

# 地方創生に向けた信託・金融サービスの在り方 ～「新たな日常」の構築に向けて～(1)

慶應義塾大学名誉教授/  
政策研究大学院大学客員教授 **吉野 直行**



## — 目 次 —

はじめに

### 1. 地域のインフラ整備による税収増の活用

- (1) インフラによる経済波及効果と維持補修費用
- (2) PPP・PFIの問題点
- (3) 九州新幹線とつくばエクスプレスの事例

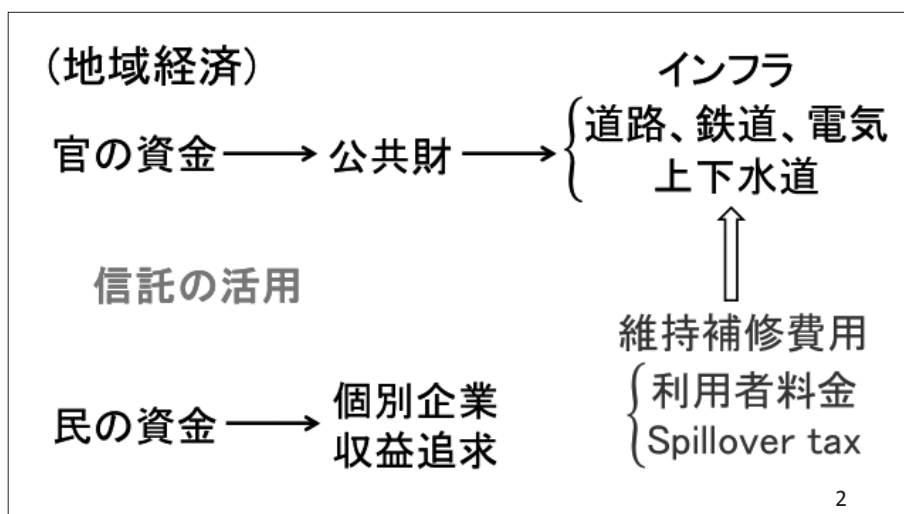
(4) インフラの外部効果による税収増を民間に  
分配するメリット

- 2. インターネットの活用
- 3. 信託による民間資金の活用
- 4. まとめ

## はじめに

資料2頁をご覧ください。本日の議論を全体的に見てみると、一つには官（Public）

の資金があり、もう一方で民（Private）の資金がある。その間にコモンズなど、本日、議論になっているが、その中に「信託の活用」があると思う。



一番上にあるように、官の資金は公共財に利用されるが、地方において重要となるのは、道路、鉄道、電気、上下水道などのインフラの維持補修費をどうするかという問題で、これから大きくなっていくと思われる。それから、一番下にある民の資金では、個別企業が収益追求を目指しながら提供される資金である。

まず、日本のインフラの維持補修費を如何に捻出するか、インフラの外部効果を考えながら、その波及税収の増分を利用することができるのではないかと提案である。

## 1. 地域のインフラ整備による税収増の活用

### (1) インフラによる経済波及効果と維持補修費用

資料3頁をご覧ください。インフラについて、例えば、地方には道路がたくさんあり、高速道路もあり、地方の人口高齢化の中で、道路インフラの維持補修をどうするのか。本日の議論ではあまりないが、外部経済効果

をこういうものに使えるのではないかとということである。

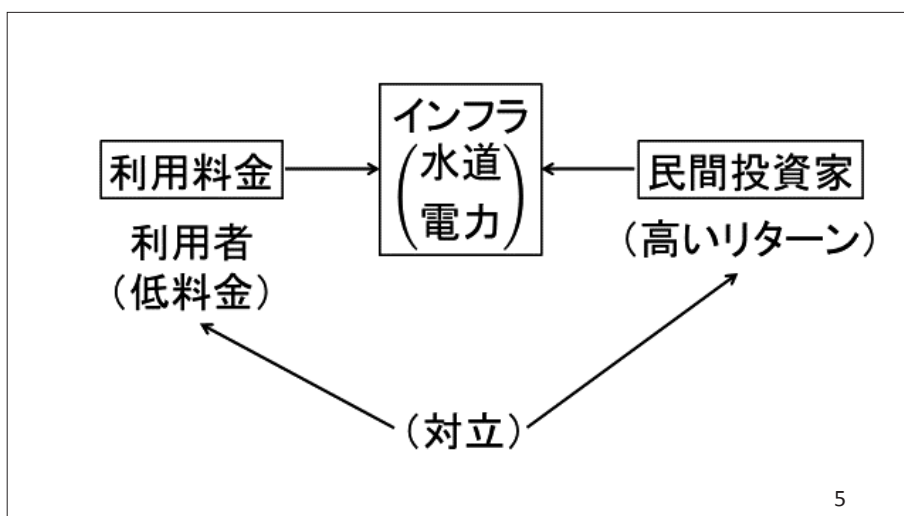
インフラができると、その周りに住宅ができ、製造業ができ、いろいろな宿泊施設や商業施設ができる。それにより固定資産税、法人税、所得税、消費税などが増えてくる。

しかし、こういうインフラの経済効果により増えた税収は、すべて、国と地方公共団体に吸収され、道路公団等は料金収入で得られたお金から維持補修費を捻出しなければならない。あるいは、水道電気事業であれば、水道料金と公共団体の水道部負担がなされなければならないことになっている。料金収入だけに頼ってインフラの維持補修をすることは、人口高齢化の中では、金額的にも困難になって来ている。

### (2) PPP・PFIの問題点

資料5頁をご覧ください。インフラの場合における問題点は、どこでも同じだが、左側にあるように、収入は利用料金から来る。PPP (Public Private Partnership) や PFI (Private Financial Initiative) をやりたいと

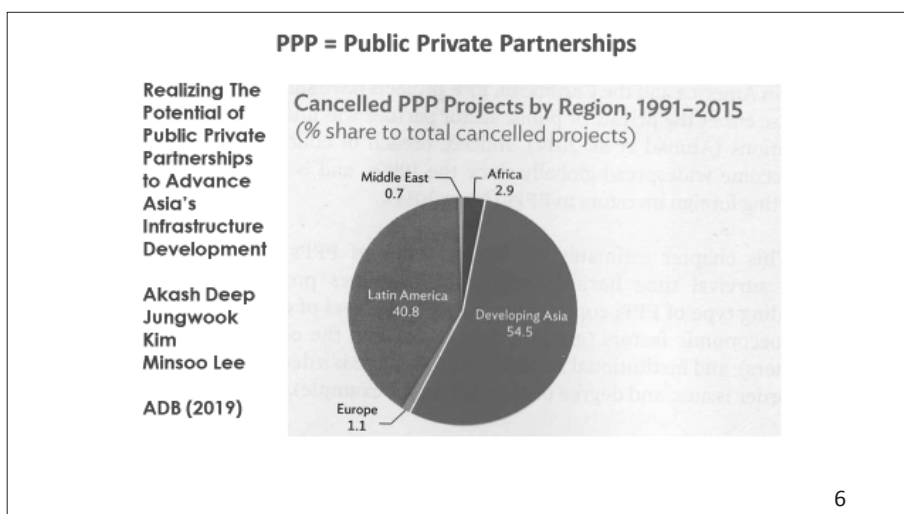




きには、民間の投資家は高いリターンが必要である。一方で、利用者は低い料金で水道や電気を使いたいと考える。高速道路であれば低い通行料金で乗りたいと考える。しかし、右側の民間投資家は高いリターンが必要なので、インフラの利用者とインフラへの民間投資家との間には、対立が発生しており、PFIやPPPがなかなかうまくいかなかった。この対立（矛盾）を解決するためには、左側の利用者には低い料金で利用してもらい、PPP

への民間投資家には高いリターンを払えるように、利用料金収入以外の、何かほかの収入を考えなければ、PFIやPPPは上手く機能しないと思う。

資料6頁をご覧ください。世界ではPPPが失敗しているところがたくさんあり、失敗したうちの54.5%はアジア地域で、40.8%はラテンアメリカである。PPPやPFIで失敗した事業の半分以上はアジアで行われた事業である。



どうすれば民間の人たちに高いリターンを与え、利用者に低い料金で利用してもらうことができるのか。それには、外部効果を内部化する必要があるというのが、これから申し上げたいことである。

### (3) 九州新幹線とつくばエクスプレスの事例

資料7頁をご覧ください。九州新幹線の効果がどれくらいあったのか調べたものである。一番左が全ての税金を合計したもので、左から2番目が所得税、右から2番目が法人税、一番右が固定資産税を含めたその他の税収である。

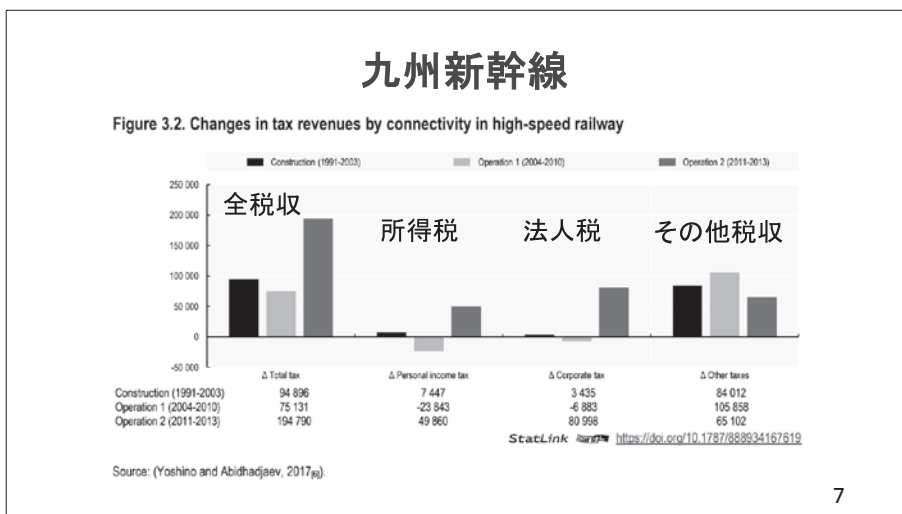
3本の棒グラフの一番左が建設している期間の税収、真ん中部分は開通で鹿児島から長崎などの途中まで開通した期間の税収、一番右の棒は、鹿児島から福岡まで、全部つながり、東京から関西（大阪/神戸）を通じて鹿児島まで行けるようになったときの税収である。

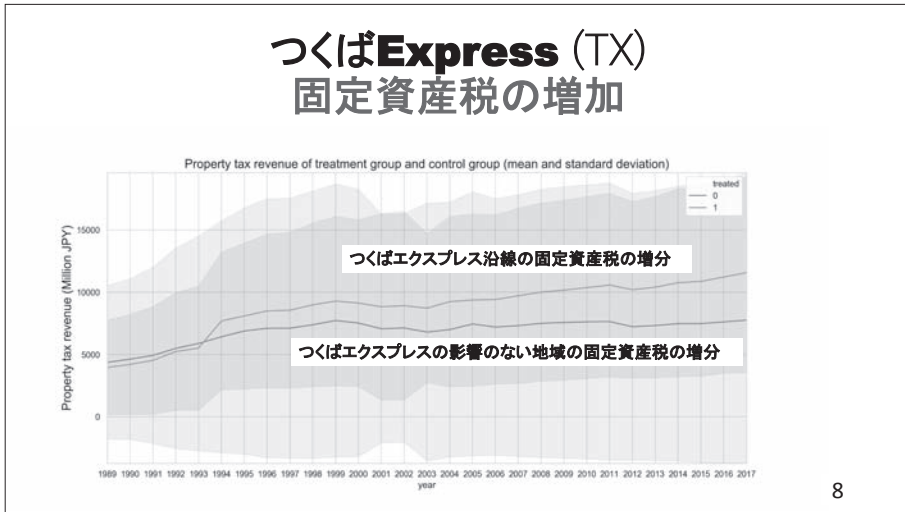
鹿児島から福岡まで完全開通したところで、特に大阪や神戸の人たちが飛行機を使わないで鹿児島や長崎に行けるようになった。

その効果が大きいと思われる。これにより、左から2番目の所得税については、さまざまな雇用機会が増え、所得が増えたことにより増加している。3本の棒の右から2番目の法人税については法人企業がたくさん増え、税収も増加した。一番右は固定資産税を含む「その他税収」だが、マンションやホテルなどの増加により地価が上昇したために、全体の税収は増えている。

しかし、これらの税収の増加は、九州新幹線のJR九州の収入にはならず、国と地方公共団体に吸収されている。税収の増加はまさに外部効果によってもたらされたものであるため、増えた税収の一部は九州新幹線の新幹線事業に戻してあげるべきではないか。

資料8頁をご覧ください。これはつくばエクスプレスの例である。固定資産税だけの例であるが、つくばエクスプレスができた後に、周辺地域の住宅開発、商業施設の増加により、固定資産税が顕著に増えている。いまは周辺地域の所得税、法人税、消費税がどれくらい増えたかを計算しているが、この三つを加えれば、これよりもっと大きくなるは





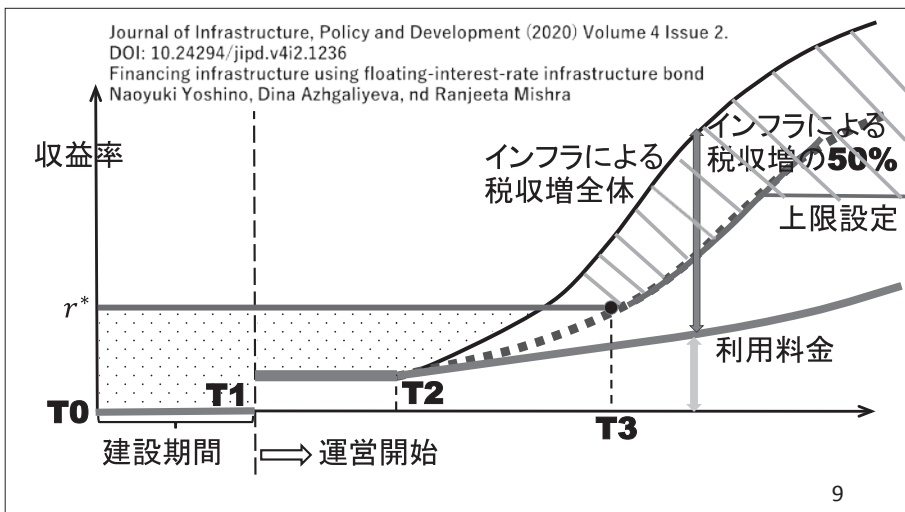
ずで、つくばエクスプレスの開通により、周りの地方公共団体と国は税金が大きく増えたことを示している。

昨年新聞では、つくばエクスプレスは、法人税を周辺自治体に払わなければいけないので、今はせっかくトントンでやっているのに、これに税金を加えると赤字になってしまうというニュースがあった。つくばエクスプレスの運営会社は、波及効果によって増加した税金は、つくばエクスプレスの貫通により増え

た外部効果による税の一部を、変換してもらう必要があるのではないかと考えている。なぜなら、つくばエクスプレスの完成による周辺地域の発展という外部効果により税金がすごく増えたからである。

#### (4) インフラの外部効果による税金増を民間に分配するメリット

資料9頁をご覧ください。こういう公共事業のときに、国/地方政府の資金ばかり



でなく、いかに民間の資金を持ってくるかという点が重要である。

一番左側の T0から T1の期間は建設期間となる。実際の収入が黒い線であるが、建設期間には、インフラ会社（道路会社など）には、利用料金が全く入らないので、収入はゼロである。T1から運営が開始されるが、九州新幹線の例でも分かるように、最初は収入があまり増えない。よって、T1から T2では低い収益である。T2以降は利用料金が徐々に上がっていくが、ただし建設費用やメンテナンスコストも補える水準までには上がっていない状況であり、うまくいけば5年後、数年後によりやく黒い線が  $r^*$  の横棒を上回るようになる。したがって、利用料金でいく限り、なかなかペイしない。これが、PPP がうまくいっていない理由である。

ところが、真ん中の T3の辺りを見ていただくと、良いインフラでは、インフラによってもたらされる所得税、法人税、消費税、固定資産税が、波及効果により増えていくわけであり、資料9頁の上にあるような線で示されるように、国と地方公共団体に波及効果に伴う税収が入ってくる。しかし、インフラをつくった人、民間投資家は、利用料金だけに収入を依存しているため、一番下の黒い線しかもらえない。真ん中から大きく出ている斜線部分は税収の50%を示しているが、これまで、国と地方公共団体にすべて徴収されていた外部効果による税収の増分を、たとえば半分（50%）、インフラの投資家、インフラの運営会社に返してあげるべきであると考え。そうすると点線に重ねた線のように、収入は、T3以降はずっと必要な経費を上回り、インフラ事業の運営会社の収益は伸びていくことになる。

インフラ事業が、地域の経済発展を促し続けられれば、建設が開始される時に、インフラボンド（インフラ債券）を発行し、T0から T3の期間は国債と同じ金利を払ってあげればよい。インフラ建設会社、インフラ運営会社は、国債利子率であるインフラ債券からの低い金利収入しかないが、少なくとも、プラスの収益は得られることになる。さらに、インフラ事業が上手く進み、地域の経済発展が進められれば、資料9頁の右に見られるように、ずっと斜線で囲った部分が増えていくので、増加した税収の50%をインフラ会社に戻したとしても、最初の左側にある国債金利を保証したとしても、最初の期間のロスは、増えていくインフラ事業の外部効果によりもたらされる税収増により、すべて回収できることになり、政府の側の損失も長期的にはなくなり、政府の側でも、プラスの税収となってくる。

つまり、外部効果をきちんと考え、それがどれぐらいかを計量分析する。これは DID 分析（Difference-in-Difference Analysis）というもので最近できるようになった。これにより、例えば、増えた税収の半分（50%）を、「国/地方政府」と「インフラ事業+投資家」で配分すれば、インフラ事業に十分に民間の資金を誘導することができると思う。これがまず一つ、日本でやらなければいけないことであると考え。

インフラにより増えた外部効果の税収が戻ってくれば、維持補修費も十分に確保でき、民間のリターンも T3までは  $r^*$  で以降右上がりの線のようになるので、収益がマイナスになることはない。ところが、現状は、先ほど申し上げた一番下の利用料金の青い線だけでやっているのでもうまくいかないし、インフラ

事業に、民間が入るのが困難となっていたと考える。特に今は財政赤字がすごく大きくなっているのです、インドやインドネシアなどの途上国の場合でも、こういうやり方を導入すれば、もっとインフラの整備ができると思う。

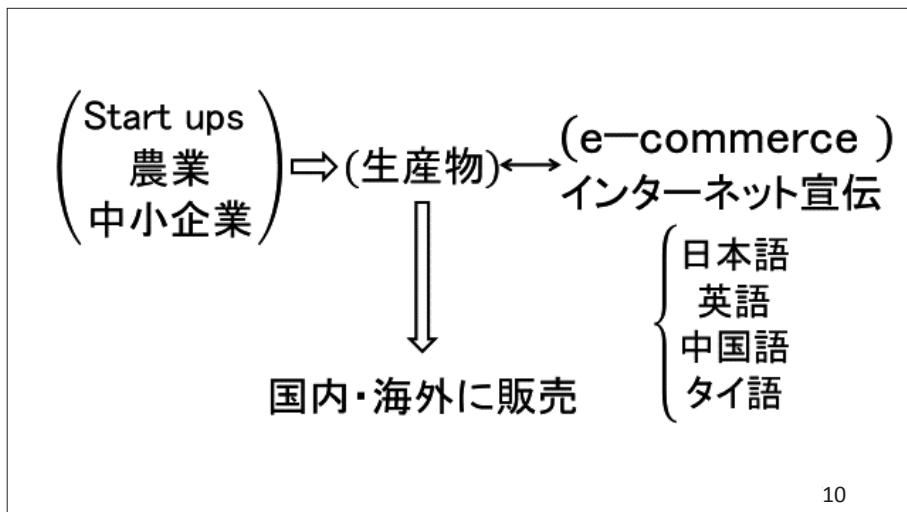
## 2. インターネットの活用

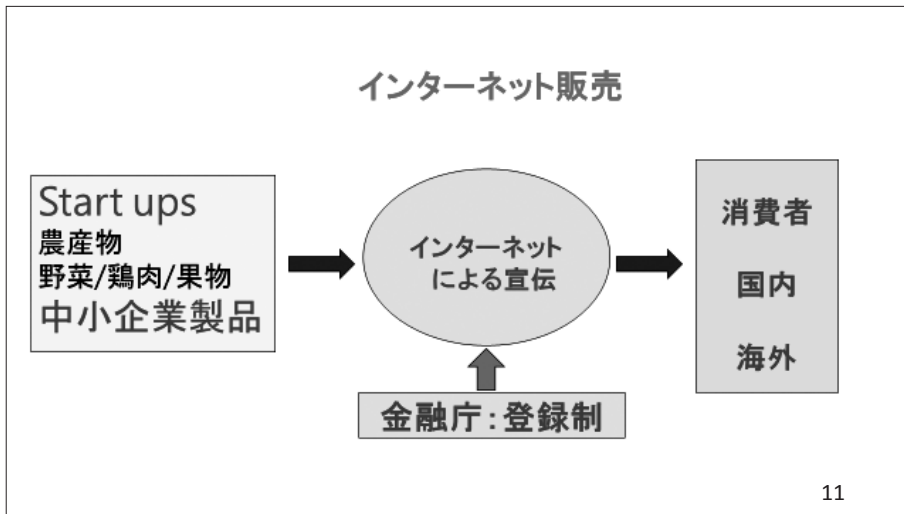
さらに二つの点を申し上げたいと思う。資料10頁をご覧ください。他の説明にもあるが、地方には本当に良いものがある。それは農産物でも、中小企業がつくるものでも、金澤氏が報告されたように、埋もれたものがたくさんある。また、大庫氏が述べられたアウトバウンドにより、地方に存在する「埋もれた素晴らしい商品」を海外に売っていく、あるいは国内のその他の地域に販売していくことができれば、金澤氏の説明にあったように、地方の企業も、もっと収益をあげることができる。

新鮮さを保つなどのひと工夫があれば、生産物をインターネットで販売することはできる。

先日、テレビで日本の畳屋のことをやっていた。日本国内では、洋式の住宅が増え、畳が使われなくなってしまった。家族経営の畳屋が、いかに畳が健康に良いかをインターネットで英語で宣伝したところ、イギリスからまず注文が入り、フランスから注文が入り、いまでは全世界から畳屋にインターネットを通じて注文が入っている。つまり、彼らは海外ビジネスに転向できた。多くの畳屋がみんな失敗して転業しているが、デジタル技術を使って宣伝をし、海外に販路を増やして業績を拡大させているのである。

資料11頁をご覧ください。アウトバウンドにしていくためにも、こういうところを少し補助してあげることが必要である。ご存じの、クラウドファンด์であるミュージックセキュリティーズなど、製造業者のところにいって、販売経路の拡大を手伝う業者がいま少しずつ出てきており、金融庁の登録制の下でやっている。ただし、先ほどの金澤氏の説明にあったように、新鮮度を保つとか、何かひと工夫をしなければ、実際の販売拡大は難しい。畳屋の場合にも、周りの人がインター





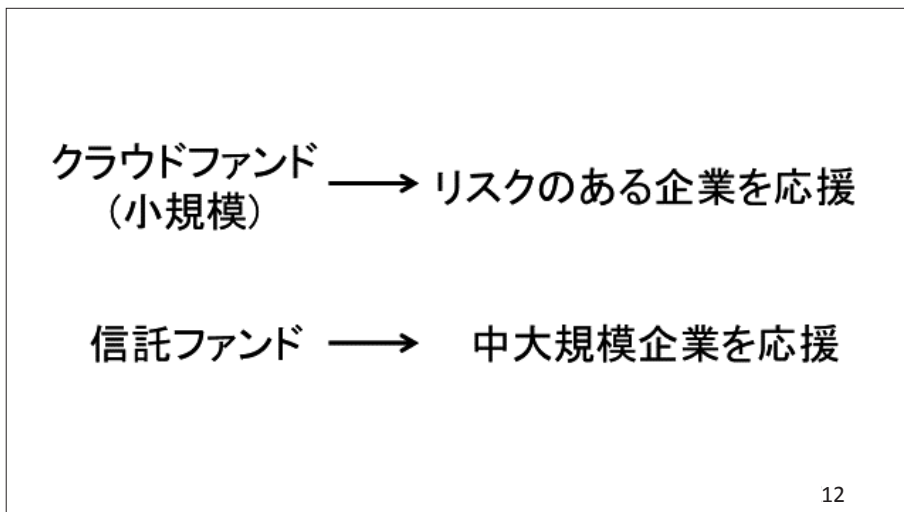
ネットの作成や英語で記載などを手伝ってあげて、それにより成功している。そういう例はたくさんあると思う。

ほんの小さいものだが、資料11頁の左側のスタートアップ企業（Start ups）のようなところに対して資金を提供してあげる。クラウドファンディング（ふるさと投資ファンド）が左側の Start Up 企業に資金を提供し、インターネットを通じてその製品を宣伝し、その地域以外の国内あるいは海外の消費者に届

ける。日本の農産物なども随分と中国で売れており、成功している事例が存在する。

### 3. 信託による民間資金の活用

資料12頁をご覧ください。こういう民間のいろいろな活動は、規模として二つあるのではないかと。先ほどの畳屋や魚の販売などは小規模で、これはクラウドファンディング（ふるさと投資ファンド）により応援して、





販売を軌道に乗せる。一方で、本日の風間氏のご説明のように、森林などのもう少し大規模のところは、信託ファンドで応援していく。

そうすれば、地域の小さい中小企業は「クラウドファンディング（ふるさと投資ファンド）」で応援することができ、中堅や大きなプロジェクトに対しては「信託」で支援することができる。

以上のようにすれば、民間の資金により、いろいろな事業を補助することができ、官の税金に頼らない発展が可能になると思う。日本は財政赤字が拡大しており、ますます地方への補助資金が減ってくると想定される。この減少を、何らかの形で補完する民の資金がない限り、日本の地域はうまくいかなくなってしまう可能性がある。

資料13頁をご覧ください。信託ビジネスの例について、風間氏のご説明のように、1番目は森林の例では、小さな水力発電による売電利益から毎年の収入を得る、まさに何か利益をあげるリターンがないと、信託によるビジネスは成立しない。先ほどのインフラの例でいくと、外部効果で周りの地域の経済

発展を促し、そこに新しいビジネスができ、所得税、法人税、固定資産税が増え、また、住宅地が拡大すれば消費が拡大し、消費税が増える。そういうリターンを増やしていくか、あるいは、森林の場合には、先ほど説明があったように小水力発電などによる売電による収入の確保が考えられる。小宮山宏元東京大学総長は小水力発電を進めている。小さな川があれば、モーターを設置して、小水力発電が可能となり、電力を売ることができる。ラオスでも、太陽光発電により小さな村でも電力が使えるようになっている。こういう小電力の発電は、森林以外でも、農業の小さな村などでも可能となっている。

2番目は放棄された耕作地である。これも先ほどの森林と似ているが、農家の娘や息子がその土地にいなくなり、放棄地になっている。放棄された休耕田を、規模拡大のために農地信託して、農地の使用権を周りの農家に与え、耕作放棄地も含めて農地を拡大し、既存の農家は、より効率化した農業を行い、農産物の販売を拡大することができる。森林についても、農地信託と同じように、放棄され

### 信託ビジネス : Returnが必要

1. 森林 + 小水力発電(売上げ利益)
2. 放棄耕作地 → 規模拡大 → 効率化、経費削減
3. 古民家 → 旅館に改修 → New Business
4. 経営者 → 引退 → 人材トラスト → 事業継続

た森林を、隣の森林業者が使用权を譲り受け、大規模な森林経営を行うという森林信託の活用である。

3番目、古民家を旅館に改修し、それを新しいビジネスにして収益があがるようにして、明るいまちにしていく。

4番目は人材、経営者、事業承継である。これもいろいろなやり方がある。そういう意味では、信託ビジネスにより事業は継続されるが、こうしたビジネスにより、収益があげられる工夫が、信託ビジネスとなるためには、不可欠である。

農地のようなケースでは、効率化により、経費削減、規模の拡大の達成が必要である。事業承継であれば、ビジネスを変えることにより収益率がより上げるような工夫が必要である。森林のケースであれば、小水力発電のような利益収入を考える、あるいは、インフラ事業のように外部効果の税の収入を考える。こういうものであれば、信託ビジネスに乗ってくる事例は、たくさんあると思う。

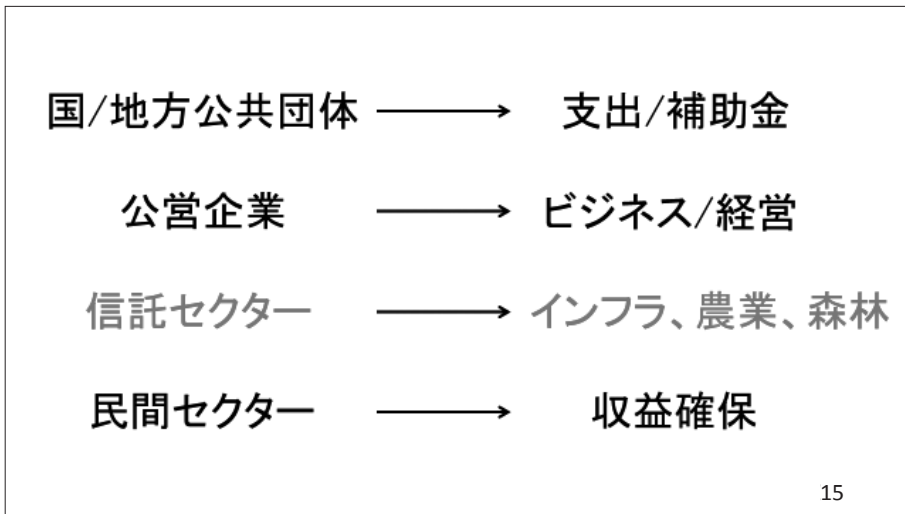
#### 4. まとめ

資料14頁をご覧ください。日本は、財政赤字の拡大により、官の資金でいろいろと政策を実行することが、できにくくなってくだろう。そうすると、地域でつくったものについて、インバウンド、アウトバウンドという形で出ていくしかない。デジタル化によるe-Commerceを活用し、スタートアップ企業の製品や、中小企業が作った畳、漁師の魚などが宣伝できれば、国内全国、さらには、海外にも売ることができる。

また、民間資金の活用としては、小規模なところではクラウドファンディング（ふるさ投資ファンド）を、中規模・大規模なところでは信託を活用する。さらに、インフラ事業では、外部効果として出てきた税収を国・地方と事業主体・民間投資家が折半することにより収益率を上げていく。こういうことにより、民間の資金をもっと入れ、官に頼らずにやっていくことが必要ではないかと思う。

資料15頁をご覧ください。本日の全体のまとめであるが、国や地方の財政がやるこ



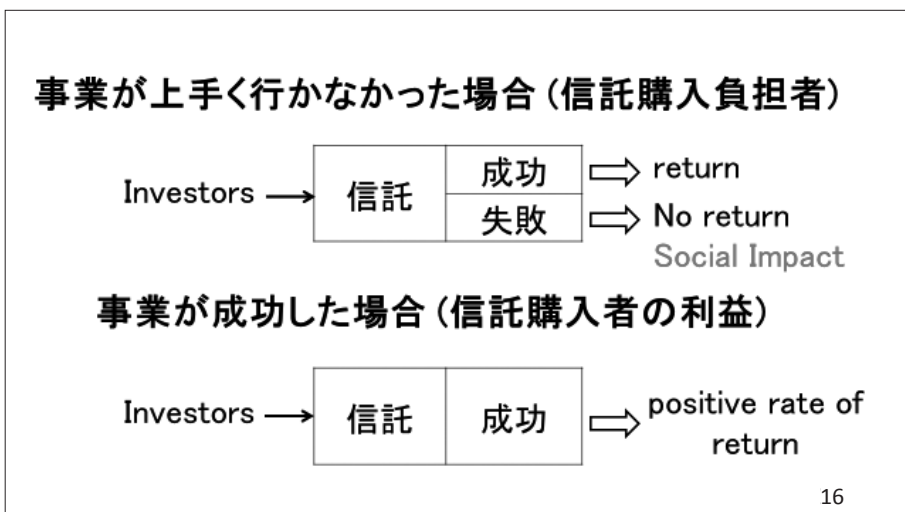


とは支出と補助金になる。民間セクターがやることは収益確保である。公営企業ではビジネスをやりながら経営している。公営企業と民間セクターの間に信託のビジネスが位置し、それによって、国、公営企業、民間セクターと信託がうまくかみ合う形になると思う。

資料16頁をご覧ください。信託を活用したときに、事業が上手く行った場合と、失敗した場合、あるいは、リターンを完全に得

られない場合も出てくると思う。

事業が上手く行かなかった場合には、上手く行った部分のリターンは返ってくるが、失敗した場合あるいは収益率が低い場合には、収益ゼロの部分もある。この部分を社会的貢献、それも寄付のつもりで見ただけなのであれば、信託については、リターンがある部分と、あるいはうまくいなくても社会的貢献があるという形で、投資家からお金を集めることができるのではないかと思う。もち



ろん一番の理想は、信託として運用した事業/プロジェクトが成功して、プラスの収益が返ってきて、事業が上手く行くということである。

このように、信託の役割は、「官」と、完全な「民」の間を結ぶための有効な手段であり、中堅・大規模のところをやっていただければ、日本の地域の活性化に十分に貢献していただけたと思う。

資料の説明は以上であるが、少し補足させていただくと、アジア開銀（ADB）にいたときに感じたのは、いまアジア諸国では、信託という概念がない。ほとんどが銀行の預金で、もう一つは極端に言うと株式市場である。ちょうど中間のような信託の機能がない。もちろん信託はヨーロッパから始まり、ヨーロッパでは非常に発展しているのだが、何とかこういうものをアジアに持っていければ、アジアの国々でもいろいろな事業をこれから手がけることができるようになると思う。日本の信託銀行に、アジアにノウハウを持っていただきたい。日本で今まで、信託ビジ

ネスでは、いろいろと実験しているわけであり、今回の森林もまさにその実験の一つである。

もう一つ私が考えていたのは、漁船の信託である。現在、日本には、大きな船を持っている会社と、荷物を運ぶ非常に小さな個人業主のような漁船があり、小さな漁船のところはだんだんと高齢化している。本当は両方がないと、海の交通は上手くできないと思う。そうであれば、漁船の信託も同じようにできるわけである。

いろいろなことを実験していただき、資料16頁のように、失敗した場合には社会的貢献であると、ある程度、投資家の方に考えていただけるようになってくれば、信託を一つの金融商品、まさにアセットクラスの一つとして考えられる。もちろん資料16頁の下のように全部成功すれば良いのだが、アセットクラスとして考えて、寄付とリターンの部分と、それからリターンを得られるものというように、いろいろな商品をつくっていただければ良いと思う。

(よしの・なおゆき)

## 【質疑応答】

(安田洋祐氏)

非常に面白い事例と、体系立った形で信託がどういうときに上手く行くかを整理していただき、感謝する。

リターンを生み出すうえでは、多くの挙げられた事例の中で言うと、規模の経済がある程度働くことになる。そして、私がコメントを担当した森林信託に関して言うと、森林を保全する、林業を促進する中で出てきたセンサー技術が結果的に水資源の把握につながり、水力発電が上手く行く。これはたぶん範囲の経済である。つい教科書的な話をしてしまうが、規模の経済や範囲の経済が起こりやすいものに信託は向いているのではないか。そこでリターンをより上げやすくなっているというのがコメントの一つ目である。

もう一つは、外部効果をいかに内部化するかということである。鉄道的事例が挙がっていたが、これは一般性の高いサジェスションになっているのではないかと思う。どういうことかということ、今はやりのマルチステークホルダー型の経営やビジネスをイメージしてみると、従来、ステークホルダーはたくさんいるが、彼らの受けている利益、場合によっては機会損失のようなものは、なかなか見える化されていない。それが見える化して、ある意味分配をきちんとあらかじめ決めておく。そうすることにより、分配がなかった場合には行われなかった生産的なプロジェクトが行われるようになる。少し強引なこじつけかもしれないが、当初岸田内閣で「分配から成長」を掲げており、成長してから分配だろうと突っ込まれてトーンダウンしたが、分配をきちんとする、分配することにコミットし

ておくことで成長を促せるという、ある種の成長戦略が描けるのかもしれないと、本日の吉野先生の話聞いていて雑感として思った。

(回答) 吉野直行氏

先ほどのインフラのところは、いま JICA が海外で使おうとしている。

安田先生、良いコメントに感謝する。

(若杉敬明氏)

信託と言えば株式などの投資信託もあるが、それも規模の経済を利用している。あとは、金融資産ではなく実物資産に投資する知恵と勇気があれば、いくらでも可能性はあると思う。

(質問)

事業が上手く行かなかった時の成功と失敗の話は非常に参考になった。証券化信託における優先劣後構造では、主にオリジネータが「劣後＝失敗」の部分を負い、「優先受益権＝成功」の投資家を広く募る、という概念であったが、逆に、「劣後＝失敗」の部分を寄付ととらえ、広く募る仕組み、というのは有効といえるのだろうか。

(回答) 吉野直行氏

信託でやったときに、成功した部分と、うまく収益を得られなかった部分がある。失敗した部分を社会的貢献として考えていただければ、信託ももう少し幅広く、上手く行かない部分があってもできるのではないかというのが私の考えである。

例えば、信託商品をつくるときに、10万円を投資する人たちには、「この商品は7～12

万円ぐらいの範囲でリターンがあるが、7万円になったとしても3万円の部分は社会的貢献である」と考えていただき、これに投資してほしい。本当に成功すれば12万円になる形なので、最初から社会的貢献の度合いを最も大きなリスクの部分だけと考え、そういう商品をつくれれば、おそらくいろいろな人が投資する。

今の投資信託では、損をするとみんなが文句を言う。ところが、その部分を社会的貢献と考えてほしいという形にすれば、これまでのような文句は出ない。むしろ、信託銀行がこ

ういう形でやることで、例えば森林でも、上手く行かなかったとしてもCO<sub>2</sub>を減らしているので、それにより環境は改善されている。つまり、3万円の損はしたが、それは外部効果としてすごく貢献している。農業でも、上手く行かなかったときには、農地を確保することにより、食料の安全保障として、何か災害が起こったときに国内でつくればそれで良いということになる。こういう形で商品をつくっていただければ、幅広く受け入れられるのではないかというのが質問を受けての回答である。