



RIETI Discussion Paper Series 03-J-003

# 「十二年の沈滞」からの脱却： 『社会投資ファンド』で民間投資需要を生み出せ

西村 清彦  
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

## 「十二年の沈滞」からの脱却：

### 『社会投資ファンド』で民間投資需要を生み出せ<sup>†</sup>

東京大学大学院経済学研究科・教授  
経済産業研究所・ファカルティフェロー  
西村清彦

#### 要旨

12年に及ぶ深刻な経済の停滞が続いた原因は、民間投資の収益性の低さにある。それを従来型の国内総需要喚起策で対処するのは困難である。発想を転換し、今まで議論に欠けていた投資の外部性の評価に目を向ける必要がある。

最先端技術を体化した設備投資や、都市の環境を改善する都市開発、そして植林や代替エネルギー等の環境投資など、広い意味での環境に外部的影響を与えている経済活動は多く、逆に外部性を持たないものの方が少ないくらいである。このように外部性を考慮しない「私的」な収益率ではなく、「社会的」収益性を正当に考慮するなら、日本の投資の収益率は巷で考えられるほど低くはない。問題は、これらの投資を呼び起こす仕組みが存在しないか、著しく非効率的である、ということである。

そこで、『社会投資ファンド』の創設とそれによる「日本への社会投資」の活性化を提案する。『社会投資ファンド』(SOITs: Socially-Oriented Investment Trusts)は、募った資金で資本ストックの購入をし、それをリースしてリース料を投資家に還元する。投資対象は日本社会や環境に外部的影響は与えるが私的収益性は低い資本ストック(設備や建物、あるいはパテントやノウハウ)である。『社会投資ファンド』の創成と監督を司る制度として、社会投資監督委員会と独立格付機関が必要となる。社会投資監督委員会は、『社会投資ファンド』の対象領域を決定し、社会投資税額控除の適格条件や優先順位のガイドラインを決める。社会投資監督委員会が具体的な投資案件を個々に判断することは困難であるので、不当な政治の介入を避け、効率性を追求するために、独立格付機関が必要である。入札はこの格付けの平均が高いファンドから、発行市場で入札を行うこととする。

「社会投資ファンド」は、不良債権問題を新規投資拡大で解決しつつ、新しい社会投資主導型経済成長を可能にする。大切なのは、従来の政府依存型ではなく、日本の企業や個人が、自ら主体的に『社会投資ファンド』を作り、積極的に投資して初めて日本の成長が可能になる。

キーワード：社会投資ファンド、社会的収益率、私的収益率、政府の失敗、市場原理、社会投資監視委員会、独立格付け機関

---

† 本稿は、2002年11月12日に政策構想フォーラムの提言として発表した同名の提言に加筆したものであり、筆者の経済産業研究所ファカルティフェローとしての平成13、14年年度プロジェクト『IT「革命」と日本の生産性の関係分析』および『日本の企業ダイナミクス分析』の成果に基づいている。本稿の元になった提言の作成において、日本政策投資銀行におけるセミナー参加者、政策研究学院大学大塚啓二郎教授、一橋大学大学院経済学研究科教授・経済産業研究所ファカルティフェロー深尾京司教授、元野村総合研究所副社長林健二郎氏、政策構想フォーラム常任世話人廣田一氏の貴重な助言と協力を感謝したい。また本稿の作成の過程で、日本政策投資銀行設備投資研究所、日本プロジェクト産業協議会、国際経済研究所でのセミナー参加者からも貴重なご意見をいただいた。記して謝意を示したい。もちろん本稿にあり得る誤りは筆者単独の責任である。本稿のエグゼクティブ・サマリーは、政策投資銀行設備投資研究所の相曾文子さんのご厚意によるものである。

---

---

## エグゼクティブ・サマリー

日本経済が抱える当面の課題として不良債権処理問題が挙げられるが、考えてみると、不良債権が未処理であっても、企業部門の投資の収益性が高ければ問題は小さいはずである。収益性さえ十分にあれば、新しい金融システムを開発して家計部門と企業部門を結び、資金運用によって巨大な収益を得ることが出来る。12年に及ぶ深刻な経済の停滞が続いた原因は、民間投資の収益性の低さにあると考えられるであろう。

その収益率の低さは「過剰」投資、「過剰」設備に起因にすると考えられているが、それを従来型の国内総需要喚起策で除去するには力不足であると言わざるを得ない。そこで、発想を転換し、今まで議論に欠けていた投資の外部性の評価に目を向けてみることにする。

先端産業の育成が急務であり、稠密な人口集中という状況の日本社会において、もはや環境に配慮せずに経済活動を行うことは許されない。そこで、最先端技術を体化した設備投資や、都市の環境を改善する都市開発、そして植林や代替エネルギー等の環境投資など、環境に外的影響を与えている経済活動について考えてみると、むしろこれらの投資や設備は「不足」しているのではないだろうか。つまり、環境への外部性を考慮しない「私的」な収益率ではなく、「社会的」収益性を正當に考慮するなら、日本の投資の収益率は巷で考えられるほど低くはないのである。

問題は、これらの投資を呼び起こす仕組みが存在しないか、著しく非効率的である、ということなのである。従来、社会的収益性と私的収益性が乖離する分野に関しては、政府が様々な形で介入したり、直接事業を行ってきた。しかし、経済停滞の中で浮き彫りになったのは、政府の非効率性であった。この非効率性を解消し日本経済を再生するには、社会的収益性を持つ様々なプロジェクトを、私的利益の追求から効率化をもたらす民間が起こし、かつ相互に競争するような仕組みを作ることが必要である。そして、政府の役割はこのシステムデザインを担うことではないだろうか。

そこで、『社会投資ファンド』の創設とそれによる「日本への社会投資」の活性化を提案したい。『社会投資ファンド』(SOITs: Socially-Oriented Investment Trusts)は、募った資金で資本ストックの購入をし、それをリースしてリース料を投資家に還元する。投資対象は日本社会や環境に外的影響は与えるが私的収益性は低い資本ストック(設備や建物、あるいはパテントやノウハウ)である。ここでは、民間が主体なり、市場の規律に従う新しい「社会投資」の仕組みを作る必要がある。それは流通市場に上場され、取り引きされて、投資家によって常に運用実績を監視されなければならない。

私的収益率が低い『社会投資ファンド』では、通常の資本市場では競争していけない。そこで、このファンドに資金が流れるように仕組みとして、政府には次のような税制による優遇を提案したい。

法人や個人が『社会投資ファンド』の発行市場でその持分権証券を買ったとする。一定

期間を経てこの証券が市場に出た時に全部を売却し、且つ、一定割合以上を買い戻すことを義務づける。しかし、ここでキャピタルロスが生じるのは明らかであるから、この初期実現キャピタルロスを税金から社会投資税額控除できるようにするのだ。また、長期のプロジェクトに対するファンドはリスクを伴うため、これに対応するために、初期実現キャピタルロスの税額控除額を、長期保有に従って全額以上に増加させ、最終売却時に適用にすることにする。また、法人税・所得税と相続税・贈与税では税額控除に関して異なった扱いをする必要があるかもしれない。

地域性の高い『社会投資ファンド』は、NPO や NGO が核となって作ることが考えられるが、草の根型で始めるには時間がかかるし、運営にはビジネスの広い知識とサポートスタッフが必要と考えられるので、立ち上げにはビジネスとしてのノウハウを持つ企業の可能性が高いだろう。

需要創造の目的から見た『社会投資ファンド』の利点としては、次のようなものが挙げられる。

過去に低収益のため有効化されていなかった需要を有効化し、新しい派生需要、派生技術を生み出す。少ない税収減で大きな資金調達が可能となる。さらに、社会投資税額控除に長期保有優遇措置を入れた場合、税額控除が利用されるのは、当該年度ではなく、それ以降になることが予想されるので、導入後数年の初期負担は小さい。このファンドの評価や管理には人材が必要なので、新しい雇用を生みだす。しかも、ファンドの候補には地域密着型のものが多くあり得るので、特に地方に雇用を生み出す可能性をも秘めている。このファンドは、単なる需要送出を越えて、新しいノウハウの蓄積・新しいサービス産業の創出を可能にする。日本におけるこの新しいノウハウは、他国における同種のスキームに応用可能であり、新しい国際的なビジネスモデルを生み出すことになる。

また、『社会投資ファンド』の創成と監督を司る制度として、社会投資監督委員会と独立格付機関が必要となるだろう。社会投資監督委員会は、『社会投資ファンド』の対象領域を決定し、社会投資税額控除の適格条件や優先順位のガイドラインを決める。社会投資監督委員会が具体的な投資案件を個々に判断することは困難であるので、不当な政治の介入を避け、効率性を追求するために、独立格付機関が必要である。入札はこの格付けの平均が高いファンドから、発行市場で入札を行うこととする。

最後に、もっとも重要と考えられる『社会投資ファンド』を支える社会投資税額控除の財源を考えていく。それは大きく三つに分けられる。

著しい非効率性が指摘されている公共事業関連の予算の縮減から生み出す。それと同時に、政府関連の特殊法人で政府の非効率性を受け継いでいるものは、『社会投資ファンド』に組み替えていくことも課題である。

社会投資費用のうち、税額控除などの負担分は、『社会投資国債』で資金調達し、長期にわたって社会投資税の形で償還する。

高所得者層に『社会投資誘導超過所得税』を課し、『社会投資ファンド』に新規投資させ、

そこで発生したキャピタルロスを全額税額控除する。高所得層が投資を選択せずに税収だけが生じた場合は、それを特定財源として、政府自身が『社会投資ファンド』に投資するというスキームである。

以上述べてきたように、「社会投資ファンド」は、不良債権問題を新規投資拡大で解決しつつ、新しい社会投資主導権型経済成長を可能にする。大切なのは、従来の政府依存型ではなく、日本の企業や個人が、自ら主体的に『社会投資ファンド』を作り、積極的に投資して初めて日本の成長が可能になるということである。

(prepared by 相曽文子)

---

---

## 1. はじめに

経済政策の閉塞状況が続いている。90年代の景気の沈滞から未だ抜け出せず、金融機関や生命保険等の危機的状況の解決にはほど遠く、構造改革も端緒についたかどうかというところで実が見えない。政府の経済政策論議も、量的緩和、インフレーションターゲット、税制改革、そして最近の不良債権処理と、次々と目先を替えて議論が白熱するものの、そこに一貫した視点がどうも見られない。

政策構想フォーラムでは、日本経済の閉塞状況は急速に変化する内外の経済情勢に対して日本の諸制度が硬直化し、そのため経済の活力を担う民間経済活動に対する著しい桎梏となっている判断の元に、過去3年にわたって「公共事業ビッグバンの必要性」(98年12月)、「財政改革」(00年9月)、「医療改革」(同10月)、「年金改革」(01年2月)、「地方財政」(同6月)、と制度改革の道筋を示す提言を行ってきた。更に昨年10月には提言「都市再生から日本再生へ」を発表し、制度改革に関して規制を一括して「抜く」手法の重要性を提起し、それは本年1月の都市再生特別措置法の制定に大きな影響を与えた。

しかしながら、こうした制度改革は、本フォーラムをはじめとして随所で提起されながら全般的に遅々として進んでいない。さらに根本的には、制度改革による日本経済の再活性化案の全てが民間活力に依拠した案となっているが、その民間活力そのものに陰りが出ている。そこで本提言は、日本経済について今までみな薄々とは感じていたようには思えるが、あえて直視を避けてきたと思われる「民間活力の陰り」に焦点を絞り、原因を考察することによって日本経済の直面する真の問題を捉える。そしてそれに基づいて日本経済が閉塞状況を抜け出すための具体的方策を考えてみたい。

## 2. 日本経済の現状：既存の総需要刺激策の限界

### 2.1. 投資の低収益率が沈滞の元凶

日本経済が抱える当面の課題として不良債権処理問題がある。いうまでもなく不良債権処理を加速させた場合、企業の整理・倒産による失業増大、銀行のリスクテイク能力の著しい低下による貸出削減、公的資本注入による国家財政の一層の悪化などを通じて、日本経済に甚大なデフレ圧力が掛かることは避けられない。それは現在想定されうる在来型手法によるデフレ対策では到底吸収困難であることは明らかである。

よく考えれば、不良債権が未処理であっても、企業部門の投資の収益性が高ければ問題は小さいはずである。企業部門投資の収益性が十分あれば、間接金融をバイパスして家計部門と企業部門を結ぶ新しい金融システムを開発して運用すれば、巨大な収益を得ることが出来る。家計が強くりスク回避的であったとしても、それを越える収益が得られるなら

ば、家計もそうした金融システムを積極的に利用するだろう。自由な市場経済では、こうした動きを阻止することは出来ない。そう考えると、12年に及ぶ深刻な停滞が続いた理由は、民間投資の収益性が低いことに起因すると考えざるを得ない。

実際、過去の日本の資本収益率が低かったことは良く知られている。図1は東証一部上場代表的企業の株主資本収益率の変化を表している。この図から株主資本収益率が傾向的に低下しており、80年代後期のいわゆるバブル期についても低下傾向が明らかである。さらに90年代に入り収益性の低下は決定的になっている。

(図1：野村400株主資本収益率(ROE))

同じ傾向はマクロ的にも言える。表1は法人企業の資本収益率の指標を示したものである。図1の大企業と同じ傾向がすぐに見て取れる。表の注に明記したとおり、この資本収益率指標は誤差をとまなうので注意する必要があるが、それを勘案したとしても1990年代後半の著しい収益率の低下は、単なるデータの誤差の問題とは考えにくい。

(表2：資本の低収益率：マクロ指標)

こうした低収益率の背景には、日本経済の模倣型の発展を支えたキャッチアップが終了し、製造業の一部を除いて独自技術の開発体制が整わないまま、技術開発投資の収益率が低下してしまったことがあげられよう。特に労働集約的な間接部門での技術進歩が遅れ、それが収益率低下傾向を決定的にした。さらに90年代にはいと冷戦の終結に伴う世界市場化と、情報通信技術(ICT)の発展とそれに基づく生産のモデュラー化の進展があり、その流れに乗った東アジア諸国の台頭がある。日本企業・日本組織の過去の強みは、いわゆる長期的関係による暗黙知の形成とそれによる生産性向上であった。ところが情報技術の発展と様々なレベルでのモデュラー化の進展は、この日本産業の過去の強みを陳腐化させて、自動車等モデュラー化の比較的難しい一部を除く日本製造業の全般的な競争力の低下をもたらした一因であると言える。

その低い収益率にもかかわらず日本の投資需要は強く、それが経済成長を牽引してきた。なぜ結果として低い収益率であったにもかかわらず、投資がなされたかについてはいくつか理由が考えられるが、やはり将来収益への期待(さらなる成長)と、それと重なるが、マーケットシェアの確保(顧客「資本」への先行投資)という動機が強かったといえるだろう。70年代に入り高成長に陰りが見えたときに低収益率の問題が顕在化しかかったが、その後80年代のいわゆるバブル経済の時期に株価が急騰したことが、それを覆い隠したといえる。しかしその結果が設備の過剰と低い投資収益率として顕在化した。90年代に株価が下落し、コーポレートガバナンスが大きな争点になるにつれ、収益率の低い国内投資は抑制され、投資はより高い収益率を求めて海外へ向かった。



さらに製造業に比して、生産性向上の度合いの低かった非製造業において競争力の低下は深刻であった。労働集約的な色彩の強い非製造業においては、特に米国において情報通信技術の応用、業務モジュラー化による劇的な生産性向上が起こったが、日本の非製造業では日本組織の長期関係重視、暗黙知重視の伝統の中で、現在までのところ、こうした生産性の向上は実現されていない<sup>1</sup>。

## 2.2. 既存の総需要喚起政策の限界

このように考えると、現在議論されている総需要喚起策の限界が見えてくる。

税制改革を見てみよう。諮問会議民間委員の主張する法人税税率引き下げと、経済産業省の主張する投資優遇政策減税が大きな話題となっている。しかしながらどちらにしても、税引き後の収益率の若干の上昇をもたらすが、過去を引きずる日本の低収益率を劇的に改善することにはならない。もちろん法人税率の引き下げなど、国際的な税制改革の流れの中で、資源配分の効率化という長期的な視点から税制改革を考慮しなければならないのも事実であるが、日本経済の閉塞状況を打破するという観点からすれば、資本の低収益率という根本問題改善への効果には疑問が多い。

この点で、昨今のコーポレートガバナンスの強調、特に株主側にたった収益性の強調が、かえって投資を抑制しているのはきわめて皮肉である。株主側からの収益性から見れば、リスクファクターを勘案した場合、実は cash on cash で 20% 近くあるいはそれを越えるリターンが日常的に要求されている。それに上述した日本の投資機会の希少性を重ね合わせると、それに見合う投資機会がなく、そのため投資が出てこない理由が納得できる。実際伝統的に資金不足部門であった企業部門は、今や資金過剰部門となっているのである。企業による自社株買いの活発さはそれを象徴している<sup>2</sup>。

家計への減税も、現状から考えれば効果が薄い。所得税減税は、将来の増税期待に基づく貯蓄への対処で相殺される可能性が高い。また、消費税を今大幅に減税し、その後次第に増税していくという案も内外からなされているが、これは単に消費の時間配分を変化させているだけであることに注意しなければならない。この方策によって新しい需要 - 持続する新しい需要が創出されるわけではないのである<sup>3</sup>。

---

<sup>1</sup> この点については、Nishimura, K. G., and Masato Shirai, "Can Information and Communication Technology Solve Japan's Productivity-Slowdown Problem?" Discussion Paper, University of Tokyo, 2002, *Asian Economic Papers*, forthcoming, を参照されたい。

<sup>2</sup> この点については Nishimura, K. G., and Makoto Saito, "On Alternatives to Aggregate Demand Policy to Revitalize the Japanese Economy," paper presented at the 4<sup>th</sup> Asian Economic Panel meeting, New York: Columbia University, October 8-9, 2002, を参照されたい。

<sup>3</sup> 内外、特に外国の経済学者がこうした提案をし、それに対する一定の支持があることは理解できる。実際本提言メンバーの一人である西村清彦は、1993年4月から5月にかけてスウェーデンのバブル崩壊後金融危機に際してストックホルム大学国際経済研究所に滞在していたが、その際に真っ先に考えついたのがこの消費税今減税後増税案である。しかしそれをスウェーデンの経済学者に説明したところ政治的に実行可能でないし、新規需要を創出するわけでないし取り合ってもらえなかった経験をもつ。今回日本の「危機」に際して、全く同ような案が浮上するのを

税制改革だけでない。税制改革を含め、ここ数年の構造改革の議論、そしてそれより前からの金融・財政政策による有効需要の喚起の議論は、過剰投資 過剰設備 資本の低収益率という日本経済停滞の構造を除去するには力不足であると言わざるを得ない。そしてこれが政策論議の閉塞状況をもたらしているとも言える。

さらに最近の不良債権問題を巡る議論が迷走している点も大変気がかりである。現在の不良債権問題は、いわば過去の負の遺産をどのように国民各層が負担するのが公平か（より正確には、実際に損失が具体化したときにどのように損失を負担するのが公平か）という点が真の争点である。その意味では不良債権問題の「解決」は日本経済再生の前提でもないし、不良債権問題の「解決」が必ず日本経済の再生をもたらすのでもない。現在の不良債権問題は、日本経済の再生に付随して解決しなければならない問題なのである。市場の規律がうまく機能していないときに、市場機能が出来るだけ円滑に働くようにするのが政府の役割である<sup>4</sup>。不良債権の最終処理を、政府による企業淘汰と考え、その影響を弱めるために過去に効果を上げられなかった公共事業・「インフラ」整備による需要喚起策を行うのは、残念ながら過去の経験から何も学習していないことに等しい。

いまや「インフラ」整備という名前のもとになされる公共事業の著しい非効率性についてあたりためてここで指摘する必要はないだろう。問題は、効率性を担保する「市場の規律」の欠如であり、また公共事業の対象となっている「インフラ」と呼ばれるものの社会的な収益性の著しい低下である。維持管理費を入れると社会的な収益性はマイナスの可能性すらあるのである。そしてより重要な点は、現在の「インフラ」整備の計画の多くがはるか以前、バブル前の時期に策定されており、最近の著しい産業構造の変化に対応できていないことである。特に、先述したような私的資本の低収益性をかさ上げするようなインフラの外部効果がない点が問題である。

以上、従来型国内総需要喚起策は、収益性の低い投資分野を対象としており、それでは日本経済再生の核にはなり得ないことを説明した。実は需要喚起策は国内にとどまるものではない。為替政策も重要な需要喚起策である。

実際、円安をもたらす政策を取る、あるいは円安が起こった場合それを放置するという政策は十分に論理的な総需要喚起政策であり<sup>5</sup>、過去の経済危機についてもそれが危機からの脱出に重要な役割を果たしたことは、1990年代前半の北欧の経済危機や後半のアジアの通貨危機を見れば明らかであろう。しかしながら、これらは国際貿易での「小国」である

---

見てきわめて複雑な感懐を持たざるを得ない。

<sup>4</sup> 本提言メンバーの一人である西村清彦は、昨年6月竹中平蔵経済財政担当大臣(当時)の要請で不良債権処理についての「バランスシート調整の影響等に関するプロジェクト」の主査を務め、『不良債権処理とその影響について』という報告書を内閣府政策統括官に提出している(本報告書はインターネットで公開されている。<http://www5.cao.go.jp/keizai3/2001/0628furyousaiken.pdf>)。この一年強、この報告書で強調した市場機構を円滑に動かすようにする「マーケットエンハンサー」としての政府の役割が残念ながら果たされず、現在の事態に至ったことは痛恨の至りである。

<sup>5</sup> この点については、メインストリームの経済学者なら、おそらく内外ほとんどが一致すると考えられる。

国々の例であり、国際貿易において「大国」である日本が、この道を取ることは政治的にかなり難しいと言わざるを得ない。というのは、アジア諸国の反発もさることながら<sup>6</sup>、円安が、住宅産業とともに現在揺らく米国経済を支えている二輪の一つである米国自動車産業に大きな打撃を与える可能性が高いからである。米国自動車産業の政治的な力を侮ることは出来ない<sup>7</sup>。

### 3. 『社会投資ファンド』による日本経済活性化

#### 3.1. 日本では投資の私的収益率は低い社会的収益率は高い

以上、資本の低収益率を改善する方策についての経済政策の閉塞状況を見た。閉塞状況はきわめて深いように見える。しかしながらここで発想を転換することにしたい。ここでもう一度、日本経済は「過剰」投資、「過剰」設備のために、本当に収益率が低いのかを問い直してみよう。

実は「過剰」投資・「過剰」設備の議論に欠けているのは、投資外部性の評価である。まず第一に、最先端技術を体化した設備に投資することは、企業の技術開発投資を刺激し、知識のスピルオーバーを伴う技術革新競争を促すという正の外部効果があることがあげられる。第二に、都市開発投資は都市の環境を改善するばかりでなく、民間投資を刺激するという効果があることが指摘できる。第三に、植林や代替エネルギー等の環境投資が、自然環境に大きな外部的影響を与えていることも無視できない。つまり、われわれの経済社会はもはや環境に対するインパクトを考えずに経済活動を行うことはマクロ的に見た場合でも許されないのである。特に日本経済のように、先端産業を育成することが急務であり、稠密な人口集中という環境のもとでは、外部性の重要性を認識することは決定的に重要である。

ところが投資環境を含む広い意味での環境に対する影響は、市場経済に反映されにくい。現在の日本の「過剰」設備、「過剰」投資は実はこうした環境への外部性を考慮しない私的な収益率で見た場合にそうなのであって、環境に対する外部性を入れた社会的収益率で考えれば、実は投資不足、設備（の更新）不足になっている可能性が高いのである。

たとえば都市の再開発を考えてみよう。都市再開発には、実はこうした外部効果の側面が多く存在するのである。そして私的な収益率のみを考えるなら、その巨大なリスクを越

---

<sup>6</sup> 日本が規制改革によって輸入に対する非関税障壁を低くすることを同時に行えばアジア諸国の反発はそれほど大きなものにはならないだろうと考えられる。従って適切な長期的対応策をとることを同時に約束すればアジア諸国の反発はそれほど大きなものとは考えられない。

<sup>7</sup> この意味で、日本が傑出した産業（自動車産業）と、生産性の低い産業（建設等や非製造業）を同時に持っていることが問題を複雑にしている。と同時に、日本の「危機」が他の経済危機に比べて著しく穏やかなものになっている原因でもある。実際、経済危機といっても実質 GDP は目立って縮小したわけでもなく、失業率が 20% に達した訳でもない。この点はきちんと考慮しておく必要がある。

えて可能になる都市再開発はおそらくごく一部に限られ、かつ似たようなプロジェクトになりがちである。しかし都市の建造物は私的な経済活動を越えて都市全体のアメニティやアイデンティティを規定する。そのように考えると、私的な収益率は低くても、社会的な収益率は高いプロジェクトはたくさんあるはずである。

都市の場合は詳細なデータの蓄積があり、それによって外部性の評価が部分的ではあるが可能となっている。たとえば稠密な市街地に、都市再開発によってある土地を買収してポケットパークを作ると近隣の不動産価格がどのように上昇するかが明らかになっている。また、逆に宅地の細分化が、近隣の地価を大きく下落させる外部効果があることが示されている。このように土地や建物は私的な資産ではあるが、その社会的な収益率と私的な収益率に大きな乖離が生じていることが定量的に示されている<sup>8</sup>。

多くの場合は、こうした定量的な評価は難しい。しかしながら定性的に社会的収益率と私的な収益率の乖離をたやすく感じる事が出来る<sup>9</sup>。企業部門（そして家計部門）の私的な投資についても同じことが言える。たとえばマイクロタービンを使った分散型エネルギーネットワークを作り出すことは、それぞれ私的な経済活動としての収益性だけでなく、災害時のバックアップや地域間の連携を可能にし、一層の技術改善に向けての投資を誘い出すために、その社会的な収益率は高いと考えられる。同じことは、環境負荷を考えた時に太陽電池についても言えよう。このように、単純に私的な経済活動と考えられてきた設備投資も、その環境への負荷や災害への対処を考慮すれば、単に私的な収益性でなく、社会的な収益性も考慮されなければならなくなっている。このように社会的な収益性を正當に考慮するなら、日本の投資の平均収益率は、巷で考えられるほど低くない。

実はこうした「外に見える」投資機会だけが、重要なのではない。企業の内部にも様々な投資機会があり、その中で、社会的収益率が高いが私的収益率が低いために断念されている投資機会も少なくないと言われている。その一例が、某メーカーによる「地雷探知ロボット」の開発計画である。その会社では社内の研究開発を盛んにするというを目的として様々な「社内研究」がなされていたが、その中の一つにこの会社のセンサー技術を駆使した「地雷探知ロボット」の開発計画があった。しかしながらその収益性を考えたとき、私的な利益を追求する企業として、こうしたおそらく収益をほとんど生まないと考えられるプロジェクトを推進するのは無理があるということで、最終的にプロジェクトを断念したという。この場合の問題は、ロボットの社会的な重要性を反映する需要がないこと

---

<sup>8</sup> 浅見泰司・高暁路「都市計画と不動産市場：住宅価格を左右する住環境」西村清彦編著『不動産市場の経済分析 - 情報・税制・都市計画と地価』日本経済新聞社, 2002, 129-150.

<sup>9</sup> 森林資源の涵養を考えてみよう。現在の木材の価格では、森林の維持は極めて難しいと言われる。実際、木材を売って得られる収益は、ようやく木材の伐採費用を回収するにすぎないという指摘もあり、長い間にその木を育てる多大なコストの回収がままならないと言われている。しかしながら水資源等の環境に対する影響の大きさを考え、また貴重なバイオマスとしてエネルギー需給の観点から考えるなら、社会的な収益率は十分にあると考えられる。ただし、その場合現在の硬直し著しく非効率な林業と、それを放置している行政の根本的な改革とセットになった投資が必要なのは言うまでもない。

である。

さらに考えなければならないのは、時間を通じる動学的な規模効果と学習効果である。しばしば指摘されるが、多くの新しい技術では、初期に多くの費用がかかるが、その後生産量が増加し、時間が経つにつれ、費用が劇的に低下する性質がある（この費用の減少が学習曲線と呼ばれる）。こうした技術については初期に大量の安定した需要がある場合には、速やかに学習曲線に沿った費用低下をもたらし、新産業の立ち上げに寄与する。また安定した需要があれば、新規参入や企業間の技術革新競争を刺激し、さらに費用が低下する。つまり初期のロットに関して言えば、費用は高くそのロットの私的な収益率は低い、その後の費用低下を勘案した「社会的な」収益率は十分に高いと言えよう。

このように投資の収益率を、技術革新誘発効果や学習の効果、環境負荷やエネルギー、災害耐性への影響といったレベルまで広げ、社会的な収益率まできちんと考慮すれば、日本の投資の収益率は決して低くない可能性が高い。問題は、そこで投資の収益率の低さではなく、投資を呼び起こす仕組みが存在していないか、著しく非効率である、ということである。

### 3.2. 社会投資の主体を政府から民間へ

従来、こうした社会的な収益性と私的な収益性の乖離する分野に対しては、私的な経済活動では不十分になるということで、政府が様々な形で介入し（いわゆるピグー補助金として社会的収益率と私的収益率の乖離分を補填）また直接に高い社会的収益率をもたらすと思われる事業を行ってきた（いわゆる公共財の供給）。これらの分野を、いわば政府が独占してきたわけである。（独占といっても、民間側にはそもそも低い私的な収益率のため参入する誘因がない訳であるが。）しかしこの停滞の12年を通じて白日の下にさらされたのは、こうした事業を行う主体としての政府の、度し難い非効率性であった。インフラ整備という公共財の供給についての政府の非効率性はすでに見たとおりである。またピグー補助金の供給主体としての政府の非効率性も、たとえば太陽電池普及のための補助金の効果を見れば明らかであろう。個別の利用者に補助金を与える手法をとるために生産者側から見ると需要の見通しが立ちにくく、積極的な投資を生んでいない。また一律型の補助金の仕組みであるため、個別の環境に対する配慮がなく、少ない補助金で十分なところに多くの補助金を与え、多くの補助金が必要なところに逆に補助金が少なく、需要創出の点でも非効率になっている。そこには前節で述べたような、学習効果等の考慮が全く見られない。

また、環境要因が次第に経済活動の主要な制約となるにつれて、今までの公共財とそれ以外の私的な財の区別が次第に判明でなくなりつつある。多くの私的な投資に社会的収益性と私的な収益性の乖離が見られるようになってきているのである。

そう考えるなら、日本経済の再生に今必要なのは、たとえ私的収益性が低くても実は高い社会的収益性を持つ様々なプロジェクトを、効率化を阻害する政府ではなく、私的利益

の追求から効率化をもたらす民間が起こし、かつ相互に競争するような仕組みを作ることであることが分かる。

そしてそれは、市場経済の中で自然には生まれないことは、私的収益性の低さからの現在の停滞を見れば一目瞭然であろう。ここに国家としてのいわばシステムデザインが必要なのである。

### 3.3. 『社会投資ファンド』を創設し、社会投資の活性化をはかる

本提言では、二一世紀を見据えた国家のシステムデザインとして、『社会投資ファンド』の創設とそれによる「日本への社会投資」の活性化を提案したい。

『社会投資ファンド』(SOITs: Socially-Oriented Investment Trusts)は、最近よく話題になる『不動産投資ファンド』(REIT)に形式的にはよく似ている。つまり資金を募ってそれで資本ストックの購入し、それをリースしてリース料を投資家に還元する<sup>10</sup>。

ただし私的収益性を追求する『不動産投資ファンド』とは全く異なり、投資対象は日本社会、特にその環境に対して大きな正の外部性が見込まれるが、私的な収益性は低い資本ストック(設備や建物、あるいはパテントやノウハウでもよい)である。

具体例としては、

- ・ 物流の改善や災害に対する対策としての都市インフラ
  - ・ 大深度地下ライフラインの建設と維持。
- ・ 最先端技術の開発に関してスピルオーバー・規模・学習効果が期待できるもの
  - ・ 前述した地雷探知ロボットや人型ロボットや燃料電池の購入とリース。
- ・ 代替エネルギーの開発ですぐには私的採算に乗らないが社会的収益の高いもの
  - ・ 風力発電・太陽光発電・マイクロタービンの大量購入とリース。
- ・ 都市再生で特に私的採算に乗りにくいプロジェクト<sup>11</sup>
  - ・ まちづくりファンドやマンションの建替に関するプロジェクト。
- ・ 広域生活環境保持改善効果のあるプロジェクト
  - ・ 森林資源の購入と管理・バイオガス等のリサイクル設備の購入とリース。

などが考えられよう<sup>12</sup>。

---

<sup>10</sup> 社会投資の管理運営ということをはっきりさせるために、REITと同じく課税所得の90%以上は配当として分配されるとする。後で明らかになるが、発行市場から流通市場に移り、当初のキャピタルロスが確定すれば、『社会投資ファンド』は、REITと全く同じ持分権証券であり、その所得にも課税される。

<sup>11</sup> 低所得者向けアフォーダブル住宅なども景観・アメニティの改善を通じて社会収益率に影響を与えるとすれば、投資対象として考えることができよう。

<sup>12</sup> その他、文化芸術も重要な外部性を持っていると言うことを考えれば、採算に乗りにくい文化・芸術作品(歴史的建造物等)を購入してそれをリースする文化・芸術ファンドも考えられよ

その他、環境改善のための様々な設備更新も、それが社会的収益性が十分に高いにも関わらず、私的な収益性が低いために更新がなされていないとするならば、『社会投資ファンド』としての適用が考えられる。例えば製鉄業のミニミル設備ファンドというものもそれが十分に環境に対する正の効果を与えると考えられるならこうした『社会投資ファンド』の一つと考えてもよいであろう。

重要な点は、民間が主体となり、市場の規律に従う、つまり、きちんとしたガバナンスが可能な、新しい「社会投資」の仕組みを作る必要がある点である。それを実現する方法が、ファンド形式の直接金融によるプロジェクトファイナンスの仕組みである。

『不動産投資ファンド』REIT が流通市場に上場され、取引されて、その運用実績が常に市場で監視されているように、『社会投資ファンド』SOIT も流通市場に上場され、取り引きされて、その運用実績が常に監視されなければならない。投資家にとって、いったん流通市場に出た『社会投資ファンド』は、他の持分権証券と同じように収益を生む持分権証券である。従って、投資家には運用を効率化して費用を削減し、また市場動向を見ながら機敏に価格決定を行ってリース収入を増大させる誘因が存在する。従って効率化を追求し、リース収入の増大をはからない『社会投資ファンド』の運用責任者は解任されることになる。このようにして、『社会投資ファンド』つまりその持つ資産の効率運用が市場の規律によって保たれるのである。

### 3.4. 『「社会投資」税額控除』を適用し、『社会投資ファンド』を支える

すぐに分かることであるが、こうした『社会投資ファンド』は、残念ながら通常の資本市場で競争的な条件で資金調達ができず事業化できない。社会的収益は高いが、私的な収益つまり金銭的な収益が低いのが『社会投資ファンド』の特徴である。従ってファンドの持分権証券が発行されたあと、それが流通市場に出たとたんに、他の私的なファンドと同等に評価されるため、直ちにキャピタルロスが発生する。というのは、他のファンドに比べて、発行時の払い込み額に比べて収益が少なく、従って収益を資本化して決まる流通価格が、発行時の払い込み価格を下回るからである。そもそも普通の投資家はすぐにキャピタルロスの発生するような証券を買うわけがないから、『社会投資ファンド』を立ち上げる事が出来ない、というわけである。そこで『社会投資ファンド』へ資金が流れる特別な仕組みを同時に考える必要がある。

こうしたシステムデザインとしてもっとも強力なものは税制である。実際、米国において『不動産投資ファンド』が活性化し、新しい市場を生んだのも、税制による誘因であった<sup>13</sup>。

---

う。

<sup>13</sup> 不動産投資ファンド (REIT) は米国において 1960 年に創設されたが、不動産投資ファンドは不動産を保有するのみで運営(manage)・運用(operate)は他に任すことを義務づけられ、そのためその後きわめて限定的な役割しか果たしていなかった。不動産投資は利子控除や加速償却等の税

そこで以下のような税制による優遇を提案したい。法人や個人が『社会投資ファンド』の発行市場でその持分権証券を買ったとする。そして一定期間を経てこの持分権証券が流通市場で初めて取り引きされるようになった時に全部を売却することを義務づける。明らかに流通価格は発行価格を下回るので、ここでキャピタルロスが生じる<sup>14</sup>。この初期実現キャピタルロスを、発行市場で購買し最初の取引で売却した法人や個人が、売却した当該『社会投資ファンド』持分権証券の一定割合以上（たとえば85%以上）を直ちに流通価格で買い戻した場合<sup>15</sup>にのみ、それ以降に再売却した時税金（法人税・所得税・相続税）から社会投資税額控除として全額税額控除できるようにするのである。実現キャピタルロスを税額控除することで税収減が発生するが、その財源については第四節で詳しく論ずることにする。

また、『社会投資ファンド』のプロジェクトは長期にわたるものが多い。こうした長期『社会投資ファンド』プロジェクトには大きなリスクがあり、短期の『社会投資ファンド』プロジェクトに比べると、長期リスクのためこうしたファンドへの資金の流入が不十分になることが考えられる。こうした長期のリスクに対応するために、初期実現キャピタルロスの税額控除額を、長期保有に従って全額以上に増加させることが考えられる。たとえば年率3%で税額控除を増加させるというケースが考えられよう。何%がよいかは政策判断である。

具体的には、以下の例で明らかであろう。この場合は保有期間が長くなるに従って年率で3%ずつ税額控除が増大する場合を考えている。

---

制の歪みを利用する tax shelter として利用されていたと言って良い。しかし1986年税制改革法 (Tax Reform Act) が制定され、上述のような不動産を tax shelter として利用する利益が劇的に縮小され、さらには不動産投資ファンドに不動産の運営・運用を認めた。この変化に加えて、1990年前後 S&L 危機に端を発する不動産価格の下落による高収益物件の増加が、その後の不動産投資ファンドの大発展を促すことになった。

<sup>14</sup> 会計上は、このキャピタルロスが確定した時点で、それに従って当該『社会投資ファンド』の保有する（あるいは将来保有する）固定資産の再評価を行う。その後の減価償却等はこの再評価された固定資産に基づくことになる。

<sup>15</sup> 価格操作による不正を排除するために、発行市場で購買した投資家は、流通市場では成り行き注文のみを認めることにする必要がある。不正の排除については後述する。



=====

- (1) 『社会投資ファンド』発行時 持分権証券一単位に A円払い込み
- (2) 流通市場での初値時 持分権証券の価格 B円で値付き  
買い戻しが税額控除の条件なので初値で売却し、初値で買い戻す。すると、  
X - Y円の実現キャピタルロス。取引所にこの記録を残す。
- (3) X年後流通市場で最終的に売却時 A年後の価格 C円

投資家の利益は最終的に、以下のように2通りある。

法人税・所得税税額控除額  $(1 + 0.03 \cdot X) (A - B)$ 円

上述の取引所の記録を必要書類とする。

X年間のキャピタルゲイン  $(C - B)$ 円

このキャピタルゲインは、税法上は通常の証券売却と全く同じ扱いとする。

=====

この制度では、納税者は二つの選択肢を持つことになる。第一の選択肢は、旧来通り所得税あるいは法人税という形で税金として政府に納める。政府は従来通りその税金を使って政府機能を維持し、またインフラ整備等の公共財供給を行う。これに対して、第二の選択肢は、『社会投資ファンド』を購入し、そこで生じるキャピタルロス部分を事実上の「税金」として受け入れる。言い換えると、政府に税金を払って政府に公共性のある資本ストックの供給を委託するのではなく、自らが「税金」を払って公共性のある資本ストックの供給者となるのである<sup>16</sup>。

<sup>16</sup> 『社会投資ファンド』を他の上場ファンドと同様クローズド・エンド型（発行体による買い戻しの禁止：『社会投資ファンド』の運用資産は必ずしも不動産に限らないが、即時換金性の面からはオープン・エンド型として組成することは困難である。）を想定した場合、税額控除システムを円滑に機能させるため、上場廃止の基準についても留意が必要である。

『社会投資ファンド』向けの廃止基準の考え方として「ベスト・エフォート・ルール（最大努力規定）」を採用することが考えられる。すなわち、上場後一定期間を経たファンドのうち、私的収益率は結局低かったものの善管なる管理義務を履行してきたことによって十分な外部効果の存在が認められたものについては上場廃止を宣言できることとし、これをもって発行時の投資家は所期の税制優遇を享受しうるとするルールである。

また、別途の財源論議を惹起する問題はあるが、二次、三次の購入者の意欲を喚起するため、特別公益増進法人向け税制に類似した措置を講じることも有効である。

### 3.5. 企業からの『社会投資ファンド』組成を助ける

今まで、『社会投資ファンド』の大きな可能性と、その『社会投資ファンド』をファイナンスする仕組みを説明した。次に必要なのは、可能性を現実にする仕組みである。

『社会投資ファンド』は、その性格から地域性の高いものも多い。たとえば一部のまちづくりファンドなどはそうしたものの例であろう。こうしたものは地域の非営利団体・非政府団体（NPO、NGO）などが核となって、地域の金融機関や地域の行政からの人材の提供を受けながら様々な種類、形の『社会投資ファンド』を作ることが考えられる。こうしたNPOやNGOが核となって『社会投資ファンド』の創成が可能なように、NPOやNGOに関する法律をそれにふさわしいように改正する必要がある。

ただ、こうした活動には十分な準備が必要であり、特に『社会投資ファンド』の創成と運営はビジネスの広い経験とサポートスタッフが必要であることを考えると、「草の根」型『社会投資ファンド』が立ち上がるのには時間がかかる。また場合によっては初期の段階で何らかのサポートスタッフ等の支援を考える必要もあろう。

従って、『社会投資ファンド』組成の主要な担い手は、特にその立ち上がりの段階では、ビジネスとしてのノウハウを持つ企業となる可能性が高い。特にすでに述べたように、企業は様々な『社会投資ファンド』の芽を持っている。企業の従来ビジネスの中で、社会的な収益率は高いのだが、私的な金銭的な収益率が低いために、断念してきたプロジェクトが多くあるはずである<sup>17</sup>。そうした芽を育てて、新しいビジネスを作り出すことが、いわば企業の日本社会に対する社会的責任であるとも言える。たとえば、まちづくりファンドなどは都市再開発に携わっている建設会社等による積極的な組成が強く期待される部門である。

その意味で、企業からの『社会投資ファンド』組成を助ける仕組みが必要である。特に企業内に組織として『社会投資ファンド』を作って、それを独立させていく仕組みが必須である。そのためには、『社会投資ファンド』へのスムーズな人材の移行を可能にする労働法規や年金等の仕組みの変更が速やかになされなければならない。また、『社会投資ファンド』は基本的にプロジェクトベースであるので、ふさわしい人材が複数の『社会投資ファンド』を渡り歩き、そのキャリアを発展させるのが常態となる。そのために、こうした人材の移動ができるだけ摩擦を起こさずに行われるような、制度整備がなされなければならない<sup>18</sup>。

---

<sup>17</sup> こうしたプロジェクトが昔はなされていなかったわけではない。それらはかつて経営者の「道楽」としてなされていたと考えていた方がいいだろう。言ってみれば、「道楽」には、社会的に意味のあるものと、社会的に無意味なものの場合によっては反社会的なものが混ざっていたと考えられる。それがコーポレートガバナンスの強調によって一括して否定されたのである。

<sup>18</sup> 融資機関からのローンを組み合わせることによって対象施設規模の最適化を柔軟に図ることも考えてよい。（融資機関からの適用金利が『社会投資ファンド』が想定する私的収益率より低位であることが条件だが）『社会投資ファンド』の私的収益率を高め、流通市場における流動性を高める効果が期待される。

このように、『社会投資ファンド』は単なる投資を呼び起こすスキームだけではなく、現在の企業活動とは異なった新しい「企業活動」、21世紀型の社会性を持った「企業活動」を生み出すスキームなのである。

### 3.6. 需要創造の目的から見た『社会投資ファンド』の利点

次に、『社会投資ファンド』の仕組みが、今までの閉塞状態にある既存の経済政策と決定的に違う点を明らかにしよう。

第一に、『社会投資ファンド』は、過去になかった全く新しい、そして持続する需要を創造する。それは今まで採算に乗らず有効需要化していなかった需要を有効需要化するといっても良い。そしてそれは新しい派生需要、新しい派生技術を生み出す。現在の日本に欠けているのは、まさにこうした全く新しい需要であり、技術なのである。

第二に、「てこ」leverage 効果が存在する。つまり少ない税収減で大きな需要創出が可能になる。たとえば市場収益率が年率 5%の場合に、『社会投資ファンド』の持つ資本ストックのリースから生じる私的、金銭的収益率が 2.5%であったとしよう。収益還元が価格形成の基本である流通市場では、当該『社会投資ファンド』の流通価格は発行価格の半分となる。つまり 5 割分だけキャピタルロスが生じる。そして当該『社会投資ファンド』が全額社会投資税額控除の対象であればその分が税額控除になり、減税分となる。つまり減税額は、『社会投資ファンド』調達額の半分である。従ってたとえばこの場合、1兆円の減税で 2兆円の『社会投資ファンド』の資金調達が可能になる。さらに、前節で詳述したように、『社会投資ファンド』に対する社会投資税額控除に長期保有優遇措置を入れた場合、実際に企業や法人が税額控除を利用するのは、当該年度ではなくそれ以降になることが予想され、導入後数年の初期負担はさらに小さく、「てこ」効果は大きくなる<sup>19</sup>。

第三に、『社会投資ファンド』の評価や管理には、新しい人材投入が必要であり、そこに雇用創出の具体的な芽がある。しかも『社会投資ファンド』の候補には、まちづくりファンドなど、地域密着型のファンドが多くあり得る。そうした埋もれた地域密着型のプロジェクトの発掘、評価、運営を行う人材の確保は、現在の「過剰」雇用部門である、建設業[利害調整・建物維持管理]、銀行業[融資関連]や公共部門[管理関連]からの人材の移動によって可能になる。このように、『社会投資ファンド』には新しい雇用を、構造調整が不可避な部門の労働者に提供する。更に地域密着型の『社会投資ファンド』は、地方に新たな雇用の輪を生み出す可能性を持っている。

---

<sup>19</sup> 企業は社会投資税額控除を企業業績がよく、法人所得の大きいときに節税として使う可能性が高い。業績が悪く、そもそも法人税額がゼロに近いときにはこの税額控除を使う意味がないからである。同様なことは所得が変動しがちな個人についても言える。相続税に関しては、相続の発生は景気とは無関係と考えられるから、税額控除の影響は中立と考えられる。従って総体としてみると社会投資税額控除は景気がよく税収が増加するときに税収を下げるので、税収のふれを小さくするという望ましい性質がある。

第四に、『社会投資ファンド』は単なる財に対する需要創出を越えて、『社会投資ファンド』関連の新しいノウハウの蓄積・新しいサービス産業の創出を可能にする。ここで強調したいのは、こうした『社会投資ファンド』のスキームは、どこか他国ですでになされている制度の導入ではなく、日本経済ではじめて構想され、そして成熟した日本経済の再生を目的としたものであることである。そして実は日本経済は、成熟化という点では実は他の先進諸国経済の先頭を切っているとも考えられることは最近の米国経済、そして世界経済の動きから見て取れる。そのことは、日本における新しい経験は、他国における同種のスキームに応用可能なノウハウの蓄積を可能にし、新しい国際的なビジネスモデルを生み出すことになるのである。

具体的には、次のような二段階で考えることが適当であろう。

第一段階では、まず「需要創出」の面から、「てこ」の効果が大きく、産業の活性化につながるプロジェクトから『社会投資ファンド』ととして事業化する。つまり具体的には、都市再生・最先端技術・代替エネルギー・リサイクル等、私的収益率もある程度見込めるものを考えるのである。

その際の一つの目安としては「てこ」効果で二倍から三倍の効果の見込めるものを考える。とすると、たとえば3兆円減税で6から9兆円の事業規模が生まれる。更に事業の内容としては誘発効果の高い機械・設備投資型の『社会投資ファンド』に重点を置くことが考えられる。特にここに重点を置くことによって、企業による環境適応型、高度技術型設備投資更新が進み、それが大きな誘発効果を生むことが期待される。

第二段階では、第一段階で得られたノウハウを使いながら、私的・社会的収益率乖離の大きなプロジェクト（森林資源、災害対処<sup>20</sup>）に重点を置いて、より社会的に望ましい経済社会の構築を目指すことが望まれる。

こうした『社会投資ファンド』発展の方向付けは、当然のことながら国民の意思をふまえたものでなければならない。次節では、そこで『社会投資ファンド』の創成と監督を司る制度を考えることにする。

### 3.7. 『社会投資ファンド』の創成と監督：社会投資委員会と独立格付機関

『社会投資ファンド』に税制上の優遇措置を与えるということは、国民の税金つまりは財政資金を特定の事業に供することである。従って『社会投資ファンド』は、民間の資金で、民間の責任の元になされる民間投資ファンドとは異なった性格を持つ。そのため『社会投資ファンド』は政府の強力な監視の元におかれ、本来の「社会投資」から逸脱する行為は厳しく処罰されなければならない。と同時に、個別の『社会投資ファンド』の創設・運営に対する不当な政治の介入を排除して、民間による効率化が図れる体制にすることも必要である。

---

<sup>20</sup> さらに評価等困難はつきまとうが、文化芸術についても考えるべきであろう。

この二つの目的を達成するために、本提言では二弾構えの制度を提案する。

## **社会投資委員会**

まず、政府に国家行政組織法に定める三条機関として「社会投資委員会」(賢人委員会)をおく。メンバーは政府側委員・国会側委員・第三者委員(政府任命・国会承認)であり、公正取引委員会に準じる独立性を持ち、『社会投資ファンド』監督および付随する業務のための独立の予算を持つこととする。その任務は、

- (1) 『社会投資ファンド』の対象領域を決定し、社会投資税額控除の適格要件・優先順位の判断に関してガイドラインを設定する。また後述する格付け機関の監督を行う。
- (2) 『社会投資ファンド』の業務の監視を行う。財政資金を使うという性格から、「社会投資委員会」は『社会投資ファンド』に対して強制調査・業務改善命令・解散命令等の強い強制力を持つ。
- (3) 『社会投資ファンド』の上場廃止宣言に対し、下記の独立格付け機関の判断及び「ベスト・エフォート・ルール」に基づく認可権限を持つ。

社会投資委員会は、このように『社会投資ファンド』の対象領域を決定し、社会投資税額控除の適格条件や優先順位のガイドラインを決める。しかし社会投資委員会が具体的な投資案件の一つ一つについて判断することは物理的にも困難であるし、不当な政治の介入を避け、効率的なるためにも、それは市場に任せる方が望ましい。市場でその機能を担うのが、独立格付け機関である。

## **独立格付け機関**

「社会投資委員会」の決定した分野で、複数の独立格付け機関が新規『社会投資ファンド』の格付けを行う。その際に四つの機能を果たさなければならない。

- (1): 税額控除適格条件判断：新規候補ファンドの社会収益性がリスクを勘案して市場収益率を越えているものだけを、『社会投資ファンド』と認定する。
- (2): 優先性判断：さらに新規『社会投資ファンド』間の優先度をつける(AAA等)。
- (3): 発行市場価格推定：個々の新規『社会投資ファンド』の発行市場価格を、そのファンドが行う事業コストから推定し、発表する。
- (4): 流通市場初値推定：個々の新規『社会投資ファンド』の私的(金銭的)収益性を推定し、それから流通市場初値を推定し、発表する。

そしてこの独立格付け機関の格付けの平均(あるいは最低値)が高い新規『社会投資ファンド』から、発行市場で入札を行うこととする。

更にこの際、「『社会投資ファンド』」に関する価格操作による不正を排除する仕組みが必要である。特に『社会投資ファンド』発行応募者が、その後流通市場で価格を操作して下げ、大きなキャピタルロスを出して税額控除の額を大きくしようとするのが考えられるからである。しかしながら、流通価格を意図的に適正価格より下げようとする、その『社会投資ファンド』の流通市場での私的収益率が上がり、他の投資家にとって魅力的になることに注目しよう。つまり流通市場でキャピタルロスを短期的に大きくして税額控除額を高めようとしても、価格低下はその『社会投資ファンド』を他の投資家に有利にするので、流通価格を適正価格以下に操作することは出来ない。このようにして市場には価格操作による不正を防ぐ自然な仕組みがあるのである。

『社会投資ファンド』には自己推薦も多く寄せられると考えられる。この魅力的な新しいリソースに関与することによって受入事業者が上場企業であった場合、本来の株式市場へ間接的に干渉する可能性もあることから、インサイダー取引対策にも一定の措置を講じておくことが必要である。一方、格付取得を社格の向上と市場が評価することを期待して民間事業者が『社会投資ファンド』の利用を前向きにとらえることから、こうした動機が『社会投資ファンド』スキーム浸透の一助となりうる面があることも指摘しておく。

こうした不正を排除する市場の仕組みをさらに強化するという点で、社会投資委員会の監視も重要である。発行市場価格が、格付機関の発行市場価格推定から著しく逸脱したり、流通市場初値が格付機関の流通市場初値推定から著しく逸脱している場合は、強制調査を行い、不正の有無を明らかにし、不正があった場合は関係者を処罰しなければならない。このような機構を通じて、市場としての『社会投資ファンド』市場（発行・流通市場）が成熟し、経済における資源配分の重要な役割を担うようにする必要があるのである。

## 4. 『社会投資ファンド』税額控除の財源

以上、『社会投資ファンド』創成による、日本経済活性化の方策を見てきた。そこでは、『社会投資ファンド』の必要性とそれを企業から創成する重要性、そしてそれを支える税額控除の仕組み、また『社会投資ファンド』を監視・監督する制度が説明された。以下では、その中でも特に重要な、『社会投資ファンド』を支える『「社会投資」税額控除』の財源を考えることにしたい。財源として考えるべきなのは、第一に「社会投資」を政府から民間へ移すことを反映して政府予算特に公共事業関連予算の削減である。第二には、「社会投資」の長期投資としての特性を反映した『社会投資国債』の発行である。最後に、特に日本経済再生の負担を公平に分担するというたちばから、富裕層に対する『社会投資誘導超過所得税』が考えられる。

### 4.1. 政府予算特に公共事業関連予算の削減

『社会投資ファンド』の基本的な考え方は、従来型の政府による非効率な「公共財」あ

るいはそれに類似した財サービスの供給あるいは補助金のシステムから、民間主導で市場の規律が働く『社会投資ファンド』による「公共財」あるいは類似財サービス供給のシステムに軸足を移していこう、というものである。従って、著しい非効率性が指摘されている既存の政府予算、特に公共事業関連の予算（政府の関与する特殊法人のそれを含む）の縮減が、『社会投資ファンド』を支える税額控除の財源となるのはきわめて自然であろう。

それと同時に、政府関連の特殊法人の中には、事実上『社会投資ファンド』に近い業務を、残念ながら政府の非効率を受け継いで、あるいはそれを倍加して、行っているものもある。こうした特殊法人を市場の規律がはたらく『社会投資ファンド』に組み替えていくことも喫緊の課題であろう。

## 4.2. 『社会投資国債』による資金調達

税額控除の財源としては、『社会投資国債』発行も有力な候補である。『社会投資ファンド』が保有する「社会資本」がもたらす社会的な利益は、投資が行われる年だけでなく、資本が利用される長期にわたって発生する。従って、「社会投資」費用のうち社会負担分（投資家のキャピタルロスに対応した税額控除分および長期投資促進のための投資税額控除分）については、国債（以下では『社会投資国債』と呼ぶ）で資金調達し、長期にわたって目的税（以下では『社会投資税』と呼ぶ）の形で償還するのの一つの方法であると考えられる。

この方法をとった場合、新たな税収がどれほど必要か試算してみよう。仮に、すべての『社会投資ファンド』のための税額控除を『社会投資国債』でまかなうとする。もちろんこれは極端な仮定であり、実際には政府予算特に公共事業費や後述する『「社会投資」誘導超過所得税』と組み合わせられるべきであるが、今さしあたり必要な資金調達の規模を見るための例としてここで説明を加えることにする。

『社会投資ファンド』の持つ「社会資本」の平均耐用年数が 25 年としよう。そして 25 年間の元利均等払いで償還を行うとする。またこの国債は 2.2%の金利で発行できるとする。3兆円の資本損失税額控除（社会投資の期待収益率が民間投資の期待収益率の半分であるとすればこれにより 6兆円の社会投資が可能であり、乗数が 1.5 とすれば 9兆円の最終需要が創出できる）と、長期投資優遇のための超過投資税額控除が 1千5百億円である（つまり平均すると 15%とすると）とすると、それを全額 3兆1千5百億円の国債を発行することになる。毎年の元利支払は 1652 億円となる<sup>21</sup>。仮に 6年間、毎年 3兆1千5百億円

<sup>21</sup>  $t$ 年の社会投資国債残高を  $Z_t$ 、毎年の元利金等支払額を  $D$ 、償還期限を  $T$ 、初年度の資金調達額を  $Z_0$ 、金利を  $r$ とすると、次式が成り立つ。

$$Z_{t+1} = (1 + r) Z_t - D$$

$$Z_T = 0$$

従って、毎年の元利支払額は次式で求められる。

$$D = r Z_0 / (1 - (1 + r)^{-T})$$

の税額控除を行うとすると（蓄積される「社会資本」はのべ 36 兆円）、初年度に 1652 億円の社会投資税を導入し、以後毎年同額づつ税を拡大し、6 年以降は 9909 億円課税すれば資金調達が可能である。

ただし以上の計算では、税額控除をただちに実施した場合を想定しており、実際にはすでに説明したように長期保有の誘因を入れれば、必要な税は『社会投資ファンド』立ち上がりの数年はこれよりも少なく済むと考えられる。

### 4.3. 富裕層に対する『社会投資誘導超過所得税』

日本経済の閉塞状況を国民各層にとってフェアな形で打破するためには、政府予算の削減、そして『社会投資国債』の発行に加えて、以下に述べる高所得層に対する『超過所得税』との組み合わせがふさわしいと考える。

その組み合わせのエッセンスは、現在日本でマクロ経済的に見て有効に機能していない金融資産の多くを持つ高所得層が、『社会投資ファンド』が体現するハイ・リスク・ロー・プライベート・リターン の様々なプロジェクトへの投資をする誘因を作ることである。つまり高所得層に、『社会投資誘導超過所得税』（高所得分に対して、追加税率を適用する）を課す。しかし税収を上げるのが目的ではない。すでに述べたような『社会投資ファンド』に新規投資し、生じたキャピタルロスを全額税額控除するのである。そしてもし高所得層が投資を選択せず、税収が生じた場合は、それを特定財源として、政府自身が『社会投資ファンド』に投資するというスキームである。

このスキームは、「応分の負担」という意味でもフェアなスキームである。この点は重要と思われるので、もう少し説明したい。

政治的に見て税制改革はフェアでなければならない。過去の欧州福祉国家並高政府支出を米国並低租税負担で行ってきたツケを今後日本の国家として支払っていかなければならないことは事実として受け入れざるを得ない。その一環として現在の税制改革があるのである。その際に負担が偏るフェアではない税制改革は国民の支持を長期間にわたって得ることは不可能であろう。

特に最近の様々な改革案の基礎となっているのが、税負担ベースの拡大であることを考えると、フェアかどうかの観点から問題がないとは言い難い。国家のサービス供給に必要な税収の確保を考えたとき低所得者層に負担を広げる必要があることは否定できないが、同時に高所得層にも応分の負担を求めない限り、国民の広範な支持は得られないだろう。

しかし「応分の負担」を単純な「税負担」として考える必要はない。もし「高所得」が「高能力」を意味するとするならば、こうした高能力の人々は、国の機関よりも収益機会に対する感受性は高く、行動も機敏であろう。とすると、国が税をとって行う「投資」を国のかわりにこうした高能力の人々に行って肩代わりしてもらった方が、効率性面からいっても望ましい。提案した『社会投資ファンド』市場の創設は、まさにそれを目的としたものである。



今後に必要なのは、国民の広範な「日本コミットメント」である。タックススペースを広げ、低所得層にも応分の負担をお願いするというのは、低所得層にも単に日本政府によるサービスの享受者ではなく日本に対するコミットメントを明確にするという意味合いがある。同様に高所得層にも日本に対するコミットメントをお願いするのは極く自然であろう。それは別段税の負担に限る必要はない。日本という社会・環境に対する投資という形も、重要なコミットメントなのである。

## 5. むすび

21世紀の日本経済が新しい繁栄を見るためには新しい考え方、新しいスキームが必要である。そのためには「繁栄」の意味の問いかけも必要であろう。単純な米国式ビジネスモデルに立脚した私的収益率のかさ上げによる回復を望むのは、必ずしも明るい未来をもたらすものではないことは最近の米国の動きが示唆している。12年に及ぶ停滞とそれがもたらした様々な苦痛や悲劇を考えたとき、この12年のあとに新しい経済の血が日本経済に流れるようにするのが国民の意思であり、国民意思の受託者としての政治の役割はそこにあるはずである。

そのためには、将来的に高い収益を生む投資が絶対に必要である。本提言の第一のポイントは、社会的外部性のある、収益性の高い投資に資金を振り向ける以外には、日本経済が「十二年の停滞」から脱却する道はないということである。第二のポイントは、広い意味での「公共財」供給システムを民間主体で構築しようとしていることである。経済活動の様々な分野で、多種多様な外部性が発生している現代の経済においては、これまでの公共財の概念は有効でないばかりか、政府と民間の役割をあいまいなものにしてしまっている。われわれは、正の外部効果を生む経済活動は「公共財的」であるが、公共財イコール政府が供給する財ではなく、その供給主体は「民間」であるべきであると考え。この提言では、そのための仕組みを作り上げることを提唱した。第三のポイントは、財源として、政府予算の縮減、また富裕層への増税と並んで、こうした社会投資にこそ、国債を活用すべきであるという点である。しかしわれわれが提唱する『社会投資国債』と短期的な景気回復のための国債は峻別されなければならない。社会投資国債の発行は、将来的に収益のある投資を現在行うための仕組みである。本来「建設国債」はそうした意味合いがあったことは事実であるが、その後は「市場の規律」が存在しない政府において、政治の介入を排することができず、非効率な「ハコモノ」建設や、社会的収益性の低い事業への公的資金の投入という形になってしまったのである。こうした経験をふまえて、『社会投資ファンド』のシステムは、「市場の規律」が働く民間主導の形にならなければならない。

「社会投資ファンド」によって、仮に毎年10兆円規模の広い意味での社会基盤投資が行われたとすると、5年間で50兆円の社会投資がなされ、これを呼び水として民間設備投資、

住宅投資などが誘発されることによる乗数効果によって、50兆円をはるかに上回る規模の付加価値が創出されることになる。巷間100兆円とも150兆円ともいわれる不良債権処理を行った場合の処分損は、ロス率の想定如何ではあるが、仮にやや多めに50兆円程度とすると、「社会投資ファンド」によって創出される付加価値は不良債権処分損を吸収して余りあることになる。

このように「社会投資ファンド」は日本経済の過去のマイナスの遺産である不良債権問題を新規投資拡大で解決しつつ、未来の新しい資産である21世紀型社会資本形成によって新しい社会投資主導型経済成長を可能にする。新しい経済成長は、従来型の政府の施策によって達成されるのではない。「政府にお願い」して解決されるのではない。日本の企業が、日本の個人が、自ら主体的に『社会投資ファンド』を作り、そこへ積極的に投資して初めて、日本の新しい成長は可能になるのである。

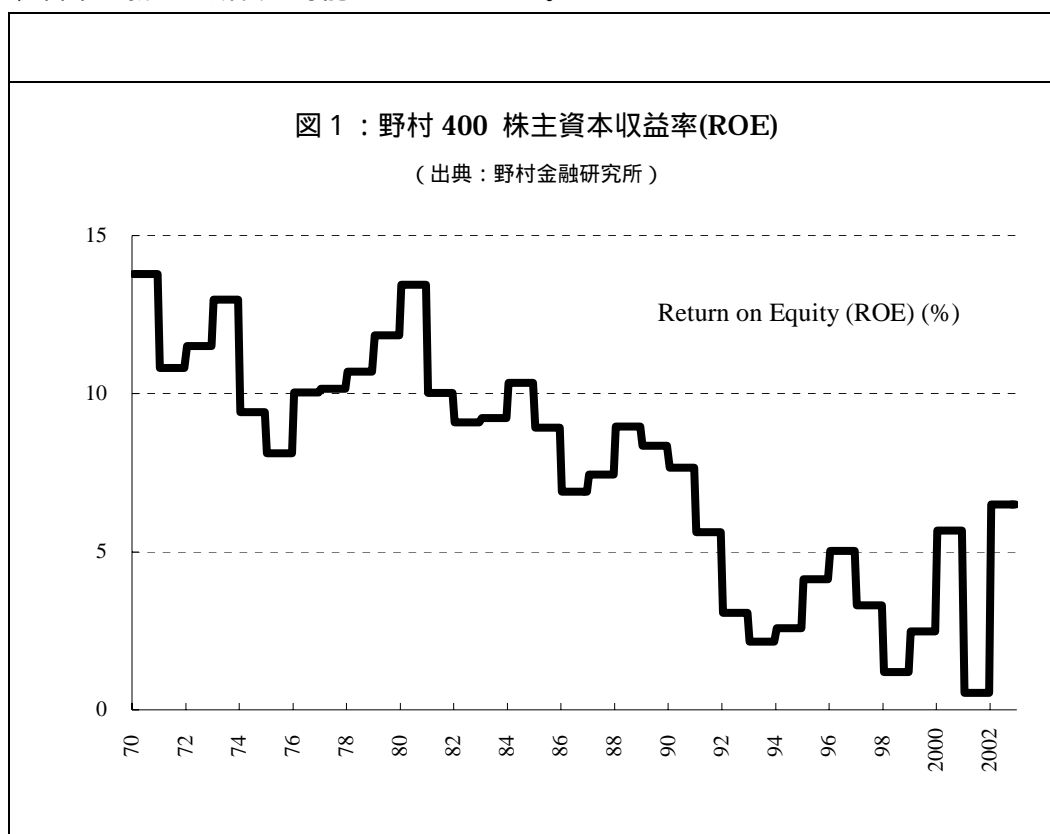


表1:日本の低資本収益率:マクロ指標

年度	税引前当期利益 (全産業・法人企業統計ベース、1990年価格、10億円)	粗資本ストック額 (全法人、取り付けベース、1990年価格、10億円)	資本収益率指標
1980	20,990	272,022	7.72%
1985	23,182	393,555	5.89%
1990	40,996	574,600	7.13%
1995	24,835	759,806	3.27%
1999	13,609	914,895	1.49%

注：資本収益率指標は、資本収益率そのものでないことに注意。この収益率指標は以下の点で真の資本収益率指標と異なる。まず分子の税引前当期利益には資本以外、特に土地からの収益を含み、また不完全競争からの超過利潤も含むため過大（過大推計バイアス）。他方分母が粗資本ストックで、経済的減価を考慮していないので過大でありそのため収益率が過小（過小推計バイアス）。従ってレベルの評価には注意を要する。

出典：(1) 税引前当期利益（全産業・法人企業統計ベース）は野村金融研究所の調査による名目値を2000年基準全国消費者物価指数を用いて1990年価格に変換。(2) 資本ストック額は1980年-1995年までは内閣府『民間企業資本ストック』1990年基準版を使い、1999年は1995年基準版を1998年で1990年基準版に接合。