

# 社会的資本に対する資金供給スキームについての考察

前 田 拓 生

## The consideration about the fund supply scheme for the social capital

Maeda Takuo

### はじめに

近年、「ソーシャル・キャピタル」や「社会的責任投資（SRI）」などを中心とする研究が多くなされている<sup>1</sup>。これらで述べられているものは、その著者により定義がさまざまではあるが、私的収益のみを追求するのではなく、何らかの意味で「社会的収益」というものを考慮するところに共通性があると思われる。そういう意味で、上記のようなものを総称して「社会的資本」「社会的資本に投資すること」として捉えることも可能であろう。

本論では上記のような社会的資本の重要性を概観した後、その実現のために、金融的な仕組みとして考案された西村／山下（2004）の社会投資ファンド・スキームについて考察する。しかし、このスキームは比較的大規模な事業を対象としていることから、コミュニティー・レベルの社会的資本に対するスキームとしては利用が困難であると思われる。

そこで、ここでは西村／山下（2004）をベースにするものの、コミュニティー・レベルの社会的資本に対するスキームについて例示する。また、例示した資金供給スキームは、若干の改良が必要であると思われるが、コミュニティー・レベルの社会的資本のみではなく、知的財産権等におけるスキームとしても展開が可能であると思われる。とはいえ、このようなスキームについても、制度的な問題点や経済的合理性における疑問などがあり、課題となる部分も多いのが現実である。その点については、今後の制度改革や法整備を求める必要があると考えている。

1 宮川公男／大守隆（2004）『ソーシャル・キャピタル』東洋経済新報社、稲葉陽二（2007）『ソーシャル・キャピタル』生産性出版、谷本寛治編（2003）『SRI社会的責任投資入門』日本経済新聞社谷本寛治編（2007）『SRIと新しい企業・金融』柴生出版など。

## 第1章 西村／山下（2004）の「社会投資ファンド」スキーム

### 1. 社会的資本とは

社会的資本とは、私的収益を基本とした市場メカニズムでは実現が困難であるものの、その外部効果を含めた「社会的な収益<sup>2</sup>」を考慮すれば、当該社会において必要な資本財のことであると考えられる<sup>3</sup>。このような資本財は大規模装置型のものばかりではなく、「知的財産権の権利行使が難しいような場合は、知識の伝播等の影響を考えれば、社会的な収益率が高くても、私的な収益が低い<sup>4</sup>」<sup>4</sup>というものも含まれることから、社会には広範囲に存在すると思われる。また、このような資本財を積極的に実現させることができれば、経済の発展にとって有意義な財として活用することが可能となろう。

しかし、このような資本財は将来的な私的収益性（つまり、ランニング・コストを上回る収益性）が見込まれるとしても、当初の開発・建設費用等のインシヤル・コストを「如何にして調達するか」という問題に直面することが多い。この場合、社会的資本に限らず、一般に、シーズ段階にある事業に対しては、当然トラックレコード（業績等）がないことから、民間の金融仲介機関（銀行など）のリスク・テイク能力を超える可能性が高いため、通常は資本市場等の活用が期待されることになる<sup>5</sup>。

ところが、金融の機能とは「キャピタルを最も付加価値の高いところに流れるようにする」<sup>6</sup>とすることなので、社会的資本のインシヤル・コストにおける資金調達ということになると、トータルとしての「(社会的収益を除いた)キャピタル」の実現性が問題になる可能性が高いため、通常の資金調達スキームでは対応できない場合が多い。

### 2. 社会的資本の開発・建設費用等における資金調達

そこで、このような社会的資本の開発・建設費用等の場合は「政府が社会的収益率と私的収益率との差分を補填するような形で補助金を出」<sup>7</sup>すことによって、実現させてきた。しかしながら、西村／山下（2007）は、政府や公的機関は「こうした補助金を効率的に使ってこなかった」と指摘する。これは公共投資の場合と同じであり、「プロジェクトの維持管理から生じる収益とリスクを、効率化する誘因」を持っていないからであると考えられる<sup>8</sup>。また、政府および公的機関に代わって公的金融仲介機関等であっても、審査能力が優れてよくなることもないことから、直接融資におけるリスクが軽減されるわけではない。その上、社会的資本ではなく中小企業の創業時の貸出につ

2 社会的収益についての評価方法等は西村／山下（2007）p81～89の補論を参考のこと。

3 西村／山下（2004）pp7～11要約。

4 西村／山下（2004）p12引用。

5 村本（2005）p4～8参照。その他、シーズ段階や創業時の資金調達の難しさについては、斉藤（2006）、宮川／川上（2006）、小林／久武（2007）などが詳しい。

6 小林／久武（2007）p3引用。

7 西村／山下（2004）p13引用。

8 西村／山下（2004）pp6～13参照。

いての研究ではあるが、宮川／川上（2006）の研究結果から、「政府系金融機関からの借入は、将来の生産性に対してマイナスに寄与している」ことが窺え、「政府系金融機関が比較的パフォーマンスの悪い企業に貸付承諾を与えている」可能性を示唆している<sup>9</sup>。つまり、公的金融仲介機関や公的機関からの直接融資の場合には、（社会的収益はともかく）私的収益の面で劣っていることから、民間金融機関が参入しないような投資案件に対して直接融資を行うものの、そもそもの「審査が緩かった」<sup>10</sup>などのために、プロジェクトの維持管理から生じるコストが収益を上回るなどによって破綻に至るケースが多いと考えられる。

このようなことから、公的金融等の直接融資ではなく、信用補完などの間接的な方法も考えられる。例えば、村本（2005）は「貸出段階でのリスクの引受・管理を外部化することを担う」役割をするのが「公的な信用補完制度」であり、「信用リスクが生じたときに一定の契約に基づき、貸出債権の代位弁済を行なうことによって、リレーションシップ・バンキングの遂行を円滑化する」<sup>11</sup>と指摘している。また、フランスにおいては公的機関が信用格付けをしていることもあり、村上（2005）では、格付け機関から最高格付けを取得した小規模企業は借入がスムーズになっている事例を紹介している<sup>12</sup>。このように中小企業金融において行われている公的機関による「信用保証制度」のような信用補完を行うことにより、社会的資本の開発等においても民間金融機関を呼び込むことが可能になると考えられる。

しかしここにおいても、プロジェクトの維持管理から生じるリスクの軽減になるか否かは不明といわざるを得ない。例えば、信用補完されていることを前提に民間金融機関が参入していると、モニタリング等の費用が削減できるというメリットによって融資を実行していることになり、融資後、事業の執行者に対するモニタリングをする誘因が強くなく、公的資金投入の時と同じ結果になることが考えられる。

### 3. 西村／山下（2004）の「社会投資ファンド」スキーム

そのため、村本（2005）においても、「ローリスク・ローリターン（LL）の中にHHを如何に織込むか」<sup>13</sup>ということを考えなければならないと指摘している。但し一方で、社会的資本の場合には、本来、公的事業として行うべきものであり、資金供給リスクを民間だけに負わす必要はないとも思われる。そこで西村／山下（2004）では、以下のような「社会投資ファンド（Social-Oriented Investment Trusts、以下SOIT）」というスキームを考案している。このスキームのコンセプトは「個人や社会の民間資金と公的な資金の協力によって、社会的収益率の高い資本ストックへの投資

9 宮川／川上（2006）pp 9～10参照。

10 以下は、中小企業の創業時における公的機関に対する指摘ではあるが、「審査が緩い」という点については安田（2004）が詳しい。

11 村本（2005）p12引用。但し、これは中小企業金融についてのことであり、社会的資本の開発等に対するものではない。とはいえ、開発等の資金は、中小企業等の創業資金の同様なリスクを持っていると考えられる。

12 村上（2005）p 9 参照。

13 村本（2005）p10引用。文中の「HH」は「ハイリスク・ハイリターン」である。また、村本（2005）におけるスキームはpp10～17において解説があるが、これは中小企業金融が中心であるため、ここでは触れず、別の機会に検討する。

を実現させよう」(p15) というものである。

SOITは大きく2段階により構成される。SOITが組成される第1段階(プレSOITスキーム)と、プレSOITスキームによって組成されたSOIT証券自体が流通市場で売買される段階(第2段階)である。

まず、第1段階は社会的資本の開発(または建設)に関するスキームであるが、ここでは事業そのものが完成していないので、どのくらいの収益があるのかは不明である。しかし、社会的資本は私的収益率が低いため、他の投資機会に比べて投資妙味が低い。さらに、これは上述の通り、トラックレコード等がない段階に当たることから、民間金融機関からの資金調達も困難であると考えられる。他方、第2段階に入れば、開発(または、建設)が完了し、ランニング・コスト等の状況もある程度見通しが立ってくるので、事業からの収益を分配する権利を証券化し、上場させることで、一般投資家に販売することが可能になる。

そこで第1段階において、予め、当該事業の収益予測を行い、第2段階で証券を流通させた時の損失額について推計することによって、プレSOITスキームにおける証券(以下、プレSOIT証券)を購入した投資家のキャピタル・ロス分の税額控除を認めることにする。こうすることによって民間だけでなく、公的な資金も負担することになる。そして、第2段階において実際に開発等が完了した時に、改めてデューデリジェンスを行うことによって証券を上場させる。この時、プレSOIT証券を購入した投資家が税額控除を使っていなければ、そのデューデリジェンスで計算された証券価格(実勢価格)プラス税額控除分の価格で売れることとなり、税額控除を使っていれば、実勢価格で売却されることになる。いずれにしても、税額控除があることによりプレSOIT証券は他の投資機会に比べて著しく収益率が低いということはなくとも、SOIT証券が流通市場によって適正な価格が形成されることから、市場メカニズムにより、プロジェクトの維持管理から生じる収益とリスクを効率化させる誘因が働くことになろう<sup>14</sup>。

## 第2章 コミュニティー・レベルの社会的資本への資金供給スキーム

### 1. 修正した「社会投資ファンド」スキームの必要性

以上のように西村/山下(2004)のSOITスキームは、非常に優れたスキームであると考えられる。しかし、日本では社会インフラとしての証券市場においても、欧米に比べて整備されているとは言いがたく、デューデリジェンスが適正に行われたとしても、その後の流通市場が不備であるため、売出し等ができないなどの困難が予想される。

また、このスキームではコミュニティーが中心となるような比較的小規模な社会投資スキームとしては利便性が悪いように思われる。コミュニティーやボランティア組織などは非常に小さな主体

14 SOITスキームの制度的枠組みについては、西村/山下(2004) pp18~25参考のこと。

であるが、中井（2007）が指摘するように「私的利益を追求する民間部門が、このように（市場の）失敗を修正できないとき、すべて政府部門の責任となり、国家が最終的に全体的な責任を確保することになる。ところが、政府部門も完全ではないので、残された最後の1%は、政府が民間部門だけでなく、コミュニティーやボランティア組織などの私的プロバイダーと協力し、限界責任を発揮せざるをえない」<sup>15</sup>のである。つまり、民間や国家が「市場や政府の失敗」になる場合、それを修正するためには、いくら小さい組織であったとしても、コミュニティーやボランティア組織との協力が必要となるのである。したがって、ここにおいてコミュニティー・レベルの社会的資本に対する資金供給スキームが必要となるのであるが、西村／山下（2004）のSOITスキームでは、そのような主体に対する資金供給は難しいと思われる<sup>16</sup>。実際、コミュニティー・レベルの社会的資本ということになると、土地などは地主から借り受け、その借地の上に事業に必要な家屋などを建てるものも少なくない。しかも中には、家屋なども借り受け、物品等の備品のみを必要とする事業体も存在する。このような場合には、家屋や物品がなければ活動自体が開始できないので、その備品を購入する資金を調達することが必要になる。ところが、このような家屋、ましてや、備品などしか持たない主体で、そもそも「営利を目的にしない」主体の収益性を根拠としている証券を市場化するのとは極めて困難であると考えられる。したがって、このような資金調達のためにプレSOITを利用したファイナンスをしても、SOIT移行時に証券自体の売却ができないことになるので、当該スキームは成り立たないことになる。つまり、西村／山下（2004）のSOITスキームは、事業が安定稼働状態になった時に、デューデリジェンスできるような事業における資金供給のスキームとしては利用価値が高いが、そもそも土地などのような資産を持たない事業、ましてや、コミュニティー・レベルの家屋・物品などに対する資金供給スキームとして利用することは困難であることがわかる。

そこで、西村／山下（2004）のSOITスキームの利点を活かしつつ、コミュニティー・レベルの社会的資本にも対応できるものを構築する必要があると思われる（以下、このようなスキームを「修正SOITスキーム」という）。以下では、この修正SOITスキームについて考えてみる。

## 2. 開発または事業開始準備段階におけるプレ修正SOITスキーム

### （1）プレ修正SOIT証券の組成

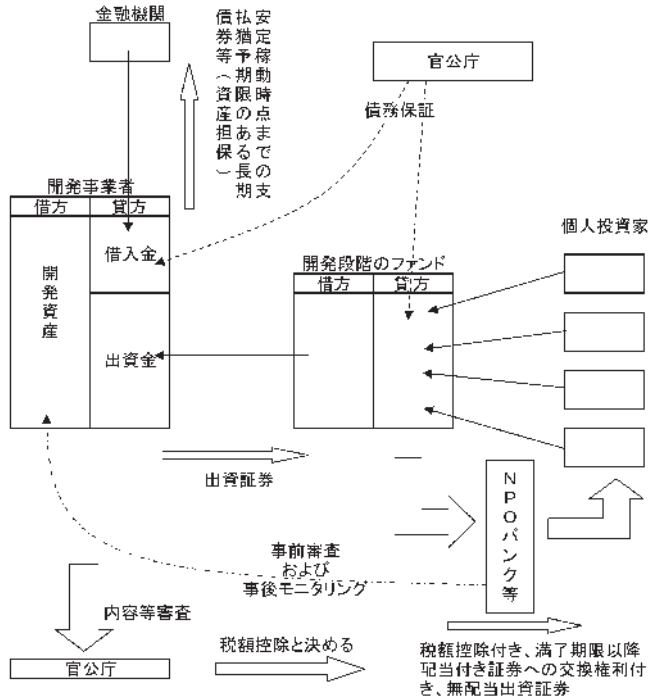
ここではコミュニティー・レベルの開発または事業開始準備段階における社会的資本の資金調達（以下、「プレ修正SOIT<sup>17</sup>」という）について考えてみよう。西村／山下（2004）のSOITスキームにおけるプレSOITでは、金融機関を中心とする機関投資家等からの資金を考えていたが、コミ

15 中井（2007）p245引用。但し、（ ）内は著者加筆。

16 そもそも、このようなコミュニティー・レベルの社会的資本に対する投資は、マイクロファイナンスに類するものであり、マイクロファイナンスそのものに対する資金供給が困難であるとされている。この点については、斉藤（2006）や中井（2005）が詳しい。

17 西村／山下（2004）のSOITスキームにおけるプレSOITスキームにあたるもの。

(図表1) 開発または事業開始準備段階における「ファンド」スキーム



ユニティー・レベルの社会的資本では調達金額が少額<sup>18</sup>であり、しかも、当該事業が安定稼働状態になった場合でも、プレ SOIT を適正にデューデリジェンスできるような事業状態にないことが一般的である。したがって、プレ SOIT を適正価格で SOIT が購入することができず、市場への上場という手段を利用することはできない。このような場合、プレ SOIT 段階から SOIT 段階に移行する際に、市場を通じて行うことは不可能なので、市場を通さない方法を考える必要がある。

そこで、開発または事業開始準備段階における資金を調達するために専用の投資事業組合等<sup>19</sup>を作り、その投資事業組合等の議決権を持たない出資証券（以下、「プレ修正 SOIT 証券」という）を売り出すというスキームを考えてみる<sup>20</sup>（図表1）。

このスキームの場合、プレ修正 SOIT 証券は、当初から「一定割合の税額控除」ができるものの「無配当」<sup>21</sup>とする。そして、事業が安定的に稼働する段階に移行した時に、「一定の価格で売却する」、または、「事業からの収益を配当の形で受け取ることのできる（議決権なし）出資証券（この

18 ほとんどの場合、1億円以下であり、数千万円というレベルと考えられる。  
 19 この場合、「資産流動化法上の特定目的信託」などのほか、民法上の「組合（任意組合）」、商法上の「匿名組合」、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく「投資事業有限責任組合」が考えられる。場合によっては、有限責任事業組合（日本版 LLP）でも問題はないが、これを使う場合には、出資者（つまり、当該組合に出資した一般投資家）も事業に参加することが求められることには留意する必要がある。  
 20 この場合、投資事業有限責任組合を設立し、デベロッパーとして入る事業が GP（ジェネラル・パートナー）として入り、一般投資家は LP（リミテッド・パートナー）として議決権のない出資証券に出資することも考えられる。  
 21 募集・売り出しをする証券が「無配当」であれば、金融商品取引業者としての登録等を必要としないので、ここでは「無配当」にしている。つまり、金融商品取引法によって、集団投資スキーム持分等の自己募集などでも金融商品取引業にあたるため、当該証券が「無配当」でなければ、金融商品取引業者としての登録等が必要になる。

ような証券を、以下、「修正 SOIT 証券」という）への交換をする」のどちらかを選択できるようにしておく。ここでプレ修正 SOIT 証券を発行・募集する団体が金融商品取引法で定められた集団投資スキーム持分等の売り出しなどを行うことのできる資格を有していない場合には、プレ修正 SOIT 証券に配当もしくは償還差益等を生じることのないようにする必要がある。そこで、償還時点の受け取り金額は当初の出資額を下回る金額にし、当初のプレ修正 SOIT 証券への出資金との差額が税額控除と同じになるようにすることで、税額控除を考慮すれば、損益がない状態に工夫をすることが求められよう。

## （２）プレ修正 SOIT 証券のメリット

このような無配当の証券であったとしても、社会的収益が認められる事業であれば、出資に賛同する個人投資家が存在するものと考えられる。さらにこの場合、「税額控除」が利用できるということになれば、本来は国や地方公共団体が行うべきである事業を、市民側が選択して事業化させることができ、そのための資金になっていることになる。そういう意味からも、税金の使われ方が透明になるので、自分たちのコミュニティーを良くしたいと考える人々からの資金を集めることが可能であろう。

そして、このスキームでは後に、当該事業が継続的に私的収益を生み出すことが可能であるということがわかれば、安定稼働時以降にプレ修正 SOIT 証券と修正 SOIT 証券との交換ができるようなスキームにしておく。逆に、当該事業が継続的に私的収益を生み出すことができないと考える場合には、安定稼働時以降にプレ修正 SOIT 証券と修正 SOIT 証券との交換を希望せず、返金を要求することも可能であるとする。これはイニシャル・コストだけでなく、ランニング・コストにおいても問題があるような事業に対しては、事業自体の継続が困難であるということの意味するので、市場と同じように当該事業を撤退させるという決断が必要であり、そのための措置ということになる。つまり、プレ修正 SOIT 証券を作ることで、イニシャル・コストを除けば、ランニング・コストを上回る利益を生み出すことのできるコミュニティー・レベルの社会的資本は育てていくものの、継続させることに問題があるような事業は撤退させることができるようなスキームを構築することになる。

このような形で資金を調達できれば、事業のイニシャル・コストを自らは拠出する能力がない主体であっても資金調達が可能になるので、事業を開始することができるようになる。また、このスキームだけでは資金に不足が生じるのであれば、ここで集めた資金を「頭金」とした形で、開発または事業開始準備段階における不足資金を金融機関等から借り受けることも可能であろう。

## （３）税額控除

ここで税額控除を申請・決定過程について考えてみる。

税額を控除できるということは、社会的な貢献の高い事業、または、社会的収益が認められる事業でなくてはならない。このため、事業の社会性等に関して客観的な評価を行うことが重要になる

う。これは西村／山下（2004）のスキームでも同じであり、「社会投資監督委員会」等の設置が必要になると考えられる<sup>22</sup>。したがって、このような機関が、ここでも同様に設置されるものとして、以下では議論を進めることとする。ただ、税額控除を決定する機関は当該コミュニティーに精通しているわけではないので、社会性等に関する「目利き機能」を果たす機関とは考えられない。とはいえ、事業主体の申請をそのまま了承するわけにもいかないので、当該スキームにおけるプレ修正 SOIT 証券のアレンジャーになる金融機関<sup>23</sup>または NPO バンク<sup>24</sup>等の事前審査および事後的なモニタリングが重要な役割を担うことになると思われる。

つまり、税額控除の申請ができるほどの社会性を有している事業か否かについては、アレンジャーである NPO バンク等が判断し、それらの申請に基づいて、「社会投資監督委員会」等が決定すべきであるとする。そして、税額控除が認められれば、その段階でプレ修正 SOIT スキームを実行することになるが、事業の進捗等についてはアレンジャーが常にモニターすることによって、プレ修正 SOIT 証券の投資家保護に資することになると思われる。

#### （4）信用保証と支払猶予期限のある長期債券

以上のようなスキームにおいては、安定稼働期に入って予想していたような収益が上がらないという場合、市場化させるわけではないので、市場メカニズムによる撤退させる圧力がかからないことから、強制的に事業を終了させる必要がある。この時、一般投資家だけでなく、債権者として貸付を行っている金融機関にも被害が及ぶことになろう。そうした場合、そもそもが「営利を目的としない」主体に対する貸付に消極的な金融機関からの融資を受けること自体が困難になることが考えられる。

しかし、当該事業は税額控除を認められているのであり、一種の公共事業と考えられる。したがって、破綻に対しては「公的に救済をする」ということも考えられよう。つまり、当該事業に関連する官公庁等からの信用保証がついた融資とすることによって、「営利を目的としない」主体に対する貸付に消極的な金融機関からの融資を受けることができるようになり、安定稼働期に入って予想していた収益が上がれば、公的な資金は拠出する必要がないことになる。

このように信用保証することにより、金融機関等の債権は非常に安全なものとなる。それゆえ、安定稼働期に入るまでの利払いを猶予することが可能になろう。開発または事業開始準備段階だけでなく、稼働初期においても利払いを猶予されるのであれば、事業の安定性を高めることが出来ると同時に、後で解説をする修正 SOIT の組成が容易になるとと思われる。

22 「社会投資監督委員会」の詳細については、西村／山下（2007）pp21～24を参照のこと。

23 ここでは信用金庫や信用組合などを想定している。

24 NPOバンクとは阿部（2006）が示しているように、「市民金融の趣旨に賛同した市民・団体の出資により組合を作り、融資を行う」ものであり、「原則無担保で低金利、融資を受けるには融資を受ける市民・団体自身が出資している」などの貸金業者を指す。この点に関しては他に藤井（2007）が詳しい。



### 3. 稼動時初期における「修正 SOIT」組成スキーム

開発または事業開始準備段階におけるプレ修正 SOIT が実行されれば、事業の始動に向けての開発等が行われる。この時、西村／山下（2004）の SOIT スキームの場合、開発等が完了し、事業が本格的に稼動することになった時点で、当該事業そのものをデューデリジェンスし、証券市場に売り出し、その資金によりプレ SOIT を償却することになる<sup>25</sup>。

他方、コミュニティー・レベルの社会的資本の場合には、開発等が完了したといっても、単に事業開始の準備ができたに過ぎない状態であり、当該事業そのものをデューデリジェンスすることは事実上不可能である。しかも、その後において、たとえ安定稼動期に入ったといっても証券市場に上場するような種類の証券になることはないのが一般的である。つまり、コミュニティー・レベルの社会的資本の場合には、上述のように西村／山下（2004）の SOIT スキームの場合とは違い、市場化という方法を使うことができない場合が多いのである。

ただ、コミュニティー・レベルの社会的資本の場合には、大きな規模でも事務所の家屋くらいであり、1年くらいを想定すれば十分に完了してしまうことが多いと思われる。そこで、プレ修正 SOIT と修正 SOIT との交換予定時点を「開発等が完了した時点」ではなく、稼動初期状態の不安定な時期を越えた、安定稼動時点以降にするとすることを考えてみる。

そもそもこのスキームの対象になるような事業の場合、イニシャル・コストを除けば、ランニング・コストを当該事業からの収益で十分賄えることが要件になっている。したがって、開発等が完了した時点以降は、稼動初期状態の不安定な時期であっても、収益を生む体制になっているはずである。そこで、プレ修正 SOIT の出口となるファンドを組成するために、当初の契約によって当該事業から上がってくる収益は、例えば、特定目的信託などの“器<sup>26</sup>”を作って、事業から隔離する形で留保することを考える。但しこの場合、「プレ修正 SOIT の出口となるファンド」の組成が目的なので、当該修正 SOIT スキームで当初から「プレ修正 SOIT 証券と修正 SOIT 証券」の交換比率が契約によって決められている必要があるため、事前に「積み立てる金額」と「その積み立てる期間」は定まっていることになる。つまり、例えば、プレ修正 SOIT 証券を当初5000万円分売り出し、この証券には「毎年10%ずつ、5年間の税額控除」がついているとする。この時、第2章2.（1）で示したように、修正 SOIT と交換しても損益が発生しないようにするためには、税額控除分を除いて2500万円が必要になることがわかる。しかも、この2500万円を5年で積み立てる必要があるということになる。

このような積立金は、事業とは完全に分離する必要があるので、上述のような特定目的信託等に譲渡する形を取ることにしようが、それが確実に履行されるためには、アレンジャーである NPO バンク等が取り立て業務を行うなどの施策が必要と思われる。

<sup>25</sup> この点の詳細については西村／山下（2004）を参照のこと。

<sup>26</sup> この点については現行法上の問題がある可能性があり、議論が必要であるものの、ここでは「そのような箱がある」と仮定してスキームの構築を考察する。実際に、この部分に問題がある場合には、法制度等を改善する論議が必要になるだろう。ただし、その点に関しては別の機会に考察を行う。

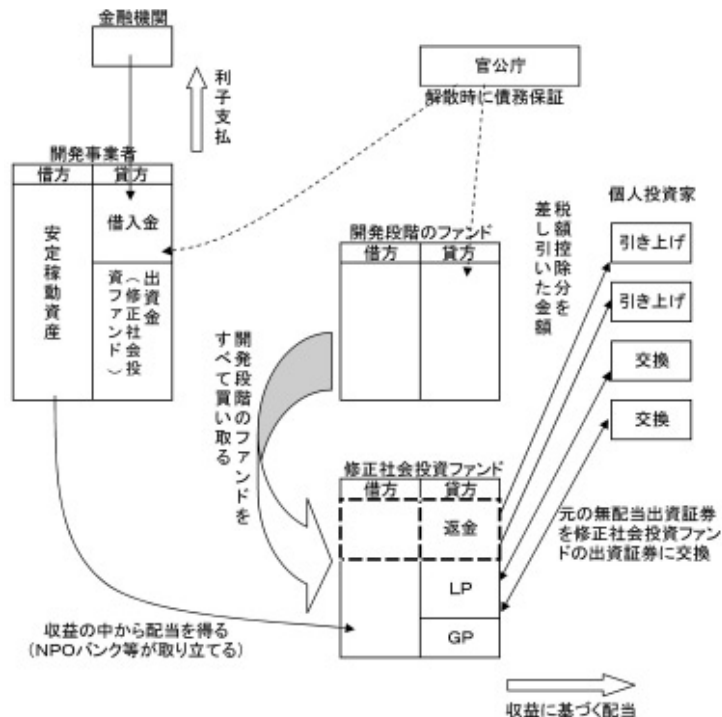
#### 4. 安定稼働以降における修正 SOIT スキーム

##### (1) 修正 SOIT 証券の発行

以上のようにして当初から定められた期間、当該事業の収益から契約によって譲渡された資金により、修正 SOIT となるファンドが組成されることになる。そして、当該ファンドが組成された後に、プレ修正 SOIT の資産をすべてそのファンドが買い取ることにする（図表 2 参照）。つまり、この時点でプレ修正 SOIT 証券のすべてが、一旦、当初から定められた金額（当初拠出した金額マイナス税額控除）により、現金化されることになる。

しかし一方で、当該ファンドは当該事業からの収益の分配を受ける権利をもとに修正 SOIT 証券を発行するので、現金を希望しない投資家に対してはプレ修正 SOIT 証券を修正 SOIT 証券と等価交換することができることとする。これはプレ修正 SOIT のように「無分配」ではなく、事業の収益状況により分配が変わる証券とするので、事業体の支配権を持つ種類の証券となる。したがって、このままでは支配権が分散化することになるため、例えば、修正 SOIT は投資事業有限責任組合法によって設立される投資事業有限責任組合にし、事業の実行者が当該ファンドの GP（ジェネラル・パートナー）となって執行権限を集中化させるなどの措置が必要となろう。そして、プレ修正 SOIT の交換によって取得される修正 SOIT 証券の保有者は LP（リミテッド・パートナー）となって、支配権がない、しかし、分配金はあるという存在にすべきであると考えられる。

（図表 2）安定稼働以降における「修正社会資本ファンド」スキーム



このように事業からの収益を分配することによって、投資家のモニタリング機能が働くので、社会的資本であっても効率的な運用を行わせることが可能になると思われる。

## （2）収益性が見込まれない場合の措置

他方、当初見込んでいた安定稼働期に至っても、事業からの収益が見込まれない場合には、定義としての「イニシャル・コストを除けば、ランニング・コストを当該事業からの収益で十分賄える事業を対象とした資金供給スキーム」に反することになるので、このような事業は撤退させることになる。社会的な事業としての側面で言えば、存在することに意義があったとしても、少なくとも、このスキームによる資金供給を受ける事業としては対象外といわざるを得ないことになる。とはいえ、税額控除を行うことを認められた事業であり、本来は公共事業として行うべきものであることから、撤退することによって、その事業に貸付を行った金融機関に損失を被らせるのは問題であろう。そこで、第2章2.（4）で示した公的機関からの信用保証を活用し、撤退の処理をスムーズに行うことが大切である。

ここでプレ修正 SOIT 証券を保有する一般投資家についてであるが、こちらは出資という名目で投資している以上、信用保証の対象とすることが妥当であるか否かは議論の余地があると思われる。しかし、ここでも「本来は公共投資とすべき」ということから、事業に賛同し、「税額控除を含めれば損益がない」という意味で出資したという場合、ある程度の救済は必要であるように思われる。この点に関しては別の機会に分析・研究を行うこととする。

## 第3章 今後の課題と将来性

### 1. 修正 SOIT スキームのメリットと課題

#### （1）修正 SOIT のメリット

第2章の修正 SOIT スキームでは、西村／山下（2004）のスキームでは実現しないコミュニティー・レベルの社会的資本に資金を供給することができることになる。このような種類の社会的資本は、金額ベースで見た場合、合計してもマクロベースで見れば非常に少額ではあるものの、「市場や政府の失敗」を考慮すれば、この部分の事業が社会的に重要であり、しかも、容易には資金供給がなされない分野なのである。現在でもこの分野への資金供給は個人レベルの「有志による資金」に頼っていることが多く、不安定な状態になっている。しかし、必要額を集めるにも、集金能力などの点で限度があり、事業自体を断念せざるを得ないケースも存在しよう。他方、このような資金については NPO バンクのような機関が低利で貸出をしているものの、これについてもさまざまな制度的な問題が存在しているのが現実である。そのような中で、税額控除などを利用したスキームが確立されれば、市民活動の幅が広がり、社会的なメリットも向上する上に、財政的な負担も少なくなると思われる。

なお、このスキームでは全額を税制控除するものにはしていない。全額を控除しないことにより、投資家としてのモニター機能を修正 SOIT ホルダーに持たせることができ、しかも、長期保有させることも可能と考えているからである<sup>27</sup>。

## (2) 修正 SOIT の課題

他方、修正 SOIT スキームでは、西村／山下（2004）のスキームのような「公正な価格形成」を基に組み立てられているわけではない。また、コミュニティー・レベルの社会的事業というものは一般に「営利を目的とはしていない」主体である場合が多いので、その主体からの収益を修正 SOIT 証券の基礎とするスキームに問題がないとはいえない。

また、金融商品取引法からみた場合、プレ修正 SOIT 証券は「無配当」であり、しかも、税額控除を合わせても損益「0」というスキームなので問題がないと思われるが、修正 SOIT 証券は分配を行うので、結果として「無分配」でない証券に交換されることを約した証券を売り出すことになると、これは集団投資スキーム持分の売り出しとなり、金融商品取引業者の登録を要する可能性がある。さらに、事業を行う側の主体が「株式会社」等の法人として設立されれば、当然、そこでの資金調達には金融商品取引業者の登録を要することとなる。

さらに税額控除の割合の算出をどのようにするのかという問題もある。西村／山下（2004）のスキームでは市場化される時を予想して、現在適性と考えられるプライスから逆算して求めることになるが、この修正SOITスキームでは市場化しないので、合理的な価格を算定することが難しい。

以上のような点について、今後、研究が必要となると考えている。

## 2. 知的財産権におけるスキーム等との関係性

例示した資金供給スキームは、コミュニティー・レベルの社会的資本についてのものであるが、これは小規模の知的財産権等におけるスキームとしても展開できる可能性があると思われる。

知的財産権等の場合、営利を目的としている事業で、しかも、安定稼働期以降であれば十分に市場化できるならば、開発部分の資金調達スキームが問題となるものの、そこさえ整えば、証券を上場等することで解消する。しかし、規模が小さく市場化できない場合には、開発部分の資金調達スキームだけでは解決しない。この場合にもやはり、市場化に頼らないスキームが必要となることから、上述の修正SOITスキーム・モデルを活用できると思われる。

しかしながら、いずれにしても制度的な問題点や経済的合理性において課題となる部分が多く、今後の制度改革や法整備を求める必要があると考えている。

（まえた たくお・本学非常勤講師）

<sup>27</sup> 但し、この点に関しては「全額税額控除」にして、事業自体は無配当のまま事業を継続させるという選択も考えられる。しかし、その場合には、事業者に対するモニター機能を「どうするか」という問題があるので、ここでは投資家によるモニターを重視するために、敢えて、全額税額控除としなかった。この点に関しても今後の重要な研究テーマと考えているので、別の機会に行うこととする。

—参考文献—

- 阿部圭司（2006）「第10章 コミュニティ・ビジネスのためのファンディング・システム」、高崎経済大学  
付属産業研究所『事業創造論の構築』日本経済評論社
- 小野有人・植杉威一郎（2006）「リレーションシップ貸出における担保・保証の役割」、みずほ総合研究所  
『みずほ総研論集 2006年Ⅰ号』
- 小野有人・西川珠子（2004）「米国におけるリレーションシップバンキング」、みずほ総合研究所『みずほ  
総研論集 2004年Ⅲ号』
- 小林孝雄／久武昌人（2007）「リスクマネーと企業成長－金融仲介の役割－」、経済産業研究所『RIETI  
Discussion Paper Series 07-J-005』
- 斉藤卓也（2006）「マイクロビジネスに対する政策金融の必要性和その手段」国民生活金融公庫『調査季  
報 第77号』（2006.5）
- 寺田達史（2001）「経済社会の構造変革に対応した企業金融の諸課題」財務省財務総合政策研究所『フィ  
ナンシャル・レビュー』March-2001
- 寺岡寛（2003）「日本における中小企業の研究動向」法政大学大原社会問題研究所『大原社会問題研究所  
雑誌 No.541』2003.12
- 中井和敏（2005）「中小企業における資金問題の現状と課題」東洋学園大学『東洋学園大学紀要 第13号』  
2005.3
- 中井英雄（2007）『地方財政学』有斐閣
- 中田真佐男・安達茂弘「政府系金融機関融資は「借りにくい地域」へ適切に配分されているか？」財務省  
財務総合政策研究所『PRI Discussion Paper Series (No.06A-27)』
- 西村清彦／山下明男（2004）『社会投資ファンド』有斐閣
- 根本忠宣（2006）「倒産法の企業金融に与える影響」、中小企業金融公庫総合研究所『中小企業総合研究  
第3号』（2006年3月）
- 藤井良広（2007）『金融NPO』岩波新書
- 堀江康熙（2005）「地域金融機関の将来」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』  
October-2005
- 益田安良・小野有人（2005）「クレジット・スコアリングの現状と定着に向けた課題」、みずほ総合研究所  
『みずほ総研論集 2005年Ⅰ号』
- 松浦克己・三井清・北川浩・井村浩之（1990）「貸出市場と公的金融」内閣府経済社会総合研究所『経済  
分析第119号』
- 宮川努／川上淳之（2006）「新規参入企業の生産性と資金調達」、経済産業研究所『RIETI Discussion  
Paper Series 06-J-027』
- 村上義昭（2005）「フランスの中小企業金融」国民生活金融公庫『調査季報 第74号』
- 村本孜（2005）「イノベーションと中小企業金融－ベンチャー・ファイナンス、信用補完、市場型間接金  
融－」、中小企業金融公庫総合研究所『中小企業総合研究 第3号』（2005年11月）
- 安田武彦（2004）「創業時の流動性制約と創業動機、政策金融の効果」、経済産業研究所『RIETI  
Discussion Paper Series 04-J-032』