

# 第3章 金融危機後の公的金融

國 枝 繁 樹

## 1. はじめに

リーマンショックに始まる金融危機は、金融システムに対する経済学者や政策担当者の見方を根本的に変えた。他方、我が国の公的金融改革の議論は、リーマンショック前になされたものが多く、こうした見方の変化を反映していないものが少なくない。本稿では、金融危機および2000年代以降の我が国の金融システムに生じた変化等を踏まえて、公的金融の在り方につき論じることとする。

## 2. 世界金融危機前の公的金融改革<sup>1</sup>

我が国の公的金融および財投制度は、高度成長期には一定の役割を果たしてきたと認められるが、1990年代に入ると、むしろその弊害が問題視されることが多くなってきた。このため、1997年には、「財政投融资の抜本的改革について」が取りまとめられ、2001年には財投改革が実行された。同改革では、郵貯・簡保・公的年金から公的金融機関への財投協力等を通じた直接的な資金フローが制約され、郵貯・簡保・公的年金がその資金を市場で運用する一方、財政融資資金特別会計は財投債を発行して資金調達を行い、さらに信用力を有する財投機関は財投機関債（ないし政府保証債）を発行して資金調達を行うこととされた。

また、2001年12月には、住宅金融公庫を廃止する方針が決定され、同公庫は2007年に民間住宅ローンの証券化の支援化に特化した住宅金融支援機構に転じることとなった。この改革においては、米国の住宅ローン証券化を手がける機関である連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）、および連邦住宅金融抵当公庫（フレディマック）がモデルとされていた。

また、2005年11月に「政策金融改革の基本方針」が定められ、2008年より実際の改革が進められた。公的金融機関のうち、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫、沖縄振興開発金融公庫および国際協力銀行という異なる分野の公的金融機関が統合され、日本政策金融公庫とされた。また、日本政策投資銀行（旧開銀）、商工組合中央金庫（商工中金）が株式会社化され、その後、民営化される方針とされた。公営企業金融公庫は廃止され、地方公

---

<sup>1</sup> 1990年代以降の財政投融资改革のより詳しい説明については、中田（2010）等を参照されたい。本節の説明も中田（2010）に基づいている。

営企業等金融機構が事業を引き継いだ。

さらに、小泉内閣において郵政民営化の方針が決定され、2007年10月にゆうちょ銀行、かんぽ生命が設立された。

これらの改革の方向性には、我が国の金融システム改革のあり方として蠟山（1982）等により提案されてきた「市場型間接金融」の考え方が反映されている（池尾（2006））。伝統的な金融システムの二分法においては、企業が株式・社債等の発行により家計より直接、資本を調達する直接金融と、預金受入れにより家計の貯蓄を吸収した金融機関が個別企業への貸出を通じて資本を提供する間接金融が金融システムの類型とされてきたが、市場型間接金融の考え方においては、家計は直接、個別企業の株式・負債等に投資するのではなく、株式・社債等に投資を行う投資信託・年金基金等を通じて貯蓄を提供する。最近では、金融技術の進展もあり、貸付債権の証券化や債券発行により資金を集めた投資銀行によるレバレッジ型金融も現れてきたが、そうした金融の形態も、家計が直接、貯蓄を企業に提供せず、市場を仲介して提供するという意味で、市場型間接金融の範疇に含めて論じられることも多かった（池尾（2006））。世界金融危機前の公的金融改革においては、公的住宅金融の直接金融から証券化支援への改革、財投機関債等の債券発行による資本調達にウエイトを置く金融機関への改革等、市場の規律を活用する方向への改革が重視されてきた。米国の公的住宅金融のあり方は、その際のきわめて重要なモデルになるものと目されてきた。

他方、民営化後の金融機関の具体的な業務のあり方については、詳細な議論は必ずしも行われてこなかった。これは、公的金融機関から株式売却により民営化された金融機関は、民営化すれば自ずと効率的な経営を行い、万が一、経営が悪化することがあっても、適切な破綻処理を行えば、日本経済への深刻な影響はないとの判断がその背景にあったようにも思われる。

だが、そうした前提は、リーマンショックにより大きく転換されることになる。

### 3. 世界金融危機後の金融システムの変革

#### (1) 公的金融機関による危機対応

2008年9月のリーマンショック以降、公的金融を巡る環境の変化として目立つのは、公的金融機関による危機対応である。我が国においては、欧米のようにバブルが弾け、有力金融機関が破綻するおそれが出てくるという状況にはなかったものの、世界金融危機の影響を受け、日本経済は深刻な打撃を受けた。こうした状況に対する措置として、政府は、日本政策金融公庫の危機対応等円滑化業務を活用する。具体的には、政府からの貸付等を受けた日本政策金融公庫が指定金融機関（日本政策投資銀行、商工中金）に貸付等による資金供給を行う。指定金融機関である日本政策投資銀行・商工中金は、融資のみならず、CPの購入等を通じ、世界金融

危機下の日本企業に流動性の供給を行った。さらに、2011年3月には、東日本大震災が発生し、危機対応等円滑化業務が活用され、地震・津波・原発事故等で苦しむ企業につき、流動性の供給が行われた。2013年3月末時点でも、日本政策投資銀行分だけで、約4.9兆円（うち、東日本大震災関連約1.5兆円）という巨額の融資を行っている。

日本政策投資銀行は、2008年10月の時点では、おおむね5～7年後を目途として完全民営化されることとされていたが、世界金融危機を受け、新日本政策投資銀行法において、危機対応への対応の必要性を踏まえ、2012年3月末までは政府出資が可能とされた。さらに、東日本大震災による被害に対処するため、2011年5月には「東日本大震災に対処するための特別の財政援助及び助成に関する法律」が制定され、政府出資可能期間が3年間（2015年3月末まで）に延期され、2015年4月からおおむね5～7年後を目途として完全民営化するものとされている。

このように、リーマンショックのような世界的規模の経済危機や東日本大震災のような巨大自然災害といった巨大危機については、民間金融機関では対応が難しく、公的金融機関による対応が求められる場面があることが認識された。しかし、そうした対応が過剰になれば、やはり公的金融機関の弊害の方が大きくなりかねない。このため、危機対応における望ましい公的金融による対応のあり方は、今後、さらに検討される必要がある。

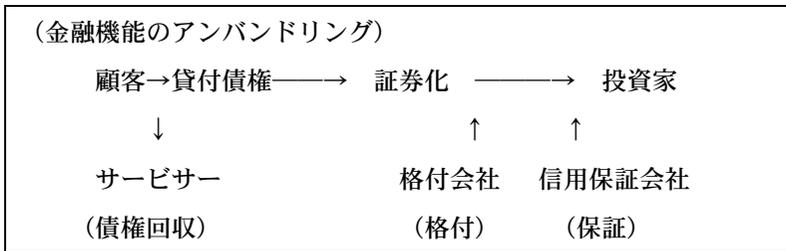
## (2) 金融システムに関する見方の変化

しかしながら、危機そのものへの対応は、本来、一時的な性格のものであり、世界金融危機前までの公的金融機関を巡る考え方に抜本的な変化を求めるものではない。今後の公的金融機関のあり方を考える上で、より根本的な問題は、世界金融危機（および同時期以降の金融を巡る環境の変化）により、世界金融危機前の我が国の公的金融を巡る議論が前提としていた見方が大きく変化したことである。以下、公的金融を巡る議論に重大な影響を及ぼしうるいくつかの点につき、順次、説明していくこととする。

### ① 証券化・アンバンドリングを巡る見方の変化

#### （世界金融危機前）

世界金融危機前においては、モーゲージ貸付債権を中心に、証券化が急激に拡大していった。関連して、金融機能の分解（アンバンドリング）が進んでいった。



すなわち、伝統的な銀行等の金融仲介において、銀行が果たしていた審査、保証、債権回収等の機能が分解され、それぞれの機能に特化した専門機関によって分担される。つまり、金融機関が顧客に融資した貸付債権は譲渡され、債権回収はサービスに委任される。貸付債権は、プールされた後、証券化の技法をもって異なるリスクを抱えた証券に置換され、格付機関による格付けを得、また必要があれば信用保証会社により保証が付され、リスク選好に基づき様々な投資家により購入される。こうした証券化により、米国では、これまで融資がこれまで難しいと考えられてきた、信用力があまりない低所得の顧客に対しても住宅ローン融資が可能となり、サブプライム・ローンが広く提供されるようになった。

我が国の公的金融改革を巡る議論でも、公的住宅金融改革を中心に証券化の手法が注目され、住宅金融公庫は証券化支援機関に転換されることとなった。

(世界金融危機後)

世界金融危機の端緒は、米国のサブプライム問題の深刻化であり、表面上、問題なく見えていた米国の証券化市場が実は数々の深刻な問題を抱えていることが明らかになった。現在においても、証券化市場の問題点の研究が精力的に進められ、非常に多くの指摘がなされているところ（金融危機後の証券化関連の研究については、大橋・服部（2012）のサーベイ等を参照されたい。）であるが、明らかになった問題点につき、我が国の公的金融改革にも関連しそうな点に限って説明する。

(i) 貸付金融機関のモラルハザード

証券化においては、貸付を行った金融機関は、貸付債権を売却した時点でそれ以降のリスクを負担しなくなるので、借り手に対する信用力審査（スクリーニング）および債権監視保全（モニタリング）に関するインセンティブが低下することが、いくつかの実証研究で確認されている。

このため、米国のサブプライム問題においては、本来、十分な返済能力がないと見られる顧客に対する金融機関による不適切な融資が数多く見られた。これらの中には、融資先を食い物

にする略奪的貸付 (Predatory lending) も少なからず存在していたと指摘されている。

(ii) 格付機関のインセンティブ問題

世界金融危機において、AAAを取得していた企業の証券が最も信用力が低下した。これは、格付機関による格付けが不適切だったのではないかとの疑念を持たせることになった。格付機関はその収入を債券の発行体より得るため、格付機関の利益増大のため、格付審査において、バイアスが発生しているおそれがあると考えられる。また、一方で、投資家が格付けがAAAの証券の場合、格付け以外参考にしていないという過度に格付けに頼った投資家サイドの問題も指摘されている。

(コラム1) 「貸付技術」の獲得の難しさ

アンバンドリングの問題点に関連して、「貸付技術」の獲得の難しさの問題も重要である。すなわち、貸付金融機関の顧客の信用力審査には、長年の顧客との付き合いにより蓄積された内部情報も重要な役割を果たしており (リレーションシップ・バンキングの重要性)、そうした能力を欠く金融機関による融資は不良債権化し、場合によっては金融機関の破綻を招くことになる。

我が国においては、民間金融機関による中小企業への融資が十分でないとの指摘を行う論者がおり、そうした見方に基づき、中小企業向けの公的金融機関 (国民金融公庫、中小企業金融公庫、商工中金) が存在していたが、公的金融改革を巡る議論では、既存の民間金融機関が米国において用いられるスコアリング・モデル等の先進的な貸付技術を有していないため、十分な中小企業への貸出ができないのにすぎず、そうした技術を導入すれば、公的金融機関は不要であるとの主張があった。そうした「中小企業融資に係る貸付技術は、クレジット・スコアリング・モデルを導入すれば、すぐに獲得可能」との主張を背景に、当時の竹中金融担当大臣の顧問であった木村剛氏を中心とした日本振興銀行が2003年に設立され、また石原都知事の強いリーダーシップの下、2005年に新銀行東京が設立された。

そうした主張については、当時から実務家を中心に懐疑的な見方も多かったが、そうした予想どおり、両銀行とも経営に失敗し、事実上破綻した。日本振興銀行は高い金利で預金を集め、危険な融資を継続する典型的なモラルハザードに陥った結果、2010年に破綻し、パイオフ処理されることとなった。また、同行会長であった木村剛氏は検査忌避容疑で逮捕された。新東京銀行も赤字を続け、2008年以降、東京都の財政支援を受け、再建の過程にある。こうした失敗事例は、金融機関にとっての貸付技術獲得の難しさを改めて確認するものとなった。

## ② レバレッジ型金融と投資銀行ビジネスモデルの崩壊

### (世界金融危機前)

世界金融危機以前、欧米の投資銀行は、伝統的投資銀行業務（合併買収のアドバイス、顧客企業の財務戦略のアドバイス）以上に、自己勘定でのトレーディングでの収益に依存するようになった。特に債券で調達した資金を原資にリスクを取った自己勘定取引を行うレバレッジ型金融に従事し、高い収益率をあげた。英米のみならず、欧州大陸諸国においても、かつては伝統的商業銀行の一つのモデルと考えられていたドイツ銀行が買収等を通じ、急速に投資銀行化していった。我が国においても、以前より、投資銀行ビジネスモデルは、我が国の長期信用銀行の目標と考えられており、また長期信用銀行と同様にリテール業務を持たない日本政策投資銀行の完全民営化後のビジネスモデルとして有力視されていた。

### (世界金融危機後)

リーマンブラザーズの破綻後、米国の投資銀行は資金調達難・株価暴落に見舞われ、破綻寸前の状況に陥る。破綻回避のため、多くの投資家は、他の大口株主を迎えたり、銀行と合併したりした。ゴールドマンサックスもFRBの支援を受けやすい銀行持ち株会社に転換した。こうして、「投資銀行ビジネスモデル」は、リーマンショックにより終焉したと喧伝されることとなった。また、金融危機が進展する過程では、市場で調達した資本は「逃げ足が速く」、ポジションの急激な悪化をもたらした。

このように、日本政策投資銀行の完全民営化後のビジネスモデルの一つであった投資銀行という事業形態自体が消失してしまうこととなった。

### (コラム2) 我が国における長期信用銀行の消失

我が国においては、債券を発行して資金を調達し、貸付を行う金融機関として、長期信用銀行が存在していた。長期信用銀行は、金融債を発行し、資金を調達し、事業法人（基本的に大企業）に対し長期資金の提供を行った。長期信用銀行は、高度成長期には大企業の設備投資資金を提供し、我が国の経済成長に貢献した。

しかし、我が国の資本市場が発達し、大企業が自ら社債を発行し、直接、資金を調達するようになると、その存在意義は小さくなっていった。このため、バブル期には不動産関連融資等に運用先をシフトしていったが、バブル崩壊により多額の不良債権を抱えることになった。特に、不良債権からの損失により、自らの信用力が低下していったことは、長期信用銀行というビジネスモデルに深刻な疑問を投げかけた。すなわち、格付けの劣る金融機関が債券で資金を調達して、自らよりも格付けの優れた事業法人に融資を行っても、

信用力に応じた金利設定がなされる限り、逆ザヤとなり収益を得るところか、損失を被ることになる。何らかの特別な審査能力やリスク管理能力がない限り、長期信用銀行という事業形態は非常に脆弱な収益構造を持っていることになる。

長期信用銀行のうち、日本長期信用銀行および日本債券信用銀行は破綻し、日本興業銀行は、第一勧業銀行・富士銀行というリテール部門を有する都市銀行と合併し、みずほフィナンシャル・グループを結成した。旧長銀を継いだ新生銀行および旧日債銀を継いだあおぞら銀行も、長期信用銀行ではなく、普通銀行を選択しており、長期信用銀行は我が国から消えたのである。

### (コラム3) 独ポストバンクのドイツ銀行による買収

国営郵便ドイツポストの銀行部門の一部であったポストバンクは1990年に分轄されたが、赤字経営が続き、1999年にはドイツポスト(郵便)の完全子会社となった。その結果、業況が好転し、2004年には株式上場がなされるに至った。その後は、住宅ローンに強い建築貯蓄公庫のDSLやBHW等の買収等を通じ、業容を拡大させ、我が国郵便貯金の民営化のモデルともみなされていた。

他方、ドイツのユニバーサルバンクを代表するドイツバンクは、投資銀行の買収等を通じ、次第にその性格を変え、収益の3/4を、投資銀行業務に依存するようになっていた。ポストバンク上場時に、同社株の一部を保有していたドイツ銀行だが、ポストバンクを100%子会社に転換することとした。今後、ポストバンクは、ドイツ銀行グループのリテール部門の一つと位置付けられることとなった。

## ③ “Too Big to Fail”と事前規制の必要性を巡る見方

### (世界金融危機前)

危機前には、金融機関についても事後規制があれば足り、破綻した金融機関の預金者に対する預金保険機関等、最小限のセーフティー・ネットがあれば足るとされ、過剰な事前規制はイノベーションを阻害し、金融機関救済はモラルハザードを助長するとされた。

### (世界金融危機後)

リーマンブラザーズの破綻は世界規模の金融危機を引き起こし、一定以上の金融機関については破綻コストが巨大となり、実際には救済せざるをえないことが認識された。このため、ボルカールールに代表される事前規制の導入が検討されることとなった。

#### ④ 金融機関の高額報酬を巡る見方

(世界金融危機前)

金融機関経営者の高額報酬は、能力の高い経営者を確保し、適正なインセンティブを与えるためにはストック・オプション等は不可欠とされた。エンロン事件後、コーポレート・ガバナンスの強化等の見直しは進んだものの、金融機関については、実際に収益があがっていたことから、経営者・幹部社員へ的高額報酬は、高い能力に見合ったものであり、経済学的には否定されるべきでないとの見方が有力だった。

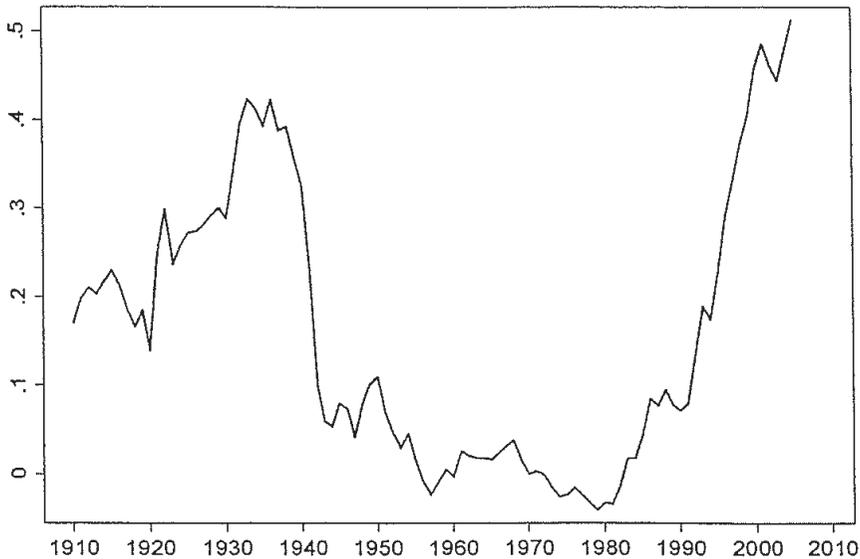
(世界金融危機後)

リーマンショック後に多くの金融機関が破綻し、それまでの金融機関の高収益はレバレッジ型金融に基づくハイリスク・ハイリターン投資（しかも、ハイリスクは様々なピークルにより隠蔽されていることも多かった。）が運よく成功していた側面が強いことが明らかになった。実証研究においても、金融機関の経営者の報酬および従業員の賃金は、教育水準等を考慮しても、1980年代以降、他の部門と比較して非常に高い水準となっていることが指摘されてきている。

図表1は、Philippon and Reshef (2012) が、金融部門での賃金水準と他の民間部門（非農業）の賃金水準を比較し、金融部門での賃金水準がどれだけ高い賃金水準となっているかの比率（賃金プレミアム）の推移を見たものである。（年齢・性別・学歴等については適宜、調整を行っている。）金融部門の賃金プレミアムは、1980年代後半以降、拡大を始め、2006年までには平均して50%も高い賃金水準となっていた。また、金融機関の経営者の報酬についても、同様の動きが見られた。（大変、興味深いことに、歴史上、このような金融部門の相対的な賃金水準の高騰が見られたのは、1920～1930年代にかけてのことである。この時期は米国経済でバブルが膨らみ、大恐慌が引き起こされた時期に当たる。）Philippon and Reshef (2012) は、この賃金プレミアムの半分程度は、金融機関における雇用所得がよりリスクを伴うようになったことの見返りとして説明可能としているが、それでも残りの約24～31%の賃金プレミアムはパズルであると認めている。また、金融機関の賃金プレミアムの歴史的推移については、金融規制が自由化されると、増加する関係にあることを指摘している。

金融機関経営者の高額報酬、特に巨額のストック・オプション等は経営者に短期的な利益を求めた高リスクの取引を促す。このため、欧米諸国においては、銀行の高額報酬に対する規制や課税が強化されることとなった。（世界金融危機後の欧米における課税強化の内容については、國枝（2012）を参照されたい。）

図表1 金融部門での賃金プレミアム



(出所) Philippon and Reshef (2012) , Figure X, B

⑤ ファニーメイ・フレディマックの破綻<sup>2</sup>

(世界金融危機前)

自ら融資を行う住宅金融公庫と異なり、保証付与等により、モーゲージの証券化を図る米国の公的住宅融資の政府支援機関（GSE）であるファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）およびフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）は、我が国の公的住宅金融改革のモデルとなるべき存在と考えられていた。住宅金融公庫の改革においても、民間金融機関の住宅ローンの証券化を支援する機関への改組が行われた。

(世界金融危機後)

質の劣るモーゲージを大量に買い込んだファニーメイ、フレディマックは巨額の損失を出し、破綻した。その後、借り手保護等の観点から、巨額の公的資金が投入され、厳しい批判を浴びつつ、公的管理下に置かれた。その廃止の方向性は示されながらも、他方、米国の景気回復のため、住宅金融支援も必要とされており、今後の行方は不明の状況である。

2 欧米各国での住宅金融市場の概要については、住宅金融支援機構調査部（2013）に詳しい。

#### (コラム4) 米国の公的住宅金融改革を巡る論議

今後の米国の住宅金融市場の改革については、2011年2月に財務省および都市開発住宅省が共同で、議会への報告書を公表している。(両省の報告書以外の提案については、Jaffe and Quigley (2013) を参照されたい。) その中で、ファニーメイ・フレディマックの破綻につき、2001～2005年まではモーゲージ市場が活性化しても、両社は慎重な姿勢を続けていたのに、2006～2007年の間にシェアおよび利益拡大のため、質の悪いモーゲージまで取り扱うようになり、不動産価格の下落により巨額の損失を被って破綻したことを説明し、そのいくつかの原因を指摘している。

- ① 利益を追求する両社の構造(株式会社形態、弱い監督)により、両社に課せられた公の使命が軽視された。
- ② 両社に対する暗黙の政府保証があるとの一般の認識が両社による取引を有利にした。
- ③ 両社に対する自己資本規制が不公平かつ不適切であった。
- ④ 両社に対する監督体制は、弱く、有効ではなかった。

同報告書は必要な改革として、まずファニーメイとフレディマックを縮小・廃止することを明らかにし、次のような秩序だった形で実施することを提案した。

- ① 両社の低い保証料が民間による保証を阻んでいたとして、保証料の引上げ
- ② まず民間による保証を求め、それが得られない場合に両社による保証
- ③ 保証最大額の引下げ
- ④ ファニーメイとフレディマックの投資ポートフォリオの段階的縮小・廃止(年10%(その後、15%に強化)ずつ圧縮。)

さらに、ファニーメイとフレディマックに代わり、政府機関の連邦住宅局が低中所得者および初めての住宅購入者に対するモーゲージへの信用保証(保険)を提供する。ただし、最大保証額引下げ、保証料引上げも同時に実施し、連邦住宅局がシェアを拡大しないように図る。また、連邦住宅貸付銀行(民間金融機関による共同出資で設立された全米12の銀行)が中小金融機関への支援を強化する。既存の住宅金融関連の政策を調整する。

長期的な目標については、まずモーゲージ融資への国民のアクセスの確保、住宅投資へのインセンティブ付与、納税者保護および財務的・経済的な安全性をあげる。その上で、論者の中には、住宅金融の完全民営化や逆に事実上の国営化という極端な意見を述べる者もいるが、前者は危機時の対応ができず、後者は非効率が生じるのでその間に正しい改革の方向性があるとする。具体的な選択肢として次の3つを提案している。

① 連邦住宅局等の保険以外は民営化

→連邦住宅局の保険の対象とならない者には公的支援なし

② 連邦住宅局等の保険以外は民営化だが、危機発生時に信用保証メカニズムを強化

→通常の場合の保証料を高めを設定し、保証を抑制するが、危機時には多少保証料が高くとも保証を求める者を救済する。(あるいは民間保証の最大額を定める方法もある。)

③ 連邦住宅局等の保険以外は民営化。しかし、特定のモーゲージについては、政府が重大災害等発生時の再保証を提供。

この3つの選択肢の中で、最も注目を浴びているのは、③の選択肢であり、その際の政府の再保証の範囲と方法につき議論が行われている。Jaffe and Quigley (2013)においては、③の問題点として、重大災害等発生時の再保証が、(必ずしも合理的ではない)住宅購入者に対する有効なインセンティブとなりえないのではないかと疑問を呈している。

また、Jaffe and Quigley (2013)は、様々な議論の中でも、信用保証を行う機関については、透明性とアカウントビリティが不可欠で、ファニーメイとフレディマックの失敗に鑑みれば、官か民かをはっきりさせることが重要であることにコンセンサスがあると指摘している。

いずれにせよ、米国における住宅金融市場と公的支援の在り方については、今後とも議論が続くものと考えられる。

### (3) その他の最近の重要な動き

① 各国の政府系ファンドの影響拡大

最近の世界の金融システムにおいて、伝統的な機関投資家(銀行、保険、年金基金等)に加え、重要な役割を果たすようになってきたのが、少数投資家を対象とする投資ファンドである。その投資分野により、企業価値を高めて収益を売ることを目的とする企業買収ファンドや事業再生ファンド、金融派生商品を積極的に活用して、相場の上下に関わらず、収益を目指すヘッジファンド等に分類される。世界金融危機においては、特にレバレッジを極端にさせたヘッジファンドの存在が問題視され、規制強化が図られることとなった。

これらのファンドは、民間資金によるものだが、政府の関与するファンドも登場するようになってきた。

国際的には、2000年代の新興国の経済発展および資源価格の高騰を背景に、国際金融システムにおいて注目を浴びる存在となってきたのが、政府系ファンド(SWF(Sovereign Wealth

Fund))である。政府系ファンドは、政府が、天然資源からの収入や貿易黒字に伴う外貨準備増等を原資に、内外の資産への投資を行っている。外国債のみならず、海外の大企業への投資も行っており、その影響力を拡大してきている。代表的な政府系ファンドとしては、産油国のアブダビ、クウェート、サウジアラビア、さらにはノルウェーのファンド、外貨準備を背景とする中国、シンガポール等のファンドがある。これらのファンドについては、民間ファンドとは異なり、収益性の追求以外の政治的思惑に基づき運用される場合があるのではないかとの懸念が持たれている。例えば、Bremmer (2010) は、中国・ロシア・産油国等による「国家資本主義」が興隆しつつあるとの見方を示している。こうした懸念に対し、2008年には、IMFが政府系ファンドの行動規範をまとめた「サンチアゴ原則」が公表され、政府系ファンドの政策目的の公表等の透明性の確保や健全なガバナンス体制が求められることとなり、また投資受入国については、OECDが安全保障上の懸念が生じた場合を除き、原則無差別との規範を策定した。(これらの行動規範の詳細は、神山(2009)参照。)なお、政府系ファンドによる海外の民間企業への投資以外にも、インフラ輸出等において、各国政府が積極的支援を行う事例が増加しており、我が国としてそうした他国政府の支援にどう対抗していくのが問題となってきている。

## ② 日本国内での様々な官民ファンドの設立

我が国においては、2003年に不良債権問題の早期解決のために、預金保険機構及び農林中央金庫の出資を受け、特殊会社である産業再生機構が設立され、カネボウやダイエーといった債務超過の企業の事業再生支援が行われた。産業再生機構は、2007年に解散したものの、2009年に官民の出資により、認可法人である企業再生支援機構が設立された。同機構は、当初、地方の過大な債務を負う企業や第3セクターの事業再生を目的としていたが、大企業も対象とすることとされ、2010年には経営破綻した日本航空の支援を行うこととなった。この企業再生支援機構は、さらに2013年には地域経済活性化支援機構に改組され、事業再生支援、新事業・事業転換および地域活性化事業に対する支援により地域経済の活性化を図ることとされている。

また、2009年には、国の財政投融资特別会計からの出資および民間(日本政策投資銀行・商工組合中央金庫を含む)の出資を受け、産業革新機構が設立された。同機構は、産業や組織の壁を超えた“オープンイノベーション”の考えに基づき、新たな付加価値を創出する革新性を有する事業に対して「中長期の産業資本」を提供すると同時に、取締役派遣などを通じた経営参加型支援を実践し、企業価値の向上を全面的に支援していくことを目的としている。同機構は、既に国内に限らず、米国のITベンチャーなども含め海外の事業にも出資するなど、非常に幅広い事業に出資をしている。

さらに、農林漁業分野においても、本年、国の財政投融資特別会計および民間の出資を得て、農林漁業成長産業化支援機構が設立された。同機構は、1次産業としての農林漁業と、2次産業としての製造業、3次産業としての小売業等の事業との総合的かつ一体的な推進を図り、地域資源を活用した新たな付加価値を生み出す取組を行う、農林漁業者と他産業の事業者が連携し、共同出資する会社（6次産業化事業体）を支援するファンドに出資することを目的としている。

それらに加えて、安倍政権下での緊急経済対策においては、さらに多くの官民ファンドの設立が決定された。例えば、耐震・環境性能を有する良質な不動産形成のための官民ファンド創設、クールジャパンを体現する日本企業の支援のための官民出資による株式会社によるリスクマネーの供給等が含まれる。また、財政投融資特別会計出資による国際協力銀行（JBIC）の日本企業の海外展開支援のためのファシリティの創設および日本政策投資銀行におけるイノベーション強化のためのファンドの創設も示されている。

こうした官民ファンドの乱立とでも呼べる状況についても、経済学的な観点から分析が行われる必要がある。

## 4. 金融環境の変化と我が国公的金融の在り方

### (1) 公的金融のもたらす非効率性を考える場合の留意点

#### ① 「民でできることは民に」の意義

同じ業務を公的事業者と民間事業者が行った場合、提供するサービスに違いがなければ、重要なのは、その業務を行うコストである。一般に、官の行う事業は競争の欠如等により、非効率性（X非効率性）が生じると指摘される。メディア等でよく取りあげられる例としては、大阪市バスの高コスト体質と私鉄経営バスの効率的な経営がある。そうした場合、同じ業務を行うとしても、民間が行うことにより、官と民のコストの差だけ、コストを削減することができる。

しかし、民間金融業務において、何らかのレントが生じているとすると、「官から民」への移行に伴う効率性の向上は限界的になりうる。上述のように、欧米の民間金融機関については、その高額報酬に過大なプレミアムが含まれていると考えられてきている。我が国の民間金融機関の経営者の報酬については、欧米ほど高額ではないものの、他産業の比較では相対的に高い水準にあると考えられてきた。このように、金融部門においては、単純に公的金融機関から民間金融機関に業務を移転すれば、より効率的な金融仲介がなされるといったわけではないことに留意する必要がある。

② 悪しき「民業の補完」の弊害：民にできない業務を官が過剰に実施すること、または能力不足のまま行うことがもたらす非効率

より重要な問題点は、むしろ民ではできない分野において、政府が過剰な介入を行うことである。民にはできない業務は多くの場合、資本コストよりも低い収益率しか見込めない投融資であることを意味する。そうした投融資が正当化されるのは、外部性や情報の非対称性等による市場の失敗が存在する場合のみである。しかし、市場の失敗が存在する場合でも、政府の失敗もありうる（池尾（2006））。特に、政府が特別利益団体からの圧力等を背景に非効率な過剰融資が行われるおそれがある。例えば、國枝（2009）で指摘したように、我が国の中小企業向けの公的金融は、他の先進国と比較してもずば抜けて規模が大きく、過剰な融資が行われていると考えられる。星・カシャップ（2013）は、過剰な中小企業支援が生産性の低いゾンビ企業を存続させることで経済成長を阻害していると批判している。

また、政府の失敗には、社会的に望ましく、民間が実施していない事業でも、政府にそれを適切に実施する能力がなく、結果的に非効率もたらされるケースも含まれる。代表的な失敗例としては、コラムで説明している基盤技術研究促進センターにおける出資事業があげられる。上述のように、最近、様々な公的ファンドが続々と設立されているが、基盤技術研究促進センターのような悲惨な結果を招く可能性も強く、慎重に検討されるべきであろう。

#### （コラム5）基盤技術研究促進センターの悲惨な出資結果

1985年に設立された通産大臣・郵政大臣の共管の特別認可法人「基盤技術研究促進センター」は、産業投資特別会計の資金を原資として、新素材、バイオ等の基盤技術研究に対する出資事業・融資事業を行った。出資事業においては、基盤技術研究のために複数の企業（または大学）の共同研究のために設立する会社に出資し、その研究成果からの特許料収入に基づく配当等により出資金の回収を行うこととされていた。

会計検査院は、2000年度に同センターの検査を行ったが、その出資結果は悲惨なものであった。具体的には、2000年度末までに研究開発プロジェクト会社74社に対し2790億余円の出資（民間出資金も含めると、4,000億円超）がなされたが、特許収入等の総額は30.5億円程度で配当を支払った会社はなく、解散会社からの回収資金も8億余円にすぎず、ほとんどの出資金が失われた。その結果、2003年4月には、基盤技術研究促進センターは廃止された。

基盤技術研究促進センターが、リスクが大きい、事業化までの時間がかかる等の理由で民間では行えない基盤技術研究を実施していたとしても、これだけ多数の出資がほとんど失敗に終わったことは、政府の担当部局にそもそもこうした投資事業を行う実施する能力があるのかという疑問を抱かせるものである。

③ 我が国の公的金融改革は、民営化による単なる業務の効率化ではなく、大幅な業態の転換という側面があることを認識する必要

過去の民営化事例のNTTやJRの民営化の事例は、基本的には既に行っていた業務を民営化して効率化したものである。これに対し、公的金融改革は、かつての財投制度での業態からの大幅な金融機関の業態転換を伴うことの認識が必要となる。その場合、所有権者を完全民間にすれば、自然に望ましい金融機関への変化が実現するわけではない。改革後の業態転換の目標が適切なものでなかった場合には、大きな問題を引き起こしてしまうおそれもある。我が国の郵便貯金、日本政策投資銀行等の改革は、将来のビジネスモデルまで見込んだ上で、検討される必要がある。

(2) 郵便貯金の業務拡大についての考え方

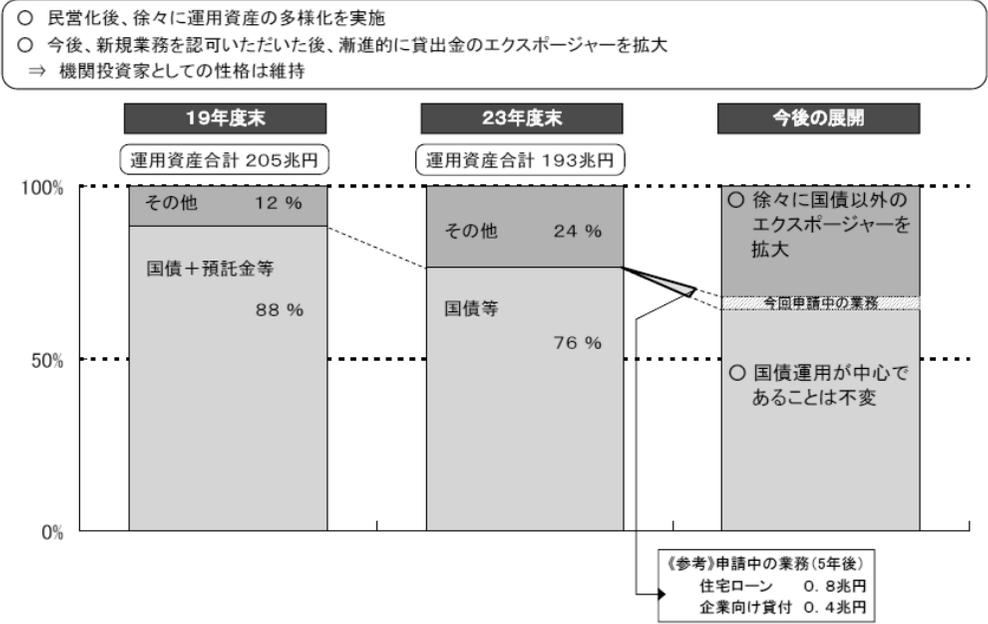
① 最近の動き

郵政民営化は紆余曲折を経たが、2012年4月に改正民営化法が成立、2012年10月に4社体制（日本郵政、日本郵便株式会社、ゆうちょ銀行、かんぽ生命保険）に移行した。ゆうちょ銀行とかんぽ生命保険の株式は、その全部の株式を処分することを目指し、両社の経営状況、ユニバーサルサービス確保の責務の履行への影響を勘案しつつ、できる限り早期に処分することとされ、日本郵政の株式については、政府が引き続き1/3以上の株式を保有するが、東日本大震災の復興費用確保のため、日本郵政の経営状況、収益の見通しその他の事情を勘案しつつ処分の在り方を検討し、その結果に基づいて、できるだけ早期に処分することとされた。

そして、ゆうちょ銀行・かんぽ生命保険の業務範囲については、最終的な民営化が実現するまでの間、郵政民営化委員会の意見を聴取の上、政府が認可することとされた。この枠組みを受け、2012年9月に個人向け貸付け業務（住宅ローン、カードローン、目的別ローン等）、損害保険募集業務（住宅ローンに伴う長期火災保険）および法人等向け貸付け業務につき、認可申請を行った。ゆうちょ銀行自体は、「機関投資家として、リスクの多様化を図りつつ国債を中心に運用。今回の個人向けローンは、個人が必要とする基本的金融サービスを充足するものであり、また、法人等向け貸付けは、信用リスク資産拡大に資するもの」（ゆうちょ銀行の第87回郵政民営化委員会（2012.10.18）資料）（図表2）としている。

図表 2：ゆうちょ銀行の運用資産の推移

運用資産の推移



(出所) ゆうちょ銀行の第87回郵政民営化委員会 (2012.10.18) 資料

郵政民営化委員会における検討においては、民間金融機関から、民業圧迫との指摘等がなされ、また従来行ってきた媒介業務と異なり、貸付け業務を行うために相応の内部管理体制が必要であるのにそうした整備が十分なされていないことが指摘された。(第93回郵政民営化委員会 (2012.12.12) における全国銀行協会説明資料参照。) だが、そうした指摘にもかかわらず、2012年12月18日に、郵政民営化委員会は、個人向け貸付けにおいては、ゆうちょ銀行の本社および直営店による住宅ローンの販売を認め、法人向け貸付けについては、中小企業への貸付は認めなかったものの、一定の条件の下、大企業向けに限定して貸付を認める意見を、金融庁長官に提出した。

他方、金融庁における審査においては、個人向け・法人向けの貸付け業務の業務遂行能力や内部管理体制について懸念があり、ゆうちょ銀行から十分な説明がないことが指摘されている(第93回郵政民営化委員会 (2012.12.12) における金融庁からの説明)。2013年2月には、麻生金融担当大臣から「郵便局に融資審査能力などない」との発言も出るなど、ゆうちょ銀行の業務遂行能力や内部管理体制に疑問が持たれている状況である。このため、2013年4月には個人貸付け・法人貸付けの新規業務を開始するとの当初のゆうちょ銀行の目算は狂い、本稿執筆時点(2013年4月)において、ゆうちょ銀行の新規業務については、金融庁はまだ認可

していない。

## ② 検討

民間金融機関や金融庁から疑問視されているように、ゆうちょ銀行の業務拡大の重要な問題点は、貸付技術の蓄積が十分ない金融機関が貸付業務を行おうとしていること自体にある。日本振興銀行の破綻や新銀行東京の経営状況の悪化による東京都の追加出資に見られるように、貸付技術は容易に獲得できるものではない。ゆうちょ銀行側は、スルガ銀行の住宅ローンを媒介した経験を強調するが、自らリスクを負わない媒介業務と、自らリスクを負う貸付業務では、求められる能力に大きな違いがある。住宅ローンにしても、審査、債権管理（資金回収含む）等の能力が必要であるし、中小企業への融資ともなれば、中小企業の経営状態に対する判断も必要になってくる。

特に、（民業圧迫との批判を踏まえてか、）ゆうちょ銀行は他行が積極的に取り組んでこなかった顧客を重視する点には注意が必要である。具体的には、ゆうちょ銀行は、他行が積極的に取り組んでこなかった転職者、自営業者、シニア等向けの住宅ローンに積極的に取り組むとしているが、こうした顧客は元々リスクが高いため、民間金融機関でも貸付が難しかった層であり、民間金融機関を上回るリスク管理体制を保有しているわけではないゆうちょ銀行が貸付を実施すれば損失を被るおそれが強い。（関連国会議員の中には、低所得者への貸付を積極的に進めるべきとする者もいるが、それでは米国のサブプライム・ローンと同様の問題を抱えることになる。）

民営化した後は、市場の競争に任せ、ゆうちょ銀行の経営失敗時には破綻処理を行えばよいとの見方も、金融危機後の“too big to fail”を踏まえた事前規制を図るとの考え方には合致していない。我が国の預貯金の4分の1ほどを抱える巨大金融機関であるゆうちょ銀行は、“too big to fail”の対象とするのが適当であり、適切な事前規制や事業転換の方向性について示すことが必要となる場合もありうる。以下に、貸付技術の欠如を前提に、考えられるゆうちょ銀行の今後のいくつかの方向性につき考えてみる。

## ③ ゆうちょ銀行の今後の方向性の選択肢

### (i) ナローバンクとしての経営・規制

十分な貸付技術がないことを前提とすれば、ゆうちょ銀行の業務範囲を規制し、ナローバンク化することも考えられる。ここで「ナローバンク」とは、「対民間融資業務を預金業務から分離した銀行」（小早川・中村（2000））をいうが、論者によってより詳しい定義は異なる。過去の代表的な提案を小早川・中村（2000, 表1）に従い、分類すると以下のとおりとなる。

	短期安全資産に運用を限定	長期安全資産への運用も許可
預金業務を貸出業務から完全分離	ピアス提案 (Pierce (1991))	ライタン提案 (Litan (1987))
預金・貸出業務の融合		ブライアン提案 (Bryan (1991))

さらに、「預金」については、「要求払い預金」(ゆうちょ銀行では「通常貯金」)は必ず含めるが、定期性預金やMMFの取扱いについては議論がある。

金融危機以後、金融規制の強化のあり方として、ナローバンクによる規制を行おうという提案は、何人かの論者から出されている (Kay (2010))。これらの提案は、金融システム全体に関するものだが、郵便貯金をナローバンクとしようという提案は、全国銀行協会 (2004) ほかの多くの論者からなされていた。ただし、全国銀行協会 (2004) の提案は、完全民営化の場合には業務規制は不要だが、政府出資が残る場合には、郵便貯金のナローバンク化が必要というものであった。全国銀行協会 (2004) のいうナローバンクとは、通常貯金のみを預金とするもので、貯蓄性商品である定額貯金等については、取扱いを認めず、既存の定額貯金等は整理勘定への移管を求めるかなり厳しい規制を想定していた。他方、Kashyap, Rajan and Stein (2002) は、預金・貸出業務の双方が流動性ニーズを有する場合に両業務を同一の金融機関が営むことで相乗効果が生じる可能性を指摘しており、小早川・中村 (2000) は、限定的な貸出のみを行うナローバンクが望ましい可能性を指摘した。

ゆうちょ銀行が不十分な貸付技術しか保有していないことを考慮すれば、ゆうちょ銀行株の完全売却以降も、基本的に安全資産での運用を義務付ける形の (広義の) ナローバンク化は、依然、ゆうちょ銀行の今後の在り方として有力な考え方である。その際、全国銀行協会 (2004) の提案したような、要求払い預金しか認めないような厳格なナローバンクである必要はなく、負債サイドでは、国債運用で利子支払いが可能な範囲での貯蓄性預金、さらにはMMF等も認めてよいだろう。運用サイドにおいては、国債やその他の安全資産への投資を基本にすべきで、自らリスクを負う貸付業務は原則行わないことが考えられる。

なお、決済業務に関連して、海外送金については、国内金融機関を通じた送金は非常に割高であり、ゆうちょ銀行が参入することが望まれる。(割高な海外送金手数料が、中国人等による地下銀行ビジネスを招いた側面もある。) その際の提携先としては、例えば、国際送金サービスの大手ウエスタン・ユニオン等が考えられよう<sup>3</sup>。

3 現在、セブン銀行がウエスタン・ユニオンと協力して、海外送金サービスを実施している。

## (ii) 貸付技術を有する金融機関との連携・合併

貸付技術が不足しているゆうちょ銀行にとって、もう一つの選択肢は、貸付技術を有する他の金融機関との連携・合併である。ドイツのポストバンクも、2000年代に建築貯蓄金庫を買収し、住宅ローンの取扱いを拡大した。その後ポストバンクはドイツ銀行の子会社となり、現在、ドイツ銀行グループのリテール部門の一部となっている。我が国においても、ゆうちょ銀行の株式が全額売却されれば、ゆうちょ銀行による他の金融機関の買収（あるいはゆうちょ銀行に対する他の民間金融機関による買収）が考えられないわけではない。

他方、後述するように、（完全民営化後の）日本政策投資銀行や他のいくつかの民間金融機関のように、投融資の技術は持ちながらも、安定した資金調達先を持たない金融機関にとって、巨大なリテール部門を有し、安定した資金源を有するが、運用能力に欠ける金融機関は望ましい提携相手である。

## (3) 日本政策投資銀行の役割

日本政策投資銀行の民営化の課題は、一貫して将来のビジネスモデルが不透明なことである。同行の危機対応業務を除いた業務の主要な資金源は債券等であったが、既に金融債発行を資金源としてきた長期信用銀行は、全て普通銀行に転換しており、民営化後、長期信用銀行をビジネスモデルとした業務運営を行うことには現実味がない。さらに、金融危機前には、米国の投資銀行を一種の目標とする考え方が存在したが（金子（2007））、金融危機により米国の投資銀行ビジネスモデル自体が崩壊してしまった。日本政策投資銀行自体は、「投融資一体型の金融サービスを行う専門性の高い金融機関」として、ビジネスモデルを確立とするとしているが、米国の投資銀行モデルが崩壊した現在、その具体像は不明である。その意味では、日本政策投資銀行の将来の不透明さは、我が国の公的金融改革が業態の大幅な転換を伴うことを十分考慮せずに、民営化を拙速に推進してしまったことに原因があると言えよう。

他方、危機対応業務の方は、リーマンショック後の危機対応業務に加え、東日本大震災に対応する危機対応業務にも従事するなど、同行の業務の大きなウエイトを占めている。その関係で、完全民営化の時期は先送りされ、2015年4月1日からおおむね5～7年後の目途として完全民営化するとされ、また、政府は2014年度末までを目途として、政府による株式の保有のあり方を含めた同行の組織の在り方等を見直すこととされている。

今後の日本政策投資銀行の望ましい在り方を論じることは難しいが、債券での資金調達を中心とした金融機関というビジネスモデルが難しい中、一つの選択肢は、リテール部門は強力だが、運用面に問題を抱えた金融機関と連携していくことであろう。具体的には、完全民営化後のゆうちょ銀行との連携が考えられる。

もう一つの選択肢は、我が国において増加してきたファンド型の公的投資機関（産業革新機構等）が、後述のとおり、必ずしも十分な投融資能力を有していないことに鑑みれば、そうしたファンド型公的投資機関と元々、投融資先が重複する日本政策投資銀行が連携、場合によっては統合していくことが考えられよう。

#### (4) 住宅金融支援のあり方

##### ① 世界金融危機後の住宅金融支援機構の組織形態を巡る検討

リーマンショック前の2007年12月の独立行政法人整理合理化計画において、特殊会社化を含め機構のあり方を検討し、2年後に結論を得ることとされていたため、2009年には国土交通省住宅局長の私的諮問委員会による検討を踏まえた「住宅金融のあり方に係る検討会報告書－住宅金融支援機構の組織形態を中心として－」がまとめられたが、具体的な組織形態については、株式会社型のガバナンスを導入できる組織形態が望ましいとする意見と独立行政法人の法人形態が望ましいとの意見の両論併記に留まっていた。さらに、民主党政権下において、2012年1月の「独立行政法人の制度及び組織の見直しの基本方針」の指摘を受け、内閣府に調査会が置かれ、2012年6月には、「住宅金融支援機構の在り方に関する調査会報告書」がとりまとめられた。

同報告書においては、民業補完の視点を踏まえ、①証券化支援業務の保証型の活用、②機構MBSの商品設計の見直しを行うことで、民間によるMBS発行を促し、機構MBSに偏らないMBS市場の成熟化を目指すとされた。問題の機構の組織形態の在り方については、機構は市場を活用しつつ、官が実施すべき業務に集中する政策実施機関という位置付けを明確化し、そのため、「行政法人」（上記の独立行政法人の制度及び組織の見直しの基本方針の中で、独立行政法人制度に代わる法人制度とされた法人形態）となるのが適当であるとした。その上で、市場を活用するという特性に鑑み、株式会社を参考にしてガバナンスを強化するとされていた。行政法人が望ましいとする理由としては、会社更生法の対象となる株式会社等の組織形態では、機構MBSの金利スプレッドが拡大するなど、MBS市場に混乱が発生する等が強調されている。

しかし、2012年5月に国会に提出された独立行政法人通則法改正案等は、同年11月に廃案となり、政権交代後の安倍内閣においては、独立行政法人の見直しについては、「独立行政法人の制度及び組織の見直しの基本方針」（平成24年1月20日閣議決定）は、それ以前より決定していた事項を除いて当面凍結し、独立行政法人の見直しについては、引き続き検討し、改革に取り組む（2013.1.24「平成25年度予算編成の基本方針」）とされ、住宅金融支援機構を含めた独立行政法人の在り方については、本稿執筆時（2013年4月）ではまだ確定していない状況にある。

## ② 検討

上述のように、住宅金融公庫から住宅金融支援機構への改革に当たっては、米国のファニーメイやフレディマックがその目標とされたが、世界金融危機の中、ファニーメイやフレディマック自体が破綻し、米国ではその問題点が広く指摘されるようになった。上述の世界金融危機以降の住宅金融支援機構の組織形態を巡る議論においては、米国のファニーメイやフレディマックの破綻も当然考慮されているが、十分な議論がなされたとは必ずしも言えない。このため、ここでは、2011年2月の米国財務省および都市開発住宅省の報告書およびその後の米国での議論も踏まえつつ、望ましい住宅金融への公的関与の在り方につき簡単な考察を行うこととする。

コラム4でも説明したように、同報告書は、米国のファニーメイやフレディマックの失敗の要因として、両社が官民の両側面を合わせ持つことを背景に、利益追求のため、ハイリスクの質の悪いモーゲージも対象としたこと、暗黙の政府保証があるとの認識が存在すること、両社に対する規制・監督が不十分であること等をあげている。そうした理解に基づき、官民が明確に分離されていないファニーメイやフレディマックを段階的に縮小し、最終的に廃止する一方、低中所得者や住宅の初取得者へのモーゲージを対象を限定した政府保証を、政府機関の一部である連邦住宅局が付すこととされた。今後の選択肢としては、Jaffe and Quigley (2013) も指摘するように、連邦住宅局の信用保証の対象以外のモーゲージにつき、重大な災害時のための再保証を付す等の措置等を認めるかが議論になっている。

他方、我が国の「住宅金融支援機構の在り方に関する調査会報告書」（2012年6月）においては、住宅金融支援機構が株式会社等の組織形態にすると、機構MBSの市場での評価に悪影響を与え、混乱をもたらしかねないとの意見が市場関係者の間にあることが強調されているが、これは逆に言えば、市場関係者が機構MBSに政府の暗黙の保証が付されていると認識していることを意味している。政府の暗黙の保証が付されたMBSは、他の民間主体が発行するMBSよりも有利に取引されるため、民間主体のMBS市場を阻害する一因となり、また機構の行動にモラルハザードをもたらすことになる。米国での議論を踏まえれば、住宅金融支援機構が行っている証券化支援業務のうち、政府の暗黙の保証と受け取られかねない買取業務を縮小・廃止し、明確な条件が付された形での保証型に特化することを検討すべきであろう。（同報告書でも、保証型の活用は指摘されており、方向性は一致しているが、より積極的に保証型への特化を進めていく必要がある。）また、同報告書では、リスクへの備えの強化のため、機構の利益から資本準備への積み増しを認めることを提言しているが、米国での議論を踏まえれば準備金ではなく、機構が国に保険料を支払い、条件を明確にした再保険をかけることで、政府による保証の範囲を明確にしていくことが考えられよう。

もっとも、世界金融危機以降の米国の住宅貸付債権の証券化については、民間金融機関による証券化も世界金融危機で壊滅的な打撃を受け、未だ回復していないところである。また、一方で景気回復のため、FRBがファニーメイ、フレディマック等のMBSを購入するなど、むしろ短期的には積極的な住宅投資促進策が講じられている。このように、米国住宅金融システム全体が未だ安定しておらず、今後の在り方を検討する上で重要な参考例となるであろう米国の公的住宅金融支援改革の行方も明らかでない状況にある。

我が国においても、今後の消費税増税の影響等により、住宅投資の今後の動向に不透明感があるのも確かである。そうした現実を踏まえれば、米国の改革の動向等を注視しつつ、拙速な結論を避け、十分な検討を行った上で、我が国における住宅金融支援のあり方についての最終的な結論を得ていくのが適当と考えられる。

## (5) 官民ファンドの問題点

### ① 最近の公的ファンドの増加の理由

民間での企業買収ファンド、事業再生ファンド等のファンドの役割の拡大を背景としながら、最近、官民ファンドが増加している理由はいくつか考えられる。第一には、リスクマネーの供給の必要性である。例えば、我が国のベンチャーの資金調達において不足しているのは、シードまたはアーリーステージの資金供給であるとの指摘は過去からなされている（例えば、ベンチャーエンタープライズセンター（2012））。また、事業再生の際の金融支援もその性格上、高いリスクを伴うものとなる。第二には、政府単独の投融资事業の非効率性が批判される中、民間の関与により、効率的な運営が期待されるとの見方が存在することである。第三には、財政当局にとって、出資金や政府保証による支援は、補助金と違い、直ちに財政赤字拡大につながるため、認めやすいといった事情がある（日本経済新聞2013.3.8「(官民ファンド光と影) (上) 見切り発車、次々創設」）。また、民間企業からの出資があれば、少ない財政的支援でも事業規模を確保しやすいということもある。第四に、財投改革で既存の公的金融機関が廃止・縮小となってしまったため、緊急経済対策で公的金融支援を行う際に新たな機関の創設が必要となった側面もある。さらに、経済産業省等の天下り団体の拡大再生産が狙いではないかとの皮肉な見方も存在する（日本経済新聞2013.1.10「新政権下、『官民基金』が目白押し」）。

### ② 検討

民間において、企業買収ファンドや事業再生ファンドに用いられる組織形態は、プライベート・エクイティ・パートナーシップと呼ばれるものである。この形態では、ジェネラル・パートナーがファンドを組成し、投資先を探す。また、機関投資家等からなるリミテッド・パート

ナーが多くを出資する。そして、パートナーシップは、典型的には10年以内の期限を有し、利益は全て分配され、再投資はなされない。なお、利益金の分配においては、ジェネラル・パートナーは、通常、ファンドの資金の1～2%の手数料と20%の利益分配金を受け取り、リミテッド・パートナーは最初に出資金の払い戻しを受けるが、それを越えるファンドの利益は80%のみを受け取る。従って、ジェネラル・パートナーはファンドの利益を最大化する非常に強いインセンティブを持つ。(プライベート・エクイティ・パートナーシップのガバナンス構造の優れた点については、Brealey, R., S. Myers, and F. Allen (2006) を参照されたい。) こうしたガバナンス構造を持つファンドが急速に増加した背景には、通常の株式会社において、経営者が、企業価値の最大化ではなく、その私的利益の追求を図るおそれがあることがある。

一方、公的ファンドへの政府資金の投入が正当化されるためには、ファンドの投資先の事業に何らかの外部性が存在するなど、社会的便益が存在する必要がある。これは、政府にとって、利益最大化とは異なる政策目標が存在することを意味する。(もし利益最大化が政策目標ならば、全て民間に任せればよく、公的な関与は必要ない。) 従って、官民ファンドには、必然的に社会的便益の最大化という政府の政策目標と企業利益の最大化という民間出資者の目標の2つが存在することとなる。Tirole (2001) のコーポレート・ガバナンスについての有名な論文は、株式会社という組織形態においても、2つの異なる目標を持つことは、結局、経営者が追求すべき目標をあいまいにし、経営者自身が私的利益を追求する余地を拡大してしまうため、問題が多いことを指摘している。その意味で、本来、企業利益の最大化を目指すインセンティブの強化がその特徴であるファンドという枠組みを用いながら、異なる目標を持つ政府と民間が同時に投資する官民ファンドという組織形態は、ガバナンス構造として根本的な問題を有していることになる。

官民の共同出資という形態は、過去においても多くの失敗を招いている。地方自治体と民間が出資して設立した第3セクターの多くは経営に失敗し、関係自治体は重い財政負担にあえいでいる。(皮肉なことに、官民出資の企業再生機構の当初の事業目的の一つは経営の破綻している第3セクターの再生であった。) また、米国のファニーメイやフレディマックの破綻の要因として、両社が官と民という2つの性格を併せ持っていたことが強く指摘され、両者の分離の必要性で関係者のコンセンサスがあることも上述したとおりである。こうした経験に鑑みても、官民ファンドはガバナンス構造として望ましいものではないことが明らかであろう。

また、ファンドの運営能力の欠如も大きな問題である。通商産業省(現経済産業省)と郵政省(現総務省)が共同設立した基盤技術研究センターのほとんどの投資が失敗に終わり、巨額の損失を生じた過去の事例に鑑みれば、同じく経済産業省が主導する産業革新機構等の運営能力に疑問が呈されることになろう。

実際、Tirole (2001) の指摘したように、上述した産業革新機構の投資目的は抽象的であり、現実にも、投資先の選定において、産業革新委員会の審査が行われることとなっているとはいえ、これまでの投資先を見る限り、明確な方向性が示されているとは思わず、投資結果に懸念が持たれるところである。

このように、今回の緊急経済対策では多く設立された官民ファンドには多くの懸念があり、今後、その運営を厳しく注視していく必要があるとともに、さらなる新設については慎重に考えることが適切である。

#### (6) その他

なお、公的金融のあり方に関する他のトピックのうち、中小企業に対する公的支援のあり方については、國枝 (2009) で詳説しているのので、参考にされたい。また、日本政策金融公庫のガバナンス構造についても、國枝 (2009) でその問題点を指摘している。同論文での指摘どおり、全く異なる事業を単に統合しただけの合併はうまく行かず、2012年に国際協力銀行は、日本政策金融公庫から独立することになった。

## 5. 結論

本稿においては、世界金融危機後の公的金融の在り方につき論じた。世界金融危機との関係では、危機対応における公的金融機関による支援の必要性が指摘されることが多いが、それだけではなく、世界金融危機は、それ以前の公的金融改革の議論の前提を大きく変えるものであった。その中には、証券化・アンバンドリングを巡る見方の変化、レバレッジ型金融と投資銀行ビジネスモデルの崩壊、“Too Big to Fail” と事前規制の必要性を巡る見方、金融機関の高額報酬を巡る見方、ファニーメイ・フレディマックの破綻等が含まれる。また、世界金融危機とは直接関係ないが、政府系ファンド (SWF) の国際的な影響の拡大、我が国の相次ぐ官民ファンドの設立等も、最近の大きな変化である。これらの変化を踏まえた上、本稿では、ゆうちょ銀行の業務拡大に関する考え方、日本政策投資銀行の今後の方向性、公的住宅金融支援のあり方、官民ファンドの問題点等を中心に論じた。

我が国の公的金融改革を巡る議論においては、危機対応の必要性以外の、世界金融危機のもたらした議論の前提の変化につき、十分認識されていない議論も少なくない。米国の公的住宅金融改革のように、未だに専門家間で望ましい方向性につき議論が続けられている問題も多く、その帰趨を注視する必要があるとともに、世界金融危機がもたらした金融システムの見方の大きな変化を踏まえたより深い議論が今後なされていくことが強く望まれる。

(参考文献)

- 池尾和人 (2006)、『開発主義の暴走と保身：金融システムと平成経済』、NTT出版
- 大橋和彦・服部正純 (2012)、「金融危機、金融市場、金融仲介機能に関する研究の潮流－危機がもたらした視点・力点の変化の整理－」、IMES Discussion Paper No. 2012-J-8、日本銀行金融研究所
- 金子隆昭 (2007)、「民営化された日本政策投資銀行は銀行になるのか？～株式会社日本政策投資銀行法案～」、『立法と調査』、No.267、2007.4
- 神山哲也 (2009)、「SWF：行動規範の策定と最近の動向」、野村資本市場クォーターリー、2009 Winter
- 國枝繁樹 (2009)、「公的金融の現代的役割に関する諸論点」、『公的金融の現代的役割』、金融調査研究会、2009.7
- 國枝繁樹 (2012)、「金融危機後の金融関連税制」、証券税制研究会編『証券関連税制の論点』、日本証券経済研究所
- 小早川周司・中村恒 (2000)、「ナロー・バンク論に関する一考察－実務的・理論的サーベイ－」、『金融研究』、2000年3月、17-47頁
- 住宅金融支援機構調査部 (編著) (2013)、『日米欧の住宅市場と住宅金融』、金融財政事情研究会
- 全国銀行協会 (2004)、「郵政民営化と郵便貯金のあり方について」、2004年2月
- 中田真佐男 (2010)、「日本の財政投融资－バブルの崩壊・発生から現在までの動向と今後の課題」、井堀利宏編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策：第5巻 財政政策と社会保障』、慶応義塾大学出版会、465-512頁
- ベンチャーエンタープライズセンター (2012)、「2011年ベンチャービジネスの回顧と展望」
- 星岳雄、アニール・カシャップ (2013)、『何が日本の経済成長を止めたのか－再生への処方箋』、日本経済新聞出版社
- 蠟山昌一 (1982)、『日本の金融システム』、東洋経済新報社
- Brealey, R., S. Myers, and F. Allen (2006), *Principles of Corporate Finance (8<sup>th</sup> edition)*, McGraw-hill (邦訳：藤井眞理子・國枝繁樹監訳『コーポレート・ファイナンス (第8版)』、日経BP)
- Bremmer, I. (2010), *The End of the Free Market : Who Wins the War Between States and Corporations?* (邦訳：有賀裕子訳、『自由市場の終焉 国家資本主義とどう闘うか』、日本経済新聞出版社)

- Bryan, L. (1991) , “Core Banking,” *McKinsey Quarterly*, 1
- Jaffe, D., and Quigley (2013) , “The Future of the Government Sponsored Enterprises : The Role for Government in the U.S. Mortgage Market,” in E. Glaeser and T. Sinai eds. *Housing and the Financial Crisis*, NBER
- Kay, J. (2010) , “Should We Have ‘Narrow Banking?’” in *The Future of Finance* (The LSE Report) , London School of Economics, pp. 217-234
- Kashyap, A., R. Rajan, and J. Stein (2002) , “Banks as Providers of Liquidity : An Explanation for the Co-Existence of Lending and Deposit-Taking,” *Journal of Finance*.Vol. 57, No. 1 : 33-73
- Litan, R. (1987) , *What Should Banks Do?*, The Brookings Institution
- Philippon, T., and Reshef, A. (2012) , “Wages and Human Capital in the U. S. Finance Industry: 1909-2006,” *Quarterly Journal of Economics*, 127 (4) , pp. 1551-1609
- Pierce, J. (1991) , *The Future of Banking*, Yale University Press
- Tirole, J. (2001) , “Corporate Governance,” *Econometrica*, Vol. 69, No. 1, pp. 1–35