

## ◇◇「アンブレラ」的な支援から「コリドー」的な支援へ◇◇

2011年3月11日に発生した東日本大震災から来月で1年がたちます。被災者の皆様には、改めてお見舞い申し上げます。本年は辰年。辰年は「発つ年」ともいわれ、新しい日本に向けた力強い復興の年となるよう頑張っていきたいと思えます。

さて、日本を取り巻く社会環境は大きく変化しており、特にグローバル化は民間企業のみならず、地域においても取り組むべき重要な課題となっています。

地方自治体における対外政策はこれまでも多面的に推進されてきましたが、その中で姉妹都市提携は大きな柱の一つといえます。この提携は、都市環境が似ている、産業構造が似ている、自然環境に類似のものがある、歴史的なつながりがあることなどにより行われてきました。現在の提携件数は1,614件、姉妹都市提携数は850自治体にのぼり、提携先の相手国は全体で64カ国にまたがっており、相手国のトップは米国で、次いで中国、韓国、オーストラリア、オランダの順となっています（2011年10月31日現在、財団法人自治体国際化協会による）。

このように日本全体で見れば、海外の諸都市と相当数の提携関係を有しており、二都市間の提携をいかに活用するかは、地域の企業、住民にとっても重要な施策になる可能性があります。その活用方法は経済交流活動にあると考えられ、海外におけるセミナー等への参加、展示会への地域特産物の展示、地域情報の提供などが挙げられます。経済交流活動における自治体のこれまでの役割は、二都市間の経済協力に関する包括的な提携を行い、その傘下で個々の企業や市民団体が独自に活動を展開するという「アンブレラ」的な支援を行ってきたといえます。

それに対して今後は、二都市間の経済交流活動についての提携関係の構築をさらに一步踏み込んで行い、場合によっては特定の産業・企業や分野に絞った直接的な支援を行うことが求められます。つまり二都市間で特定分野に関するより具体的な支援方策を構築し、そこを「コリドー（通路）」にして、相互の都市内の企業がそれぞれの都市で活動できる関係構築が必要と考えられます。

自治体にとって、特定の産業・企業への対応は平等性の観点から難しいという性質も有していますが、経済交流活動を考えた場合、シティセールス等の観点から効果的なメリハリのある交流が望まれます。企業にとっても、都市行政間で該当する分野での具体的な相互協力が構築されている「コリドー」的な支援関係があれば、当該地域への進出においてかなりのリスクが回避でき、積極的な対応を行う大きなきっかけづくりになると考えられます。例えば、2011年7月7日に川崎市がクイーンズランド州政府と交わした環境技術、廃棄物処理、水資源等の分野における経済、貿易、投資の関係強化を目的とした覚書（MOU）の締結はこの先駆的な取り組みの一つといえます（川崎市ホームページより）。

もちろん、このことは海外からの企業の受け入れでも同様と考えられます。国内では、多くの地方空港が整備され、新幹線の整備も一段と進むこととなり、海外からのアクセスや立地も従来に比べ非常に容易になりつつあります。インフラが整備された次には、どのような企業を誘致すべきかターゲットを絞った対応が求められます。その際にも二都市間で有する「コリドー」的な支援関係があれば力を発揮すると期待されます。さらにこの支援をより効果的にするために、地域の発展にとって相互メリットがあると予測される都市との新しい姉妹都市提携を検討する必要も生じる可能性があります。

平成24年2月 社会システムコンサルティング部長 稲見 浩之

## 財政危機という最悪シナリオに対する備えの必要性

株式会社 野村総合研究所 公共経営戦略コンサルティング部  
 コンサルタント 永井 希望

### 1. はじめに

2012年1月13日、米格付け大手のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）はこれまでトリプル A（AAA）の最上級格付けを維持していたフランスを含め、ユーロ圏9カ国の国債格付けを引き下げたと発表した。ギリシャに端を発した欧州債務危機は EU（欧州連合）の屋台骨を支える大国にも飛び火し、いよいよ予断を許さない状況となっている。欧州におけるこうした債務危機は、GDP 比 200%近い政府債務を抱える日本にとっても対岸の火事ではなく、連日のように日本の財政危機リスクに関するニュースや話題が取り沙汰されている。

このような状況において、野村総合研究所でも企業から“日本の財政危機リスクにどのように備えるべきか”といった問い合わせを受けることが多くなっている。本稿では、そうした問題を企業経営の観点から検討する際の一助となるような財政危機リスクへの対応方針を提示したい。具体的には、“日本の財政危機リスクをどのように見るべきか”、また“財政リスクが顕在化した場合、どの程度経済が悪化する可能性があるのか”の2つに焦点を絞り、最後に企業の取り得る防衛策の例を紹介していきたい。

### 2. 日本の財政危機リスクをどのように見るべきか

#### 1) 増加し続ける政府債務残高

まず、現在の日本の債務残高及び今後の見通しを簡潔に整理したい。

図表1のとおり、日本の政府債務残高は、国と地方を合わせると、すでに900兆円に迫りつつある。これを対 GDP 比で見るとおよそ 213%程度水準となっており、国債の長期金利が危険水域とされている 7%を突破して最近話題となったイタリア（129%）の水準よりも高くなっている\*1。

図表1 国及び地方の長期債務残高の状況



出所) 財務省「国及び地方の長期債務残高」をもとに NRI 作成

次に単年収支の観点から、今後、債務残高がどのように推移していくかを見ていきたい。

2011年12月24日に閣議決定された平成24年度政府予算案を見ると、歳出の90.3兆

\*1 出所は、財務省「債務残高の国際比較（対 GDP 比）」及び OECD「Economic Outlook」

円\*<sup>2</sup>のうち税収で賄えるのは 42.3 兆円(歳出比 47%)程度で、いわゆる“埋蔵金”を含む税外収入の 3.7 兆円を除くと、残りの 44.2 兆円\*<sup>3</sup>(歳出比 49%)は新規の国債発行に依存することになる。同予算案によると、歳出における国債費 21.6 兆円のうち元本の償還に充てられるのは 11.8 兆円(残りは利払い)のため、単純計算すると 1 年でさらに 32.4 兆円の借金が 900 兆円に加算されることとなる。

このことから、政府債務残高の絶対額の増加を防ぐには、合わせて 32.4 兆円分の税収増と歳出削減が必要になるが\*<sup>4</sup>、容易に達成されるとは言い難い水準である。例えば、32.4 兆円を、来年度政府予算案を基準にして、議論を呼んでいる消費税率の引き上げと歳出削減のみで賄うことを考えてみよう。仮に消費税率を 1%引き上げた場合の税収増効果を 2.6 兆円\*<sup>5</sup>、国債費以外の歳出(一般歳出及び地方交付税交付金)を一律にカットできると仮定した場合、数値を達成するためには消費税率の約 10%の引き上げと、一般歳出及び

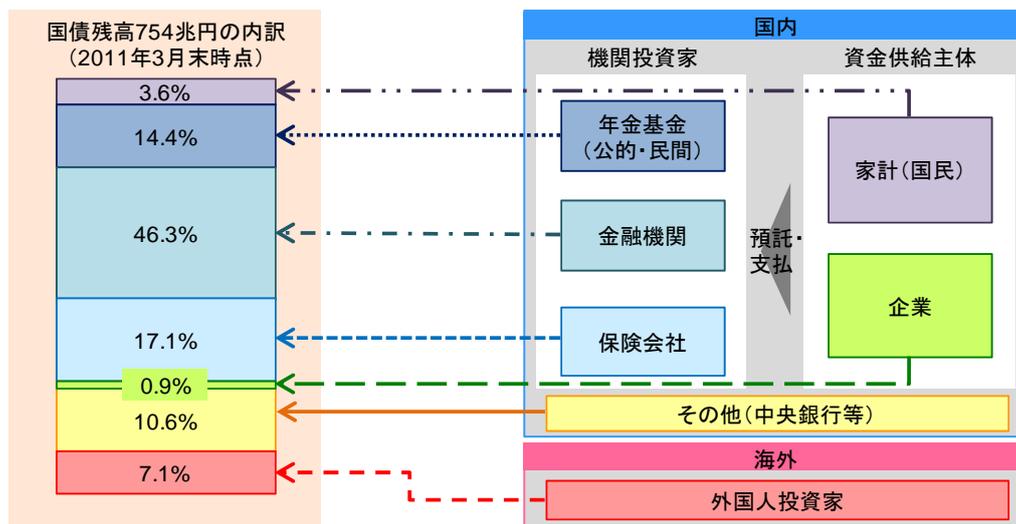
地方交付税交付金の一律 10%カットが必要となる。もちろん、これには消費税率上昇に伴う消費減退効果や、少子高齢化の加速に伴って自然と増加する社会保障費等を考慮に入れていない。このように、“債務残高を増やさない”ためにも劇的な変革が必要とされる状況にあることから、今後も債務残高は積み上がり続けるものと想定される。

## 2) 今後も国債は消化できるか

次に、今後も増加が予想される日本国債を誰が引き受けるのかについて検討する。

まず、現在の日本国債の主体別保有状況を確認したい。図表 2 は現時点で日本の国債を誰が保有しているかを簡単にまとめたものである。約 93%が国内の投資家によって保有されており、海外比率は約 7%であることがわかる。この事実が日本国債の暴落は起こり得ない(国内投資家が国債を売るインセンティブが働かない)という主張の根拠としてよく用いられている。

図表 2 主体別国債保有状況

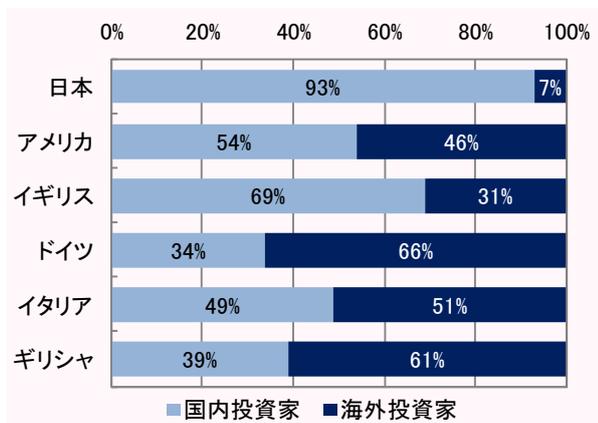


出所) 日本銀行資金循環統計をもとに NRI 作成

- \*2 東日本大震災からの復旧・復興対策に係る歳入・歳出については、別途に計上されている。
- \*3 計数はそれぞれ四捨五入によるため、端数において合計とは一致しないものがある。
- \*4 数字はあくまで政府債務残高の絶対額を論じたものであり、債務を対 GDP 比率で計測することを前提としたプライマリーバランスの考えとは、利払いによる歳出部分の扱い方が異なる。
- \*5 平成 24 年度予算政府案で示されている消費税率(約 10.4 兆円)を国税分の 4%で除して算出した。

図表3からもわかるとおり、約93%という水準は海外諸国と比較しても著しく高い水準であり、この要素のみを鑑みると前述の主張も頷ける。

図表3 国別国債保有（国内・海外）状況



出所) 日本銀行、FRB、OCN、Bundesbank、Bank of Italy、Bank of Greece、IMF の試算をもとに NRI 作成

ただし、この状態は持続可能（サステイナブル）なのか、すなわち今後も継続的に国債が国内で消化されるかという点についても注意を払う必要がある。図表2のとおり、国債の約80%が金融機関、年金基金、保険会社により保有されているため、これら各主体の今後の国債購入余力が重要な鍵となる。このうち、保険会社は現状では保険料支払いをフローの保険料収入で賄っているため、少なくともストックとしての運用額はすぐに縮小しないものと考えられる。しかし、年金基金については、少子高齢化の影響によって切り崩しのフェーズに突入することから、運用額の縮小は避けられない（国債購入余力は相対的に低下していく）と想定される。そして、国債の最大の保有主体である金融機関についても年金基金同様に、平均世帯所得が減少傾向にあること、今後は貯蓄を切り崩して生活する高齢者世帯が増加することから、運用資金の

縮小が懸念される。さらに、金融機関の中でも最も多くの国債を保有しているゆうちょ銀行の貯金残高に対する保有国債（地方債を含む）残高比率は87.1%<sup>\*6</sup>、総資産に占める割合でも78.6%と、すでに半ば飽和状態にある。

従って、このままのペースで債務残高が増加し続けられれば、国内投資家の購入余力はいずれ限界を迎えると考えるのが自然であろう。このタイミングをもって国債が市場で消化できなくなり、財政危機が顕在化するというのが悲観的な見方であるが、そこまで行かなくとも国内の飽和は必然的に海外保有比率の上昇をもたらすこととなる。

### 3) 海外保有比率の上昇がもたらす影響

海外保有比率の上昇は負の影響のみをもたらすわけではないが、国内投資家の購入余力飽和に伴う海外保有比率の上昇によって懸念されるのは金利の上昇である。現在の日本国債の長期金利は1%弱と非常に低利に抑えられており、S&P格付けが日本（AA-）よりも高いアメリカ（AA+）、ドイツ（AAA）、イギリス（AAA）、フランス（AA+）<sup>\*7</sup>等と比較してもかなり低い水準となっている。日本の低水準は、ホームカントリーバイアス<sup>\*8</sup>のかかった国内投資家が国債を購入するために維持されているという側面が強い。一方で、海外投資家はリスクに見合ったリターン、すなわち少なくとも他の先進国並みの金利水準である2~3%（アメリカ2.1%、ドイツ2.0%、イギリス2.1%、フランス3.1%）<sup>\*7</sup>を求めると考えられるため、金利の上昇は避け難いものと想定される。

金利の上昇幅が1~2%では影響は軽微なように思われるが、財政収支に与える影響は大きい。実際に、財務省は2012年度以降に金利が2%上昇した場合、2014年度時点の国

\*6 出所は、ゆうちょ銀行

\*7 出所は、ブルームバーグ（2012年1月23日時点）

\*8 Home Country Bias：投資家が海外投資に慎重になり、自国内市場への投資に偏ること。

債費支払いは、金利が上昇しなかった場合と比較して 8.5 兆円も増加するという試算を公開している\*9。この金利上昇が景気の好転によってもたらされるならば、税収増を見込むことができるため、財政に与えるインパクトはさほど大きくはない。しかし、ここで想定しているような景気回復を伴わない金利の上昇は、増加した国債費捻出のため更なる国債発行を必要とする。それが財政リスクを高めることで、より金利を上昇させるといった負のスパイラルを発生させることとなる。

このような負のスパイラルの発生は、ギリシャ危機からもわかるとおり、国家の信用力を失墜させ、結果的に財政危機顕在化のリスクを著しく高めることにつながる。従って、海外保有比率や金利の上昇には引き続き注意を払う必要があるだろう。実際に日本でも財政危機が顕在化するのか、また、そのタイミングを断言することは不可能なものの、少なくとも現在の日本の財政状況がここまで見てきたシナリオの途上にあることだけは事実であり、リスクは高まりつつある。また、このシナリオはある意味で危機発生までの“フルパッケージ”を描いたものであるため、その途上においても何らかのきっかけで財政が市場の信認を失えば、今すぐに危機が顕在化してもおかしくはない。

### 3. 財政危機顕在化のもたらすインパクト

第2章では現在の日本の財政状況の見方及び今後想定されるシナリオについて触れたが、ここでは財政危機が顕在化した場合、どのような経路で波及し、マクロ環境にどの程度のインパクトを与え得るのかについて着目する。

#### 1) 財政危機の波及経路

まずは、危機がどのような経路で波及していくのかを整理したい。

危機の発端はここまで述べてきたとおり、国債価格の暴落である。すなわち日本国家が市場からの信認を失った状態であるため、同時に株式や通貨(円)も売られ、いわゆる“トリプル安”が起こるものと考えられる。

このような金融市場の大混乱は、個人投資家もさることながら、国債をはじめとした有価証券を大量に保有している銀行部門を直撃する。銀行は急激な資産減価の中でも一定以上の自己資本比率を維持するため、資産を圧縮する必要が生じ、貸し剥がしをせざるを得ない状況に陥る。通常であれば、政府が銀行に対して公的資金を注入することで事態の打開を図ろうとするが、このようなケースでは、破綻の危機に陥る銀行が多い一方で政府の財政出動余力は小さい。また、預金保険機構等の基金にも限りがあるため、多くの銀行が破たんへの危機に直面する恐れがある。

銀行部門に波及した危機は、次に実体経済に影響を及ぼすこととなる。貸し剥がし、もしくは銀行の破たんによって多くの企業が業績悪化・倒産に追い込まれ、それらに伴う失業率の上昇・雇用者報酬の減少は家計消費の減退を引き起こす。これは企業業績をさらに悪化させることにつながり、こうした実体経済の悪化は最終的に大幅な景気後退をもたらすものと考えられる。

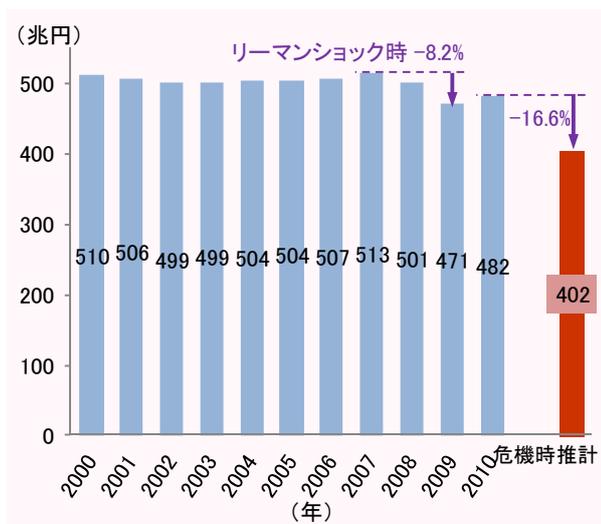
#### 2) 日本で危機が顕在化した場合のインパクト(パーツ危機レベルの投資・消費減退が生じた場合の簡易試算)

このような危機が日本で顕在化した場合、経済はどの程度まで落ち込む可能性があるのか。その一つの参考値として、仮に 1997 年

\*9 名目成長率 1%半ばを前提とした数値。さらに詳しい前提については、財務省のホームページを参照のこと。<http://www.mof.go.jp/budget/topics/outlook/sy2301a.htm>

にタイで発生したパーツ危機レベルの投資・消費減退が生じた場合、日本の GDP はどれだけ下落するのかを簡易的に試算したのが図表 4 である。ここでは、危機発生によって民間・政府両部門がパーツ危機と同程度まで消費・投資を抑制した際、日本の GDP をどの程度押し下げることになるのかについて試算した\*10。

図表 4 消費・投資抑制によるインパクト



出所) 内閣府、IMF より NRI 作成

試算の結果、本ケースでは、日本の GDP (名目) が 80 兆円 (2010 年比 -16.6%) 落ち込むと算出された。GDP16.6%下落というのは、リーマンショック時の落ち込み幅である -8.2% を優に上回る水準ある。また、GDP 下落幅である 80 兆円は、実に近畿地方の GDP (79.7 兆円) \*11 に相当する。

この数値はあくまで経済危機の直接的な影響を家計・政府・企業の支出・投資抑制とし、そこから波及効果を求めるという強い仮定のもとで簡易的に試算したものである。しかし、この水準の経済規模の落ち込みは 2001 年のアルゼンチン財政危機 (16%下落) \*12 等でも

実際に起きており、財政危機という特異な状況では決して大げさとは言えない。

#### 4. 財政危機にいかにも備えるか

本章では、これまで見てきた財政危機リスクに企業がいかにも備えるべきかを提案していきたい。危機に備えるというと、すぐに打ち手の議論になりがちである。しかしその議論をより実りあるものにするためには、打ち手を検討する前に、どのような規模・種類の財政危機を想定するか、その危機に直面した際に、顧客・自社の財務・競合企業はどの程度の影響を受けるかという前提条件を整理して、「危機の見える化」を行うことが重要である。そこで、危機の見える化の手法としての「危機シナリオの策定」、「財務ストレステスト」といった手法を紹介し、最後に企業が平時より準備可能な打ち手の例を紹介したい。

##### 1) 危機シナリオの策定

最初のステップは、今回想定する危機の定量的なシナリオ設定である。危機の規模を正確に予測することは不可能なため、第 3 章で例示したように、危機下におけるいくつかのマクロ指標を前提とすることで、危機シナリオを描き出していく。

具体的には、金融市場において金利・為替・株価がどれだけ変動し、実体経済においては家計・政府・企業がどれだけ投資・消費を抑制し、その状態が何年程度続くのか、また、どの程度のインフレが生じるのかといった危機時のマクロ指標を設定していく。これについては、過去事例の参照が有効である。さら

\*10 IFS によると、パーツ危機では 3.2% の民間最終消費支出の減少並びに 39.6% の政府・民間による投資減少が生じているため、この数値を用いて推計を実施した (政府最終消費支出は減少が見られないため、現状で一定と仮定)。ただし、銀行の破たんやインフレ、為替変動等による影響までは正確に反映できていないこと、推計では日本の 2004 年時点での産業構造を前提としていること等に注意が必要である。

\*11 出所は、内閣府県民経済計算 (2010 年)

\*12 出所は、IMF 「International Financial Statistics」

に、より深刻な危機に対応できるようにするため、“過去事例や現状から想定される最悪のケース”を設定することが重要と考える。

これらを設定すれば、ある程度の仮定を置く部分は残るものの、経済全体の落ち込み幅や、自社顧客の減少数・買い控え率といった経営に近い指標の推計が可能となり、危機時における事業環境をよりリアルに描き出すことができるようになる。

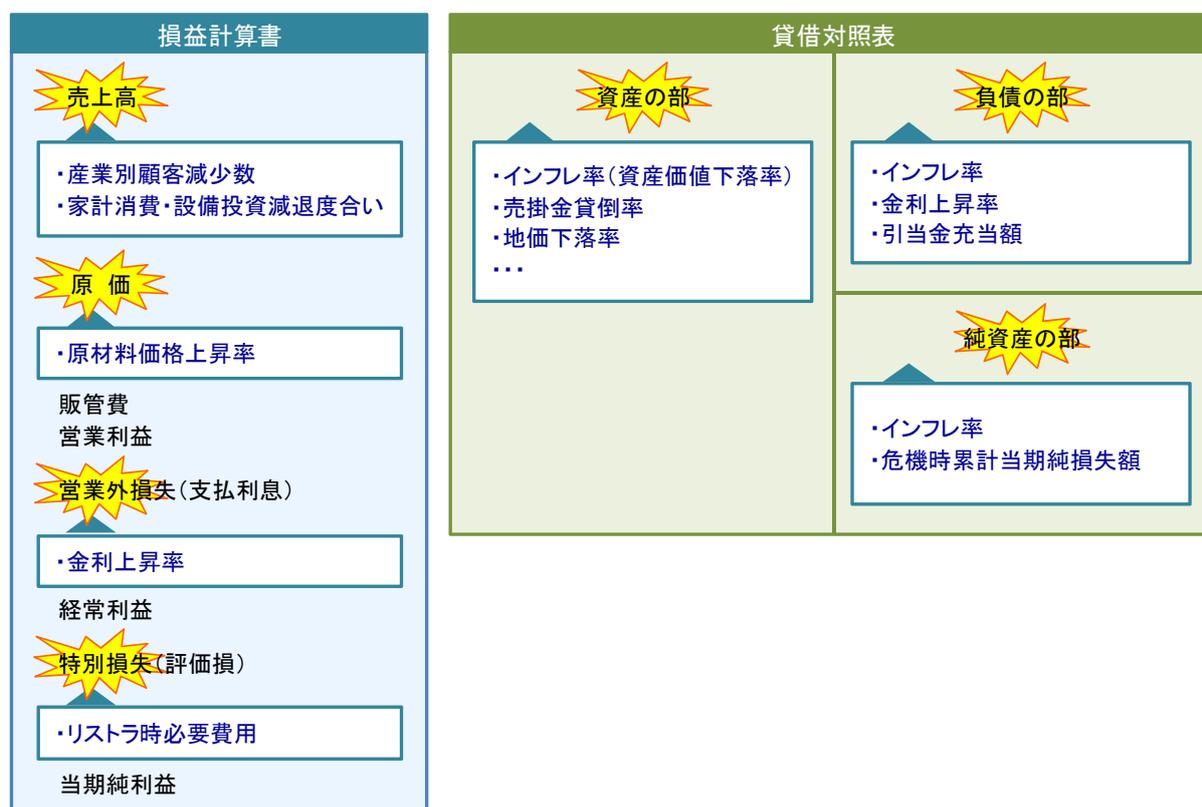
## 2) 財務ストレステスト

続くステップは、危機時における自社状況の見える化、すなわち前述の危機シナリオ及

び各種指標の変化が自社財務・業績に与える影響の試算である。2011年に、欧州の金融機関が、危機時においても、義務付けられている自己資本比率をクリアできるかどうかのストレステストを受けたところ、数行が不合格となったことで話題を集めたが、これはそのテストを民間企業の財務に適用したものと言える。

図表5が、財務ストレステストの具体的な手法の概要である。損益計算書及び貸借対照表の勘定科目ごとに、危機シナリオが与える影響を試算していく。

図表5 財務ストレステストの概念図



試算の結果、最悪の場合は一年間の営業活動からどの程度のキャッシュアウトが起きるのかといったアウトプットを得られるため、現在の手元流動性で何年程度の運転資金を維持できるのか、また、維持するために必要な固定費の削減額等を導き出すことが可能となる。そして、これらの数値は、打ち手を検討

する際の材料として活用可能となる。

このストレステストは自社のみならず、競合財務についても実施することが有効である。同じ前提のもとでストレステストを行うことにより、競合と比較して自社が有利な点やリスクの大きい点が明らかになっていく。

### 3) 打ち手の検討

最後に打ち手の議論をしたい。ここで検討される打ち手は、企業の業種や財務状況によって非常に多岐にわたるが、それらは“収支改善のための打ち手”と“資産防衛のための打ち手”の2種類に大別できる。

収支改善の検討にあたって、企業が真っ先に取り組もうとするのはコスト削減である。財政危機という極端な状況では、企業存続のため、例えば事業部単位での取捨選択といった通常とは規模の異なる削減策が必要になると考えられる。また、経済が急速に落ち込む状況では、このような大胆な削減をいかに迅速に断行できるかが鍵となる。従って、企業は危機時においても守るべき事業とそうでない事業を予め検討し、さらに守るべき事業を成り立たせる最小限のサプライチェーンも検討しておく必要がある。

コスト削減と同時に、売り上げをいかに伸ばすかの“攻めの打ち手”の検討も重要である。特に規模が大きく体力のある企業にとって、財政危機はM&Aもしくは競合からシェアを奪い取るチャンスになり得る。従って、自社及び競合の財務ストレステストの結果を見比べながら、危機時に救済型M&Aの対象になりそうな企業の見極めや、自社のシェアを伸ばせそうな領域の検討を予め実施することも有用と言える。

次に、資産防衛のための打ち手であるが、ここではさまざまな企業にとって共通した打ち手となり得るキャッシュマネジメントについて言及する。危機によるインフレの発生を前提とした場合、最も大きなリスクに晒される資産は日本円で保有している現預金である。現預金の価値の棄損は、その他に取ることができる打ち手を行う際の制約条件にもなり得るため、現在保有している現預金の価値をいかに保全するかが重要となる。現預金の保全方法を検討する際に重視されるファクターは、

“どの手段”で、“どこの国”で価値を保全するかの2点である。

どの手段で保全するかについては、キャッシュの保全にあたり、取ることのできないリスクを特定することから始まる。例えば、流動性（換金性）を重視するのであれば、不動産や実物資産で保全する手段を取ることは困難である。また、毎期の評価損益の計上を避けたい企業にとっては、外貨及び海外の有価証券を持つことは難しいだろう。そのため、これらの制約条件をできる限り満たせる手段を特定することになる。

どこの国で保全するかについては、危機発生時の諸外国の状況を定義することから始まる。つまり、アメリカ、欧州、中国といった主要な各経済極が、日本よりも落ち込んでいるか否かのシナリオを設定する。このような強い仮定を避けたい場合は、できる限り資産を分散させてポートフォリオを組むことになるが、詳細になりすぎると維持・メンテナンスコストの額が嵩むことに注意が必要である。

ここまで述べたように、危機に備えるためにとり得る打ち手は多種多様で、ともすれば焦点がぼやけてしまいかねない。このことから、打ち手を検討する際には、設定した最悪のシナリオと財務ストレステストの結果に立ち返り、自社にとって最も大きなリスクファクターもしくはチャンスを見極めた上で検討を開始することが重要である。もちろん、極端な仮定を置いた検討ではあるものの、経営陣には慎重かつ大胆な判断が求められているのではないだろうか。

### 5. おわりに

本稿では、財政危機という、数ある不確実性の中でも極端な例を取り上げた。このテーマについては非常にさまざまな主張がなされ

ているが、本当に財政危機が起きるのか否かの議論は、もはや結論の出ない議論の域に達している。このような状況において民間企業に求められるのは、第1章で述べたようにリスクが高まりつつあること、そして第2章で述べたように財政危機の顕在化は通常では考えられないようなダメージをもたらす可能性があることを認めた上で、対策を始めておくことではないかと考える。

筆者

永井 希望 (ながい のぞみ)

株式会社 野村総合研究所

公共経営戦略コンサルティング部

コンサルタント

専門は、マクロ経済分析、コーポレートファイナンス など

E-mail: n-nagai@nri.co.jp

## 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

榎野村総合研究所 公共経営戦略コンサルティング部 主任コンサルタント 山口 高弘  
 主任コンサルタント 武田 佳奈  
 副主任コンサルタント 伊藤利江子

### 1. はじめに

昨今、さまざまな社会的課題を市場と捉え、その解決を目的とする事業（以下、「ソーシャルビジネス」と呼ぶ）及びそのような事業を担う事業体（社会的企業）が注目されている。

その背景には、社会問題の複雑化や個別化、問題の発生や内容の変化の速さなどがある。従来、社会的課題の解決は、主に行政の役割とされてきた。しかしながら、より高度かつ多様な手法で機動性が高く、また自らが財源を確保して事業を進めることで解決を図れるといった観点から、民間企業などの行政以外の新たな担い手による取り組みが期待されている。

実際に最近では、営利企業も社会的課題を自らの市場と捉えて、ソーシャルビジネスに取り組む事例が増えてきている。

ソーシャルビジネスを成功させるためには、その事業の持つ「社会性」と「事業性」を両立させることが重要である。両者の両立が難しい理由の一つとして、ソーシャルビジネスによってもたらされる価値の範囲を明確に特定しにくく、定性的な評価にとどまるといった特性がある。それゆえに、従来のビジネスのように投資対効果を定量的かつ客観的に把握することが簡単ではなく、投資家等の第三者への事業効果の説明が難しい現状にある。

このような課題を克服するために、米国や英国等のソーシャルビジネスの先進諸国で活用されているのが「SROI (Social Return on Investment : 社会的投資収益率)」である。

SROI は、事業によってもたらされた社会的価値をステークホルダーごとに明確にし、貨幣価値に換算することで事業がもたらす価値を定量的に表現する。さらに、先進諸外国では、この SROI を単なる事業評価のための手法としてだけでなく、分析のプロセス自体や結果を事業の改善や検討に活用することで、更なるソーシャルイノベーションの創造を実現している。

そこで本稿では、社会的価値を可視化する手法として、米国や英国で活用されている SROI 並びにそれを支える仕組みを紹介し、SROI の事業評価にとどまらない可能性を述べる。その上で、今後のソーシャルイノベーション創造のあり方について論じる。

### 2. 社会的価値を可視化する SROI

#### 1) SROI とは

SROI とは、ソーシャルビジネスのパフォーマンスを測る指標として、1990 年代後半、米国のファンドである REDF (Roberts Enterprise Development Foundation) が開発した。従来、投資判断に用いられてきた ROI (Return On Investment : 投資収益率) のように、経済的収益のみに着目した判断基準では、ソーシャルビジネスが算出する価値を評価し、投資判断を行うことは困難であった。そこで、経済的収益に加えて社会的収益にも着目し、事業を評価する手法として開発されたのが SROI である。特に、これまで計

測が難しかった社会的収益についても貨幣価値換算して評価対象とすることから、従来よりも広い範囲で価値を測定し、評価することができる手法として注目されてきた。

その後、英国のシンクタンクである nef (New Economics Foundation) が、REDF の SROI を応用・発展させた SROI を開発した。REDF が開発した SROI は、事業としての利益など事業価値についても評価の対象としたのに対し、nef が開発した SROI は、社会的価値のみを計測の対象として、より社会的価値の分析に焦点を絞っている点が特徴である。

これ以降、nef の SROI を前提に説明する。SROI は、事業によって創出された社会的価値を貨幣価値に換算した結果と、その価値を創出するために投じられた費用とを比較することで算出する。

|   |
|---|
| $\text{SROI(社会的投資収益率)} \\ = \frac{\text{貨幣価値換算された社会的価値}}{\text{投入された費用}}$ |
|---|

「貨幣価値換算された社会的価値」とは、例えば、当該事業によって就労を実現した対象者が獲得した賃金、対象者の健康状態の改善による社会保障費や医療費の削減、税収の増加といったものが対象となる。一方、「投入された費用」とは、例えば、人件費等の事業経費などである。

## 2) SROI の分析プロセス

続いて、SROI 分析の具体的なプロセスについて説明する。英国 Cabinet Office が発行する「Social Return on Investment」では、SROI 分析は次の 6 つの段階を踏んで行われると説明されている。

### ①当該事業の受益者を特定する

まず、当該事業によってもたらされた価値を得ている者 (= 受益者。以下、「ステー

クホルダー」と呼ぶ) を特定する。特定したステークホルダーは、分析の対象となるのみならず、②以降に説明する分析プロセスに参画することとなる。

### ②インパクトマップを作成する

次に、特定したステークホルダーごとに、事業実施の前と後の状態を比較することで、当該事業が各ステークホルダーに対してどのような変化をもたらしたのかを明確にする。その変化をアウトカム (成果) と捉え、アウトカムを生み出す過程で投じられた、インプット (投入費用)、アウトプット (実施した活動) を特定する。それらのインプット、アウトプット、アウトカムの関係性を示すインパクトマップ (図表 1) を作成する。インパクトマップは、当該事業がもたらした価値を生み出す過程 (価値連鎖) を可視化したものと言える。

### ③アウトカムを定量化し、貨幣価値化する

②で明らかになったアウトカムを定量的に捉え、代理指標を用いて、貨幣価値換算する。

### ④インパクト (価値) を特定する

③で算出されたアウトカムに対して、当該事業が行われなくても生じた割合や、当該事業以外の要因によって生じた割合価値を考慮することで、当該事業によって生じたインパクトを特定する。

### ⑤SROI を算出する

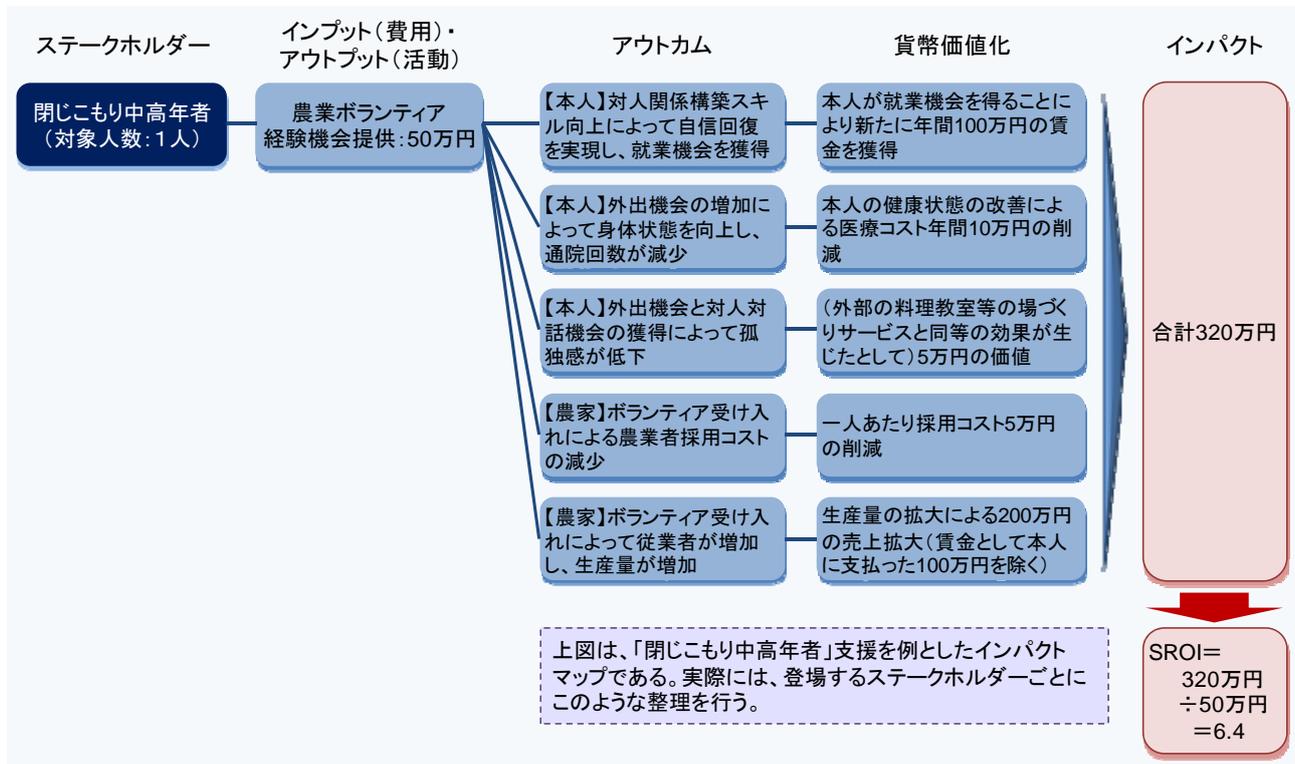
ステークホルダーごとに特定されたインパクトを足し合わせることで当該事業の総インパクトとし、その結果を当該事業の投資費用と比較して、SROI を算出する。

### ⑥ SROI を活用する

ステークホルダーと結果を共有し、事業の社会的価値を共有する。関係者であるからこそ普段は暗黙的に理解している事業の価値を改めて可視化することで、ステーク

ホルダー間で深い事業への理解が促進される。また、アウトカムとインプット及びアウトプットのつながりが可視化されるため、より効果的かつ効率的な事業運営に向けた示唆を得ることで、改善につながる。

図表1 インパクトマップの例



### 3) SROI の特徴と先進諸国での活用事例

社会的価値の可視化を可能にした SROI の主な特徴を挙げる。

まず、従来のみでは貨幣価値として捉えにくかった社会的価値についても、「代理指標」を用いて貨幣価値化することである。これにより、従来は評価しにくかった社会的価値を含めた形で、事業のパフォーマンスを把握できるようになっている。

さらに、事業によって創出された価値について、事業の直接の対象者（例えば、サービスの利用者等）のみならず、事業に関わるステークホルダーにもたらされた価値についても明らかにすることである。これにより、事業の直接の対象者のみならず、事業がもたら

した価値をより広く捉えることが可能になる。

SROI は、分析の過程にステークホルダーを参画させることにも着目すべきである。これにより、分析結果の妥当性が高まる。さらに、ステークホルダーにおいて、結果に対する納得感が高まったり、事業の価値の再認識につながったりする。その結果として、ステークホルダーの更なる事業への貢献につながるなどの効果も期待できると言われている。

英国などの先進諸国では、社会的企業や NPO 等が実際に SROI を算出し、その結果を公表することで、自らの事業への投資を促したり、投資家への説明責任を果たしたりしている。図表2に、英国の FRC グループでの SROI 活用事例を挙げる。

図表2 SROI活用事例：FRCグループ（社会的企業）

英国リバプールに拠点を置く FRC グループは、若年者や失業者に対して、中古家具のリサイクルや家具の製造・販売事業を通じた職業訓練・自立支援を行っている。若者や失業者が職業訓練として、回収された中古家具の解体や修理作業を行い、リサイクルされた中古家具をグループ会社の **Bulky Bob's** を通じて販売している。主な顧客は低所得層である。FRC グループでは、若年者や失業者に対して仕事を提供するとともに、職業訓練の過程で実施している各種表彰やイベント等を通じて、若年者や失業者の職業意識（社会参画へのモチベーション、自己肯定感など）の向上も実現している。

FRC グループは、この職業訓練・自立支援事業の社会的価値を、SROI を用いて算出し、「ソーシャル・インパクト・レポート」として公開している\*1。レポートによると、1 ポンドの投資額に対して 2.49 ポンドの社会的成果を生み出したとのことである。職業訓練の修了者・就職者の割合、訓練時の満足度などの代理指標を用いて貨幣価値換算している。

#### 4) SROI を活用した投資を支える仕組み

先進諸国で SROI の活用が進んでいる背景には、以前から社会的価値を創出することを目的に立ち上げられ、成果を上げてきた社会的企業や NPO 等が多く存在し、それらの活動を認め組織への投資が行われてきたというわが国との環境の違いがあることは否定できない。

一方で、SROI 分析の結果を活用した投資促進を実現している背景には、それを支える仕組みがある。SROI に対する高い専門性と抱負な経験を持って、その結果の客観性と妥当性を確保する「中間支援組織」や、その中間支援組織が社会的活動への投資を募り、実際に創出されたアウトカムに応じてリターンを支払う「Social Impact Bond」などの存在である。

こうした SROI を支える仕組みと SROI とが一体的に運用されることで、SROI が社会的価値の算出手法としての存在を超えて、社会的活動への投資促進に貢献していることにも注目すべきである。

次に、「中間支援組織」及び「Social Impact Bond」について紹介する。

##### ① 中間支援組織

「中間支援組織」とは、英国の「The

SROI Network」、スコットランドの「Social Impact Scotland」等である。第三者的な立場で、さまざまな事業の SROI 分析を行うことで分析結果の客観性を担保する。また、事業実施主体自身が SROI という手法を理解し活用の検討や自らの分析を実施して、さらには、分析結果を事業展開で有効活用するなど、支援するために多様な情報発信（ガイドラインの作成等）を行っている。

##### ② Social Impact Bond

Social Impact Bond（以下、「SIB」という）は、社会インパクト債権と訳される。社会的なインパクトを伴う事業のための資金調達手段の一つであり、活動や事業がもたらした社会的な成果（ソーシャル・アウトカム）に応じて対価（リターン）を支払う仕組みである。これは英国で考案された仕組みだが、現在では欧州を中心に活用が進んでいる。

経済的な利益のみならず、社会面や倫理面などの利益も同時に追求すると言った考え方は SROI と共通で、事業が創り出した社会的な成果を算出する際に SROI の手法が用いられている。

SIB の仕組みは、公共セクターでも活用

\*1 [http://www.frcgroup.co.uk/proving\\_it.php](http://www.frcgroup.co.uk/proving_it.php)

されており、特に予防的施策に用いられている。公共セクターにおける従来の予算措置は、すでに生じている問題への対処を優先させてきたため、予防よりも事後的対処に重きが置かれてきた。しかしながら、予防措置を講じなければ、事後的対処に費用がかかり続け税金の支出は減らない。つまり、社会課題が発生してから対処するより、予防措置を講じる方が結果としてコストが安く済む。

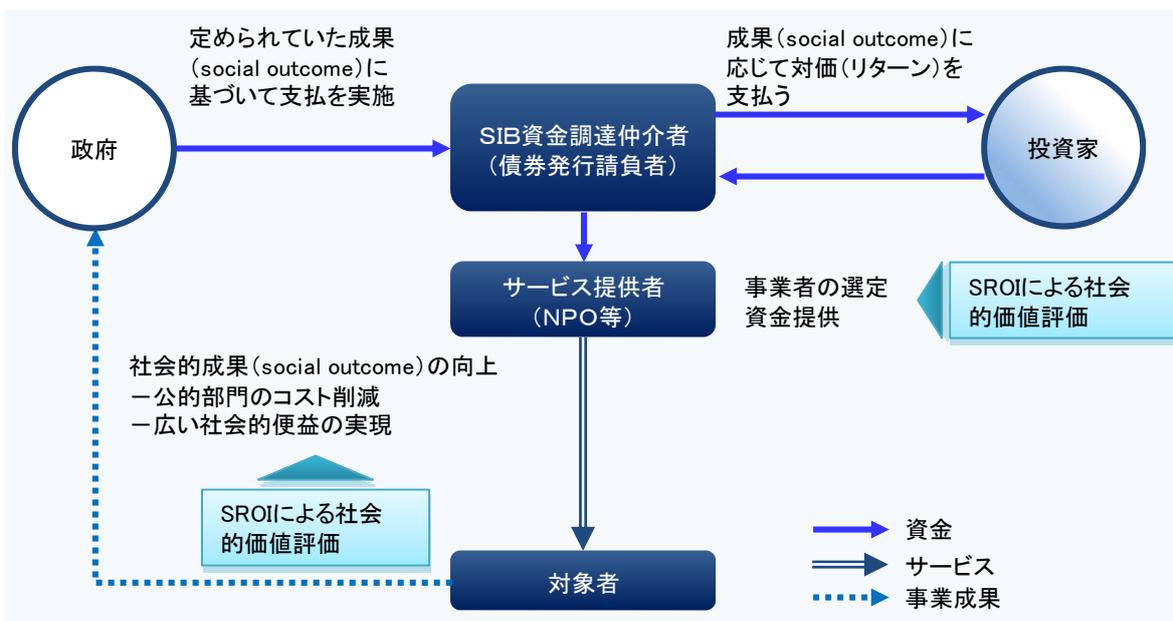
SIB では、このような現状を踏まえ、早期予防活動へ資金提供した民間投資家に対して、その活動によって社会状況が改善し拠出する必要がなくなった政府予算の還元を行っている。

公共セクターにおける SIB の具体的な仕組みを図表 3 に示す。まず、政府が対象事業を選定する。SIB 資金調達仲介者は、達成アウトカムに対するリターン（実現した事業において削減された政府予算のうちどの程度の割合をリターンとするか）に対する契約を結ぶ。この契約に基づき投資家を募り、実際にリターンが生じた場合には配

当を行う。次いで SIB 資金調達仲介者は、事業を実施するサービス提供者を選定する。SROI の考え方をを用いてサービス提供者の算出する社会的価値評価を行った上で、より効率的にアウトカムを達成できる事業者を選定する。そして、サービス提供者が対象者に対して実際に事業を行い、アウトカムが算出される。算出されたアウトカムを第三者機関が SROI 手法を用いて評価する。政府はアウトカムに基づいて、削減された予算の一部をリターンとして SIB 資金調達仲介者に支払い、仲介者は投資家に配当を行う。

SIB のメリットを挙げると、政府は、アウトカムが達成された場合にのみ削減費用の一部を支払えばよいので、リスクがなく事業への資金提供がしやすくなる。サービス提供者は、これまで十分な資金提供が行われなかった予防事業等に対する活動費が提供されるため、活動の質と量を拡大できる。投資家はリスクを負うが、リターンはアウトカムの達成次第では大きいものとなる。

図表 3 Social Impact Bond (SIB) の仕組み



出所) 「Overview of the Peterborough Social Impact Bond」より NRI 作成

具体的な事例として、英国の Peterborough 刑務所出所者（軽犯罪）に対する再犯防止プログラムの SIB を紹介したい。英国では、刑務所運営に多くの費用がかかるが、短い刑期を終えて出所する受刑者は社会復帰のための支援を受けておらず、出所者の 70%以上が 2 年以内に再犯していた。これに対して、対象受刑者の再犯率を減らすことができれば、かからなくなった費用の政府予算の削減分を（一定の金額内で）投資家に還元する。具体的には、再犯防止プログラムの結果、得られた再犯率の低下に基づいて配当を行う債権を発行し投資家を募るというものである。この事例では、17 の社会投資家から 5 百万ポンド（約 6 億円）を集めている。

SIB 資金調達仲介者は、再犯防止プログラムを提供する事業者を選定し、事業実施の対価を支払う。そして、事業者がプログラムを提供し、結果として再犯者が減少すれば社会的なインパクトはプラスとなり、必要な政府支出が削減される。ここでの債権のリターンの基準は、対象受刑者の再犯率が 7.5%以上減少すれば、法務省と Big Lottery Fund（英国営の宝くじ基金）が、投資家に最高で年 13% のリターンを支払う契約である。

このように、先駆的に SROI が活用されている先進諸国では、「中間支援組織」や SIB という存在が、SROI の活用の普及とそれを活用した社会的投資促進の実現に大きく貢献していると考えられる。

### 5) 国内における SROI 活用の動き

国内においても、SROI を活用する動きが見え始めたところである。先日、若者就労支援を行っている NPO 法人「育て上げ」ネットと日本マイクロソフト株式会社が協働で実施している「IT を活用した若者就労支援プロジェクト」が、SROI の手法を用いて事業評

価を実施した\*2。また、野村総合研究所においても、高齢福祉分野で SROI 分析を試行しているところである（結果は、2012 年 3 月に公開予定）。

従来、重視されてきた経済的価値のみならず、社会的価値の創出への期待が高まる今、社会的価値を評価することができる SROI への注目が高まっている。

### 3. SIB が支えるソーシャルイノベーション

社会的企業に期待されているのは「社会性」（社会的課題解決を目的とした事業を行っていること）と「事業性」（事業の持続可能性が担保されていること）を両立させることである。また、社会性と事業性を両立させるためには「革新性」、すなわち「ソーシャルイノベーション」が求められる。しかし、現状ではわが国の社会的企業において社会性と事業性を両立させ、持続的発展を実現しているケースは必ずしも多くない。言い換えるとソーシャルイノベーションの創出が十分に進んでいないと考えられる。

ソーシャルイノベーションの創出が不十分である要因はさまざまな観点からの検討が可能であるが、一つの要因として、ビジネス分野では投資家からの競争圧力（費用対効果向上への圧力）がイノベーションの促進につながっているのに対して、ソーシャルビジネス分野ではその圧力が少ないことが考えられる。

なぜ、投資家からの競争圧力がソーシャルビジネス分野で機能することが難しいのか。それは、端的に言えば、ソーシャルビジネス分野にはビジネス分野に存在する「株式市場」に該当する市場が形成されていないためである。つまり、リターンを求めて資金を投じたい主体と資金を受け取りたい主体を結びつけ

\*2 詳細は、<http://www.ms-wakamono-up.jp/top.html> を参照のこと。

る仕組みがないのである。ビジネス分野では、投資家から売上や利益、またはそれらを用いた投資収益率などの数値を通して厳しい評価に晒されるため、事業の改革改善のインセンティブが働く。これに対し、ソーシャルビジネス分野では、社会的企業が算出した財やサービスを交換する市場や、ビジネス分野でいう株式市場が形成されていないため、事業の改革改善インセンティブが働きづらい。

このような現状に対して、ビジネス分野における株式市場に該当するものとして機能し得る仕組みが **SIB** と言える。**SIB** は、ソーシャルビジネス分野において投資家と社会的企業（サービス提供者）を結び付ける債権市場であり、この市場を介して投資家は社会的企業に対して圧力を働きかけることができる。

#### 4. おわりに

わが国において、社会的企業が更なる発展を遂げるために、その企業が事業を通じてもたらす社会的価値を可視化し、投資対効果を定量的かつ客観的に評価することが重要である。また、そのための手法として、先進諸国で広く用いられている **SROI** が有効であることを提言したい。さらに、ソーシャルビジネス分野においても、ソーシャルイノベーションを促進していくために、**SIB** のような仕組みの導入も併せて提言したい。

これら **SROI** や **SIB** 活用において、一義的な推進主体は政府及び中間支援組織であると考えている。

今後、政府による **SROI** 及び **SIB** の活用促進拡大と、中間支援組織による適切なサポートが期待される。

#### 筆者

山口 高弘（やまぐち たかひろ）  
株式会社 野村総合研究所  
公共経営戦略コンサルティング部  
主任コンサルタント  
専門は、企業のデザイン戦略支援、人材活用戦略、公共部門の社会価値評価 など  
E-mail: t7-yamaguchi@nri.co.jp

#### 筆者

武田 佳奈（たけだ かな）  
株式会社 野村総合研究所  
公共経営戦略コンサルティング部  
主任コンサルタント  
専門は、サービス産業を中心とする産業政策、社会福祉政策 など  
E-mail: k2-takeda@nri.co.jp

#### 筆者

伊藤 利江子（いとう りえこ）  
株式会社 野村総合研究所  
公共経営戦略コンサルティング部  
副主任コンサルタント  
専門は、企業の組織変革支援、社会福祉政策、公的部門の人材育成・業務改革 など  
E-mail: r-itou@nri.co.jp