

持続可能な社会の実現に向けて注目が集まるソーシャルボンド

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 社会的課題への対処に向けた事業を資金用途とする債券である「ソーシャルボンド」の発行が近年、増加し始めている。ソーシャルボンドは、2006年11月に発行を開始した予防接種のための国際金融ファシリティ（IFFIm）によるワクチン債が初めてとされる。国際資本市場協会（ICMA）によるソーシャルボンド原則（SBP）の存在もあり、2010年代半ば頃から認知度が上がっている。また、本稿でも取り上げた発行事例を踏まえると、発行体セクターは、国際機関、銀行、政府系機関、事業会社と拡大傾向にある。
2. 日本では2018年6月末現在、国内債として国際協力機構（JICA）、サムライ債としてBPCEが発行している。日本国内の社会的課題のために発行された事例はまだ出ていないが、日本でソーシャルボンドが今後、どのように活用されていくか注目されるところである。
3. ソーシャルボンドの発行に当たっては、（1）発行体として、社会的課題の解決が経営面での重要課題として位置付けられていること、（2）対象事業がSBPに掲げられるソーシャルプロジェクトに該当し、社会的課題の改善目標及び改善のためのプロセスが明確など、SBPに適合した内容であること、（3）投資家をはじめとしたステークホルダーに対して透明性かつ客観性を確保し、レポート等を通じて説明責任を果たすこと、が成功のカギになると考えられる。

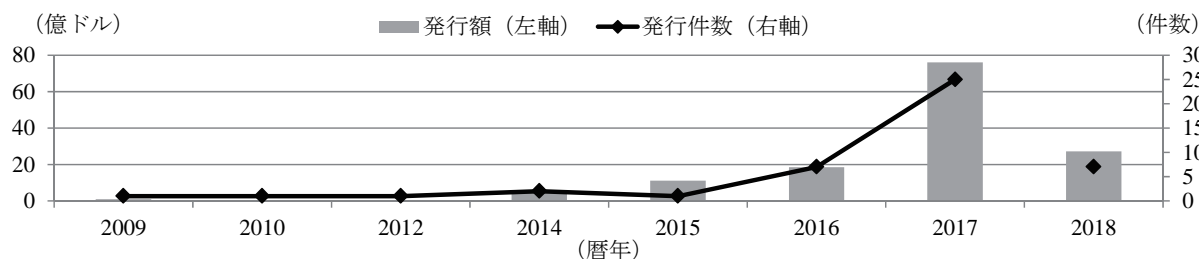
I 21世紀に入って本格的な歴史を刻み始めたソーシャルボンド

社会的課題への対処に向けた事業を資金用途とする債券である「ソーシャルボンド」の発行が近年、増加し始めている（図表1参照）。環境、社会及びガバナンス（ESG）関連の債券では、環境改善効果をもたらすことを目的としたプロジェクトに要する資金を調達されるために発行されるグリーンボンドの発行が最も活発であるが、ソーシャルボンドも2006年11月に発行を開始した予防接種のための国際金融ファシリティ（IFFIm）が初めてとされ、後述の国際資本市場協会（ICMA）によるソーシャルボンド原則（SBP）の存

在もあり、2010年代半ば頃から認知度が上がってきている¹。

本稿は、ソーシャルボンドに注目が集まる背景、ソーシャルボンドの仕組みや発行事例等を概観した上で、日本における展望を論考する。

図表1 ソーシャルボンドの発行額推移



(注) 発行額及び発行件数(2018年6月末時点)は、ブルームバーグによるソーシャルボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

II ソーシャルボンドに注目が集まる背景

ソーシャルボンドのベースとなる社会的な課題の対処に向けて投資を行う概念としては、古くから社会的な責任投資(SRI)が根付いている。SRIは、1920年代の米国でキリスト教的倫理の観点から、武器、ギャンブル、タバコ、アルコールなどに関連する企業を投資対象から外すネガティブ・スクリーニングから始まったと言われている。その後、2000年代に入り、社会問題への対応に優れた企業を選んで投資するポジティブ・スクリーニングが広がった。

金融市場では、国際連合が2006年4月に提唱した「責任投資原則」(PRI)を契機として、ESGの概念が根付き始めた。PRIは、フィデューシャリー・デューティー(受託者責任)の下で、投資意思決定プロセスにESGの観点を組み込むべきとした世界共通のガイドラインとして位置付けられている。その後、2008年のグローバル金融危機以降、企業にとっての価値は経済的便益と社会的な便益の両方(共通の価値)といった概念が従来以上に浸透していった。

そして、2015年9月に開催された国際連合のサミットで、2030年を期限とする先進国を含む国際社会全体の17の開発目標「持続可能な開発目標(SDGs)」が採択された。SDGsは、全ての関係者(先進国、途上国、民間企業、NGO、有識者等)の役割を重視し、「誰一人取り残さない」社会の実現を目指して、経済・社会・環境をめぐる広範な課題に統合的に取り組むものであり、掲げられた目標は、後述のソーシャルボンドの事業区

¹ Peter Munro, "Social Bonds: Fresh Momentum", *Quarterly Report*, Issue No.44, International Capital Market Association, 10 January 2017, p.13; International Finance Facility for Immunisation, *International Finance Facility for Immunisation Issues Inaugural Bonds*, 7 November 2006.

分とも深く結びついている（図表 2 参照）。SDGs を 2030 年に達成するためには、2016～2030 年までに毎年 5～7 兆ドル（このうち開発途上国は毎年 3.3～4.5 兆ドル）必要との国際連合による試算もあり、国際機関のみならず、各国政府、民間企業、金融機関等が SDGs 達成に向けて最適な資金調達方法を模索することとなった²。

金融市場では、2000 年代後半頃から、国際機関等が発行する調達資金を、社会的な課題に対して充当する「社会貢献債」や「テーマ債」などが発行され、日本でも個人投資家を始めとした関心を集めるようになった。「社会貢献債」や「テーマ債」においては、環境支援、クリーン・エネルギー、教育支援、水などの充当目的の各テーマに応じた名称が付与されることが多かった。2006 年 11 月には、世界で初めてとされるソーシャルボンド（IFFIm によるワクチン債）も発行されている。

一方で、国際的な金融業界団体である ICMA が 2016 年 6 月に SBP の前身に当たる「ソーシャルボンド発行体向けのガイダンス」、そして、2017 年 6 月には SBP を公表した³。発行体によっては、ICMA の原則等を契機に、充当目的の各テーマではなく、「ソーシャルボンド」といったラベルの下で起債をするケースが増えてきたのである。

図表 2 「持続可能な開発目標（SDGs）」とソーシャルボンドの事業区分のマッピング（ICMA）

目標	ソーシャルボンドの事業区分					
	手ごろな価格の基本的インフラ整備	必要不可欠なサービスへのアクセス	手ごろな価格の住宅	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の活用を含めた雇用創出	食の安全	社会経済的向上とエンパワーメント
1 貧困	—	○	○	—	—	○
2 飢餓	○	○	—	—	○	○
3 保健	○	○	—	—	—	—
4 教育	—	○	—	—	—	○
5 ジェンダー	—	○	—	—	—	○
6 水・衛生	○	—	—	—	—	—
7 エネルギー	○	—	—	—	—	—
8 経済成長と雇用	—	○	—	○	—	○
9 インフラ、産業化、イノベーション	○	○	—	○	—	—
10 不平等	—	○	—	—	—	○
11 持続可能な都市	○	—	○	—	—	○
12 持続可能な生産と消費	—	—	—	—	○	—
13 気候変動	—	—	—	—	—	—
14 海洋資源	—	—	—	—	—	○
15 陸上資源	—	—	—	—	—	—
16 平和	—	—	—	—	—	—
17 実施手段	—	—	—	—	—	—

（注） 国際資本市場協会のソーシャルボンド原則の事業区分に基づく。

（出所） International Capital Market Association, *Green and Social Bonds: A High-Level Mapping to the Sustainable Development Goals*, June 2018、より野村資本市場研究所作成 (<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/mapping-to-the-sustainable-development-goals/>)

² United Nations Conference on Trade and Development, *Development and Globalization Facts and Figures 2016*.

³ SBP の最新版は、2018 年 6 月付。

III ソーシャルボンドの概要

1. 原則と定義

ソーシャルボンドは、ICMA の SBP において、「調達資金の全てが、新規又は既存の適格なソーシャルプロジェクトの一部又は全部の初期投資又はリファイナンスのみに充当され、かつ SBP の 4 つの核となる要素に適合している様々な種類の債券」と定義付けられている（図表 3 参照）。

SBP は、自主的な手続きに係るガイドラインで、透明性と情報開示を推奨し、ソーシャルボンド市場の秩序だった発展を促進することを目的としている。同原則は、同じく ICMA によるグリーンボンド原則（GBP）と基本的には共通した構成となっており、4 つの核（調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポートリング）、充当事業となるソーシャルプロジェクトの事業区分や対象とする人々の例に加え、外部評価についても説明が行われている。

図表 3 ソーシャルボンド原則の概要

ソーシャルボンド原則が定める 4 項目及び外部評価	
調達資金の使途	調達資金の使途であるソーシャルプロジェクトは、証券に係る法的書類に適切に記載されるべき
プロジェクトの評価と選定のプロセス	発行体は、プロジェクトの評価及び選定について、 (1) 社会的な目標 (2) 発行体が、対象となるプロジェクトが前途の適格なソーシャルプロジェクトの事業区分に含まれると判断するプロセス (3) 適格性についてのクライテリア を投資家に明確に伝えるべき
調達資金の管理	ソーシャルボンドによって調達される資金に係る手取金の全部、あるいは手取金と同等の金額は、サブ・アカウントで管理され、サブ・ポートフォリオに組み入れ、又はその他の適切な方法により追跡されるべき。手取金の全部は、ソーシャルプロジェクトに係る発行体の投融資業務に関連する正式内部プロセスの中で、発行体によって証明されるべき
レポートリング	発行体は、全ての調達資金が充当されるまで、またその後においても状況の変化があった場合は必要に応じて、毎年更新される調達資金の使途に係る入手可能な最新の情報を作成し、保存すべき 発行体は、発行するソーシャルボンドが 4 項目に適合していることを確認するために、外部機関による評価を活用することを推奨
外部評価	・セカンドパーティ・オピニオン：ソーシャルボンド原則の適合性等を判断すべく、社会面で専門性を有し、かつ発行体から独立した機関より受ける ・検証：ビジネスプロセスや基準等に関して、専門機関から独立した検証を受ける ・認証：ソーシャルボンドやフレームワーク又は調達資金の使途について、外部のソーシャル基準やラベルへの適合性に係る認証を専門性を有する機関から受ける ・スコア・格付け：ソーシャルボンドやフレームワーク又は調達資金の使途について、専門的な調査機関や格付会社等より当該機関等の手法に基づき、スコア若しくは格付けを受ける
ソーシャルプロジェクトの事業区分（例）	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 手ごろな価格の基本的インフラ整備（例：クリーンな飲料水、下水道、衛生設備、輸送機関） ・ 必要不可欠なサービスへのアクセス（例：健康、教育及び職業訓練、健康管理、資金利用と金融サービス） ・ 手ごろな価格の住宅 ・ 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の活用を含めた雇用創出 ・ 食の安全 ・ 社会経済向上とエンパワーメント 	
ソーシャルプロジェクトが対象とする人々（例）	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 貧困ライン以下で暮らしている人々 ・ 排除され、あるいは社会から取り残されている人々、コミュニティ ・ 自然災害の罹災者を含む弱者グループ ・ 障がい者 ・ 移民や難民 ・ 十分な教育を受けていない人々 ・ 十分な行政サービスを受けられない人々 ・ 失業者 	

（出所） International Capital Market Association, *Social Bond Principles*, June 2018; 国際資本市場協会「ソーシャルボンド原則 2017」2017 年 6 月 2 日、より野村資本市場研究所作成

なお、ソーシャルボンドに類似するものとして、サステナビリティボンドとソーシャルインパクトボンドがある。ICMA は、サステナビリティボンドについて、その手取金の全額がグリーンプロジェクト及びソーシャルプロジェクト双方への融資または再融資に充てられるもので、GBP と SBP に共通する 4 つの核となる要素に適合する債券と定義づけている⁴。また、プロジェクトには環境面や社会面といった複数の便益がある場合があるが、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドのどれに分類するかは、当該プロジェクトの主要目的に基づき、発行体により、決定されるべきとしている⁵。すなわち、グリーンボンドとソーシャルボンドは発行目的が異なるが、グリーンボンドとサステナビリティボンド、ソーシャルボンドとサステナビリティボンドについては、発行目的が共通している場合がある。

一方、ICMA によると、ソーシャルインパクトボンドについては、ソーシャルボンドと異なり、ペイフォーパフォーマンス型の金融商品で、取引に係るキャッシュフローが、予め定められた非財務パフォーマンス指標の達成に依存するパブリック・プライベート・パートナーシップ（PPP）の典型例であり、債券の一般的特徴を有していないことが多いと説明されている⁶。

2. 商品性

SBP では、GBP と同様に、4 つの商品形態が示されている（図表 4 参照）。このうち、金融市場に最も浸透しているのは、標準的なソーシャルボンドであり、調達資金をソーシャルプロジェクト用に充当するが、ソーシャルプロジェクトから創出されるキャッシュフローのみならず発行体の全信用力が実質的な担保という仕組みになっている。標準的なソーシャルボンドの場合、同発行体の他の債券と信用力や優先劣後関係が同一であるため、理論的には債券価格が同水準となるが、発行プロジェクトを通じてソーシャルプロジェクトへの取組みを明らかにすることが可能となる。

⁴ 国際資本市場協会「サステナビリティボンド・ガイドライン（2017年版）」2017年6月2日。

⁵ なお、複数の便益を有している場合でも、同一の債券に対して複数の異なる名称を用いることは避けるべきとされている。（国際資本市場協会「質問と回答」7頁）。

⁶ 国際資本市場協会「質問と回答」8頁。

図表4 ソーシャルボンドの種類

種類	調達資金の用途	債務の償還
標準的 ソーシャルボンド	ソーシャルプロジェクト用の財源	発行体に完全な償還義務が発生。そのため、格付水準は、当該発行体の他の債券と一致
ソーシャル レベニュー債	ソーシャルプロジェクト用の財源	発行体への適及性を有しない債券で、償還原資は、対象プロジェクトからの事業収入、使用料、税金などの将来に見込まれるキャッシュフロー
ソーシャル プロジェクト債	特定のソーシャルプロジェクト（単一又は複数）に限定	特定のプロジェクトからの収益のみが償還原資
ソーシャル証券化債	ソーシャルプロジェクト（単一又は複数）用の財源若しくはソーシャルプロジェクトに直接充当	ソーシャルプロジェクトに係る裏付資産から創出されるキャッシュフローのみが償還原資（例：カバードボンド、ABS、MBS、その他の仕組商品等の形態）

(出所) International Capital Market Association, *Social Bond Principles*, June 2018, p.7; 国際資本市場協会
「ソーシャルボンド原則 2017」2017年6月2日、Climate Bonds Initiative, *Explaining Green Bonds*、より
野村資本市場研究所作成
(<https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds>)

3. メリット・デメリット

ソーシャルボンドの主なメリット・デメリットは、他の ESG 債券であるグリーンボンドやサステナビリティボンドと類似している（図表5参照）。

発行体にとってのメリットは、ソーシャルプロジェクトへの積極的な取組みをステークホルダーに PR したり、SDGs への対応を示す手段となりうることに加え、資金調達手段・投資家層の多様化が挙げられる。一方、投資家にとってのメリットは、ソーシャルプロジェクトへの支援のアピール、SDGs への対応、流通市場での価格の安定傾向などが挙げられる。他方、デメリットとしては、発行体・投資家ともに管理に当たって、通常の債券と異なる手間・コストが発生する可能性などがある。なお、投資家にとってのデメリットとして、インパクトの捕捉がグリーンボンド等に比して困難な傾向にあることが挙げられるが、ICMA が 2018 年 6 月に公表したソーシャルボンドのレポートイングに関する資料では、対象とする人々やそのインパクトについて雛形が提示されており、今後は投資家にとってもより容易にインパクトが把握できるようになる可能性がある⁷。

図表5 ソーシャルボンドのメリット・デメリット

種類	発行体	投資家
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ・ソーシャルプロジェクトに対する積極的な取組みを投資家のみならず、広い意味でのステークホルダーに PR することが可能になる ・持続可能な開発目標（SDGs）への対応 ・資金調達手段・投資家層の多様化 	<ul style="list-style-type: none"> ・ソーシャルプロジェクトへ積極的に資金供給することを通じて、プロジェクトを支援することをアピールする機会になり得る ・SDGs への対応 ・全般的に信用力が高く、投資家も満期保有目的で保有する機会が多いため、流通市場での価格が比較的安定推移する傾向 ・ソーシャルプロジェクト債の場合、伝統的な金融資産との相関が低く、オルタナティブ投資の側面を有していることから、分散投資によるリスク低減効果を享受することが可能になる場合もある
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・通常の債券とは異なり、ソーシャルボンドに関するレポートイングや外部機関による評価に係る手間・コストが発生する可能性 ・発行条件が通常の債券と比較して必ずしも有利にならない傾向 	<ul style="list-style-type: none"> ・比較的新しい金融商品であるため、審査・モニタリングに関して手間・コストを要する可能性 ・投資したソーシャルプロジェクトの充当事業が当初の目的を満たせなかったり、何らかの問題が起きた場合、レピュテーションリスクを負いかねない

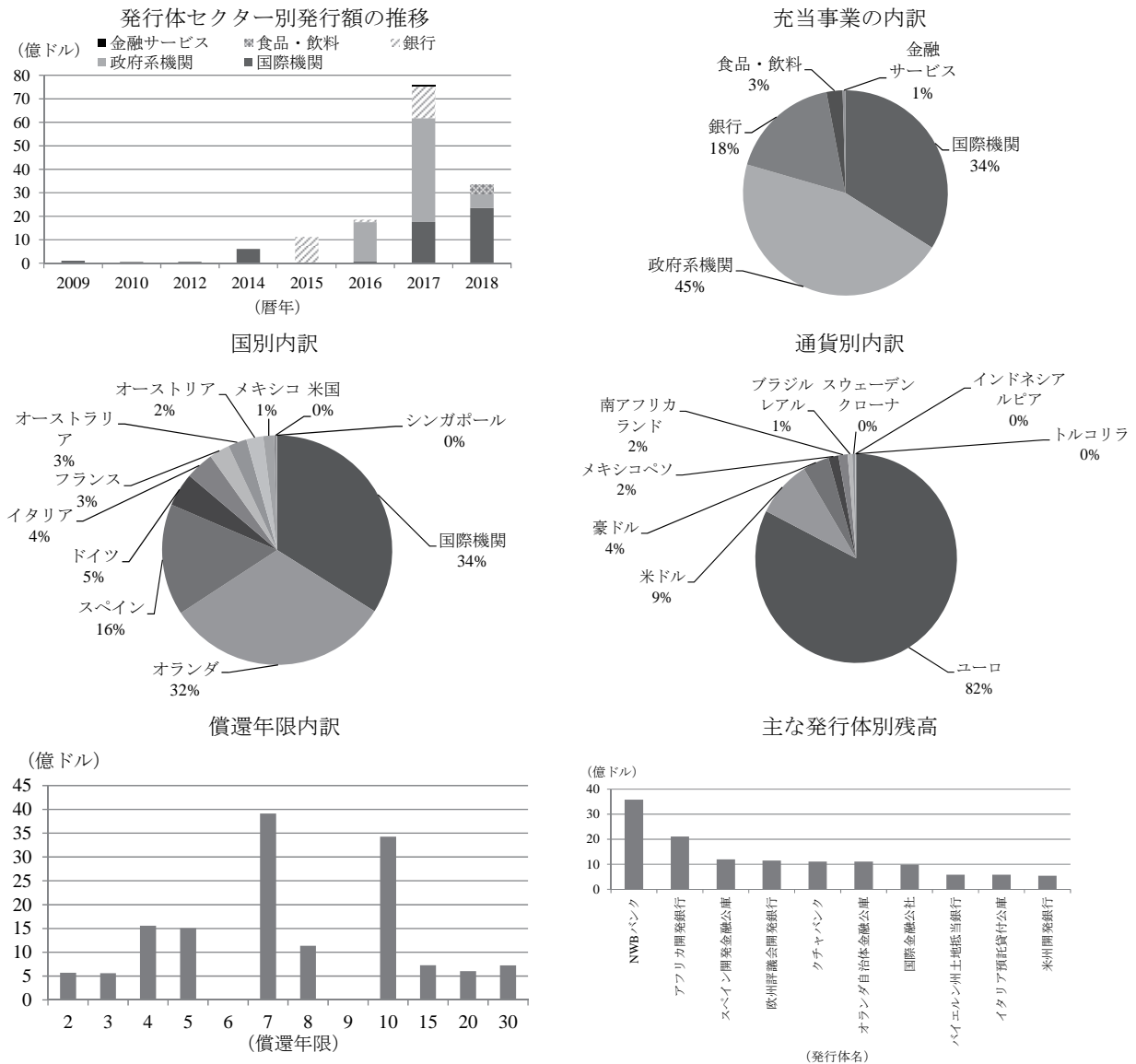
(出所) 野村資本市場研究所

⁷ International Capital Market Association, *Working Towards a Harmonized Framework for Impact Reporting for Social Bonds*, June 2018.

4. 発行状況

ブルームバーグの統計に基づく、ソーシャルボンドの発行は、2014年頃までは国際機関が中心だったが、2015年頃から銀行、政府系機関等に発行体セクターが拡大していき、2018年には初めての事業会社（フランスの食品大手ダノン）による起債も実現した（図表6参照）。国別では、国際機関が最も多いが、オランダ、スペイン等の欧州諸国と続いており、通貨別ではユーロが約8割を占めている。償還年限は7年や10年が多く、加重平均償還年限は約9年となっている。

図表6 ソーシャルボンドの発行状況



(注) データ(2018年6月末時点)は、ブルームバーグによるソーシャルボンドの判定基準に基づく。
 ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

一方、日本におけるソーシャルボンドの発行状況を見ると、後述のとおり、政府系機関の国際協力機構（JICA）が2016年9月より発行を行っているほか、フランスの金融機関BPCEもサムライ債としてソーシャルボンドを発行している（図表7参照）。

図表7 日本国内におけるソーシャルボンド発行事例

発行体	発行時期	発行金額	充当事業	表面利率	償還年限	評価機関
国内発行体						
国際協力機構	2016年9月2日	200億円	有償資金協力事業	0.10%	10年	日本総合研究所
	2016年9月2日	150億円		0.59%	30年	
	2017年2月3日	50億円		0.744%	20年	
	2017年6月22日	100億円		0.22%	10年	
	2017年6月22日	100億円		0.602%	20年	
	2017年9月1日	200億円		0.597%	20年	
	2017年12月1日	200億円		0.625%	20年	
	2018年6月22日	150億円		0.20%	10年	
2018年6月22日	100億円	0.559%	20年			
国外発行体						
BPCE	2017年6月23日	245億円	教育、ヘルスケア並びに社会的活動分野の顧客向けローンの借換え	0.214%	5年（シニア優先）	—
		235億円		0.367%	7年（シニア優先）	
		76億円		0.467%	10年（シニア優先）	
		25億円		0.689%	15年（シニア優先）	
	2018年1月18日	23億円		0.484%	10年（シニア優先）	
		237億円		0.734%	10年（シニア非優先）	

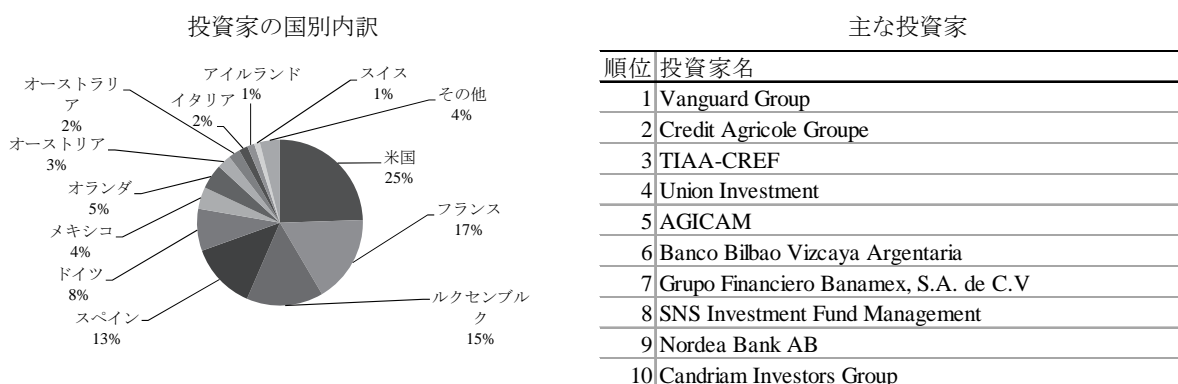
（注） 2018年6月末時点。条件決定日ベース。

（出所） 各種報道等に基づき、野村資本市場研究所作成

5. 投資家層

ソーシャルボンドの投資家層は、大手機関投資家、ESG や SRI の専門投資家から個人まで多岐に渡っているとみられる。網羅的なデータではないものの、ブルームバーグが捕捉した部分的な情報（2018年6月末時点の発行残高の約9.02%分）では、米国、フランス、ルクセンブルクなどの投資家が中心となっている（図表8参照）。

図表8 ソーシャルボンドの投資家層



（注） 1. 投資家層（2018年6月末時点）は、ブルームバーグによるソーシャルボンドの判定基準に基づく。データは、発行残高の約9.02%分。

2. 主な投資家は、保有残高が多い順に掲載。

（出所） ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

なお、投資家によっては、ファンドを通じてソーシャルボンドに投資しているケースもある。ソーシャルボンド・ファンドとしては、例えば、世界的な資産運用グループであるコロンビア・スレッドニードル・インベストメンツが 2015 年 3 月に設定した「コロンビア米国ソーシャルボンド・ファンド」(CONAX)が挙げられる。同ファンドは、「ブルームバーグ・バークレイズ地方債インデックス」をベンチマークとし、米国地方債の各セクター(病院、一般財源保証債、住宅、上下水道等)を中心に構成されている。同ファンドは、オランダの評価機関であるサステナリティクスが作成したインパクト・レポートも年次で公表しており、セクター毎の充当事業を通じた効果を公表している。

III 国内外のソーシャルボンドの発行事例

国内外のソーシャルボンドに関して、公的セクターからは、国際機関として、(1) 予防接種のための国際金融ファシリティ (IFFIm) のワクチン債、(2) 国際金融公社 (IFC) のソーシャルボンド、の事例を紹介する。また、政府系機関として、(3) 国際協力機構 (JICA) のソーシャルボンド、(4) スペイン開発金融公庫 (ICO) のソーシャルボンド、(5) NWB バンクのソーシャルボンド「手頃な価格の住宅債」、の事例に触れる。そして、民間セクターからは、(6) クチャバンクのソーシャル・カバードボンド、(7) ダノンのソーシャルボンドの事例を紹介する。

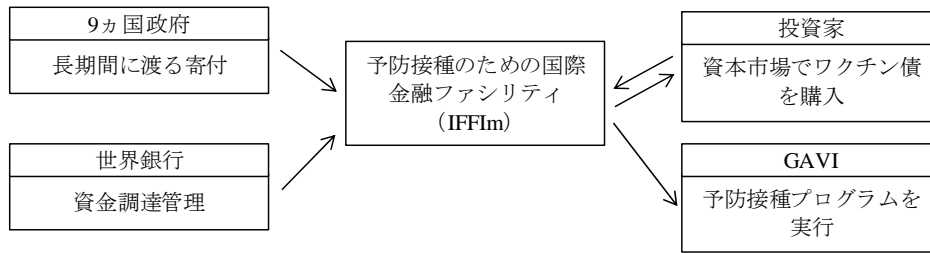
1. 予防接種のための国際金融ファシリティ (IFFIm) のワクチン債

IFFIm は、開発途上国で GAVI アライアンス⁸が実行する予防接種プログラムのための資金を、計画的かつ長期に亘る調達を早急に行うことを目的として、2006 年に設立された多国間開発機構である。IFFIm の財政基盤は、英国を始めとした 9 カ国政府からの法的拘束力のある協定に裏付けされた長期に亘る寄付金により成り立っており、良好な信用力を維持している⁹。9 カ国政府からの寄付金の累計は、最長で 23 年をかけて合計 65.27 億ドルに達する予定だが、予防接種は小規模なものを長期間実施するよりも、大規模なものを短期間で実行・完了させる方がより高い効果が上がるとの考えの下、各国の寄付に先んじて IFFIm がワクチン債を通じて資金調達を行う仕組みとなっている(図表 9 参照)。ワクチン債の平均償還年限は、3~5 年で、償還原資は 9 カ国政府からの寄付金となる。

⁸ GAVI アライアンスは、途上国における予防接種へのアクセス拡大によって、子どもたちの命を救い人々の健康を守ることを使命とする官民パートナーシップ。開発途上国とドナー諸国の政府、世界保健機関 (WHO)、ユニセフ、世界銀行、ワクチン産業界、研究機関、市民社会団体、ビル&メリンダ・ゲイツ財団、民間企業等が参加している。

⁹ IFFIm の寄付国は、英国、フランス、イタリア、オーストラリア、ノルウェー、スペイン、オランダ、スウェーデン及び南アフリカである。IFFIm の格付けは 2018 年 6 月末現在、ムーディーズ=Aa1、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) =AA、フィッチ=AA となっている。

図表9 IFFImのワクチン債の概要



(出所) International Finance Facility for Immunisation, *Vaccine Bonds*、より野村資本市場研究所作成

IFFImによると、ワクチン債は、ICMAのSBPの4つの要素に適合することを遵守しているが、評価機関からのセカンド・オピニオンは特に受けていない。一方、SDGsの目標3（保健）及び目標17（実施手段）の達成に向けて取組みを行っている旨を明らかにしている¹⁰。

IFFImのワクチン債は、途上国における予防接種プログラムの資金需要と9カ国政府による寄付のタイミングの差を債券発行という形で補完しており、結果として9カ国政府の財政負担がより無理のないものとなっているほか、民間セクターを含めた投資家がプログラムにワクチン債への投資という形で支援することが可能になっている意義のある仕組みと考えられる。

2. 国際金融公社（IFC）のソーシャルボンド

国際金融公社（IFC）は、途上国の民間セクター支援を行う世界銀行グループの機関である。IFCでは、社会的課題への対処の一環として、（1）2013年には新興市場の女性起業家の機会創出に焦点を当てた債券プログラム「BOW債券プログラム」、（2）2014年10月には途上国の人々の生活水準の改善、繁栄の共有を促進、世界の低所得コミュニティにおける持続的開発の成果に貢献すべく、「インクルーシブ・ビジネス・ボンド・プログラム」を立ち上げた。その後、IFCでは、社会的貢献に関連する債券市場の進展を踏まえ、2017年度に既存の2つのテーマ債のプログラムを「ソーシャルボンド・プログラム」に統合した。

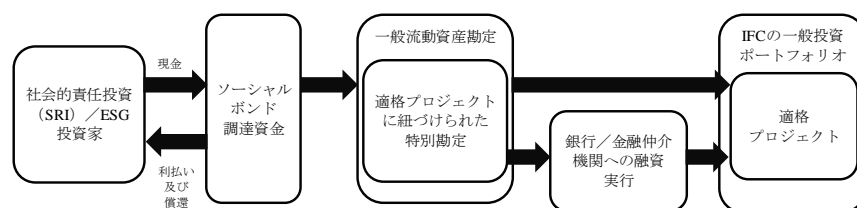
新たなソーシャルボンド・プログラムは、ICMAのSBPの主要4原則に沿った形となっているが、セカンド・オピニオン等の外部評価は受けていない。IFCのソーシャルボンドは、（1）IFCからの融資を女性が経営する企業へ転貸することを要件とする金融仲介機関への融資、（2）「経済ピラミッドの下層部（BOP層）¹¹」をサプライヤー、流通業者、または消費者と位置付け、その事業がビジネスとして成立し、規模の拡大が可能な形で、

¹⁰ International Finance Facility for Immunisation, *Socially Responsible Investing through Vaccine Bonds*.

¹¹ BOP層は、1日あたりの所得が8ドル相当未満または生活必需品や各種サービスへの十分なアクセスを持たない人々。

自社の主力事業の一部としてバリューチェーンに組み込んだ企業への融資、に充当される（図表 10～図表 11 参照）。また、各融資案件の結果をモニタリングすべく、独自の仕組みである開発結果追跡システム（DOTS）を用いて、標準化されたデータを顧客から収集し、各プロジェクトが終了するまでの期間全体を通じて、資金の使用状況や開発結果を把握している。

図表 10 IFC のソーシャルボンドの仕組み



(出所) 国際金融公社「ソーシャルボンド 概要とインパクト・レポート」2017年3月、6頁

([https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/5de2fa58-21ae-4ec0-833d-](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/5de2fa58-21ae-4ec0-833d-f93fcc1ca8f9/IFC+Social+Bond+Impact+Report+Feb+2017+%28Word%29.pdf?MOD=AJPERES)

[f93fcc1ca8f9/IFC+Social+Bond+Impact+Report+Feb+2017+%28Word%29.pdf?MOD=AJPERES](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/5de2fa58-21ae-4ec0-833d-f93fcc1ca8f9/IFC+Social+Bond+Impact+Report+Feb+2017+%28Word%29.pdf?MOD=AJPERES))

図表 11 2017年度にコミットした主なソーシャルボンド適格プロジェクトと期待される効果

セクター	該当する SDGs	期待される効果 (インパクト)
アグリビジネス	2 (飢餓)	支援農家を 2021年までに 151,690軒から 243,367軒に拡大
金融市場	5 (ジェンダー)、 8 (経済成長と雇用)	・ マイクロ・ローン提供を 2022年までに 4,114,666件から 7,442,420件に拡大 ・ 女性が経営する零細・中小企業向けの融資実行を 2022年までに 3,319,077件から 6,091,151件に拡大
インフラ事業	9 (インフラ、産業化、イノベーション)	電力供給顧客数を 2018年までに 340万人から 540万人に拡大

(注) 2017年度は、2016年7月1日～2017年6月30日。

(出所) 国際金融公社「ソーシャルボンド・インパクト・レポート 2018」2018年3月、より野村資本市場研究所作成

([https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/b0eca96f-1258-4c65-96a9-](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/b0eca96f-1258-4c65-96a9-7e28eb112578/IFC+Social+Bond+Impact+Report+2018+Japanese+Final.pdf?MOD=AJPERES)

[7e28eb112578/IFC+Social+Bond+Impact+Report+2018+Japanese+Final.pdf?MOD=AJPERES](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/b0eca96f-1258-4c65-96a9-7e28eb112578/IFC+Social+Bond+Impact+Report+2018+Japanese+Final.pdf?MOD=AJPERES))

IFC のソーシャルボンド・プログラムでは、2017年3月にドル建てベンチマーク債（3年債、5億ドル）を発行して以降、私募債、売出債でも発行を行い、2018年3月末現在で約 6.67億ドルの調達を行っている¹²。

IFC は、2010年度から運営しているグリーンボンド・プログラムと、2つのテーマ債のプログラムの統合を通じて 2017年度に誕生したソーシャルボンド・プログラムを通じて、今後も ESG 債市場の代表的な発行体としてのプレゼンスを維持していくとみられる。

¹² 国際金融公社「ソーシャルボンド・インパクト・レポート 2018」2018年3月、6頁。

3. 国際協力機構（JICA）のソーシャルボンド

国際協力機構（JICA）は、日本の政府開発援助（ODA）を一元的に行う実施機関として、開発途上国への国際協力を行う独立行政法人である。JICA は 2008 年 12 月以降、有償資金協力事業に充当すべく、財投機関債を発行している。JICA は、ICMA が 2016 年 6 月に SBP の前身に当たる「ソーシャルボンド発行体向けのガイダンス」を公表したのを契機に、財投機関債について 2016 年 9 月以降、ソーシャルボンドとして起債することとした。

起債に至ったのは、（1）有償資金協力事業がソーシャルプロジェクトに該当する内容であること、（2）国際協力機構法第 17 条に基づき、有償資金協力勘定とそれ以外の業務について区分経理を従来から行ってきたこと、（3）レポーティングについても従来から、有償資金協力業務の個別事業について、インパクトを含めて事前・事後評価を実施してきたことや、同業務の年度実績の年次報告書を通じた公表を従来から行ってきたこと、等に鑑みると、ガイダンス（SBP 公表以降は SBP）と親和性が高いとの判断が背景となっている¹³。なお、JICA は、ソーシャルボンドとしての起債に際して、日本総合研究所よりセカンド・オピニオンを取得しており、ガイダンス（SBP 公表以降は SBP）の特性に従う内容であることが確認されている。

JICA 債にソーシャルボンドとの名称を用いるようになってからは、応募が従来以上に集まるようになったとのことである。投資家層についても、生命保険会社等の中央の機関投資家、地域金融機関、地方公共団体等、幅広い業態の投資家からの関心が寄せられるようになった。2018 年 6 月現在、ソーシャルボンドの発行残高は 1,250 億円に上っている（図表 7 参照）。

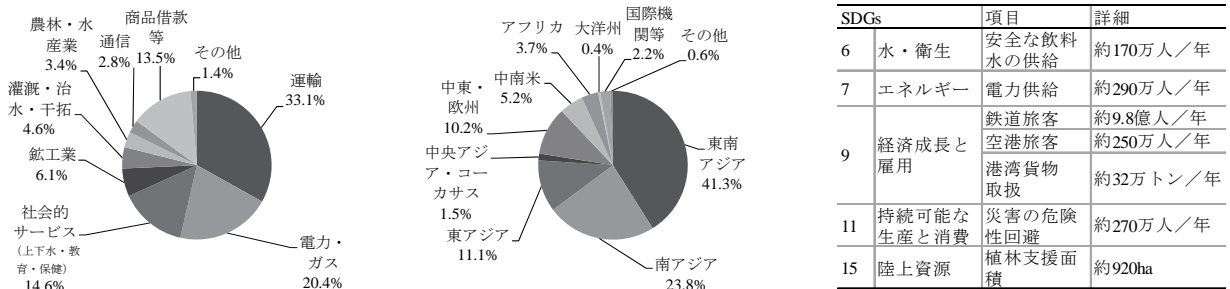
なお、JICA については、日本政府の SDGs 推進本部が 2016 年 12 月に決定した SDGs の実施方針において、SDGs の 10 の目標について中心的役割を果たすことが期待されている（図表 12 参照）。特に目標 17.3「複数の財源から、開発途上国のための追加的資金源を動員する」の施策においては、「社会貢献債の発行」が盛り込まれている¹⁴。具体的には、JICA 債の発行を通じて、国内の民間資金を成長市場である開発途上国のために動員するというものである。金融市場で、ESG や SDGs に対する関心が高まる中、JICA 債のソーシャルボンドの名称や SDGs への貢献に向けた手段との位置付けは、JICA にとって今後も安定的な資金調達に寄与するものになると予想される。

¹³ 「【インタビュー】JICA と投資家の SDGs パートナーシップ —JICA 債・ソーシャルボンド—（JICA 特集第 2 回）」『Sustainable Japan』2017 年 12 月 13 日。

¹⁴ 10 の目標は、目標 2（飢餓）、目標 3（保健）、目標 4（教育）、目標 6（水・衛生）、目標 7（エネルギー）、目標 8（経済成長と雇用）、目標 9（インフラ、産業化、イノベーション）、目標 11（持続可能な都市）、目標 13（気候変動）、目標 15（陸上資源）。（持続可能な開発目標（SDGs）推進本部「持続可能な開発目標（SDGs）実施指針」2016 年 12 月 22 日、国際協力機構「SDGs 達成への貢献に向けて：JICA の取り組み」2016 年 9 月 12 日）

図表 12 国際協力機構のソーシャルボンドの対象事業及び主要なインパクト

分野別有償資金協力承諾割合(累計) 地域別有償資金協力承諾割合(累計) 実現された主要なインパクト



(注) 有償資金協力承諾割合は、2017年度末時点。金額ベース。

(出所) 国際協力機構「ソーシャルボンドとしてのJICA債 インパクトレポート」2018年6月、1-3頁

(https://www.jica.go.jp/investor/bond/ku57pq00001qs7yu-att/Impact_Report.pdf)

4. スペイン開発金融公庫 (ICO) のソーシャルボンド

スペイン開発金融公庫 (ICO) は、スペインの政府系機関である。同国の経済成長と国富の配分の改善に寄与する経済活動の支援と促進を主な目的とし、投融資活動を行っている。ICO は 2015 年 1 月、スペインの発行体として初となるソーシャルボンドを起債した。調達した資金は、1 人当たり GDP がスペイン全国平均を下回る州の中小企業 (SMEs) に融資し、雇用を維持・創出することを目指している¹⁵。なお、SMEs については、欧州連合 (EU) の定義に基づくものを対象とし、社会・環境的観点から、アルコール、タバコ、賭博、鉱業等のセクターは除外している¹⁶。

ICO のソーシャルボンドは、オランダの評価機関サステナリティクスからセカンド・オピニオンを取得した。当初は、SBP が公表される前であったため、ICO のソーシャルボンドフレームワークが ICMA の GBP に適合していることが確認されている。そして、ソーシャルボンドの発行後 1 年を目途に調達資金により実行したローンポートフォリオの状況についても、サステナリティクスから評価を受けている¹⁷。

ICO は 2018 年 6 月末現在、ソーシャルボンドを 4 回発行しているが、例えば第 2 回ソーシャルボンド (5 億ユーロ、表面利率 0.1%、2016 年 4 月起債 2018 年 9 月償還) の投資家による消化状況を見ると、地域別にはスペインを始めとした欧州が中心、投資家別ではファンドマネージャーが中心、投資家層では社会的責任投資 (SRI) の投資家が半分弱、といった構図となっている (図表 13 参照)。また、調達資金は主にアンダルシア州、ヴァレンシア州等の SME 向け融資に充当され、国民経済計算の産業連関表に基づきインパクトを推計した結果、直接的・間接的に 63,398 人の雇用が創出された旨が明らかになった (図表 14 参照)。

ICO のソーシャルボンドは、スペインの政府系機関として、同国が抱える高い失業率の

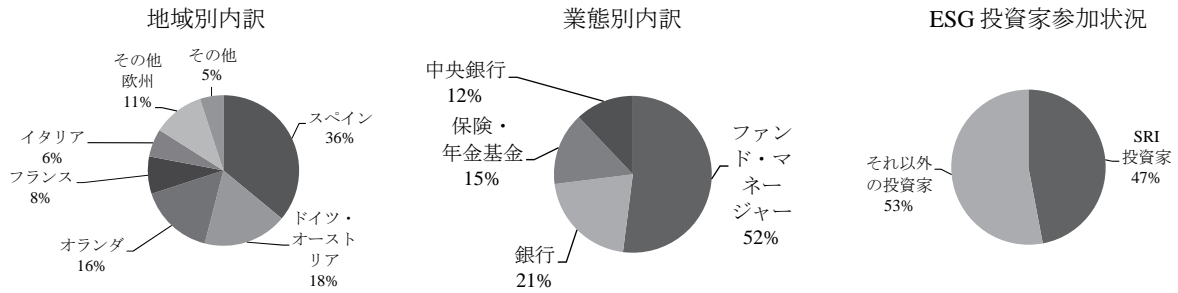
¹⁵ Instituto de Crédito Oficial, *ICO Launches First Issue of "Social Bonds" in Spain, for 1 Billion Euros*, 27 January 2015.

¹⁶ Instituto de Crédito Oficial, *Investor Presentation*, March 2018.

¹⁷ Sustainability, *ICO Social Bond Loan Portfolio Review*, 1 February 2016.

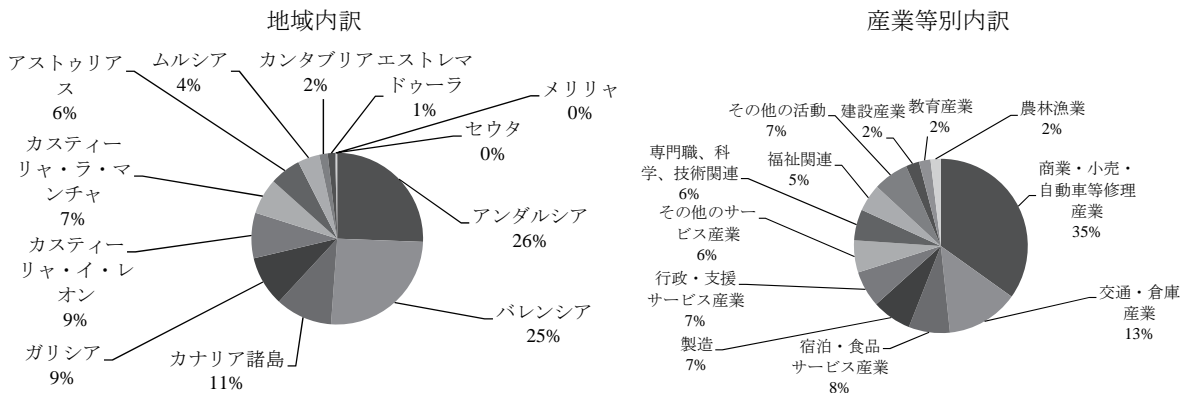
改善といった喫緊の政策課題の解消に寄与する意義のある取組みと評価できる。また、起債に当たっての外部評価や調達資金により実行されたローンポートフォリオの評価の取得、インパクトの推計における国の統計の活用等の点で、客観性や透明性が十分確保されたソーシャルボンドとなっており、ソーシャルボンドの起債を検討している発行体にとっても参考になるモデルと言える。

図表 13 ICO の第 2 回ソーシャルボンドの消化状況



(出所) Instituto de Crédito Oficial, *Investor Presentation*, March 2018, p.32、より野村資本市場研究所
 (<https://www.ico.es/documents/15125/1586918/Investor+presentation+Mar18/32f092a2-d2ec-4507-8e38-785df673888a>)

図表 14 ICO の第 2 回ソーシャルボンドによるインパクト



(注) 直接的・間接的に 63,398 人の雇用を創出 (スペイン開発金融公庫による推計)。

(出所) Instituto de Crédito Oficial, *Investor Presentation*, March 2018, p.34、より野村資本市場研究所
 (<https://www.ico.es/documents/15125/1586918/Investor+presentation+Mar18/32f092a2-d2ec-4507-8e38-785df673888a>)

5. オランダの NWB バンクのソーシャルボンド「手頃な価格の住宅債」

オランダの NWB バンクは、水道公社や地方公共団体等に融資する政府系機関である。同行の貸出対象先は公営住宅、ヘルスケア、教育、水道関連等の行政サービスを担っている。

NWB バンクは、2014 年 6 月からグリーンボンドの一環として水道公社向け融資に充当する目的で「ウォーターボンド」、2017 年 6 月にはソーシャルボンドとして「手頃な価格の住宅債 (Affordable Housing Bond)」の起債を開始した。NWB バンクのソーシャルボ

ンドは、公営住宅公社向け融資に充当するものであり¹⁸、サステナリティクスからセカンド・オピニオンを取得しており、SBP が公表される前だったため、ICMA のソーシャルボンド発行体向けのガイダンスと GBP に適合している旨が示されている¹⁹。

オランダでは、公営住宅の供給が相対的に少なく、入居への待ち期間が長い（2015 年の平均は約 8 年）ほか、シリア等からの難民受け入れもあり、公営住宅の不足が社会問題化している。そのため、同行のソーシャルボンドは、低所得者向けの社会的住宅の整備資金を確保することが主な目的となっている。NWB バンクによると、ソーシャルボンドの起債により、SDGs の 17 の目標のうち、9 の目標の達成に貢献する見通しとなっている（図表 15 参照）。

NWB バンクのソーシャルボンドは、ソーシャルボンドとして過去最大級の規模となり、欧州を中心とした機関投資家、金融機関、社会的責任ファンドなどに順調に消化された（図表 16 参照）。同行は、2017 年 6 月の初回に続き、2017 年 8 月、2018 年 4 月にもソーシャルボンドを発行している。NWB バンクのソーシャルボンドは、オランダが抱える喫緊の社会的課題の解決に大きく寄与するものとみられ、同様の課題を抱える国にとっても資金調達手段の選択肢として参考になるモデルの 1 つとなると考えられる。

図表 15 NWB バンクのソーシャルボンドが貢献する SDGs の目標

項目	該当する SDGs								
	1 (貧困)	3 (保健)	5 (ジェンダー)	7 (エネルギー)	8 (経済成長と雇用)	10 (不平等)	11 (持続可能な都市)	16 (平和)	17 (実施手段)
社会的弱者	○	○	○	—	—	—	—	—	—
手ごろな価格の住宅	○	○	—	—	—	—	○	—	—
利用可能及び安定性	○	○	—	—	○	○	○	○	○
良質	—	○	—	—	—	—	○	○	—
住みやすさ	—	○	—	—	—	—	○	○	—
環境・エネルギー	○	○	—	○	○	—	○	—	—
責任あるローカル・パートナー	—	—	○	—	—	—	—	○	○

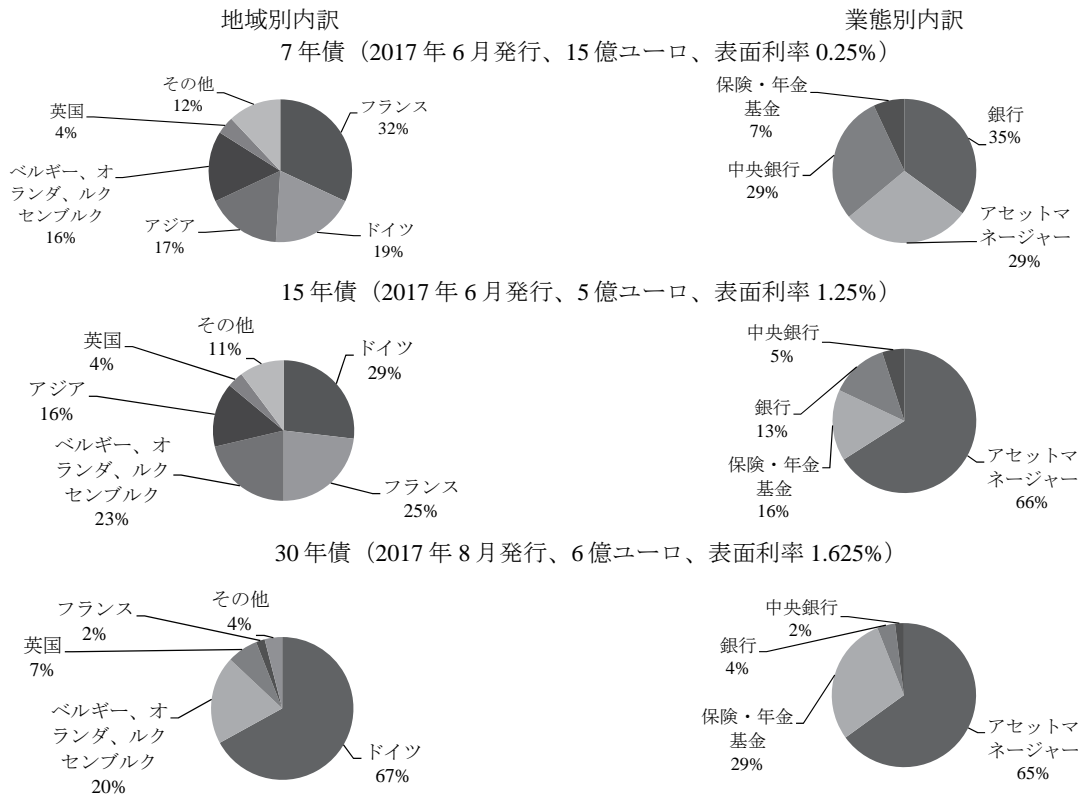
(出所) NWB Bank, *Social Indicator Report 2017*, March 2018, p.20、より野村資本市場研究所訳

(<https://www.nwbbank.com/news/pressrelease-27072120>)

¹⁸ 対象となる融資は、公営住宅保証基金（WSW、非営利組織）による保証が付与されたもので、8 割の入居者の年間所得が 35,739 ユーロ以下（2016 年時点）、賃貸料（月）が 710.68 ユーロ以下等の要件がある。（NWB Bank, *Social Indicator Report 2017*, March 2018, p.8）

¹⁹ Sustainalytics, *De Nederlandse Waterschapsbank N.V. (NWB Bank) Social Bond Second Opinion*, 10 May 2017.

図表 16 NWBバンクのソーシャルボンドの消化状況



(出所) NWB Bank, *Social Indicator Report 2017*, March 2018, pp.10-11、より野村資本市場研究所訳 (<https://www.nwbbank.com/news/pressrelease-27072120>)

6. スペインのクチャバンクのソーシャル・カバードボンド

スペインのバスク自治州の金融機関クチャバンクは、同州の3つの金融機関の合併により2012年1月に設立された商業銀行である。同行は、2015年9月に世界初となるソーシャル・カバードボンド(10年債、10億ユーロ)を発行した²⁰。クチャバンクのソーシャル・カバードボンドの資金使途は、低所得者による手頃な価格の住宅へのアクセスを支援するための融資で、バスク自治政府による低所得者用住宅向け補助(VPO)プログラムに基づくものを対象としている。同行のソーシャル・カバードボンドは、サステナリティクスからセカンド・オピニオンを取得しており、発行当時はICMAのSBPが公表される前であったため、GBPに適合している旨が示されている²¹。

スペインでは、長らく住宅所有を推進する政策が講じられ、手ごろな価格の公営住宅への十分な投資が行われておらず、2000年代後半の世界的な金融危機以降の住宅バブルの崩壊等を契機に、住宅ローンの不履行などの理由で住民が家を失うケースが散見され、社

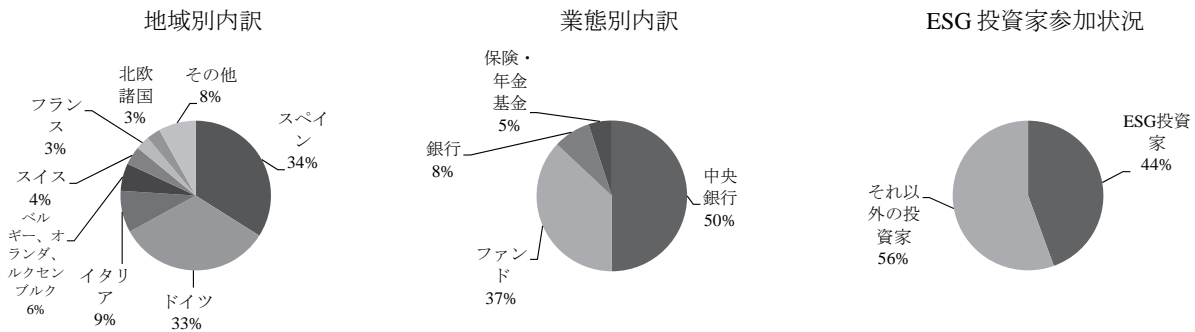
²⁰ スペインのカバードボンドは、セデュラスと呼ばれ、スキームはドイツのファンドブリーフと同様に担保資産をオリジネーターが保有する仕組みである。

²¹ Sustainalytics, *Kutxabank S.A. Social Bond Framework Overview and Second-Party Review by Sustainalytics*, August 2015.

会問題化していた。そのような中、クチャバンクが低所得者の住宅へのアクセス支援を明確に示す手段の1つとして発行したソーシャル・カバードボンドは、投資家層の4割強がESGを投資判断の要素とする投資家となった(図表17参照)。また、地域別にはスペイン国内をはじめとしてほとんどが欧州域内、投資家層では中央銀行やファンド等が中心となった。

ソーシャルボンドは2018年6月現在、標準的ソーシャルボンドが主流だが、欧州のようにカバードボンドが長らく浸透している地域では、ソーシャル証券化債の一種であるソーシャル・カバードボンドに対する投資家需要も十分にある状況である。ブルームバーグの統計に基づく、2018年6月現在、クチャバンク以外では、オーストリアの金融機関であるコミュナル・クレジット・オーストリアがソーシャル・カバードボンドを発行しているが、今後の展開が注目される場所である。

図表17 クチャバンクのソーシャルボンドの消化状況



(出所) Kutxabank, *Kutxabank Social Covered Bond 2Q2017 Follow-Up*, p.5、より野村資本市場研究所訳

7. 多国籍企業ダノンのソーシャルボンド

フランスに本社を置く多国籍企業で食品大手のダノンは、多国籍企業初となるソーシャルボンド(7年債、3億ユーロ)を2018年3月に起債した²²。ダノンでは、長らく「社会の発展なくして、企業の成功はない」という考えに基づいた「デュアル・プロジェクト」という企業理念が根付いている。そして、「One Planet One Health」といったビジョンの下、健全な地球と一人ひとりの健康のためにできることを実践するというスタンスを維持している。

ダノンのソーシャルボンドの資金使途は、(1) サプライヤーや農業パートナーの支援、(2) 地域及び社会企業家の支援、(3) 特定の栄養を必要とする人々のための調査研究、(4) 健康・栄養セクターの中小企業向け投資、(5) 従業員の産休・育休・出生後ケア等の支援強化、としている。ダノンは、ヴィジオ・アイリスからセカンドパーティ・オピニオンを取得しており、発行体としてのダノンのESGへの取り組みについて、2017年2月

²² Danone, *Danone Successfully Issues a Pioneer EUR300m Social Bond Continuing to Invest for Sustainable Value for All*, 19 March 2018.

時点で欧州の食品業界 17 社のうち最上位と評価されたことや、同社のソーシャルボンドが ICMA の SBP に適合している旨が示されている²³。

ダノンによる起債は、これまでダノンの社債に投資したことがなかった ESG 関連投資家等の需要も幅広く集め、2 倍以上の超過需要倍率となり²⁴、マーケティング開始時よりも良好な条件で起債することが可能となった²⁵。ダノンは 2018 年 2 月、ESG 要因の評価によって金利が変動するシンジケートローン（総額 20 億ユーロ）を 12 の金融機関と締結しており、ESG 関連の負債性資金調達が多様化への挑戦という意味でも、同社の今後の動きが注目されるところである。

IV 日本における今後の展望

ソーシャルボンドは、2000 年代後半にその歴史が始まり、当初は国際機関が中心だったが、2015 年頃から銀行、政府系機関、事業会社と発行体セクターが拡大している。日本では 2018 年 6 月末現在、国内債として JICA、サムライ債として BPCE が発行しているものの、日本国内の社会的課題のための発行と言えるようなソーシャルボンドは誕生していない²⁶。

日本における今後のソーシャルボンド活用のポテンシャルを探る上で、例えば、日本で社会的な持続可能性を維持するために克服する必要がある主な課題を考えると、（1）人口減少・少子高齢化、（2）東京への人口一極集中と地方圏からの人口流出、（3）自然災害の増加、などが挙げられる。これらの分野も含めて、日本でソーシャルボンドが今後、どのように活用されていくか注目されるところである。

また、本稿で取り上げた事例を踏まえると、ソーシャルボンドの発行に当たっては、（1）発行体として、社会的課題の解決が経営面での重要課題として位置付けられていること、（2）対象事業が SBP に掲げられるソーシャルプロジェクトに該当し、社会的課題の改善目標及び改善のためのプロセスが明確など、SBP に適合した内容であること、（3）投資家をはじめとしたステークホルダーに対して透明性かつ客観性を確保し、レポート等を通じて説明責任を果たすこと、が成功のカギになると考えられる。

ソーシャルボンドは、その歴史が約 10 年と短い、日本や世界の持続可能性を維持すべく、活用のポテンシャルは大きいと考えられ、今後の発展が注目される。

²³ Vigeo Eiris, *Second Party Opinion on the Sustainability of Danone's Social Bond*, March 2018.

²⁴ 超過需要倍率は、発行額に対して投資家から寄せられた需要金額の倍率。

²⁵ "Update 1- Danon's Debut Social Bond Attracts Healthy Appetite," *Reuters*, 19 March 2018.

²⁶ ただし、日本学生支援機構は 2018 年 7 月 6 日、2018 年 9 月に発行を予定する第 52 回日本学生支援債券について、ICMA の SBP に適合する旨をヴィジオ・アイリスからセカンド・オピニオンとして取得したことを明らかにした。同債券による調達資金は、2018 年度第二種奨学金の在学中資金として充当される予定で、日本の社会的課題に対応し、国内公募債として発行されるソーシャルボンドとして、初めてとなる見込みである。（日本学生支援機構「日本学生支援債券に対する『ソーシャルボンド』としての ESG 評価の取得について」2018 年 7 月 6 日）