

財投制度改革と「市場原理」による 規律づけの問題（2・完）

田 中 信 孝

目 次

- I. はじめに
- II. 2001 年度財投制度改革の経緯と特徴
 - 1. 改革論議
 - (1) 行政改革会議
 - (2) 自民党行政改革推進本部
 - (3) 資金運用審議会
 - (4) 年金自主運用検討会
 - (5) 郵貯・簡保資金運用研究会
 - (6) 郵政三事業の在り方について考える懇談会
 - 2. 財政投融資制度の改革関連法の成立
 - (1) 中央省庁等改革基本法
 - (2) 財政投融資制度の「入口」
 - (3) 財政投融資制度の「中間」
 - (4) 日本郵政公社法
 - 3. 2001 年度財政投融資制度改革の特徴
 - (1) 1973 年度の改革とその後の運営
 - (2) 消費税増税と特殊法人等の改革問題
 - (3) 橋本内閣の行政改革と「日本版ビッグバン」
- III. 財政投融資改革の意義と問題点
 - 1. 預託制度の廃止
 - (1) 財投の「肥大化」と預託制度
 - (2) リスクの時間分散機能
 - (3) 規模の経済性
 - (4) 預託金利設定のあり方
 - 2. 郵便貯金資金と年金積立金のリスク構造の変化
 - (1) 郵便貯金資金
 - (2) 年金積立金 (以上、第 27 号に掲載)
 - 3. 財政融資資金と「財投債」
 - (1) 資金調達手段としての財投債
 - (2) 財政融資資金の収益構造
 - (3) 財投債は「例外的」になるか
 - 4. 特殊法人改革と財投機関債
 - (1) 改革の手法

- (2) 財投機関債の効果
- (3) 財投機関債による特殊法人への規律づけ
- (4) 財投出口機関の政策効果と政策コスト分析

IV. 小 括

3. 財政融資資金と「財投債」

(1) 資金調達手段としての財投債

「財政融資資金特別会計」は、第二の国債ともいべき公債（財投債）を発行する。毎年度、特別会計予算総則において国会の議決を経ることを条件に、必要な範囲で発行を行う。その発行額は、財投機関から財政融資資金に戻ってくる貸付償還金と、郵貯・年金へ返却される預託償還金との差額を賄う分（継続分）と、新たに財投融資資金を賄う新規分の合計額ということになる。また、一時借入金、短期融通証券も発行できる。

財政融資資金特別会計は、特別会計の余裕金、その他の資金の預託金を除けば、公債を発行して能動的に自分で資金を調達することになる。これまでの資金運用部資金の預託金は、あくまで財政投融資から見れば受け身的な性格をもった資金であり、政府がその量を自らコントロールすることは不可能な資金であった。郵便貯金事業のように国民にあまねく貯蓄手段を提供したり、公的年金は高齢期における所得保障という社会保障政策を実施したりという、それぞれ固有の行政上の目的をもっている。その結果として、政府に有償性の資金（郵貯資金、年金積立金等）が形成されるので、その運用が財政投融資として行われるのである。財投資金を賄うために資金運用部資金の預託金があるわけではない。

新しい財投制度では、能動的に資金を調達する手段として、従来からある財投機関の発行する政府保証債・借入金のほかに、財投債と財投機関債が登場した。

主として収益性が低く個別に財投機関債を発行できないが政策的に真に必要な事業を行う機関の資金調達手段となる。そして、これまでの資金運用部資金の制度であれば、預託期間を前提にしたいろいろなALMを考えなければならないということであったが、制度改革によって、財政融資資金は基本的には、財投機関への資金運用の方の期間に合わせた財投債の発行を通じて、積極的にALMを行うこととなる。

財投債は財政投融資にとって必要な資金を能動的に調達し、財政融資資金は、国・地方公共団体及び特殊法人向け融資に充てられる。従って、財投債の発行にあたっては、各財投機関がどのような事業を、どのように行うのかがより明確に示されなければならない。そうした活動や経営の状況が明らかになって、各機関において必要な資金額も把握でき、そのための資金調達として「自己調達」のほか財投債の発行額等が決まってくる。財投債の発行額は議会の議決事項であるが、その根拠となる部分が十分説明されていることが必要である^{*3-13}。

従って、財政融資資金の財投債発行額（と同時その融資額）は次の関係式によって決まる。

^{*3-13} 財投債の国会議決の仕方には次のような批判がある。「今回の改革では国会の議決は、財政融資資金特別会計の財投債（国債）の発行額及び財政融資資金への支出と、特別会計予算総則の各機関への長期運用額のみであり、各財投対象機関の予算が国会の議決の対象となることはなかった。今回の改革では、各機関の予算の内容が明らかでないまま、財投債の額だけを議決しようとしている。財投債がいったいいくら必要であるかを明らかにし、各機関の予算を議決した上で、財投債の発行額を議決するのが物事の順序であろう。」山川 健「財政投融資制度の抜本改革」（『会計と監査』2001.7）

「財投機関等の資金必要額」-「財投機関の自己調達額」⇒「財投債の発行額」

ここでいう「財投機関の自己調達額」は、財投機関債や政府保証債の発行額ということになる。財投機関債等による資金需要では必要な資金需要を満たすことが困難な機関について

- ① その業務の民業補完のために実際に必要なものであること
- ② 将来の国民負担を推計した政策コスト分析を行うこと
- ③ 償還確実性等を精査して、当該法人等の業務そのものについてゼロベースからの徹底した見直しを行うこと。

その上で、真に政策的に必要と判断される場合は、財投債により調達した資金の貸付けを受け、ということである^{*3-14}。

財投機関債や政府保証債による資金調達が困難であったり、不利な条件を強いられる重要施策実施機関や超長期資金を必要とする事業等について、資金調達するために財投債が発行されるという位置づけになっているのである。

ここで注目すべきことは、財投債の発行の必要性に関する判断は、財務省を始めとする所管官庁に委ねられているということである。そうしたなかで、特殊法人など財投機関の見直しについては、これらを所管するそれぞれの省庁による個別の法律改正に委ねられているのが現実である。特殊法人等の整理・統合などの見直しが進まないと、従来通りこれらの機関に対する融資が継続され、財投債発行が一般会計の国債発行と並んで増大していきかねない。これは、財投債による資金調達が財投機関の投資プロジェクトの「市場評価」に結びつかないため、財投機関の経営効率面へのメリットに乏しいということから問題となるわけである。

また、一般会計の国債（建設国債）の場合は、財政法第4条に基づく発行総額の歯止めの制約を受けるが、財投債の場合は、発行額の上限を同じく予算で定められるとしても、政府の判断で財投債で調達した資金をどこへでも政府機関なら出せる上、建設国債の場合のような定量的な発行総額に対する制約がない。

さらにこれに加えて、財投機関も財投機関債を発行することになっているが、政策遂行上必要であると認められた機関が発行する財投機関債の発行条件は、相対的に高利となることが避けられない。そのために、それを補う政府出資や利子補給金が一般財政から支出されることになったり、当面国民の負担が少なく済む政府保証債の発行で代替するということになりかねない。

一方、財投債は、規模の経済を最大限に維持し、一括して資金調達するので重複事務を回避でき効率的である上、発行条件も有利な環境にある。わざわざ劣悪な発行条件で個々の機関が財投機関債を発行するより、財投債の発行の方が効率的であるということになる^{*3-15}。

ところで「財投債」が「第二の国債」ではないかという批判がある。

財投債は市場において信用力が国債と同様に評価される債券であり、発行限度額についても国会の議決を受け、国債発行計画に位置づけられ、その性格も国債とは違いがない。ただ、その発行により得られた資金がその償還のためのキャッシュフローを生む金融資産・貸付債権を形成することとなり、その償還も貸付先からの返済によって行われる。この点から、財務省は、郵便貯金と同様に返済のための資金が確保されているといった性格から、償還が租税によって行われる普通国債とは異なり、「第二の国債」というのは適当でないとしている（60年償還ルールに基づく

^{*3-14} 衆院・大蔵委会議録（2000.4.21）宮沢喜一蔵相答弁

^{*3-15} 内堀節夫「公的金融の役割」（『かんぽ資金』1999.12）

国債整理基金特別会計への定率繰入れや借換債の規定も適用されない。財政融資資金特別会計法第16条)。つまり、財投債は財投機関の資産を見合いに発行されるので、国の債務残高を実質的に増加させるものではなく、国連基準であるSNA(国民経済計算体系)上も、財政融資資金特別会計は「公的企業」に分類され、財投債は「一般政府」の債務には含まないとされている^{*3-16}。

このように、財投債は貸付債権を形成するものであり、その償還財源もその中で賄われるという「自償性」が強調されているわけであるが、それが直ちに発行額への歯止めとなるとは限らない。

市場から見れば、財投債は一般会計債(国債)と同じで、政府保証債も準国債と位置づけられ、市場の評価に晒されることにはならない。貸付先からの償還が不可能となるような場合には、結果的には租税により一般会計が負担することが留保されており、全く国債ではないというものあたらない。また、市場から見れば、財投債も国債も、最終的な債務者は政府であるという点では変わりはなく、信用上は同じ評価を受けるものといえる。そういう意味では、政府は、財政投融資を通じて、公的信用により強く裏付けられた公債によって積極的に資金調達を行う手段を持ったということになる。

要するに、新たな資金調達手段となった財投債が、郵便貯金・年金積立金の伸び鈍化を見越した単なる財投原資の確保手段にとどまるという側面をもっていることに注目しなければならない。

(2) 財政融資資金の収益構造

資金運用部資金は、郵貯等の「有利、確実な運用」を制度の第一の目的にしている。財投の必要な資金の受託ということより、国民の貯蓄の「有利な運用」という、およそ政府の負うべきでないリスクを伴う運用の義務を負っていた。このような義務から政府の融資部門を開放した。

国の信用力で市場から一括して発行することにより、国債と同一の金利となり、調達コストの削減が期待できる。これによって、「国債金利+0.2%程度」という非市場的な基準に縛られてきた財投金利を引き下げ、財投先の金利負担軽減も図ることができる。

財政融資資金の貸付金利は、調達金利が市場に連動すること(イールドカーブ方式)となることから、基本的には、貸付期間や償還形態に応じ、国債の市場金利(流通利回り)を基準として設定することとされている^{*3-17}。

原則として、10年利付き国債入札日の翌営業日(金利算出基準日)の国債の市中利回り(日本証券業協会の基準気配)をもとに設定する。原則として毎月改定し、金利算出基準日の翌営業日から5営業日後に公表することとされており、公表日の翌々営業日からその金利が適用されることとなる。

また、償還年限や据置期間により異なる償還形態によるキャッシュフローの違いを金利設定に反映させることとされている(期間別金利)。さらに、金利変動に対してもある程度柔軟に対応で

*3-16 財務省理財局『財政投融資リポート2002』(2002.8)

*3-17 新金利体系は、一律の金利から、短期の貸付金利は低く、長期の貸付金利は高くというように、いわゆるイールド・カーブの常識に合わせるように改められた。例えば、借手である国民生活金融公庫の収支にも影響を与え、20年間にわたって国から給付されてきた収支差補給金が、2003年度予算でゼロになった。財投借入が大部分が財投資金としても最も短い期間の5年ものであるので、順のイールド・カーブ下で、新金利体系は金利コストの低減に有効に働いた。逆にいえば、一律金利という旧体系のもとでは、国民生活金融公庫は相対的に不利な金利が強制されていたということになる。尾崎護「国民生活金融公庫 赤字脱却へのわが奮戦記」(『中央公論』2003.6)

きるよう、10年ごとの金利見直し制（金利変動方式）も選択可能とされている。

イールドカーブ方式とした場合、貸付期間を通じて金利が固定されることになることから、10年変動金利方式より金利リスクは高くなる。

一方、財政融資資金は10年もの財投債による資金調達为中心となるので、10年変動金利方式は、貸手サイドからすると金利リスクの影響は受けにくい方法といえる反面、借手サイドからすると、借入時点では償還終了時までの利払い総額が不確定となるため、金利変動を見込んだ債務管理を行う必要が生ずる。

貸付期間に応じて利率を設定し、償還終了までその利率を適用する「固定金利方式」(A)

10年ごとにその時点での市場流通金利に合わせて金利を見直す「利率見直し方式」(B)

この二つの方式のうちどちらかを、政府資金の貸付けを受ける側が選択する。

金利選択のルールは、(A)から(B)への変更は毎年度可能である。いったん(B)を選択した場合は、3年経過しないと(A)への変更はできないようにした。

これは、財政融資資金の貸付原資状況から、期間はほぼ10年ほどの貸付が望ましいということを示すものである。10年を超える貸付の場合にあっても金利リスクを軽減するためには、10年ごとの利率見直し方式が望ましいと考えられている。

2001年度に発行された43兆8,000億円の財投債の年限は、2年(12.2兆円)・5年(14.7兆円)・10年(14.5兆円)・20年(2.0兆円)・30年(0.3兆円)があり、5年債と10年債が中心で、平均年限は従来の預託とほぼ同様の約7年となっている。財政融資資金は、能動的に負債サイドの財投債を調整しながら発行することでALMを行うということが大きな特徴であるが、財投債の現在の年限が、その結果として定まっているのか不明である。

それは、① 財投債を含め国債もマーケットのニーズを踏まえた形で発行せざるをえないこと、② 国債全体の発行計画の中で財投債も位置づけられると考えられるから、財投債が優先的に長期の発行年限を定めると一般会計の国債の平均年限が短くなってしまうこと（既に、一般会計の国債との比較では、財投債の方が期限が長くなっている）、③ 財投機関債の発行を今後増加させるということであれば、財投債と合わせた全体の運用とのマッチを考えなければならないこと、④ 国債については、金利スワップでデッドマネジメントができるようになったが、財投債にはそのような制度が導入されていないことといった事情から、財政融資資金単独で負債サイドからのALMが必ずしも十分に行える環境にはないことにも注意しなければならない。

ともかく、資金を平均7年で調達するのに比べて、運用期間はほぼ17年とそれより長い。運用資金のALMという観点でみれば、高金利時に融資しているものからの運用収益が多く、その割には資金調達コストが非常に低いという現在の局面では、利鞘は稼げる。実際、財政融資資金特別会計の利益は、2001年度に5兆4,022億円（全年度末未収修正益及び前年度未払修正損を除けば2兆9,177億円）、2002年度に3兆957億円となっている。運用難を背景に下がり続ける長期金利も今はほぼ底に近い水準に達している。長期金利が反転上昇し始めると、逆の現象が起き悪循環になる危険性を持つ。低い金利で長期運用しているのに、新たに調達する金利がそれより高くなるため、逆鞘になるからである。そのときが最も財政融資資金のALMのあり方が問われる時期でもあるかもしれない。

(3) 財投債は「例外的」になるか

財投債の発行については、郵貯・年金の資金運用部への預託廃止に関わるものと、財投出口機関が自力で財投機関債によって資金調達するようになるまでのもの、という二つの性格をもった

経過措置的な性格が含まれている。

郵貯・年金の資金運用部への預託廃止にあたっては、①資金運用部の既往の貸付けの継続に係る資金繰り、②市場に与える影響に配慮して所要の措置を講ずる、などの経過措置がとられることになった*3-18。

預託残高が解消するのに10年、既往の貸付残高が解消するのに35年かかるとしている。つまり「財投債」の市場調達のみによって「財政融資資金特別会計」が運営されるようになるまでほぼ35年間かかるということである。

郵貯資金・年金積立金は自主運用となるが、今までの郵貯等の預託金分についてはほぼ7年で返済されるが、財政融資資金から特殊法人等に貸し付けられているものは長いもので35年ほどのものもある。従って、そのギャップは、しばらくの財投債の引受けを行うこととならざるをえないということである。つまり、預託金の返済後も財政融資資金からの融資を継続できるよう、財政融資資金特別会計の資金繰りのために、郵貯・年金積立金が財投債を直接引き受けることとなる*3-19。

郵貯は、資産が経過措置つきで自主運用になったものの、負債の方は従来と同じ政府の債務(保証)で規模は変わっていない。財投債の市中消化分が政府全体から見ると、オフバランスシートで見て債務増加となる。それに伴うリスクが増えたといえることができる。

いいかえれば、財投債が、全額市中消化されるなら財政規律の回復もある程度期待できる。しかし、図表3-7に示したように、2001年度における財投債の発行額43.8兆円のうち約76%に相当する33.3兆円が経過措置分としての直接引受け消化となっている。同図表でも確認できるように、その後も、財投債の直接引受け消化の割合は70%台で推移している。

2001年度中に郵貯・年金積立金等の預託金の約55.6兆円が償還されているが、この償還金のうち約6割(33.3兆円)が財投債の引受けとなっていることになる。この財投債の直接引受けの分は、いわば財投債による預託金の満期借換えに相当する。

2001年度における財投計画での財政融資資金の資金運用額は約18.7兆円であるから、財投債の市中消化額(10.5兆円)を超過している。この超過分が、郵貯・年金積立金等が市場に「配慮」した部分に相当する。市場に与える影響に配慮する観点から、財投債の発行により市中の国債発行額が急増しないようにするために、郵貯・年金積立金が、この財投債を直接引き受けているのである(図表3-8参照)。

財投債の直接引受けの部分は、従来の「郵貯・年金の資金運用部資金への預託→資金運用部資

*3-18 預託義務廃止を含む財投制度の改革に伴う経過措置の内容は、次の通りである。

1. 2001年度以降の7年間における措置

① 郵便貯金資金において、年金資金とともに、資金運用部の既往の貸付けを継続するために必要な財投債の引受けを行う。

② 財投債の市中発行額は、当初、とくに市場に与える影響に配慮するため、上記①の他に発行する新規財投債については、郵便貯金資金において、年金資金とともに、概ね、2分の1程度について引受けをし、漸次、その割合を低下させる。

③ 簡易生命保険積立金についても、財政融資計画の中で簡易生命保険積立金がこれまで果たしてきた役割を踏まえ、相応の財投債を引き受ける。

2. 各年度の具体的な引受額は、市場の情勢や郵便貯金資金、簡易生命保険積立金、年金資金及び財政投融資事情等を踏まえ調整する。

*3-19 国会の法案審議でも、「7年後、その経過後は、その時点で、市場の動向だとかあるいは財政投融資及び郵便貯金資金等の変化を踏まえつつ、必要であればさらに検討されることになる。」との政府の考え方が示されている。衆院・通信委員会議録(2000.5.10)前田 正 郵政事務次官答弁

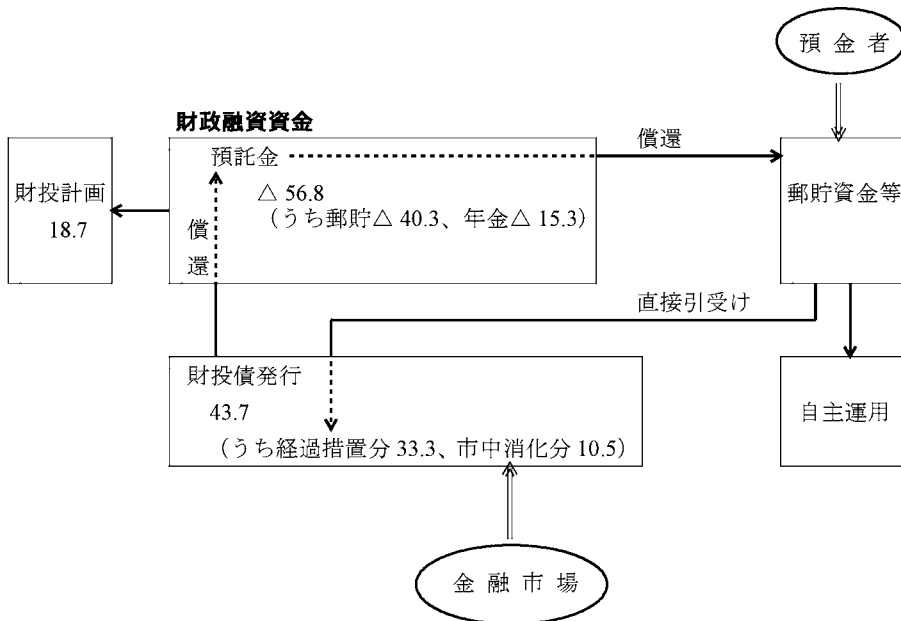
図表 3-7 財投債の発行状況

(単位：億円)

	2001 年度	2002 年度	2003 年度	2004 年度
財投債合計	437,605	318,038	300,100	413,000
市中消化分	104,820 (24.0)	84,507 (26.6)	114,600 (38.2)	117,000 (28.3)
経過措置分	332,785 (76.0)	233,532 (73.4)	185,500 (61.8)	296,000 (71.7)
郵便貯金資金等	178,349	135,691	99,600	197,000
年金資金	118,599	66,889	56,500	75,000
簡易生命保険資金	35,837	30,952	29,400	24,000

- (注) 1. 2001・2002 年度は実績で額面ベース。2003・2004 年度は当初計画で、収入金ベース。
 2. () 内は、構成比で、%。
 3. 2001 年度以降 7 年間は、資金運用部時代の財政融資預託金が残っていることから、経過措置として財投債を引き受けることとしている。
 4. 財務省理財局『財政投融资リポート 2003』、その他により作成。

図表 3-8 財政融資資金の財投原資調達概念図
(数値は 2001 年度実績フローベース、兆円)



金→財投機関」が「郵貯・年金の財投債直接引受け→財政融資資金→財投機関」に資金ルートがかわるだけに過ぎず、財投全体のスリム化にはつながらない。つまり、年々預託金の償還金が財政融資資金から郵貯資金等に戻され、郵貯資金等はそれで財投債の引受けを続ける。資金の流れは改革前とほとんど変わらない。郵貯資金・年金資金とも、概ね、2分の1程度について引受けをし、「漸次、その割合を低下させる」としているが、引下げのプロセスが具体的に示されていない。これが経過措置の期間にとどまる現象であるのか見極めなければならない。

また、将来的には、財投出口機関が自力で財投機関債・政保債によって資金調達し（自力で調達できない法人は廃止する）、財投債の発行は極めて限定的なものというように位置づけられている。

即ち、財投機関は自らの仕事のディスクロージャーを行い、採算性をはっきりさせて、自前で資金を調達するのが基本とされている。それは、「仕事は大事だが自力では金ができないというところは例外的には財投債の方から、…それを援助することもあり得る。しかし、基本的には自前でやってもらいたい。」（参院・予算委2000.3.7）との宮沢喜一蔵相（当時）の発言でも明らかである。

しかし、特殊法人等財投機関にとって、独自の財投機関債を発行するインセンティブが乏しいという問題がある。① 財投機関債の発行には、ディスクロージャーの必要があり格付けについても不安である、② 財投債の資金の方が安上がりである^{*3-20}、③ 財務省が財投資金配分権限を手放すことへの抵抗もある。

また政府保証の付かない「財投機関債」では、市場発行が困難となる特殊法人等も、審査が甘くなると安易に「財投債」の融資に依存するようになってくることもある。財投債といういわば「逃げ道」を周到に用意したことが、財投機関債の導入による改革効果を阻害してしまうのである。

財投債は、財投機関債・政府保証債との比較では、安上がりに発行できるが、その比重が高ければ、財投機関が、財投機関債の発行を通じて市場からの評価を受けるという機会をそれだけ損ねてしまうという関係にある。

これについて国会審議の中で、大蔵省は「財投機関債」発行を最優先に、財政投融資対象機関とギリギリ交渉するとの答弁にとどまっている（衆院・大蔵委員会、2000.4.19）。そして、特殊法人存続のための政治的な介入が排除できる保証はない。

財務省による財投資金の配分、運営権限は保たれ、預託者の事業運営に対する配慮規定（国債の金利への上乗せ）は廃止されたものの、これまでの国債金利連動の預託金制度とほぼ同じシステムが維持される。

財政融資資金は、財投の事業に必要とされる資金のみが、公債の発行によって市場から調達されるようになるが、財政投融資を財務省が各財投出口機関に配分するという点はこれまでと変わっていない。財務省の財政融資資金特別会計が財投債を発行し、一括して集めた資金を、各種特殊法人等に配分する方法であり、事実上、従来の資金運用部を通じた資金配分のシステムと変

^{*3-20} 河村小百合「正念場を迎える財政投融資改革」（『Japan Research Review』2000.7）

財政融資資金の貸付金利を「財投債の金利+ α 」として、プレミアムを上乗せする枠組みをつくるべきであると提言している。財投債の金利に適用する国債金利への上乗せ（ α ）に段階を設け、市場によって最も高い評価を受けている機関の財投機関債の金利の国債金利との間のスプレッド（ β ）を上回るように（ $=\alpha>\beta$ ）設定し、財投機関債を発行する方が低利で資金を調達できるようにし向けるべきであると述べている。

図表 3-9 財投債と財投機関債の性格と課題

	財投債	財投機関債
発行主体	財政融資特別会計（一括発行）	各財投機関
債券の性格	政府保証あり（一種の国債）	政府保証なし（社債）
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ① 政策的な必要性に応じた資源配分が可能であり、政策目的の達成が可能。 ② これまでの制度より調達コストが低下しやすい。 ③ 入口部分の改革が容易。 	<ul style="list-style-type: none"> ① 特殊法人の財務内容に対する市場の評価を受けさせることで、効率性の悪い機関を浮かび上がらせることができる。 ② 市場からディスクロージャーを求められ、財投機関の効率化へのインセンティブが大きい。 ③ 非効率的な特殊法人の淘汰や機関の運営効率化が実現し、租税負担の軽減が可能。 ④ 出口部分の改革が容易。
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ① 特殊法人の財務に対する市場の評価を受けないことから、財投機関の効率化の効果が小さい。 ② 財投債の発行が安易になれば、肥大化した財政融資の改革につながるか疑わしい。 ③ 租税負担の軽減が困難。 	<ul style="list-style-type: none"> ① 政策として不可欠な事業が、市場の評価が低いために資金調達コストが上昇すれば、十分な資金調達ができず、政策目的が達成されないおそれが生ずる。 ② 信用力・流動性や発行量から、調達コストが上昇する懸念がある。 ③ 市場の評価を上げるために、収益指向が強くなり、従来より民業圧迫の恐れが強くなる。 ④ 政府が背後にいることから、実質的には政府保証があると判断され、機関の肥大化や財政規律の喪失をもたらす可能性がある。
課題	<ul style="list-style-type: none"> ① 政策コストを含む財務情報の一層の開示。 ② 政策目標の再検討。 ③ 財投債を含む国債の円滑な消化のための国債管理政策の検討。 	<ul style="list-style-type: none"> ① 政策コストを含む財務情報の一層の開示。 ② 具体的な発行機関。 ③ 資金確保の可能性。 ④ 破綻処理スキームの整備。

（注） 資金運用審議会懇談会資料，さくら銀行『経済情報』（2000.4）等により作成。

わらない。資金運用部が廃止されたが、衣替えしただけでなく、能動的に調達可能な「財政融資資金」が設置され、それを財務省理財局が統合・管理していくことになる*3-21。

財投機関債との比較では、信用度・流動性等を考慮すれば資金調達コストは最小化でき、また、財政融資資金でも政府内部からの短期預託金を受け入れるのであれば、財投債金利よりも低金利で財投機関に資金供給が可能である。財投債は債券消化を通して財投の調達資金の多様化を図りつつ、政府資金の統合管理の要請（政策の必要性に応じた資金配分を行うことで「市場の失敗」を是正することが可能となるという点も含めて）との妥協の産物であるといえるが、本来の財投改革の目的に叶うものになるのか疑問である（図表 3-9 参照）。

財投債は、ともかく「財投機関債」と同様、新たな財投資金の調達手段として登場した。郵便貯金等の入口を閉ざしても、別の入口から資金（とくに「財投債」の発行）を持ってくるのであれば財投制度の効率化や特殊法人の改革にどれだけ役立つのか疑わしい*3-22。

*3-21 塩田 潮は、「財務省は、預託廃止で重荷を下ろす一方で、特殊法人などへの資金配分という権限はしっかり握り続ける。『画期的な大改革』と自賛しながら、財投温存を図ったのである。」と述べている。塩田 潮『郵政最終戦争』（東洋経済新報社 2002.8） P.145

*3-22 もっとも、財投債を継続的に増発して資金調達を増やせるかどうかという問題もある。国債大量発行時代の財投債の増発は長期金利を押し上げかねないからである。中央銀行の金融政策の姿勢にもよるが、市場からの制約は、国債と同様に存在する。

4. 特殊法人改革と財投機関債

(1) 改革の手法

ところで、この制度改革の背景としては、第一に、「無駄使いの多い」特殊法人等の行政改革からんだ財政再建の問題、第二に、日本版ビッグバンを阻害する要因の排除、などがあげられ、その基本的な手法では、財投の入口・中間・出口を分断し、それぞれの局面で「市場規律を強化する」ことに特徴がある*3-23。これらのことが、財投原資に関わって郵政事業の経営形態の見直し問題（郵便貯金の民営化）や全額自主運用制度の導入の議論に結びつけられた。

この手法の特徴は、財投制度から見ると出口ともいうべき特殊法人の見直しや行政「肥大化」に歯止めをかけるために、その資金源から見直そうとするアプローチにあるといえる。

郵貯・簡保・年金資金が自動的に資金運用部資金に入ってこなくなった限りにおいて、「財政融資資金」の財政規律が高まり、「財政融資資金」のスリム化や財政投融資対象機関の整理・統合につながる可能性も考えられる。これからの「財政融資資金」は、国庫余裕金、政府特別会計の積立金などの預託金、「財政融資資金特別会計」の積立金・余裕金などをもとに、特殊法人、地方公共団体など財政投融資対象機関に融資していくことになり、その資金規模は従来と比べて縮小する可能性もあるからである。

本来は、財投機関が行っている政策の検証は、その政策の必要性についての判断にかかっているわけであるから、政治の過程で国民生活的な観点から見たプライオリティーにしたがって判断されなければならないものである。しかし、選ばれたアプローチは、「資金が豊富にあるから出口の無駄が多くなる」として、財投システムにおける巨額な資金の流れを変えなければならないというものであった。

財投計画（出口）の伸びと原資（入口）の伸びとの間には、必ずしも直接的な関係はない。むしろこれまでの財投の入口・中間・出口が、中間の政府資金の一元管理で、資金調達と運用が切り離されていたとあってよい。そのなかで、自ら資金調達をしない特殊法人の「肥大化」が生じたということである。

郵便貯金が豊富であったため、効率化インセンティブを弱めた特殊法人等の財投機関が安易に資金を要求し、資金運用部の審査が甘くなることがあるとすれば、それは政府資金の資金配分の在り方の問題すなわち財投計画の編成の問題であって、財投原資の多寡とは本来関係ないはずである。

財投機関の事業が政策として国民が求め、その結果として政府資金の原資に不足が生ずるのであれば、資金運用部の保有する国債等の売却や政府保証債の発行等による民間資金で補完されるものである。逆に、政府資金の原資に余剰が発生すれば、前掲の図表3-1（『八戸大学紀要』第27号24ページ）に示したように、日銀からの国債購入、あるいは直接市場での国債の現先買い操作等で、資金運用部資金のポートフォリオが短期運用にシフトするだけである。もちろん、計画で資金配分を受け、財投機関の段階で生じた資金余剰は「運用残」（2000年度までは「不要額」と呼ばれていた）として処理される。政府資金の預託制度が財政規律をゆるめ、その結果として出口の規模の肥大化を招いたり、逆に（出口の財投に資金が回らず）民間金融市場の逼迫等の歪みを

*3-23 例えば、今回の財投改革の意義を、「日本経済はもはや、長期資金を確保するための政府の仲介機能を必要としない。市場での評価を活用して効率的な長期投資を選択していくべき、という方向性が打ち出された」ことにあるとし、またその背景には、「政府が手厚く保証してきたために、かえって市場を歪めたり、財政の規律を損なっているのではないかと認識がある。」とする見方がある。跡田直澄編著『財政投融資制度改革と公債市場』（税務経理協会 2003.12）P. 161

もたらすとは必ずしもいえないのである。

(2) 財投機関債の効果

1) 資金調達が多様化

財投機関債は、財投計画外の「自己資金」扱いで、各機関の判断で発行するか否かはを決めることになる。従って、財政融資資金にかえて財投機関債を発行すれば、財投計画規模の減少要因となる。

そして、財投機関債にメリットを認めるとすれば、資金調達の多様化にあるとされている。3年間の資金調達をしたくとも、政府保証債では5年とされているから、償還期限を勝手にかえることができない。財投機関債で機動的な ALM の構築に役立つということである^{*3-24}。

2) 調達コストの上昇

財投債には暗黙の政府保証があっても、発行量が財投債と比べて圧倒的に違うので、流通しやすい財投債の金利が低くなり、財投機関債の金利は発行量に逆相関すると予想される。財投機関債はそうなると、財投債に比較して調達コストが単に上がるだけという結果に終わりがねないという指摘もある^{*3-25}。

3) 資産担保型の債券による証券化

また、財投機関債を、発行機関本体の信用力に基づくコーポレート型の債券と特定の貸付や債権等を裏付けとする資産担保型の債券の二つのタイプに分けて、後者の機能のメリットが指摘されている。

前者のタイプは、国債に近い役割を果たすもので、政府債務残高の多い日本では、財投債の発行も含め、国債市場の需給を悪化させてしまう。それに対し、後者の場合は、資産担保証券の市場全体を育成する上で原動力になるものと期待されている。証券化の過程で、公的機関による信用補完が行われる点が投資家側に大きなメリットとなり、日本で進めば、銀行システムに代替する金融仲介チャンネルとしての本格的な資産担保証券市場が育つ契機となるとして、その可能性が注目されている。

国内貯蓄を、財投制度を通すことなく、民間金融機関の行う地域性の高い貸出しにより円滑に振り向けることができ、金融システム全体としてとらえた場合、民間の金融仲介機能や資本市場の機能を活性化させる上でプラスとなる。その分財政コストも縮小するということが強調されている^{*3-26}

前者のタイプの財投機関債は組織全体を対象としているので広い範囲のディスクロージャーが求められ、一般事業法人の無担保社債に相当するが、細部にわたるディスクロージャーが進まないと大量発行には限界がある。それに対し、事業範囲を限定した資産担保型の債券は、対象事業資産に関し、その内容・採算についてもディスクローズしやすく、市場価格の設定も容易で、小口化による投資家分散が可能であるといわれている。

優良事業の証券化を推進すれば、財投機関債は劣化するので、両者は相反する関係にある。証券化を推進した先には、特殊法人の廃止・民営化が待っているということである^{*3-27}。

*3-24 尾崎 護「財投改革は黒字化への好機」(『金融ビジネス』2001.7)

*3-25 小西砂千夫『特殊法人改革の誤解』(東洋経済新報社 2002.8) P. 76-77

*3-26 河村小百合「特集 郵便貯金は国民の味方か」(『エコノミスト』2001.4.24)

同「中小企業向け政府系金融機関の改革の方向」(『金融財政事情』2001.8.6)

*3-27 田邊敏憲「貸出債権、事業資産の証券化により公的間接金融の効率化を」(『金融財政事情』2001.8.

(3) 財投機関債による特殊法人への規律づけ

1) 財投機関債の役割

財投債や財投機関債という新たな資金調達手段を導入することで、これまで「集められた資金を直接民間金融市場に供給される仕組みではなく、郵便貯金や年金の規模が拡大すると、ほぼ自動的に各種特殊法人への資金供給も増える構造になっていた。…各特殊法人は、事業の経済効率性や社会的必要性に関係なく資金を調達することができた」(この認識についての問題点はすでに上で述べた)が、財投制度の改革によって、財投本来の「民業補完」機能を果たすために必要とされる資金だけを、自律的に調達する仕組みを構築されたとされている。

1997年11月の資金運用審議会懇談会とりまとめの「財政投融资の抜本的改革について」では、財投機関債の果たすべき基本的役割について、次のように述べている。

「特殊法人等の様々な事業に対し、本来行われるべきである民主主義のプロセスによる厳しいチェックを期待することは現実にはなかなか困難であるので、特殊法人等に財投機関債を発行させ、その財務に対する市場の評価を受けさせることにより、効率性の悪い機関を浮かび上げさせ、特殊法人等の運営効率化へのインセンティブを与え、さらに非効率的な機関の淘汰を図り、特殊法人等の改革を実現する。」と、財投機関債の発行により、特殊法人の規律づけ機能を強化することが期待されているわけである。

特殊法人等が債券を発行して資金を調達することにすれば、市場の評価によって淘汰ができ、さらに資金調達源になっている旧大蔵省の権力も奪われてしまう。その意味では、財投機関債という新たな資金調達手段の導入は、2001年度財投改革の柱になっているものである。そうしたなかで、「財投機関債と財投債のどちらに重点を置いて考えるかの差は大きなものがあるが、いずれにしても、その一方だけで対応すべきであるという見解は少なくなり、財投機関債と財投債の両者を併用すべきであるということには大方の一致をみた。」(「資金運用審議会懇談会とりまとめ」)として、財投債との併用という妥協策がとられたのである。

そして、資金運用審議会懇談会も指摘するように、「本来行われるべきである民主主義のプロセスによる厳しいチェックを期待することは現実にはなかなか困難である」ことから、それに代えて財投機関債の発行による市場からの規律づけが主張されている。いわば「政治不信」が根底となって財投機関債の発行が位置づけられていることに注目しなければならない。

特殊法人等について、財投機関債の公募発行により市場の評価に晒すことで、運営効率化へのインセンティブを高めることをねらいとするものである。具体的な発行規模については、まず財投機関において検討が行われ、各年度の財投計画編成の過程で判断されることとなるが、実際に財投機関債がどのような条件でどの程度発行されるかは、最終的には市場において決定されることになる。財投機関債の発行については、住宅金融公庫法などそれぞれの省庁が所管する財投対象機関を規定する個別の法律改正によって定めることになる。

政府保証債については、財政規律の確保等の観点から、直ちに政府保証なしで財投機関債を発行することが困難な機関等について、個別の審査を経た上で限定的に認めることとされている。

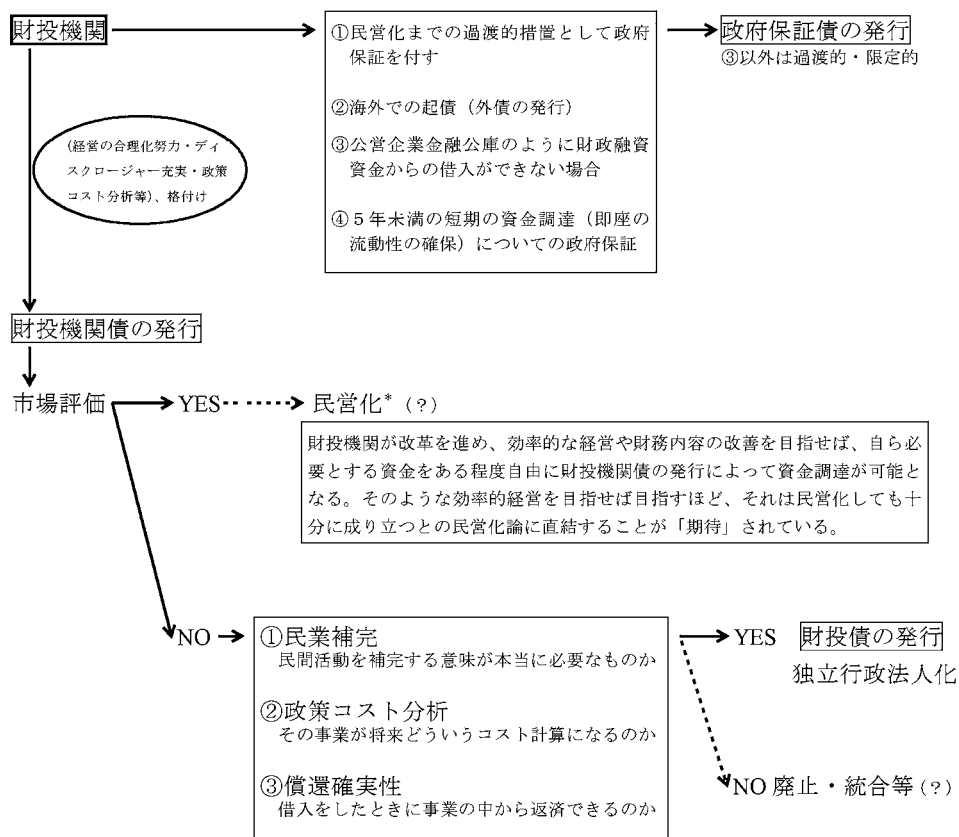
具体的には、① 民営化が予定されている機関については、民営化が完了するまでの間経過的に政府保証を付する、② 外貨貸付をしている機関が政府保証が付された外債により補完的に資金調達をする場合、③ 公営企業金融公庫のように、制度上、財政融資資金の借入ができない仕組みとなっているが、資金調達に政府の信用供与が必要とされ、市場で効率的に資金調達を行える場合、④ 適正な資産・負債管理(ALM)を行うために財政融資の補完として短期の資金調達等を行

わざるをえない場合、などが想定される。

事業の経済効率性や社会的な必要性に関する情報を投資家に十分開示しなければ、債券市場からの資金調達ができなくなる。政府保証がつかない「財投機関債」の市場発行は困難となり、結果として財投対象機関は整理・統合が進むというシナリオが描かれている。財投機関債で民間と同等の条件で市場から資金を調達が可能であれば、民営化が可能であることが市場で評価されたことになり、特殊法人の民営化推進にも寄与できるということである（図表 3-10 参照）。このことから財投規模も適正規模に保たれるということである。

たしかに、財投機関債の発行は、市場の評価が介在するため、政策実現のコストを明確にし、財投機関の健全性に対する自己責任を促す一面を有する。財投機関の財務諸表とともに将来想定される債務も開示することで、政策コストを顕在化させる。発生主義に基づき、経営成績や財務状態が明らかにした会計をさらに充実していくことが求められる（官庁会計は、決められた予算が

図表 3-10 財投機関債の市場評価と財投債・政府保証債の発行の関係



（注）

1. *2001年6月に政府が打ち出した「特殊法人と認可法人整理合理化計画」によれば、「民営化」は、日本道路公団、新東京国際空港公団など、「廃止」は、石油公団、住宅金融公庫など、「独立行政法人化」は、国際交流基金、科学技術振興事業団などが対象とされている。
2. 資金運用審議会懇談会とりまとめ「財政投融資の抜本的改革について」（1997.11.27）、資金運用審議会懇談会検討会「財政投融資制度の抜本的改革に係る議論の整理」（1999.8.30）等により作成。

どのように使用されたかを確認するもので、それ自体で予算そのものの適否を評価することを目的とはしていない。これは、特殊法人のディスクロージャーを民間基準に準じて、連結ベースで（資本関係のほか、人的結びつきのあるものも連結の対象に）行うことであるが、それを財投機関債の発行を通して、実行するという考え方である*3-28。

2) 財投機関債の市場評価

2001年度以降の財投機関債の発行状況は図表3-11に掲げた通りである。2002年度には住宅金融公庫や日本道路公団などの発行額が増え24機関の合計2.7兆円と、前年度の約3倍に急増している。その後、2003年度の発行額が23機関の合計3.4兆円、2004年度の発行予定額が23機関合計4.4兆円と徐々に増えている。特殊法人に自力での資金調達を促す目的はある程度達成されそうであるが、運用難に悩む投資家が安全志向を強めている結果増えているという側面もある*3-29。それでも、財投債の発行規模に比べると規模はまだ小さい。

財投機関債の発行タイプは、住宅金融公庫のABS型の他は全てSB型である。住宅金融公庫の債券は、貸金を担保に設定し、そこで繰上償還が生じた場合、その際のキャッシュフローをそのまま投資家に支払うということで、公庫にとっては繰上償還リスクを金利上乘せする形で投資家に転嫁できるメリットがあるということで、ABS型の債券発行となっている。

財投機関債の発行目的は、各財投機関の財務状況・業務内容に関するマーケットからの評価を明確にし、各財投機関の事業運営を規律づけることである。

財投機関債は普通の社債と同様に格付けが必要となるわけであるが、格付けの評価基準として、「政府との緊密性」を重視する向きもある。現状では、事業内容以外の要素が財投機関債の格付けに反映されている側面も否めない。そもそも、政府の機関でありながら民間企業が発行する社債と同様の仕組みを当てはめたり、また、倒産法制（政府支援の限度を明確化するなど）がない機関の債券を値付けすることにも無理がある。また、銀行が自己資本比率を算定する際のリスク資産としての掛け目は、事業会社の発行する普通社債が100%であるのに対して、財投機関債は10%とされている。

財務内容等の完全なディスクロージャーもなされず、結局「暗黙の政府保証」*3-30（市場が「破綻すれば政府が全面的に支援するに違いない」と判断すること）を前提とした、安易な格付けで財投機関債が発行されるということも否めない。財投機関債の評価も、財務情報の開示が不十分なため、赤字補填の収支補給金や出資金といった政府支援が重視される傾向が強くなる。国と一体感が強いという理由から高い格付けが取得でき、市場の信頼も高まるということのようである。いかにすれば、政策機関に徹しているほど市場から低コストの資金調達ができる。

*3-28 資金運用審議会懇談会のメンバーである轉法輪奏（大阪商船三井船舶会長）は、財投機関債による資金調達は、社債の東京証券取引所上場を通して、「社債目論見書をつくらんことには許してられません。…発表したら、この公団は何をやっているのか、怠けているのか、遊んでいるのかがわかる。それから、使命を終えたような機関もわかる。」と述べている。轉法輪奏「財投は“金融社会主義”の象徴だ」（『金融ビジネス』1997.5）

*3-29 「日本経済新聞」（2003.2.18）は、財投機関債の発行額が急増しているのは、安全志向を強めた投資家が、商品特性が国債に近い財投機関債を積極的に買い増しているからである。そして、そのことは、投資家が特殊法人の経営に最終的に国が責任を持つ「暗黙の政府保証」があると見ていることを示している、と指摘している。

*3-30 「暗黙の政府保証」を実証的に分析したものとしては、次の論文がある。
野口 卓・佐々木宏夫「特殊法人等が発行する非政府保証債の『暗黙の政府保証』についての一考察」（『フィナンシャル・レビュー』第49号、1999.3）

図表 3-11 財投機関債の発行状況

(単位：億円)

機 関 名	2001 年度		2002 年度		2003 年度	2004 年度
	発行予定	実績	発行予定	実績	発行予定	発行予定
住 宅 金 融 公 庫	2,000	2,000	6,000	6,000	8,500	15,000
国 民 生 活 金 融 公 庫	—	—	2,000	2,000	2,400	2,400
中 小 企 業 金 融 公 庫	—	—	2,000	2,000	2,000	2,400
農 林 漁 業 金 融 公 庫	150	145	220	220	220	230
公 営 企 業 金 融 公 庫	1,000	1,000	2,200	2,200	3,000	4,000
沖 縄 振 興 開 発 金 融 公 庫	—	—	100	100	200	200
日 本 政 策 投 資 銀 行	1,000	1,000	2,000	2,000	2,400	2,400
国 際 協 力 銀 行	1,000	1,000	2,000	2,000	2,400	2,400
都 市 基 盤 整 備 公 団	300	250	500	700	900	—
地 域 振 興 整 備 公 団	100	100	130	285	200	—
独 立 行 政 法 人 都 市 再 生 機 構					(1,000)	1,340
独 立 行 政 法 人 中 小 企 業 基 盤 整 備 機 構					(100)	160
環 境 事 業 団	—	—	60	50	50	—
独 立 行 政 法 人 環 境 再 生 保 全 機 構						70
帝 都 高 速 度 交 通 営 団	439	450	690	550	—	—
社 会 福 祉 ・ 医 療 事 業 団	100	100	200	200	400	—
独 立 行 政 法 人 福 祉 医 療 機 構						600
日 本 私 立 学 校 振 興 ・ 共 済 事 業 団	60	60	60	60	60	70
日 本 育 英 会	100	100	560	560	560	—
独 立 行 政 法 人 日 本 学 支 援 機 構						760
緑 資 源 公 団	—	—	40	40	47	—
独 立 行 政 法 人 緑 資 源 機 構						65
日 本 道 路 公 団	1,500	650	4,000 (850)	5,490	5,100	5,300
首 都 高 速 道 路 公 団	100	—	300 (100)	500	500	700
阪 神 高 速 道 路 公 団	100	100	200	200	350	450
本 州 四 国 連 絡 橋 公 団						100
日 本 鉄 道 建 設 公 団	100	100	250	250	400	—
運 輸 施 設 整 備 事 業 団	60	100	250	250	250	—
独 立 行 政 法 人 鉄 道 建 設 ・ 運 輸 施 設 整 備 支 援 機 構						650
新 東 京 国 際 空 港 公 団	500	500	350 (29)	300	413	—
成 田 国 際 空 港 株 式 会 社						797
水 資 源 開 発 公 団	100	100	130	130	130	—
独 立 行 政 法 人 水 資 源 機 構						150
商 工 組 合 中 央 金 庫	2,249	2,249	2,832	2,832	3,319	3,804
電 源 開 発 株 式 会 社	100	—	—	—	—	—
合 計	11,058	10,004	27,072 (1,029)	28,917	33,799	44,046
(機 関 数)	(20)	(18)	(24)	(24)	(23)	(23)

- (注) 1. 計数は、額面ベースである。
 2. 2004 年度に独立行政法人化する機関は、組織変更前の機関名欄に掲載した。
 3. 独立行政法人都市再生機構の 2004 年度の金額は、都市基盤整備公団は 2004 年 7 月 1 日の組織変更前に発行を予定している金額 (300 億円) を含む。
 4. 財務省理財局『財政投融资レポート 2003』, その他により作成。

財投機関債のレーティング等も、「廃止・民営化＝信用力の悪化」というように、結局は政府とのつながりが強いかわかり、政府に見放されそうな財投機関は市場から低い扱いを受け、政府がこれからも守りそうな機関は高い評価を受けるということで、実施している内容の意義ではなく、「政府がどこまで面倒を見そうか」ということを重視して市場は評価する傾向がある。

財投機関債を発行した後に、特殊法人改革を行うという手順をとっているのも、改革を進めるとすでに発行されている財投機関債の債券相場に影響を与えるという現象が起こる^{*3-31}。

図表3-12に、財投機関債の発行スプレッド状況を示した。必ずしも財務状況や経営効率の悪い発行体がワイドスプレッドになっているわけではないし、財投改革の是非と財投機関債の発行スプレッドとの直接の関係は見出せない状況である。市場が評価したのは、「国との距離感」と「特殊法人改革から生ずる不透明感」で、特殊法人のクレジットリスクは政治リスクであるとの見方が説得力がある^{*3-32}。

また、財投機関債のスプレッドが拡大している機関の場合でも、財投債の発行額の減少につながっているわけでもなく、むしろ増加させている機関が多い。スプレッドが拡大したままの財投機関債の発行額増加は、全体として高コストをもたらしていることになる。市場に晒すことで問題は浮き彫りになるという側面はあるとしても、特殊法人等の改革には、政策コスト分析等を通じて、政治のプロセスで対応する以外ないことを示している。

財投機関はコスト構造を見直して、利益を出したとしても、制度上内部留保できず国庫納付しなければならない。収支均衡へのインセンティブが働かず、赤字が出たら国庫から埋めてもらう。

^{*3-31} 田尻嗣夫は、もともと財投機関債はその枠組みがあいまいで情報開示も十分ではないばかりか、現在破綻した場合の処理規定がなく民営化などの組織の形が変わった場合の既発債の扱いも決まっていない。市場が決める枠組みを早急に示さないまま、ただ「財投改革」の政治シンボリックな財投機関債を発行し続けることは、わが国の資本市場に新たな歪みを広げる懸念がある、と述べている。田尻嗣夫「改革には市場原理よりの財政規律を」(『金融ジャーナル』2002.2)

また、浜田浩史は、2002年5月に石油公団廃止関連法案を閣議決定した際、改革特殊法人債のスプレッドを縮小させる材料となった。石油公団改革では、石油公団の国家備蓄事業が国の直轄事業に移管され、民間の石油債は承継国債に転換される見通し等から、この措置は、市場に国との一体性が確認させ、警戒感を和らげている。特殊法人改革にあたって、「民間に債権放棄を要請するような案が出ないことが確認されれば、相場にフォローの材料となる。特殊法人債は、何らかのイベントでスプレッドが拡大しやすいというリスクを抱えているが、現段階で見通せる限りでは、当面はタイトニングの材料が出易い。」と評価している。浜田浩史「マーケット千里眼」(UFJ つばさ証券株式会社2002.6)

2002年の夏には、日本道路公団など事業系の財投機関債の人気が出て、流通市場において、国債との利回り格差が縮小したが、そうした状況についての市場の説明も注目される。これまで政治リスクや将来の不透明性から敬遠する向きも少なくなかったが、道路関係四公団民営化推進委員会の議論で、本州四国連絡橋公団の処理で民間に負担させない方針が示されたことが市場好転のきっかけとなっていると評価されている。「日本経済新聞」(2002.8.22; 2002.9.12)

^{*3-32} 土屋剛俊は、国債市場懇談会で、財投機関債のトータルスプレッドは、デフォルトリスクプレミアム、流動性プレミアム及び国との距離感や不透明感によるリスクプレミアムによって構成されるが、全体的にデフォルトリスクプレミアムを懸念した投資家は少なく、投資家は、国との距離感や不透明感によるリスクプレミアムを主に要求したと述べている。土屋剛俊「財投機関債について」(国債市場懇談会資料2002.5.10)

財務省の財政融資総括課長も、財投機関債を格付けする機関は、政府からどれくらい出資を毎年もらっているのか、どのくらい恒常的に財政融資資金を得ているのか、あるいはそれに似た政府との距離感をはかって格付けをしている、と説明している。財政制度等審議会・財政投融資分科会議事録(2002.12.9)

このような現状の下では、財投機関債に積極的な意味を見出すとすれば、財投機関のステータスとは関係のないABSの形で発行する以外ないのではないかとの見方(富田基基)もある。財政制度等審議会・財政投融資分科会議事録(2002.10.7)

民間金融機関とのアナロジーとして公的金融機関を見たりすることもできない。

いずれにせよ、財投機関債は特殊法人等改革の方向性がはっきりしないまま投資家にリスクを負わせる状況になっており、財投機関債市場の活性化を期待するのであれば、特殊法人等の早急な組織改革自体の明確化が先決であると思われる。

3) 特殊法人への規律づけに対する政府の責任

特殊法人はそもそも収益上、民業には委ねられないサービスを提供するもので、いわゆる「市場の失敗」を補完する役割を担っているために、財投機関債による特殊法人への規律づけは基本的に困難である。市場でできない政策を担っている特殊法人を市場で評価することは本来できないことである*3-33。「市場の失敗」を是正する役割を担う特殊法人等を、市場メカニズムで規律するというのは矛盾しており、最終的には政治の決断による以外にはないと思われる*3-34。

資金運用審議会懇談会とりまとめ「財政投融資の抜本的改革について」でも、財投の資金調達のある方について、財投機関債を基本に据えるべきであるとする考えに対しては、「本来、財政投融資の対象分野・事業については、不断の見直しを進め、最終的には民主主義のプロセスに基づいた政治の決断によるべきであり、こうした民主主義のチェックを経た特殊法人等の事業については、国民がその政策を必要であると判断した以上、その資金調達を国の信用で市場原理に基づいて一括して調達することによって国民の負担が最小とするよう努力することは政府の責務であるといえる。」との反対論が根強くあった。

国の政策の実施を目的とし、法律によって設置されているのであるから、経営情報を国民にて提示し、その事業の正当性が評価されるべきものである。政策目的を実現するための法人を資金調達能力だけで振り分けるのは無理である。コスト数値が高いものほど、公的・社会的性格が強いとも見られ、逆にマイナスになれば、民営化が可能ともいえる。これは、特殊法人等の整理・

*3-33 経済企画庁経済研究所編『財政投融資改革への提言』（大蔵省印刷局 1997.8）は、財投機関債の導入に伴うデメリットの一つとして、「財投機関が担う政策そのものは市場では評価しえないこと」をあげ、「財投機関債の導入は財務評価を市場で行わせることを意味するが、財投機関がいかに政策目的に沿った活動をしているかを評価する能力がない。」（P. 33）としている。

同趣旨のものとしては、例えば次のものがある。

「債券投資をする人々というのは、自分たちが投資した資金が無事返ってくるかどうか、負担したリスクにふさわしい高金利が乗ったかどうか、それしか判断しないのでございまして、その事業が国民生活に必要なかどうか、国として重要かどうかという判断を債券市場はできないんです。」参院・行財政改革・税制等に関する特別委会議録（1998.6.4）紺谷典子参考人発言

「市場で一般の金融機関からお金を借りられない人に貸すというのが法律上、定められた使命、…そういう機関の資金調達を市場原理で測るのはそもそもロジックとして成り立たない。財投機関債を出すなら政府保証が当然必要です。」尾崎 護「政策金融のあり方—市場機能は万能ではない」（『日本経済新聞』1999.12.19）

*3-34 岩本康志は、財投機関債には経営努力へのインセンティブを期待できないとして、「財投機関債の利点と考えられている点は現実には機能せず、財投債と同じ帰結に終わる可能性が高い。すなわち、政府の失敗は、市場の規律づけを粉砕してしまうほど強力である。適正な公共投資への資源配分を行うために必要なことは、政府を経由せず市場でおこなうことではなく、たとえ困難であっても政府の失敗を是正するよう努力することである。」と述べている。岩本康志「財投債と財投機関債」（『フィナンシャル・レビュー』第47号1998.10）

富田俊基も、「問題は、財投機関の債務返済能力が低いほど政府支援の必要性は高いとしても、それは必ずしも政策の重要性が高いことを意味しないことにある。しかし、財務内容が悪い財投機関のほうが政府支援の必要性が高いので、格付け格付けが高いという判断を格付け会社が下すことすらあり得るのである。政策の重要性は、市場や格付け会社が判断するべきものではなく、政治のプロセスで決定されるべきものである。」と述べている。富田俊基『日本国債の研究』（東洋経済新報社 2001.7）P. 245

統合を「市場」に委ねることは事実上不可能であることを物語るものである。すなわち、財投機関債の格付けが政府によるバックアップの程度に重きをおくかたちになれば、赤字の大きさが政策のプライオリティを示すと見られるおそれすら考えられる。もし市場の認識がそうなれば、財投のスリム化ではなく、膨張要因・赤字拡大要因にもなりかねない。

国会において政府の責任で、財政投融资制度の「出口」部門の改革として、個々の財投機関ごとに見直しを実施する以外にない。そういう意味では、財投機関債による特殊法人への規律づけは、限られた領域にならざるを得ないものであった^{*3-35}。

財投機関は政策遂行（「公共財」を提供するという任務）を担っているため、財務内容は民間に比べて劣るのは当然である。市場は、政策的な評価まではできないから、財投機関債で資金を十分かつ許容範囲のコストで調達できる機関は数少なくならざるをえない。結局は財投債に依存することになったり、財投機関への財政支援のための郵便貯金・簡保資金・公的年金の運用（自主運用に基づく財投機関債の購入）が要請されたりするかもしれない。この場合、財投の運用効率化や財投規模のスリム化という目的は後退してしまう。また、財投機関が、公的所有のまま、たとえ政府保証なしで発行しても、将来国民の負担で政府のサポートがなされると市場が予想すれば、市場の規律は働かないことになる。

金利に見合う収益をあげえない特殊法人でも、特殊法人である限り、何らかの政府のサポートがあると市場が判断し、その債券は比較的 low yield で発行しうることになって、不採算事業も継続され、損失がでれば政府が負担するということになる。財政規律は発揮できず、財政負担増大に歯止めがかからない。実際、財投機関として財政補助を受けている。政府出資は高い自己資本比率を保証するものであり、プロジェクトによっては財政補助金を受けている。実質的に「暗黙の政府保証」があると市場が認識すれば、財投機関債導入の意義は大きく損なわれることになる。

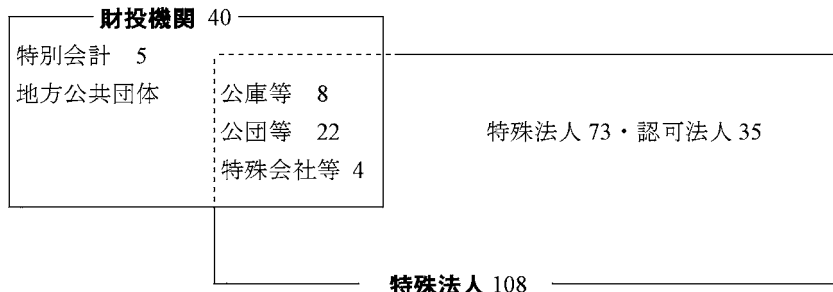
国民の蓄積してきた金融資産が財投を通じて、貯蓄者の意向とは掛け離れて政治的目的に即して利用され、政府の政策上の失敗をカバーするために資金が動員されるという問題があるとすれば、それは政策判断に基づく資金配分の問題であり、政治過程を通して是正されなければならないはずである。市場は政策的な評価までできないのではないと思われる。財投は財政活動でもあるから、各機関の必要性についての判断は政治的になされるものであろう。市場による判断ではなく、民主主義的統制によってコントロールされなければならない。そして、財投は、租税節約的な性格を背景に拡大してきた。本来一般財政の対象とされるべき領域が財投に回されて膨張したという側面がある。欧州などでは、住宅政策は社会保障の一環として実施されてきた。これを市場原理に則して民営化すれば、国民生活は不安定化する。

また、財投機関債を発行する特殊法人は、現在財投資金を受けている機関に限られている現状から見れば、財投資金の投入の有無にかかわらず、特殊法人の徹底した情報開示は、それ自体財民主主義的要請にしたがって不可欠なものである（図表 3-13 参照）。特殊法人改革は、財投の対象であるか否かということではなく、それぞれのもっている政策の必要性の観点から議論され

^{*3-35} 2001年度財投改革と特殊法人改革との関係についての政府の認識も、財投機関債による特殊法人への規律づけについては限定的であった。

「今回の財投改革というのは、特殊法人を整理する、統廃合する、こういうような観点ではなく、むしろ、特殊法人の仕事、これを効率化し、対象を絞っていく、こういう観点のものでございます。したがって、特殊法人の整理統合等の話はまた別の観点からなされるべきことだと思っております。例えばそれは、官民の負担の問題、それから官業の民業補完の問題、こういう観点からなされるべき問題であると思っております。」衆院・大蔵委会議録（2000.4.18）大野功統大蔵政務次官答弁

図表 3-13 財投機関と特殊法人等



- (注) 1. 多くの補助金, 将来の財政負担をもたらすものは, 有償資金によって事業を進めている財投機関が問題となるとはいえるが, 財投機関の問題は特殊法人等全体の問題の一部である。
 2. 法人等の数は, 2003 年度計画時点のものである。

るべきものである。

2001 年度に新しい財投制度がスタートした後, 政府は, 2001 年 6 月に特殊法人等改革推進法を成立させている。2005 年度までに国の責務として, 特殊法人・認可法人の見直しを行うこととした。同年 11 月に「先行 7 法人」についての改革の基本的方向を決め, 12 月には「特殊法人等整理合理化計画」を閣議決定した。2002 年 6 月の政府の特殊法人等改革推進本部の報告をうけ, 11 月には, 特殊法人等改革関連連法を成立させ (38 法人を独立法人化), また 12 月には道路関係四公団の民営化推進委員会から最終報告がなされている^{*3-36}。

財投機関債の発行でその規律を市場に委ねるという手法は, 上で述べたように, 特殊法人改革問題を封印してしまいかねないものであった。これらの政治主導の改革の手法は, 市場原理を導入して改革を推進しようという 2001 年度財投改革といわば自己矛盾するものではあるが, 本来のプロセスを踏みつつあるものといえる。

ただ, それは極めて困難な作業を伴うものではあるばかりではなく, 近年の経済環境の悪化によって, 銀行部門の深刻な資本不足が表面化すれば, 多くの銀行は公的管理となる。日本の銀行は実質国有化されれば, 「郵貯と政府系金融機関を民営化することは何ら意味を持たなくなってしまふ。財投改革も無意味なものになる。」^{*3-37}ということにもなる。

(4) 財投出口機関の政策効果と政策コスト分析

財投出口機関の経済効果を政府系金融機関による融資で見れば, 企業の設備投資を促進する効果があり, 具体的には, ① 利子軽減効果 (低利融資による利払いの軽減が借手の利潤を高める効果), ② 量的補完効果 (借手の資金制約を直接的に緩和する効果), ③ 情報生産効果またはカウベル効果 (政府系金融機関からの融資が当該事業のリスクの低さを顕示し, その事業への民間金融機関からの融資を誘発する効果) がある。

こうした効果の推移を見てみると, 1960 年代から 1970 年代にかけては利子軽減効果が高かつ

^{*3-36} 2001 年 12 月の「特殊法人等整理合理化計画」では, 163 の特殊法人・認可法人のうち, 住宅金融公庫, 都市基盤整備公団など 17 法人を廃止, 日本道路公団, 新東京国際空港 (成田空港) 等 45 法人を民営化し, 38 法人を独立法人化に改組することとなった。

^{*3-37} 深尾光洋『財政破綻』(講談社 2001.12) pp. 126~127

たが、1980年代後半からは、量的補完効果や情報生産効果が主たる効果となっており、1990年代には利子軽減効果はむしろマイナスになっている。全体で見ても、投資誘導効果は1970年代までは高かったものの、近年は低下しているという評価が強い。

財投出口事業機関の政策コスト(補助金コスト)分析は、国から補助金等の政策コストを十分分析しないままに融資という手法が用いられ、後年後の国民負担の増大を招いたのではないかとの批判に応えるものである。政策コスト分析は、財投制度改革の一環として、1999年8月に5機関の分析結果を「試算」として初めて公表し、2000年度以降対象とする財投機関を増やしながら、政策コスト分析を公表している(2000年度:14機関,2001年度:33機関,2002年度:31機関,2003年度:28機関)^{*3-38}。

政府系金融機関では、低利で長期貸付を継続した場合、将来的に一般会計からどの程度の補助金を受ける必要があるのか割引現在価値で計算した。事業系の場合は、需要予測をもとに算出した料金収入見込みと建設コストなどの総費用との差額を計算し、将来的に予想される一般会計からの補助金を割引現在価値で計算している。補助金のほかに出資金の機会費用を加え、財投機関からの国庫納付金等があればその金額を控除することで求められている。

政策コスト(補助金コスト)分析は、財投の各出口機関が事業を行うに当たって現在から将来にわたって投入が見込まれる補助金等の総額を計算して、その割引現在価値を求める方法をとっている。すなわち、現在から将来にわたって、どの程度の税負担が必要になるかということ割引現在価値で評価しようとするものである。従来の政策評価が単年度でなされていたことへの反省を踏まえて導入された。分析にあたっては、一定の仮定をおいて試算が行われている。例えば、融資機関については、当該年度の翌年度以降新規融資を行わない、また、事業実施機関について、現在、実施・継続中の事業及び当該年度の翌年度以降の新規着手が既に予定されている事業を対象とする等の仮定をおいている。

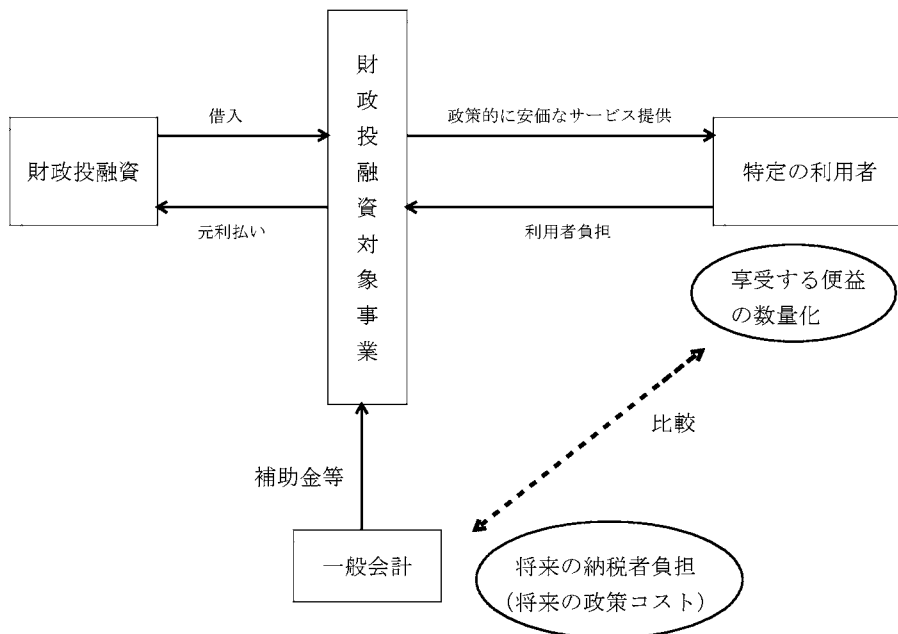
特殊法人問題は、過大な需要見通し、コスト(建設費等の過見積もり)、不十分な情報開示(「粉飾」を可能とする財務諸表)、償還主義による個々の事業収支が不明であること(返済資金計画のたびたびの変更等)、責任の所在が不明確であること(市場のチェックも議会のコントロールも直接受けない)など種々の要因から発生しているものである。民営化ですべてが解消する問題ばかりではない。民営化は各期の経営成績を明確にし、株主への配当を行わなければならない。そのため、好んで不採算部門へ投資を行うことはありえず、市場評価を得て資金調達できる範囲や投資も抑制される。

今後は、どのような需要予測をしているか、それはどのような根拠に基づいているかといった点について、説明責任を負うとともに、一層徹底した情報開示を行うことが求められる。政策コスト・事業内容を含むあらゆる情報を国民の前に開示し、それらの内容を検証できるようにすることが不可欠である。財投の各出口機関も、将来の国民負担を明らかにし、財政負担に耐えられる範囲で事業を行うということになる。

図表3-14に政策コスト分析に関する概念図を示した。コスト分析は、納税者から特定の利用者への所得再分配の関係を明示化するものである。財投制度に所得再分配機能が埋め込まれている

^{*3-38} 日本で政策コスト分析が一部の財政投融資機関に関して導入されることになった際に、アメリカにおいて、政策コストを正確に把握するために、1990年に連邦信用改革法(Credit Reform Act)が成立し、1992年に施行されたことに加え、1993年には連邦政府業績結果法(Government Performance and Result Act)が成立したことが参考にされた。

図表 3-14 政策コスト分析に関する概念図



ものを、政策コスト分析によってそれを明示化するものである*3-39。

特殊法人の業務に係る国民の負担を明確にするために、政策コストをディスクロージし、それをもとに政策の抜本的見直しの結果として特殊法人改革が位置づけられなければならない。行政コスト計算書、政策コスト分析を十分に活用し、その結果をディスクロージして効率的な行政を目指す必要がある。その過程で、官と民との競合状況や、民間における代替可能性も検討対象とされることとなる。

しかし、財投機関の行う事業分野が様々であること、あるいは分析・評価主体が財投当局であることから生ずる問題*3-40や事業内容に応じて外部効果が存在することなどにも留意しなければならない。財投機関が実施する事業が外部効果が伴うのであるから、波及効果のおよぶ地域や産業を定量的に正確に特定することは難しい。特殊法人の事業の便益の計測はコストの分析より困難である。さらに、政策コスト分析がどれだけ次年度以降の計画編成に反映されているのかと

*3-39 全国銀行協会は、政策コスト分析を進め、さもなければ財投制度を廃止し、「租税・公債による一般会計を通じた『財政政策』に一本化して統括コントロールしていくことも検討されるべきである。それにより、受益と負担の関係を明確化するとともに、財政規律が働きやすくなることが期待される。」と指摘しているが、これは、財投制度を維持するならば、制度に埋め込まれている政策コストを明示化することが不可欠であることを示している。全国銀行協会『政府系金融機関の抜本的改革に向けた提言』（2001.11）

*3-40 財投計画を担当する財務省が政策コスト分析をすることは、評価の中立性等から見て不適切であるとする指摘がある。財投計画を担当する財務省は需要を過大に予測しがちであり、また、政策コストが妥当であるかどうかは後になって見なければわからない。しかし、財務省は後になって政策コスト分析が間違っていたとしても責任をとらないし、またとりようもない。結果責任を伴わない政策コスト分析はほとんど意味がない、ということである。岩田規久男『日本経済入門』（日本経済新聞社 2003.1）PP. 170～172

いう実効性の問題も存在している*3-41。

政府は、国民生活の福祉を守るため、多くの仕事をしなければならない責務が課せられている。それは社会政策的、地域政策的あるいは産業政策的な視点からも役割を担うべきであると考えられ、民間企業の経営理念と異なっている。経営効率性という点で考えれば採算がとれなかったり、経営上は成り立たない分野であっても当然その責任を遂行することが求められる。

その際、財投は、金融的な形態で財政支出を行う現代的な財政活動である。政府の財政支出は、本来租税を財源に一般行政支出として、すなわち政府の消費経済を主体とした財政活動として行われる。一方、財投は、受益者負担を求めるべき分野(受益者を特定して対価を請求できる分野)や自助努力が期待できる分野等など、特定の開発戦略の一環として、金融的な形での支出が適切な分野について、政策目的を達成するために金融的手段を通じて遂行するものである。従って、金融的手法をとることで、借手のリスクに応じてリスクプレミアムに応じた融資金利を設定するなど、借手のモラルハザードをできる限り回避することも期待される。

これを民営化・廃止するということが正当化されるならば、① 経済・金融環境の変化に伴い、民間のリスクテイク能力の高まりなどから、目的とされている政策自体が不要であることについて国民の合意となっていること、② 政策自体が依然として重要であるが、その手法を政策金融等以外のやり方に変更した方が望ましいこと、のいずれかの前提が必要となる。政策目的として公的金融の機能・役割が必要であるとしても、民間金融機関にそれを上回る専門能力が蓄積されているなら、政府機関による直接融資ではなく、金融・資本市場に及ぼす影響を最小限にとどめるための手段を選択することもありうる。

上にあげた政策コストの分析も、直接融資等にかわる代替的な方法(利子補給、融資保証、租税措置、補助金の財政支出、証券化等)との間での国民負担の大きさも比較可能とさせ、それを踏まえて、政策目的に応じて最適な手段を選択しなければならない(図表3-15参照)。政策判断を行うために必要な透明性を確保し、そのことが、透明性のある政治的判断によって、特殊法人等の整理・合理化が進められることにもつながると考える。

財投は政府自らが「貸手」の立場になることから、公的金融の出番を決めるのが政治の世界であることもあり、組織が既得権化し当初の目的が達成された後も、新たな別の役割を発見して存続させてしまい、官僚の自己増殖という問題(官僚の天下りの蔓延といった弊害もある)を重視する向きも多い*3-42。これを回避するためにも、客観的な立場に基づく事前・事後の政策評価制度の確立が欠かせないのである。

*3-41 政策コスト分析では、事業内容に応じた「外部効果」に相当するものとしては、「当該事業の成果、社会・経済的便益など」という項目を設定しながら、「当該事業のこれまでの成果とそれによって生じた社会・経済的便益、及び将来見込まれる成果とそれによって生ずるであろう社会・経済的便益について、定性的・定量的に示したもの」として試算が行われている。財務省『財政投融資リポート2002別冊 財政投融資対象事業に関する政策コスト分析』(2002.8)

*3-42 池尾和人「公的金融の存在は永遠に正当化されるか」(『中央公論』2002.8)
ウィリアム・H・オーバーホルト「米国で強まる日本屋つぶち論 中韓に後れをとる変化への対応」(『論座』2002.2)
ウィリアム・H・オーバーホルトは、「自民党と日本の官僚の一蓮托生ぶりは、欧米の比ではない。官僚たちは、予算外の歳入(財政投融資)のほぼ半分を管理し、議会で説明責任を負うこともない。官僚たちは、無駄だらけの特殊法人やそのプロジェクトに資金を注ぎ込み、これによって自民党の基盤はますます強化される。…省庁側は、自分たちの規制下にある産業の企業に、引退後の役人のためにうまみの多いポジションを用意させ、株主利益ではなく政治利益につながるような数多くの決定を強要する。」と述べている。

図表 3-15 公的金融における各種政策手段の比較

<p>公的金融一般の性格</p>	<ul style="list-style-type: none"> 有償性資金であることから、原則として採算のとれない事業には資金手当てが行われないうえ、全体として資源の有効活用が期待される。資金返済のため、借手の自助努力が、資源の浪費が少なくさせる。 民間金融機関の補完を行う。 個人住宅金融、零細企業金融などの小規模貸付、開発の遅れた地域での金融、国際的な競争力を持たない産業であってもナショナル・セキュリティの面から保護しなければならない産業＝農業・漁業、経済発展に必要であるがリスクが高く、回収に長期を要する分野(大都市開発、社会資本の充実、エネルギーの安定供給、海外投資・輸出金融、将来の繁栄と国際競争のために必要な技術開発)。 税金の負担をもって実施するには公平性から問題のある分野には政策金融が有効であるが、金融ルールを曲げてまで政策手段として利用されることになれば、不良債権の発生から租税負担を生じさせる。
<p>オン バラ ンス 直 接 融 資</p>	<ul style="list-style-type: none"> 政策目的があまりにも複雑で、裁量的に融資対象を選ばざるをえない場合は、直接的に政府がコントロールできる公的金融機関が必要である。 補助金や優遇税制より、持続性がありモニタリングの観点から優れている。 貸付金利を低く抑えるだけでなく、期間リスクや事業リスクをカバーし、民間では供給困難な大規模プロジェクトなどに対する長期固定の資金供給が可能となる。 融資に伴う信用リスクや金利リスクをすべて公的金融機関が抱え込むので、結果的に毎年多額の財政支援を行わざるをえなくなる。 各機関の設立当初とは異なり、今日では民間金融機関によっても十分融資を提供することが可能な分野においても、公的金融機関が直接融資を行うこととなれば、対象分野によって程度の差こそあれ、民業を圧迫する結果になる。 民業補完に徹する方法として、 (融資拒絶証明書：Credit Denial の発行) 米国の中小企業庁（SBA）による債務保証にあって、民間金融機関が「当該中小企業には（政府による信用保証がなければ）融資ができない」という文面が入った Credit Denial を発行することが前提になっている。すなわち、融資審査をする際、政府系金融機関に民業補完の拳証責任を負わせる。 (民間金融機関を通じた低利資金の提供) ドイツの KfW（ドイツ復興金融公庫 Kreditanstalt fuer Wiederaufbau）は、AAA 格で低コストで資金調達し、民間金融機関に資金供給している。また、民間の住宅向け債権を格付けにより分類して証券化している（メリット：民間金融に余裕がある時は公的資金から資金を必要としない。民間金融機関を媒介するため競合関係が生まれない。政策誘導をしたときには、公的金融からの資金を民間金融機関が代貸しする政策が可能。）。
<p>リ ファイ ナンス</p>	<ul style="list-style-type: none"> 民間金融機関の貸付債権を買い取る。広くは、住宅ローンを実行する金融機関へのバックファイナンスや住宅購入者へのローンに対する保証行為も含まれる（長期・固定・低金利の商品を提供している公的金融機関の信用リスク・金利リスクの管理の必要となる。） 業務の一つとして設立根拠法上定められている機関(日本政策投資銀行法第 20 条第 1 項)もあるが、実際にはほとんど行われていない。

(つづく)

図表 3-15 公的金融における各種政策手段の比較（つづき）

オ フ バ ラ ン ス	政府保証・利子補給	<ul style="list-style-type: none"> ・民間金融機関が行う貸出等への信用補完（保証、保険など）を行ったり、民間金融機関からの借入金等に対する利子補給を行う。ほかに、借手の所得・税額の控除という租税措置もある。 ・金融機関のノウハウ等を活用する面がある。 ・特定の融資には利子補給をするという法律・予算等が必要であるため、国会のコントロールが働きやすい。その一方で、受益と負担の関係が希薄なものとなり、財政支出の増加の一因になるという側面もある。 ・適切な補給金の設定が難しく、また、期待されるほど貸出金利が低下しない場合は、金融機関の収益率が向上するだけになってしまう。 ・直接融資に比べて、モニタリングの効果が弱まる。 ・融資の判断は民間金融機関が行うので、民間金融機関が自分で行う融資との間に「利益相反」が生じてしまう。利益を出ないものは、利子補給や信用保証に回す。危ない貸出は政府に回すというモラルハザードが発生する。この場合は、公的金融機関による直接融資の方が望ましい。 <p>中小企業金融安定化特別保証制度（1998.10～2001.3）で、各地の信用保証協会がほぼ無審査で民間金融機関の中小企業向け貸出しへの債務保証を受託した。信用保証協会による代位弁済が急増してしまった。債務保証率が100%であるため、逆選択が発生し、民間金融機関はコストをかけて融資先企業をモニターする誘因がなくなる。保証先企業の倒産がさらに増加した。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・米国・ドイツ等では、部分保証制度を採用している。85%程度の保証で、残りは民間金融機関にリスクを負担させる。
	証 券 化	<ul style="list-style-type: none"> ・自己勘定での貸付債権の証券化と民間金融機関の貸付債権の買取りによる証券化。 ・資産担保証券市場で、MBS（モーゲージ担保証券）、ABS（資産担保証券）等で、証券化によって融資に伴うリスクを種類ごとに分解し、流通市場でこれを投資家に売却し、リスクを移転する。 ・公的金融機関は債権流動化と証券市場における信用補完等に特化する。 <p>住宅金融公庫は5年以内に廃止し、米国型の住宅債券を証券化する政策へ転換することとしている。当初、公庫の住宅ローンの証券化と民間の住宅ローンの証券化を合わせた住宅モーゲージ担保証券(MBS)の流通を目指し、将来民間の住宅ローン債権のみ証券化する。2000年度中に、住宅金融公庫によち初めてのABSの発行が行われている。</p>

IV. 小 括

2001年度制度改革は、特殊法人等の行政改革からんだ財政再建の問題や、日本版ビッグバンを阻害する要因の排除、などを背景として行われたこともあり、市場原理の導入による制度全体の効率化が目指された。そのため、政策的な観点からの資源配分と市場原理の導入による効率化の推進という二つの要請に、公的金融システムが対応しなければならないという困難な課題を、一層顕在化させることになった。

以下、既述した論点を要約することとした。

第一に、財投制度の改革手法として市場原理を導入し、財政規律を働かせるということの問題である。

資金運用部資金の預託金増加に伴って財政投融资がいわば自動的に「肥大化」という認識が、制度改革の重要な動機にあげられ、手法として、財投の入口・中間・出口を分断し、それぞれの局面で「市場規律を強化する」ことが採用された。それに旧郵政省、旧厚生省による自主運用への要求が共鳴し、その結果、これらのことが、財投原資に関わって郵政事業の経営形態の見直し問題（郵便貯金の民営化）や全額自主運用制度の導入の議論に結びつけられた。

金融自由化に対応する財投制度の見直しは、1987年度にも実施されている。国債市場の発展や金利自由化と同時に低金利時代の到来で、資金運用部資金の預託金利の法定下限の撤廃と国債利回りを基準とする金利等への連動化（政治的な妥協として、預託者の事情にも配慮するという縛りを付してではあるが）、郵便貯金等への資金運用事業制度の導入などが実施された。さらに、1993年6月の定額郵貯金利の市場金利追随ルール化（10年国債の金利を基準に決定）なども、金融自由化を円滑に推進するためのものとされた。

1987年度改正の中心は、あくまで、資金運用部の全額預託義務制度を維持したなかで、一部市場原理を取り込む資金運用部資金の預託金利の法定下限の撤廃と資金運用事業制度の導入にあり、いわば、金利自由化という市場の動きと折り合いを付けるための応急措置といった性格をもっている。これによって、一般財投の規模が縮小したが、その後のバブル崩壊という金融環境の中で、資金運用事業は所期の成果をあげないまま2001年度の改革を迎えることとなった。

1987年度改正以降では、政府資金の金利が国債金利に連動し、かつ資金運用部の全額預託義務制度が維持された中で市場メカニズムの導入であったのに対して、2001年度改革は、財政投融资における「入口」・「中間」・「出口」という政府内部の資金の流れを分断することで、市場原理を阻害する要因をできるだけ排除し、それぞれに市場メカニズムを導入することで、「肥大化」を抑制し、効率化を推し進めようという手法をとっていることに特徴がある。

2001年度改革の枠組みは、財投への規律づけを制度の上においても「市場」に期待をするものであると見てよい。財投の規模膨張を、議会統制で歯止めをかけようとした1973年度財投改革のアプローチとの顕著な違いでもある。

ただ、議会統制と市場原理の導入という二つのアプローチに分け、財政投融资制度改革手法を割り切って見ることに問題がある。2001年度における、財投機関の存続を問う政策コスト分析手法の導入は、需要予測・将来コスト分析を通じて、行政部局に対してガバナンスを働かせる手段となることが期待されている。議会は短期的な政策をとりがちで、時間的不整合性の観点から今はとるべきではない政策を実施してしまうというリスクを有している。そういう意味で、政策コスト分析手法は、議会統制の欠陥を補完すべきものと位置づけられる。

また、制度設計の段階で、郵貯資金・年金積立金の資金運用部への預託や簡保資金の財投協力を廃止する一方で、資金運用部を「財政融資資金」に衣替えし、財投債（公債）の発行による資金調達とその財政融資資金の資金配分を可能としていること、郵政公社資金の地方自治体向け直接融資を創設していることあるいは政府保証債の継続発行などは、いずれも、財投制度が単純に市場原理を貫くことの難しさを物語るものである。

そもそも、財政活動の一担い手である財投制度が、政治的・権力的要因を排除することができず、公共の福祉の観点から、政府が財投を手段とする政策をどこまで行うかは、最終的には政治プロセスで決定せざるをえない。従って、2001年度改革の枠組みの特徴として、市場原理の財政規律づけに期待する度合いが強いものであることを掲げらるるとしても、それには自ずから限界があるといわなければならない。

第二は、財投原資の性格変化と財投債の発行にかかわるものである。

これまで資金運用部資金による政府資金の統合運用制度のもとで、財投資金のリスク吸収がなされていた。経費率等で確認されるこれまでの財投制度の「効率性」も、政府資金の一括統合管理制度や「規模の経済」によるところが大きい。政府の必要とする資金調達需要を一元的に調達する方が、財投機関が個別に調達するより低い金利で調達が可能である。統合運用制度の撤廃はそれらのメリットを放棄したことを意味する。

新しい制度では、財政融資資金が財投の事業に必要なとされる資金を賄うために財投債を発行し資金融資を行うことで、その機能は一部残されることになった。しかし、郵便貯金や公的年金積立金等が市場での自主運用を行う一方で、財投機関は自ら財投機関債を発行し資金調達を行うというのが本来目指している仕組みであるから、財投債の発行あるいは郵貯・年金積立金の財投債直接引受けはあくまで経過措置である。

また、政府が財政融資を通じて、公的信用により強く裏付けられた公債によって積極的に資金調達を行う手段をもったということも重要である。そして、同時に、財務省が持っていた財投資金の配分への権限も手元に残すこととなる。財務省の財政融資資金特別会計が財投債を発行し、一括して集めた資金を、各種特殊法人等に配分する方法であり、事実上、従来の資金運用部による資金配分のシステムとほとんど変わらない。

郵貯、年金積立金は自主運用となるが、今までの預託金分の返済後も財政融資資金からの融資を継続できるよう、財政融資資金特別会計の資金繰りのために、郵貯・年金積立金が財投債を直接引き受けることも予想される。

この政府資金の統合運用制度におけるリスク吸収機能が、市場原理の導入によってコストが顕在化するという問題も存在する。財政融資資金は、能動的に負債サイドの財投債を調整しながら発行することでALMを行うということが大きな特徴であるが、一般政府が発行する国債との調整もあり、財投債の発行年限に関する裁量性にも制約がある。

第三は、財投機関債の発行とその市場評価についてである。

新しい財投制度では、能動的に資金を調達する手段として、従来からある財投機関の発行する政府保証債・借入金のほかに、財投債ばかりでなく財投機関債が登場した。しかし、特殊法人等財投機関にとって、独自の財投機関債を発行するインセンティブが乏しいという問題がある。①財投機関債の発行には、ディスクロージャーの必要があり格付けについても不安である、②財投債の資金の方が安上がりである、③財務省が財投資金配分権限を手放すことへの抵抗もある。

本来民主主義のプロセスによってチェックすべきものを、それに代えて、財投機関債の発行による市場からの規律付けが期待されている。いわば「政治不信」が根底となって財投機関債の発行が位置づけられていることに注目しなければならない。しかし、財投機関債の発行実績を見ると、必ずしも財務状況や経営効率の悪い発行体がワイドスプレッドになっているわけではなく、財投改革の是非と財投機関債の発行スプレッドとの直接の関係は見出せない状況である。市場が評価したのは、「国との距離感」と「特殊法人改革から生ずる不透明感」で、特殊法人のクレジットリスクは政治リスクであるとの見方が説得力がある。

財投機関債の発行でその規律を市場に委ねるという手法は、ある意味では、特殊法人改革問題を封印してしまいかねないものであった。しかし、その後2001年6月に、政府は、2005年度までに国の責務として、特殊法人・認可法人の見直しを行うこととした特殊法人等改革推進法を成立させている。同年11月に「先行7法人」についての改革の基本的方向を決め、12月には「特殊法

人等整理合理化計画」を閣議決定した。2002年6月の政府の特殊法人等改革推進本部の報告を受けて、11月には、特殊法人等改革関連関連法を成立させ（38法人を独立法人化）、また12月には道路関係四公団の民営化推進委員会から最終報告が出されている。

これらの政治主導の改革手法は、その内容が「改革」の名に値するものであるのかという問題を別にしても、市場原理を導入して改革を推進しようとする2001年度財投改革との関係が必ずしも明確でなく、むしろ矛盾する関係にあるものといえる。そして、それは民主主義の手続きによる本来のプロセスを踏むべきものであるだけに、極めて困難な作業とならざるをえない。

（完）

参考文献

1. 跡田直澄編『財投融資制度改革と公債市場』税務経理教会 2003.12
2. 荒井広幸『郵便局をアメリカに売り渡すな』飛鳥新社 2003.1
3. 岩田一政・深尾光洋編『財政投融資の経済分析』日本経済新聞社 1998.1
4. 岩田規久男『スッキリ！日本経済入門』日本経済新聞社 2003.1
5. 加藤三郎『政府資金と地方債 歴史と現状』日本経済評論社 2001.6
6. 北川英隆『財政投融資ビッグバン』東洋経済新報社 1997.1
7. 経済企画庁経済研究所編『財政投融資改革への提言』大蔵省印刷局 1997.8
8. 古賀純一郎『郵貯激震』NTT出版 2000.5
9. 小西砂千夫『特殊法人改革の誤解』東洋経済新報社 2002.8
10. 塩田 潮『郵政最終戦争 小泉改革と財政投融』東洋経済新報社 2003.8
11. 高木健二「財投制度改革と地方債」『自治総研』 2000.6
12. 中央大学経済研究所編『現代財政危機と公信用』中央大学出版部 2000.3
13. 土屋剛敏『財投機関債投資ハンドブック』金融財政事情研究会 2003.5
14. 戸原つね子『公的金融の改革』農林統計協会 2001.9
15. 富田俊基『財投解体論批判』東洋経済新報社 1997.11
16. 富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社 2001.7
17. 中公新書ラクレ編集部編『論争・郵便局が消える日』中央公論社 2001.7
18. 日本格付投資情報センター編『地方債格付け』日本経済新聞社 1999.3
19. 日本経済新聞社編『検証 特殊法人改革』日本経済新聞社 2001.9
20. 原田 淳『郵便局民営化計画』東洋経済新報社 2001.5
21. 水野 清編『「郵政民営化」小泉原案』小学館 2001.7
22. 宮脇 淳『財政投融資と行政改革』PHP研究所 2001.5