \log (1+r^*) - \log s$

⁴⁾ $\log (1+r) = \log (1+r^*) - \frac{1}{t} \log s$

⁵⁾ $\log (1+r) = \log \frac{(1+r^*)}{s^{(1/t)}}$

式（2）にもとづき簡単なシミュレーションを実施した。ある SIB 事業に対して、社会的な貢献に積極的な投資家 A と、それほど積極的ではない投資家 B がいるとする。投資家 A が要求するポートフォリオ上の年間期待収益率を 5%，投資家 B のそれを 10% と仮定する。この SIB は事業期間が 5 年でその時点で目標値が達成されれば、投資家に対して元本とリターンが償還される。この SIB の成功率の変化によって、投資家 A および B が要求するポートフォリオ上の年間期待収益率を満たすために、この SIB 事業がどの程度の（実際の）収益率を生み出さなければならないかを示したものが図表-7 であり、また、成功率と SIB の実際の収益率をプロットしたものが、図表-8 である。事業の成功率は、10% から 100% まで変化する。

投資家 A の場合、プロジェクトの成功率が 50% とすると、SIB は実際の収益率として 20% を生み出す必要がある。投資家 B の場合、プロジェクトの成功率が同じ 50% とすると、SIB の収益率は 26% の水準を満たさなければならない。プロジェクトの成功率が 30% の場合、投資家 A と B を満足させるには、それぞれ、33%、39% のリターンを生み出すことが必要となる。

SIB の対象となるプロジェクトのなかで、収益率 20% 以上の条件を簡単にクリアできるものがあるかといわれれば懐疑的にならざるを得ない。前述の米系投資運用会社ディレクターの見解のとおり、成功率の低い SIB は、かなり特殊な投資になることがこのシミュレーションでも確認できる。

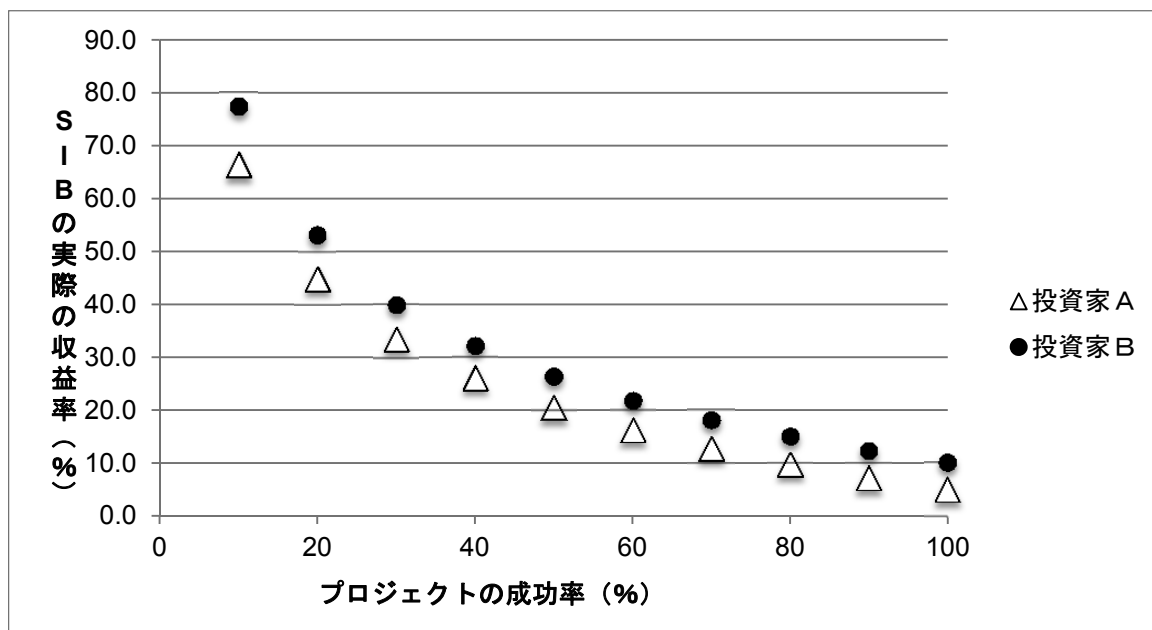
この SIB は、投資家の視点でいうと、「オルタナティブ投資」（alternative investment）に分類される。オルタナティブ投資（代替投資）とは、上場会社の株式や債券などの伝統的な投資とは異なる資産に対する投資を意味する。未公開株、ヘッジファンド、不動産、コモディティ（現物、先物）などがその例である。オルタナティブ投資は、株式や債券などの伝統的な資産の価格との相関が低いとされるため、海外投資家の間では、分散投資の一手法として注目されている。「特殊な投資」のコインの裏側として、社会貢献に積極的な投資家以外にも、伝統的な資産への投資に対するリスクヘッジを求める投資家は SIB に興味を示す可能性がある。

図表-7 プロジェクトの成功率と投資家別の期待収益率

投資家 A (5%)		投資家 B (10%)	
プロジェクトの成功率 (%)	投資家の期待収益率を満たすために必要な SIB の年間の収益率 (%)	プロジェクトの成功率 (%)	投資家の期待収益率を満たすために必要な SIB の年間の収益率 (%)
100	5.0	100	10.0
90	7.2	90	12.3
80	9.8	80	15.0
70	12.8	70	18.1
60	16.3	60	21.8
50*	20.6	50*	26.4
40	26.1	40	32.1
30**	33.6	30**	39.9
20	44.9	20	53.1
10	66.4	10	77.5

（出所：筆者作成）

図表-8 プロジェクトの成功率と投資家が求める SIB の実際の収益率



(出所：筆者作成)

9 日本への導入に対する政策的インプリケーション

SIB の大きな魅力は、社会的な事業の実施にあたって、民間投資資金を活用し「市場の規律」を導入しながら、政府部門の費用削減と予算の効率的な活用を実現する点にある。その意味で、財政赤字の悪化に直面している日本の公的部門も、SIB の仕組み、その効果、導入の可能性を分析・検討する価値はあると考えられる。もちろん、分析にあたっては、次のような日本に特有な事情を考慮することも必要となろう。

① 社会制度／文化的背景の相違

現在、SIB を積極的に検討、推進しているのは、イギリスをはじめ、米国、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドである。共通する特徴は、すべて英語圏の国であるということだけではなく、歴史的にキリスト教のプロテスタント派が強かった国だということである。これらの諸国では、近年、宗教や生活信条が多様化しているとはいえ、キリスト教の社会的な影響は依然強いといえる。キリスト教に影響を受けた社会的背景から、慈善事業が一般化し、非営利団体の数も多く、それが社会制度に組み込まれている。

三井住友信託銀行の調査によれば、日本の寄付金規模は、個人・企業を合わせて、6,500 億円から 1 兆円程度だとされる。名目 GDP に対する割合でみると、日本は 0.22% (2009 年)、米国 1.87% (2009 年)、英国 0.87% (2006 年) となっている。米英両国では、前述のキリスト教の影響にくわえ、自助の精神にもとづく「小さな政府」を指向する有力な考えが存在する一方で、慈善活動が経済的格差に対する福祉政策の一翼を担っている。その一環として、寄付税制も充実しており、日本に比べて、寄付文化が定着しているといえる。他方、日本や北欧では、そうした福祉政策は民間部門ではなくむしろ政府が担うべきという意識が比較的強い。

こうした視点から日本をみた場合、SIB の基本となっている英米との類似の社会制度、慈善事業の基盤

や思想が十分に備わっているとはいえない。そのようななかで、社会投資家、慈善団体、政府に代わって社会的な事業を提供する組織（シンクタンク）、社会的なプログラムを評価する第三者機関（コンサルタント）などの「SIBの主要プレーヤー」を探すには、かなりの困難がともなうであろう。⁶⁾

② 日本の投資家の保守性

米国に比べると、日本の個人投資家と機関投資家は、全般的な投資方針に関して保守的な傾向が見受けられる。それほど多くの種類の金融商品には投資しない一方で、仕組みが分かりやすく、リスクの低い伝統的商品（上場会社の株式、債券、国債）に投資することを好む傾向にある。前述したとおり、SIBは、債券という名称を持っているにもかかわらず、その実態は、「エクイティ」（出資）に近い「オルタナティブ投資」のひとつである。SIBでは、固定した利子は保証されず、目標が達成されない場合は、利子と元本も償還されない。こうしたリスクがともなう投資資産は、日本の投資業界ならびに市場には簡単には受け入れられない可能性がある。

一方で、こうした課題に対する解決策の糸口も見いだせる。それが「クラウドファンディング」（Crowd Funding）である。インターネットやスマートフォンを活用し、慈善活動に積極的な不特定多数の個人から小口の資金を募集して、SIBの投資資金を集めることが可能のように思われる。日本での導入を検討するにあたっては、「all-or-nothing」の判断ではなく、SIBの革新的な手法を日本の社会制度にローカライズ（現地化）する発想が必要ではないかと考える。

10 おわりに

これまでみてきたとおり、SIBは、まだ実験が始まったばかりの資金調達ツールである。米国内では、実験が成功するか否かは明らかでないが、財源不足に直面している公的部門の従来型の予算活用から「結果重視の予算運用」に転換するための議論の触媒としても注目が集まっている。今後、日本においても、米国の動向を見据え、社会制度、行政システム、文化的背景など日本特有の事情を考慮しながら、SIBの導入の可能性が検討されることに期待したい。

⁶⁾ たとえば、米コンサルタント会社のマッキンゼー社は、SIBに対する投資家用のデューデリジェンス（Due Diligence）の評価マニュアルを無料で公開している。（<http://payforsuccess.org/provider-toolkit/deep-assessment-capabilities-due-diligence-tools>）

【参考文献】

- Bolton, E. and Savell, L. 2010. “Towards a New Social Economy: Blended Value Creation through Social Impact Bonds”, Social Finance UK.
- Costa, Kristina and Kohli, Jitinder. 2012. “Social Impact Bonds: New York City and Massachusetts to Launch the First Social Impact Bond Programs in the United States”, Center for American Progress. November 5, 2012.
<http://www.americanprogress.org/issues/economy/news/2012/11/05/43834/new-york-city-and-massachusetts-to-launch-the-first-social-impact-bond-programs-in-the-united-states/>
- Costa, Kristina et al. 2012. “Frequently Asked Questions: Social Impact Bonds”, Center for American Progress. Washington, D.C., December 5, 2012.
<http://www.americanprogress.org/issues/economy/report/2012/12/05/46934/frequently-asked-questions-social-impact-bonds/>
- Disley, Emma et al. 2011. “Lessons Learned from the Planning and Early Implementation of the Social Impact Bond at HMP Peterborough”, RAND Europe.
http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/technical_reports/2011/RAND_TR1166.pdf
- Loxley, John. 2013. “Social Impact Bonds”, *The Review of Economic and Social Trends*, Canadian Centre for Policy Alternatives. Winnipeg, Manitoba, Canada. January 2013.
- Liebman, Jeffrey B. 2011. “Social Impact Bonds”, Center for American Progress.
- McKinsey & Company. 2012. “From Potential to Action: Bringing Social Impact Bonds to the U.S.”, McKinsey & Company.
- Rothschild, Steve. 2010. “Can We Generate Economic Value by Creating Social Good?”, *MN Journal*, 27 (6), November/December, 2010.
- Shiller, Robert. 2012. “Ten Ways Finance can be a Force for Good in Society”, April 11, 2012, Huffington Post.
- Social Finance. 2012. “A New Tool for Scaling Impact”, Social Finance and The Rockefeller Foundation.
- Strickland, Pat. 2010. “Social Impact Bonds - the Pilot at Peterborough Prison”, House of Commons, Home Affairs Section, UK Parliament.
- The Centre for Social Impact. 2011. “Report on the NSW Government Social Impact Bond Pilot”, University of New South Wales. Sydney, Australia. February 2011.
- “Our Assistance Model”, Harvard Kennedy School Social Impact Bond Technical Assistance Lab.
<http://hks-siblab.org/our-assistance-model/>
- “Pay for Success Learning Hub”, Nonprofit Finance Fund.
<http://payforsuccess.org/>
- “Social Impact Bonds: Can a Market Prescription Cure Social Ills?”, Knowledge@Wharton. September 12, 2012.
<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=3078>
- 貞清栄子 (2011) 「わが国寄付動向について」『三井住友信託銀行 調査レポート』2011年／夏, No.74, pp.15-23。
- 土屋直也 (2013) 「社会貢献に投資呼び込め」日本経済新聞, 2013年1月6日朝刊。
- 山口高広他 (2012) 「ソーシャルイノベーションの加速に向けた SROI と SIB 活用のススメ」『NRI パブリックマネジメントレビュー』2012年2月, Vol.103。