

**政策金融改革のあり方について**  
**〔提言〕**

2005年2月

**金 融 調 査 研 究 会**

# 目 次

はじめに	1
1. 政策金融改革の必要性	3
1-1 政府の政策金融改革への取り組み	3
1-2 今後の改革のあり方	4
2. 政策金融改革の視点	9
2-1 政策金融の見直しと対象分野	9
2-1-(1) 住宅金融市場と政策金融	10
2-1-(2) 中小企業金融市場と政策金融	11
2-1-(3) 事業再生と政策金融	12
2-2 政策金融の実施方法、実施主体の見直し	12
2-2-(1) 実施方法の見直し	12
2-2-(2) 実施主体の見直し	15
3. 結論（政策提言のまとめ）	21

## はじめに

本研究会は、企業部門が資金余剰主体となっているわが国経済社会の現状の中で、国が企業部門の資金調達に果たす役割は何か等、今後の政策金融のあるべき姿を具体的に、かつ、論理的に整理しつつ検討してきた。そして、2004年度で政策金融の活用期間が終了することを踏まえて、2002年度の経済財政諮問会議の方針に基づき今後予想される政策金融改革の理論的なバックグラウンドを提供することを目的として、議論を重ねてきた。この提言はその主要な議論をまとめたものであり、政策金融のあり方に関して包括的な考え方を整理するとともに、今後の改革に向けての具体的な政策提言も行っている。以下簡単に、本提言の内容を紹介したい。

基本的な認識として、今般の政策金融改革では、従来の中央集権的な規制と保護に基づく護送船団国家ではなく、健全な資本主義国家を建設するため、その根幹をなす金融資本市場の効率化・健全化を図ることが重要である。たしかに、社会資本も民間資本も不足していた発展途上段階や第二次大戦後のような過度の資金不足状況では、政府による政策金融を通じた資金統制も必要であったが、民間経済が十分に成熟し、民間金融が十分に発達した現在の日本で、現状ほどの規模の政府による政策金融が必要とは考えられない（政策金融機関の貸出シェアの推移については巻末の参考図参照）。したがって、民間金融機関がその金融機能を十二分に発揮できるようにするため、政策金融の役割は直ちに民間金融の補完に限定し、その手法も革新し、規模的にも組織的にも必要最低限のものに変革すべきである。これが本提言の基本的立場である。

そうした観点から見れば、政策金融改革の目的として重要なのは、官民の役割分担の明確化、政策金融機関の経営の効率化、財政負担の抑制である。まず最初に、本提言は政策金融機関の存在意義を再検討している。資本市場が発達するとともに、政策金融機関の役割は減少する。そもそも政策金融機関が政策的に金融市場に介入する意義があるのは、その市場において何らかの市場の失敗（競争の失敗（不完全競争）、外部性、情報の非対称性など）が生じているケースである。しかし、以下で説明するように、現在の日本の金融市場を考える限り、これらの中で競争の失敗については重要な観点であるとは考えられない。本提言では、残る2つの問題点を考慮して、住宅金融市場、中小企業金融市場、事業再生資金市場において、どのような改革が望ましいかを検討している。なお、大・中堅企業金融市場について触れていないのは、そもそも政策金融機関が介入する意義は基本的に認められないと考えるからである。

また、政策金融改革の目的のためには、政策手段としての政策金融が、他の代替的な政策手段と比較して、最も行政的コストが少ない手段として選択されることも重要である。その結果、民営化に適しているものは、大胆に民営化すべきである。さらに、政策金融の妥当性が現在よりも狭められたとして、改革過程でなお存在する意義がある場合であったとしても、それを実施する

政策金融機関は、営む業務を厳しく限定すべきである。

さらに、後者のケースでの政策金融機関の組織形態は、政府が株式を保有する株式会社とするのが望ましい。また、民間金融機関との協調融資や信用補完など、民間金融機関の事業とより密接に関係してくることから、組織形態や会計基準を民間と共通したものにすべきである。公的部門に属しながら、民間企業の統治メカニズムを活用する手段を開くために、民営化ではない国有株式会社化という概念を確立すべきである。

# 1. 政策金融改革の必要性

## 1-1 政府の政策金融改革への取り組み

1990年代、民間の安全志向の高まりと公的部門の肥大化は資金の流れを大きく変化させた。実態としては、図1に示したように、1990年から2001年までの間に、家計はその貯蓄残高を郵便貯金と簡易保険で180兆円ほど、民間金融機関で160兆円ほど増加させた。また、同期間に公的年金制度の積立金も60兆円ほど増大した。この増加分の合計400兆円のうち、280兆円ほどは、国債・地方債・財投債の購入等にあてられ、結果として民から官への資金の流れが拡大した。

これに対して、小泉内閣では、財政投融资改革の実施を受け、特殊法人改革とともに2002年度からは政策金融改革にも着手した。その効果は、図2に示したように、すでに一部には現れ始めている。家計の郵便貯金・簡易保険の保有残高は2001年から2003年のわずか2年の間で20兆円ほど減少した。また、同期間に郵便貯金・簡易保険の国債・地方債・財投債の保有残高は30兆円ほど低下した。それを受け、政策金融機関や特殊法人への貸付残高も15兆円ほど低下した。

しかし、2001年から2003年の間、民間金融機関の貸付が50兆円ほど低下しているにもかかわらず、政策金融機関の貸付規模はわずか10兆円の減少でなお130兆円の規模を維持している。また、この間に民間企業の預金は増大しており、こうした資金余剰の現状を踏まえるならば、政策金融機関の役割や規模など、多くの問題点について本格的に見直すことが早急に必要である。

経済財政諮問会議でも、同様な認識の下、2002年10月に政策金融改革の基本方針を提示し、12月には改革達成への道筋やあるべき姿の実現プロセスをとりまとめた。基本方針では、民間部門の自由かつ自発的な活動を最大限に引き出す方向で改革を行い、金融資本市場の効率化を図るとされ、この方針に沿って政策金融のあるべき姿が示された。そこでは、図3に示したように、政策金融が必要な場合の条件として、政策的助成により「高度な公益性」が発生し、しかも金融機能面における「リスク評価等の困難性」が大きい場合とされた。

この基本方針を受けて、2002年末に改革案がまとめられた。しかし、民間の金融機能が正常化していないことや経済情勢も厳しい状況にあったので、改革は3段階で進めることになった。第1段階である不良債権集中処理期間（2004年度末まで）は、セーフティネット面での対応として金融機能円滑化のためにむしろ政策金融を活用するとした。2005年度から2007年度までの第2段階は、あるべき姿に移行するための準備期間と位置付け、基本方針に沿って政策金融の対象分野の厳選を進めるとした。そして、2008年度以降の第3段階では、速やかに新体制に移行するものとした。これは、2001年の財政投融资改革前に旧資金運用部に預託されていた資金が財投に留まっていた移行措置が終了する時期に合わせている。

このように時間軸上で段階を区別した改革の手順は、基本的には正しい方向性と思われる。「民

業補完」(民間金融機関では対応できない領域で活動する)という公的金融の役割は、民間銀行の機能によって規定されるからである。第2段階の議論では、民間金融の機能が回復した状態での政策金融による補完機能についてのしっかりとした議論が必要である。

また、この改革案ではすでに政策金融の規模と組織のあり方についても言及された。規模については、現行政策金融8機関の貸出残高を将来的には対GDP比で半減することを目指すと考えられた。組織のあり方については、2007年度末までには現行の特殊法人形態は廃止するとされ、必要な政策金融機能を担う後継組織についての制度設計の基準も示された。

さらに、移行のための準備期間(2007年度末まで)においても、間接融資や債務保証などへの移行など政策金融の手法の革新やリスクに見合った金利設定の導入等の融資条件の適正化の徹底を図ることが提示された。

## 1-2 今後の改革のあり方

### 改革の目的

今般の政策金融改革では、従来の中央集権的な規制と保護に基づく分配経済国家ではなく、健全な資本主義国家を建設するため、その根幹をなす金融資本市場の効率化・健全化を図ることが重要である。また、社会資本も民間資本も不足していた発展途上段階や第二次大戦後のような過度の資金不足状況では、政府による政策金融を通じた資金統制も必要であろうが、民間経済が十分に成熟し、民間金融がこれだけ発達した現在の日本で、現状ほどの規模の政府による直接金融が必要とは考えられない。むしろ、民間金融機関がその金融機能を十二分に発揮できるようにするため、政策金融の役割は、直ちに民間金融の補完に限定し、その手法も革新し、規模的にも組織的にも必要最低限のものに変革すべきである。

そうした観点から見れば、政策金融改革の目的として重要なのは、官民の役割分担の明確化、政策金融機関の経営の効率化、財政負担の抑制にある。

### あるべき姿

改革に当たっては、民間金融機関の機能回復と機能強化を見ながら、新体制への移行は財政投融资改革の移行措置や郵政民営化とも歩調を合わせるべきである。この点では、政府の3段階改革論に基づく2008年度からの新体制移行という改革の基本的な方向性は妥当なものと考えられる。

また、政策金融のあるべき姿としては、対象分野の限定は避けては通れない。政策金融の存在意義が認められるのは、プロジェクトに外部性(社会的便益)が大きい場合で、しかも政策目的が複雑でリスクの適切な評価が極めて困難なために民間金融による信用供与が適切に行われない

場合である。しかし、そのようなケースは現実的にはごく限られているといえよう。例えて言えば、創業・起業時の小企業か宇宙開発などの数兆円規模のビッグプロジェクトぐらいであろう。つまり、長期・固定・低利融資という政策金融が今日の日本の金融資本市場でその役割を担う領域は、かなり小さいということである。

さらに、そうしたケースがあるとしても、政策金融手段として直接融資による長期・固定の低利融資でなければならないかは、なお疑問の余地がある。証券化や債務保証などの他の金融手法を適用することも可能だからである。こうした代替的手法との政策コスト分析を通じて、最も低コストの金融手法を選択すべきである。

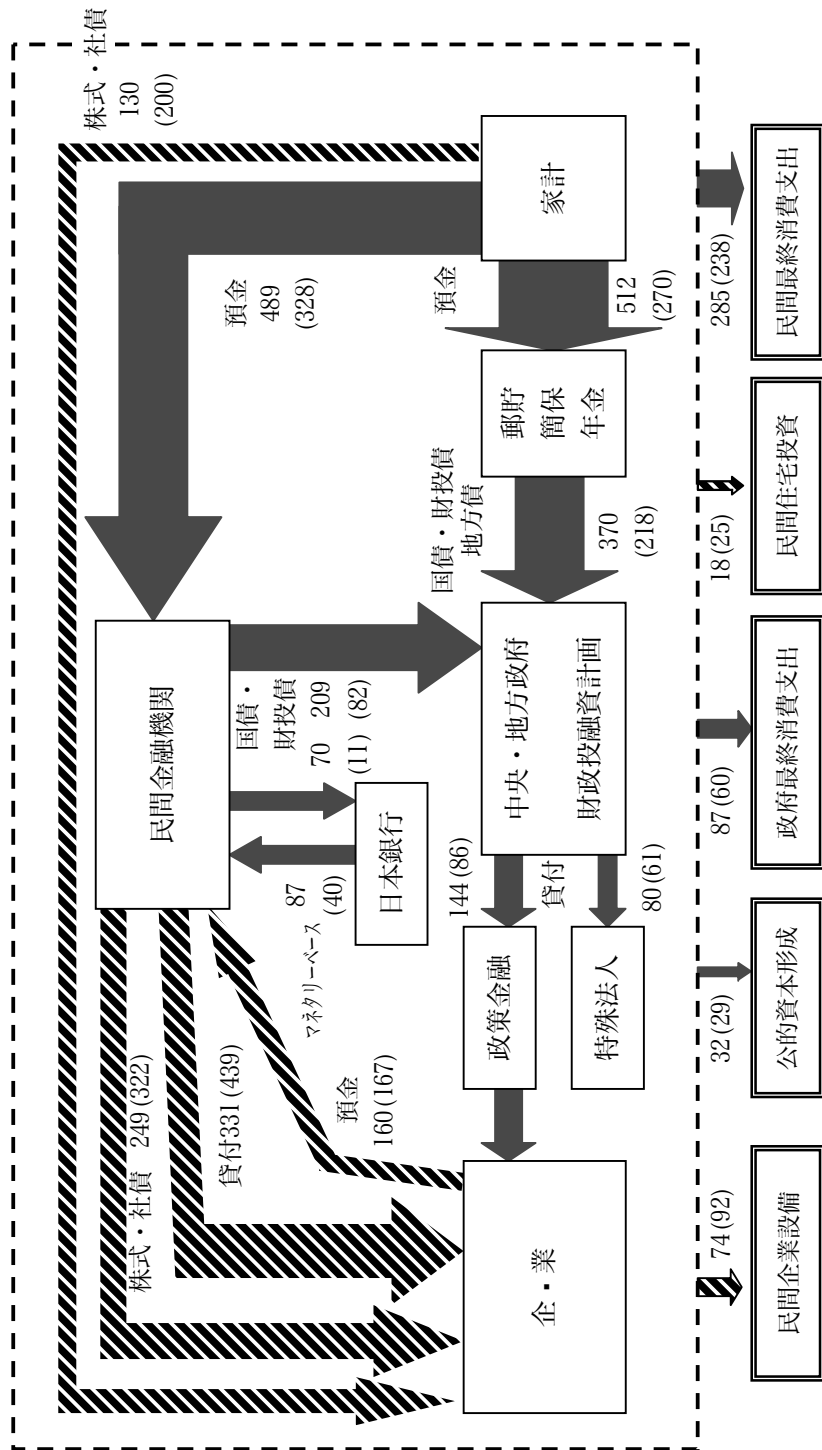
#### 留意事項

日本の政策金融の規模は諸外国に比べかなり大きい。しかも、不良債権集中処理期間にはむしろ積極的に政策金融を活用してきたため、その機能への民間企業の依存度は一層高まっている(巻末の参考図参照)。こうした状況下での移行準備期間への突入であるから、具体的な改革実施案の作成およびその実現には、政治的にかなりの困難が予想される。

特に、中小企業や農林漁業といった政策金融分野では、従来からの中小事業者・農業者保護論にもとづく反対論が根強いいため、真の改革論議が進展しない恐れがある。健全な金融資本市場を構築するための正しい改革のあり方を議論していくためには、閣議決定を得て内閣府に政策金融改革に関する権限ある有識者会議を設置し、経済財政諮問会議と協調して、政策金融機関について首尾一貫した論理でその役割や機能を整理し、政策金融のあるべき姿とその改革工程表を作成すべきである。

なお、改革実施に際しては、民間金融機関の意見や景気状況に配慮する必要があることは当然であるが、これは改革工程表の一時的な変更で対応すべきことである。

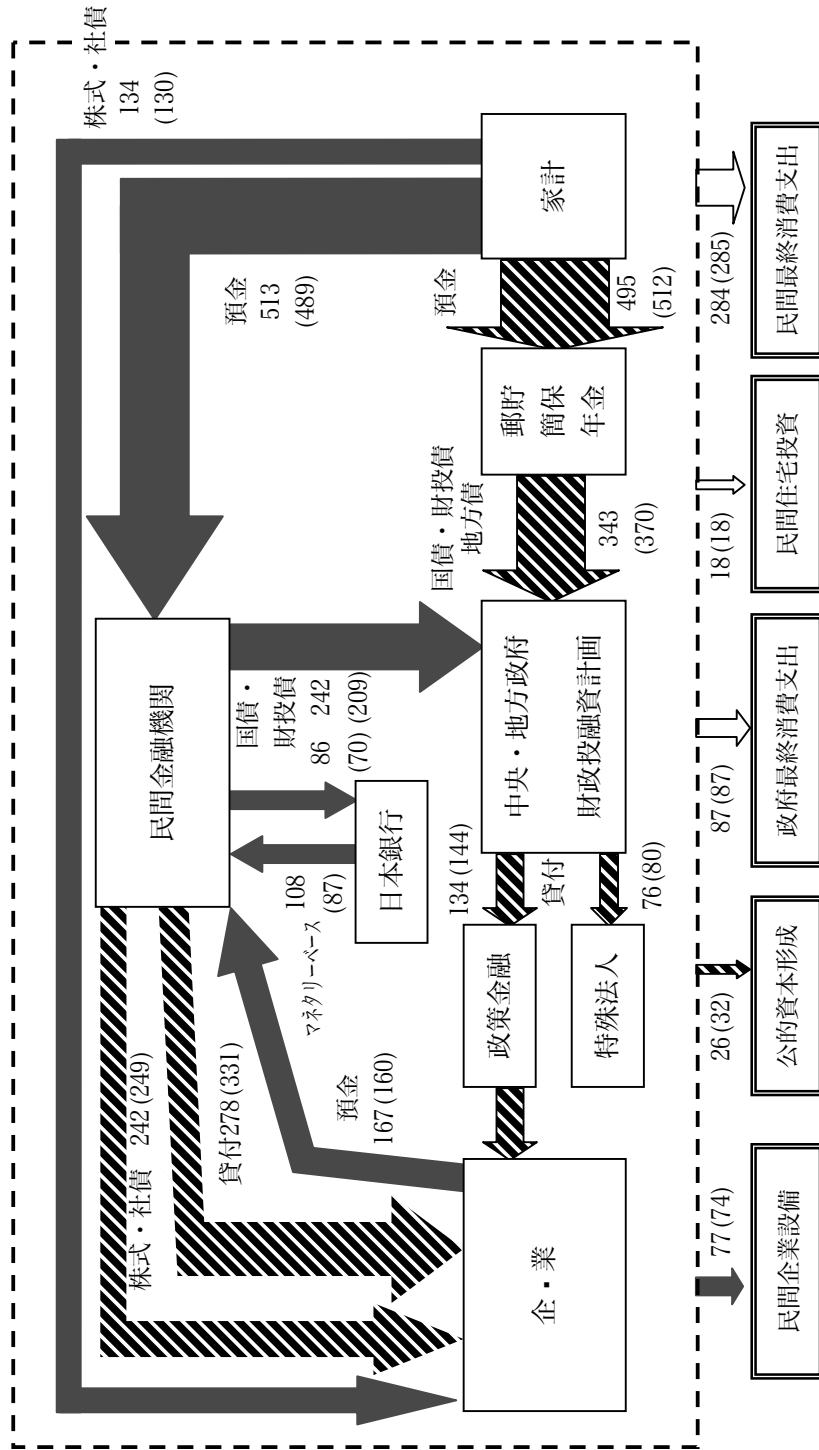
図1 マクロ経済と資金の流れ (2001年と1990年の比較)



(注) 単位：兆円、カッコ内の数字は1990年度  
 (備考) 資金循環表(日本銀行)、平成7標準基準GDE需要項目別時系列  
 .....表 (内閣府) 各種財務諸表等より作成。

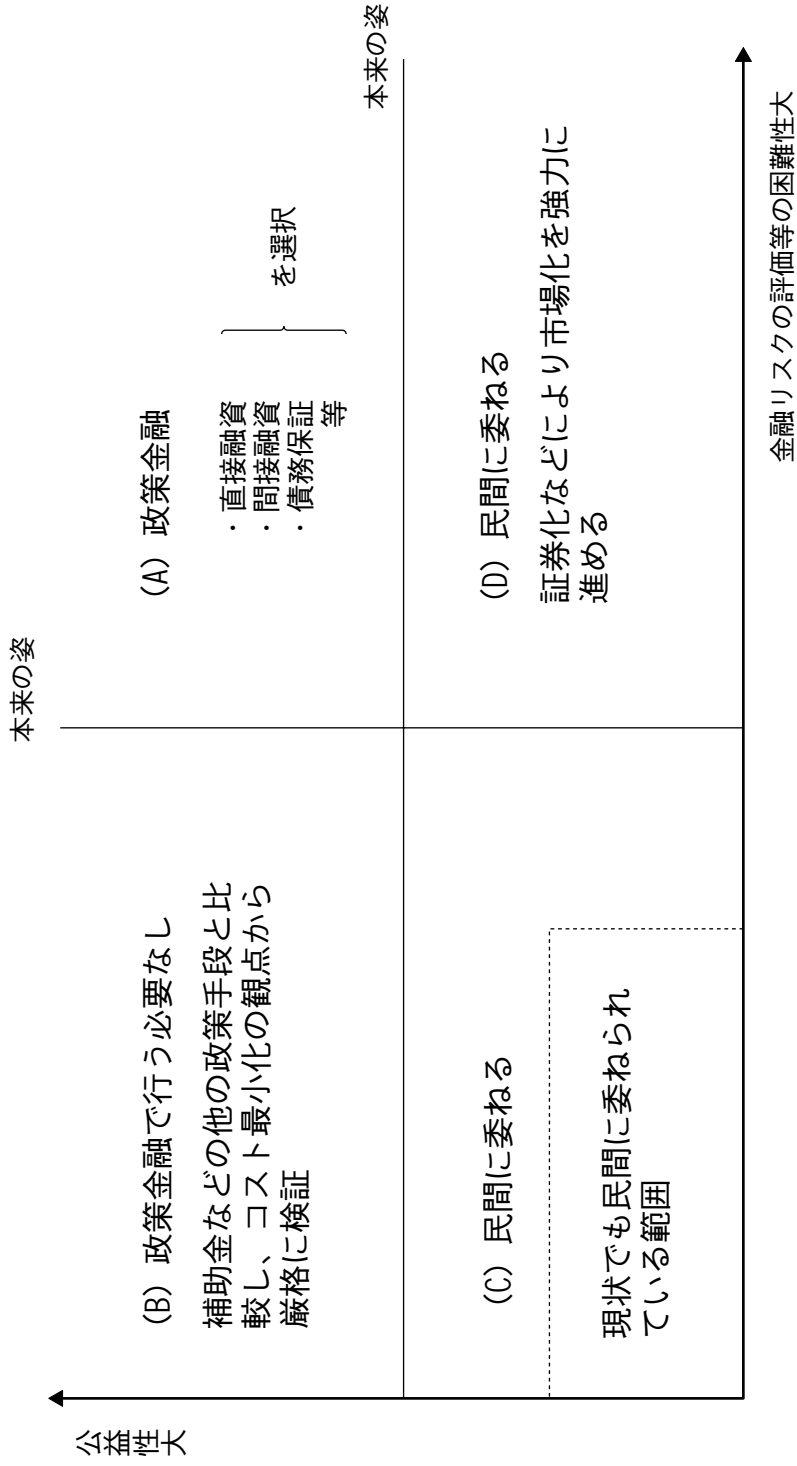


図2 マクロ経済と資金の流れ (2003年と2001年の比較)



(注) 単位：兆円、カッコ内の数字は2001年度  
 (備考) 資金循環表(日本銀行)、平成7暦年基準GDE需要項目別時系列  
 .....表 (内閣府) 各種財務諸表等より作成。

図3 公益性・金融リスクの評価等の困難性からみた政策金融の位置付け



## 2. 政策金融改革の視点

### 2-1 政策金融の見直しと対象分野

政策金融機関が政策的に金融市場に介入する意義があるのは、その市場において何らかの市場の失敗が生じているケースである。そして、金融市場への政策的な介入根拠として考えられる市場の失敗の例としては、競争の失敗（不完全競争）、外部性、情報の非対称性などがある。しかし、護送船団政策が過去のものとなり、金融ビッグバンが進行している現在の日本の金融市場を考える限り、これらの中で競争の失敗については重要な観点であるとは考えられない。

第2の外部性の問題に関してはどうかであろうか。正の外部性を生じさせている経済活動あるいは事業を実施するために資金調達しようとしている場合に、そのような資金調達を金融的に支援するということが正当化できると考えられるかもしれない。しかし、そのような場合は補助金や税制上の優遇措置といった財政的な手段を考えることが望ましい。なぜなら、財政的な手段を用いている場合は、その正の外部性を及ぼす活動が資金調達を伴うかどうかとは切り離して支援できるのに対して、金融市場を通じて政策介入する場合は、資金調達を伴う場合にしか政策的に支援することができないからである。また、財政的な政策手段を用いた場合は、その政策コストが明確であるのに対して、金融的な手段を用いた場合は政策コストを捉えることが難しくなるという問題もある。

ただし、正の外部性が金融機関の活動からもたらされる場合は、金融市場に対する政策的な支援政策が正当化されることもある。例えば、新しい金融商品を開発したり、新しい金融市場を創設したりすることには大きな取引費用を伴うものであり、ある金融機関がその費用を負担することは他の金融機関に対して正の外部性を及ぼすかもしれない。したがって、政策的な支援が存在しない場合にはそのような創造的な活動が過小になることが予想される。

第3の情報の非対称性は、金融市場に対して政策的に介入することが正当化できる可能性の大きい要因であろう。資金需要者に関する情報が需要者と供給者との間で非対称である場合は、逆選択の問題や信用割当の問題などが生じる結果として、市場が十分に機能しない可能性が存在する。また、情報の非対称性が大きいために金融機関が審査を通じて情報生産している場合は、その貸出債権を証券化しようとするときに、金融機関と一般投資家の間に情報の非対称性が生まれるので、証券化市場が十分に機能しないという問題が生じる。その結果として、長期・固定金利での資金を供給する金融市場が十分に機能しなくなるという問題が生じる。

以下では、これまで政策金融がそのプレゼンスを示してきた住宅金融市場、中小企業金融市場、事業再生資金市場において、これらの問題がどのような形で生じることになるか、あるいは生じないのか等を検討しよう。なお、外部性の検証等の問題については、次章で論ずることとする。

## 2-1-(1) 住宅金融市場と政策金融

住宅金融市場においては、住宅ローン債権に関する情報の非対称性はある程度存在するものの、土地と建物という担保の存在を考えるとそれ程大きいものではないと考えられる。したがって、住宅ローン債権をプールすることで証券化することに原理的には大きな障害はないであろう。しかしながら、これまでの日本においては住宅金融公庫が長期・固定の資金を低金利で供給していたことが、住宅ローン債権を証券化する民間金融市場が整備される機会を奪っていたという側面が強いのではないだろうか。

しかし、現在では住宅金融公庫がその直接貸出を縮小することに伴って、民間金融機関が証券化の手法を用いて長期・固定金利で資金を供給することが可能になってきている。この証券化の重要なベネフィットは金利リスクと繰上償還リスクを投資家に負担してもらえることであると考えられる。例えば、金利リスクの負担能力が大きい経済主体がたまたま債務者であれば、変動金利による資金供給で問題がない。同様に、これらのリスクの負担能力が国民にほぼ均一に備わっているのであれば、政策金融機関による資金供給の結果として、租税によりリスクが負担されるという仕組みにも大きな問題はないかもしれない。しかしながら、債務者の金利変動リスクの負担能力が低い場合や、金利リスクや繰上償還リスクの負担能力が国民の間で偏在している場合は、証券化はリスクの負担能力の高い投資家にそれらのリスクを負担してもらうことができる点で、より優れた仕組みであると考えられる。

この証券化を民間の金融機関が自ら進んで推進していこうとすると、幾つかの取引費用の問題に直面することになる。まず第1に、証券化する際にはSPC法や会計基準などの取引ルールが整合的に整備されていることが、その取引費用を小さくする上で重要である。そして、これらのインフラを整備することは明らかに公共財的な性質を持っているので、個別の民間金融機関にとって、その取引ルールを整備するという事は困難である。したがって、整合性のあるルールを整備する上で、政府の果たすべき役割は大きいであろう。

第2に、証券化の市場を育成するには、証券化された金融商品の取引コストを引き下げることが重要であるが、取引コストは市場規模の拡大とともに低下していくという性質を持っていると考えられる。したがって、現在ある経済主体が証券化ビジネスを手掛けることは、将来の他の経済主体が証券化ビジネスを手掛ける際の取引コストを引き下げるといった外部性を持つであろう。とくに、市場の揺籃期においては、この外部性が大きいと考えられるので、政策的な支援が無い場合には証券化市場の整備が十分に進展しないことになる。したがって、証券化市場の揺籃期においては、政策金融機関が自ら資産を購入してその資産を証券化するという機能を担うことで市場規模を拡大させるという政策が、資金配分の効率性を向上させる可能性がある。また、投資家への元利支払いに対する公的保証を付与することにより、民間で証券化をする際のコストを縮

減する政策も、市場を育成する上で有力な選択肢であろう。

しかしながら、証券化市場が成熟するとともに、住宅金融公庫が元利支払保証を行う必要性も大きく低下すると考えられる。支払保証も基本的には大数の法則が働く信用リスクに対する保証であり、民間の金融機関や保証会社が十分にその機能を担うことが可能であると考えられるからである。

## 2-1-(2) 中小企業金融市場と政策金融

中小企業金融の市場においては、大・中堅企業金融市場と比べて情報の非対称性の問題は大きいと考えられる。とくに、担保となる資産を十分に保有していない創業期の中小企業の場合は、その非対称性はかなり深刻である。また、資金需要のロットが小さいこともあり十分な審査活動は難しいので、融資を開始した当初は、情報の非対称性が相当程度残された状態であると考えられる。したがって、このような創業期の中小企業に対する資金市場では、逆選択や信用割当の問題が発生することで効率的な資金配分が達成できないとの指摘がある。

ただし、このような非対称性の問題は業歴や融資期間が長くなるとともに小さくなると考えられる。したがって、創業期の中小企業に対して政策金融機関が直接融資していたとしても、時間の経過とともにその融資比率の上限を引き下げていくことで、民間金融機関にその役割を移譲していくことが可能であろう。そして、融資比率の上限を引き下げるとともに、利子補給や信用保証制度などを併用することで民間金融機関の支援を行うことが経過措置として考えられる。しかしながら、業歴あるいは融資期間が長い中小企業に関しては、現在、商法改正により導入が検討されている会計参与設置会社の枠組みを整備することなどを通じて、情報の非対称性そのものを小さくするという取り組みがより重要である。したがって、最終的には金融的な手段を用いた政策的な介入は極力避けるべきであろう。

中小企業に対する長期・固定金利での融資をどのような枠組みで行うかに関しては、金融機関と一般投資家の間での審査情報に関する情報の非対称性が大きく、住宅ローン債権と比較すると証券化をすることは難しいかもしれない。しかしながら、業歴や融資期間が長くなれば、その中小企業に対する債権を評価することは相対的に容易になると考えられる。したがって、政策金融機関の融資比率を低下させるとともに、それを肩代わりした民間金融機関の貸出債権をプールして証券化することを支援することで、長期・固定の資金供給を行うことが望ましいであろう。現在、中小企業金融公庫による証券化支援では、年限が5年以下のCLO（ローン担保証券）の案件が実施されているが、直接融資を縮減するとともに、より長期のCLOの案件に取り組むことで、証券化のメリットをより生かすことができるであろう。

### 2-1-(3) 事業再生と政策金融

一般に、事業再生資金市場においては、情報の非対称性の問題が大きいと考えられるので、創業期の中小企業に対する資金市場と同様の性質を持つことになる。したがって、政策金融機関が直接融資や出資を通じて、事業再生を支援することに一定の意義があろう。

また、事業再生資金市場においては、外部性の問題に起因した協調の失敗が生じることが、情報の非対称性以上に重要な問題である。既存の債権者が複数存在している場合は、ある債権者がDIPファイナンスを行うことにより企業が再生された場合には、他の既存債権者も利益を受けることになる。したがって、既存債権者には他の既存債権者の行動にフリーライドしようとする誘引が働くのである。すなわち、既存債権者が協調してDIPファイナンスを行うことは困難を伴うことになる。

この協調の失敗の可能性は、事業再生資金市場に政策的な介入の余地を生み出すことになる。例えば、民間の資金供給が期待できない場合は、政策金融にとって期待収益率がたとえ市場の期待収益率を下回っていても、DIPファイナンスを行って「呼び水」効果を期待するという政策が正当化されるかもしれない。なお、事業再生ファンドに出資することも、同様の「呼び水」効果を発揮することが期待できるであろう。すなわち、政策介入なしには資金供給が過小になることが予想される事業再生資金市場に対して、政策的に資金を供給することで資金供給量を適正な水準まで誘導できる可能性が存在するのである。

しかしながら、このような政策介入は長期的には次のような副作用を持つ可能性があることには十分に留意する必要がある。政策的な資金供給が存在すると、民間で協調して適正な水準まで資金供給をしようとする動機付けが弱くなるので、長期的にも政策介入なしには事業再生資金市場が機能しなくなるわけである。したがって、長期的には官から民へと資金供給の主体を移していくという政策のスケジュールを明確にすることにより、民間による事業再生資金市場の整備を妨げないことが重要である。

## 2-2 政策金融の実施方法、実施主体の見直し

### 2-2-(1) 実施方法の見直し

政策金融の手段の選択

政策金融機関が政策目的を実現するよう適切に活動しても、政策目的自体が適当でなければ望ましい結果が得られないかもしれない。政策目的の妥当性を政府の側でしっかり検証することが最初の前提である。

そして、前述した政策金融改革のためには、政策手段としての政策金融が、他の代替的な政策手段と比較して、同じ効果を上げるのに最も行政的コストが少ない手段として選択されることが

重要である。

これまで、日本の政策金融は、貸出先に対して直接融資を行うことが多かった。それとともに、信用保証を行うこともあった。政策金融以外の政策手段としては、補助金給付や租税負担軽減などがある。さらには、民間の経済主体に融資する民間金融機関へ利子補給も行われている。行政の効率化の観点からいえば、同一の目的を達するためのこれらの政策手段のうち、最も行政のコストが低いものを選択するのが望ましい。例えば、その比較において、低利融資（による暗黙の補助金）に係る行政的経費が最も安いならば、低利融資は望ましい政策手段である。低利融資に係る経費より、補助金交付に係る経費の方が安いならば、低利融資による暗黙の補助金ではなく、明示的な補助金の方が望ましい。

そうした観点から、政策金融の手段として直接融資が妥当であるかの検討を行う必要がある。外部性を根拠にした融資については、補助金で政策目的が実現できないかどうかを検討する必要がある。

#### 直接融資の妥当性

直接融資が望ましいとされる根拠としては、政策金融機関が融資後も監視を行うことによって、借り手の規律付けが高まることがあげられている。しかし、規律付けの効果が財務業績に反映されるものならば、監視は民間金融機関でも行われるはずである。事業者が補助金と民間金融機関から融資を受けて、外部性のある事業を行った場合を考えてみよう。民間金融機関は当然に事後的な監視を行い、事業の収益性に注意を払うはずであり、事業者が補助金を得ていることを理由に事後的な監視を怠るとは考えにくい。

政策目的が収益性に反映されないものであるときは、民間金融機関は政策目的を達成しているかどうかの監視は行わない。ただし、この場合は、補助金を交付している担当部局が監視を行うことと、直接融資で政策金融機関が監視を行うことの間には誘因上の大きな違いは生じない。したがって、規律付けを直接融資の妥当性と単純に結びつける議論は説得的ではない。補助金の不正利用は程度の差はあれ、すべての補助金につきまとう問題であり、補助金担当部局が適正利用のための監視責任を負うことが議論の前提である。その上で、収益性の監視活動と政策目的の監視活動に範囲の経済性がある場合に限って、補助金担当部局ではなく政策金融機関が監視を行うことが正当化されるだろう。逆に、政策目的の達成の確認が容易なものについては、直接融資ではなく補助金ないし民間融資への利子補給の手段をとっても弊害は生じないものと考えられる。

以上のことから、政策金融機関による直接融資が望ましいという根拠は薄い。長期・固定金利の資金は民間で供給可能となっており、こうした説明はもはや正当な理由にならない。また、政策金融機関による低利融資が必要な理由も、説得力あるものとしてほとんど説明できていない。

さらに、外部性（プロジェクトが収益性以外の社会的便益をもつ）による説明は濫用されている。外部性自体が虚構であれば、資源配分に好ましくない攪乱が生じる。貸出市場の逆選択による説明が存在するが、現実妥当性があるかどうか定かではない。したがって、低利融資を行う根拠は薄い。

仮に低利融資が必要だとしても、政策金融機関による直接融資ではなく、民間金融機関の融資に対する利子補給や信用保証が考えられる。直接融資が正当化される理由として、政策目的が複雑で融資対象を裁量的に選択せざるを得ない場合、民間金融機関との利益相反の問題が生じてしまうことがあげられている。大型・少数の融資を行う政策金融は、このような政策目的をもつことがあるかもしれない。しかし、現在では、その意義が大きいとは考えられない。融資案件の多い、住宅金融、中小企業金融の分野では、明示的に示すことが困難な政策目的によって各案件を審査して融資をしているとは考えにくい。政策目的を明示して、民間金融機関の融資に対して何らかの介入をする手段をとることで十分であろう。ただし、政策金融改革の第1段階が想定するような、民間金融機関の過小資本からの貸し渋りが金融システム全体のリスクとなる場合には、機動的な政府の介入が必要と考えられる。しかし、2008年度以降のあるべき姿を議論する際には、このような理由での政策金融機関の融資は必要ないであろう。したがって、直接融資から利子補給・信用保証への手段の転換を図り、必要な民営化を進めるべきであると考えられる。

また、国の政策金融機関の改革を行う際には、それと整合的に、地方自治体が行っている制度融資も改革するべきである。金融にまつわるリスクは多くの人と分かち合う方が、うまく分散できる。金融にまつわるリスクシェアリングは、(所得再分配の色彩の濃い) 財政的手段でなく（わが国の金融システムのあり方と整合的な）金融的手段によって、地方よりも国が主体となって行うのがよい。したがって、日本全国どこでも同じように受けられる（べき）政策金融は国の仕事とすべきであり、地方自治体で行っている制度融資は、必要に応じて、国の機関が吸収するか、廃止することが求められる。

#### 信用保証のあり方

政府の信用保証が意味をもつのは、低利融資が政策目的となる場合に低利で資金を調達することができる点である。しかし、この場合には、政府が低料率（あるいは無料）の信用保証をしているので、市場で評価されるべき信用コストの部分は政策コストの計測において認識しておく必要がある。同様のことを実現する別の方法は、政策金融機関が政府保証なしで資金調達し、政府が必要な補助金を支給することである。両者の違いは、政策金融機関の信用リスクの評価を市場で行うか、政府で行うかにある。政府が適切なリスク管理体制をもっていない現状を考えると、リスクの評価を市場で行うことには十分に意義があると考えられる。しかしながら、事後的に出



資金や補助金を政府が与えられる状況では、政策金融機関の経営に暗黙の政府保証があると市場が評価することになって、リスクの評価が適切に行われぬ恐れがある。

また、公的機関による信用保証は、今後特に、証券化を促進していく際に、民間で取りにくいリスクがあれば、それに対して保証をつける局面で有効になり得る。しかし、これまで政策金融機関が直接融資で行ってきた案件を民間に委ねる際に、単に、どれでも公的な信用保証をつけるのでは、本質的には従来のものと変わらないことになる。したがって、政策金融機関が関与すべき案件は、わが国における金融システムの改革の方向性と整合的に、市場整備の初期段階で民間の補完を行うものにとどめ、できるだけ所得再分配の要素を弱める必要がある。

信用保証は、公的機関でなければできないというわけではない。アメリカでは、民間の金融保証保険会社が存在し、民間の主体に対して多くの信用保証を提供している。金融保証保険会社は最高位の格付けを有し、格付けがより低い民間の主体に対して信用保証を行っている。そして、保証された民間の主体が発行する債券等は事実上最高位の格付けを有するものとみなされ、低利で資金調達できるとともに、その対価として民間の主体が金融保証保険会社に保証料を支払う仕組みとなっている。また、金融保証保険会社は、最高位の格付けを維持することでより多く保証料を取れることから、不健全な主体の債券の保証を引き受けまいよう自制し、格付けを維持するインセンティブを持っている。

他方、日本では、国（政府関係機関）や都道府県が公的に信用保証を行っているが、その保証は、対象主体の経営の健全性とは無関係にその対価は低く、安価に公的な信用が付与されており、公的な信用保証が濫用されている状況であるとすら言える。

また、公的な信用保証も、リスクを広くシェアするためには全国規模で行うのが望ましいにもかかわらず、都道府県が主体となっている。よりよいリスクシェアリングを行うには、信用保証の主体を地方でなく国にするのが望ましい。

## 2-2-(2) 実施主体の見直し

### 組織形態のあり方

政策金融の対象分野を見直し、直接融資が適切な手段であるかを検証する作業を経ることによって、政策金融機関の業務が妥当性をもつ範囲は現在よりも大幅に狭められるであろう。もはや業務が妥当性をもたなくなった政策金融機関は大胆に民営化すべきである。政策金融機関は民間金融機関でも行える業務を営んでいるが、そうした業務からは撤退するか、民営化すべきである。

ただし、政策金融の妥当性が現在よりも狭められたとしてもなお存在する意義のあるものも少しはあり得るだろう。それを実施する政策金融機関の業務は、適切な範囲内に厳しく限定するこ

とが重要である。

民営化しないケースであっても、現行の組織のまま政策金融機関の経営を効率化するには限界があって、必ずしも効果的ではない。むしろ、現行の業務範囲や組織を抜本的に縮小し、市場の失敗に対処すべく公的な関与を限定的に行う方がよい。

民間金融機関でも行える業務か否かを識別するには、市場化テストが有効である。その結果、民間金融機関が営む方がよい業務については、民間金融機関に貸出債権や事業を時価で譲渡することが望ましい。また、後に詳述するが、政策金融機関の業務のサンセット化を義務付けることも有効である。

政策金融機関の組織形態については、経済財政諮問会議の基本方針により、現状の特殊法人形態を廃止することがすでに決定されている。政策金融機関が独立行政法人化される前例があるため、それを踏襲すれば特殊法人形態を廃止した後の政策金融機関の組織形態は独立行政法人となる可能性が高い。しかし、独立行政法人は試験研究機関など行政サービスの生産費用に見合う対価を受益者に請求せず活動を行う組織を対象にしたものであり、統治メカニズムや会計基準はその活動を考慮して設計されたものである。しかし、政策金融機関は民間金融機関とともに貸出市場で活動を行っており、市場メカニズムとの調和が必要とされる組織である。したがって、その新しい組織形態については、あらたな配慮が必要である。

政策金融機関の組織形態は、政府が株式を保有する株式会社とするのが望ましい。その理由としては、(1)民間金融機関との間に公平な競争条件を確保し、組織形態や会計基準を民間と共通したものとし、市場化テストの環境を整備する、(2)政府が事実上の無限責任を負うことから生じる非効率な経営を防ぐため、政策金融機関の予算制約をハード化することが必要とされるからである（2つの理由については以下で詳述する）。このような形態は特殊会社に該当するが、これまで特殊法人が特殊会社化されることは「民営化」と呼ばれてきた。しかし、政府に支配される形で公的部門に属しながら、民間企業の統治メカニズムを活用する手段を開くために、新しい法人の概念（ここでは、より分かりやすいように、「国有株式会社化」と呼ぶことにする）を確立すべきである。

さらに、従来の議論で用いられている「民営化」という言葉には、いくつかの意味が混同して用いられているため、議論の正確性を期すべく適切に整理する必要がある。民営化の新しい整理を、次の3つに分類して行うことが有益である。

「完全民営化」：根拠法が消滅し、政府が支配株主でなくなり、完全に民間会社となること

「民営化」：将来に完全民営化される方針が決定され、そこに至る過程として、株式会社形態となりながら根拠法が存在するために特殊法人と分類されるもの。いわゆる「特殊会社」はこれに含まれる。

「国有株式会社化」：完全民営化される方針はなく、公的部門に属しながら、株式会社形態となつて民間の企業統治と経営手法を導入しようとするもの

以上の3つの新しい整理にしたがえば、政策金融機関の組織形態については、

- (1) 公的機関である必要性のない機関は民営化する
- (2) それ以外の機関は国有株式会社化する
- (3) 国有株式会社化された機関については、民間金融機関の機能で代替できないかを随時検討する

となる。金融機関の活動をめぐる環境は今後も変化し続けると考えられ、(3)の検証については、定期的に検証することとし、今回の改革を最終結論としないことが必要である。

### 市場化テストの環境整備

政策金融機関の改革に先立つ期間が政策金融機関の活用期間とされたのは、民間金融機関の経営問題があり、その機能を十分に発揮できないという状況があったが、民間金融機関の経営が健全化した後には、公的金融の補完機能は役割を減じる、ないしは終えることになるかと予想される。その際には、公的金融から民間金融への転換が円滑に行われなければならない。このことから、政策金融機関と民間金融機関の間に出来るだけ公平な競争条件を確保し、民間金融機関が政策金融機関の活動にとってかわれるかどうかを検証できる状況におくことが望ましい。これは、一種の市場化テストといえる。

政策金融機関が民間よりも有利な条件で活動できる大きな理由は非課税であることと、無償での政府保証があることの2つである。したがって、まず政策金融機関を課税法人とするべきである。

また、政府の信用保証により民間金融機関よりも低利で資金調達できることから、政府保証をなくす、ないしは限定することも必要である。先端的な金融手段の活用などは、政策目的からも政府保証のない資金を用いるのが適当であると考えられる。

また、民間金融機関との協調融資や信用補完など、民間金融機関の事業とより密接に関係してくることから、組織形態や会計基準を民間と共通したものにすべきである。

### 政策金融機関の国有株式会社化の意義

ここで、既存の政策金融機関の中で、必ずしも完全民営化できないものについて、その法人形態を、既存の政府関係機関の形態や独立行政法人ではなく、国有株式会社化することの意義を現行の法人形態との対比で説明しよう。

これまで、政策金融機関が組み込まれてきた財政投融资は、「第二の予算」とも呼ばれ、原則

として税金で財源をまかなう一般会計で予算計上できなかった事業を、有償資金で財源を調達する財投計画で計上して実行してきた経緯がある。有償資金を原資としている限り、財投計画で行う事業は、その事業収入によって元利返済を行うのが原則であろう。しかし、こうした経緯から、必ずしも事業収入だけで元利返済を行えない場合が多く、その場合には一般会計から税金を使って補助金を投入して損失補填を行ってきた。そのため、政策金融機関には、これまでに多くの補助金（補給金等）が投入されてきた（表1参照）。

さらに、これまで補助金でもなく、貸付金でもない形で、政府は出資金を、政策金融機関を始めとする特殊法人に投じてきた。出資金の対価として、当然ながら、当該機関が利益を計上すれ

表1 政策金融機関に対する一般会計からの補給金等（90年度以降）

（単位：億円）

年度	住宅金融公庫	日本政策投資銀行		国際協力銀行		中小企業金融公庫	国民生活金融公庫		商工組合中央金庫
		(旧日本開発銀行)	(旧北海道東北開発公庫)	(旧日本輸出入銀行)	(旧海外経済協力基金)		(旧環境衛生金融公庫)		
1990	3,540	-	-	-	299	285	305	40	-
91	3,740	-	-	-	355	129	145	60	-
92	3,940	-	-	-	302	125	96	64	-
93	4,045	-	-	-	366	126	176	67	-
94	4,045	-	-	-	428	281	538	66	-
95	4,197	-	-	-	435	968	906	91	-
96	5,266	-	-	-	139	392	534	68	-
97	4,400	-	53	-	87	439	711	59	-
98	5,600	-	165	-	8	641	760	50	-
99	6,210	-	-	-	0	547	566	-	-
2000	5,185	-	-	-	-	605	510	-	-
01	4,405	-	-	-	-	547	394	-	-
02	3,759	-	-	-	-	388	275	-	-
03	3,644	-	-	-	-	450	51	-	-
04	4,044	-	-	-	-	127	59	-	-
累計	66,020	-	218	-	2,419	6,050	6,026	565	-

年度	農林漁業金融公庫	公営企業金融公庫	沖縄振興開発金融公庫	合計
1990	1,198	94	128	5,889
91	1,209	85	136	5,859
92	1,183	76	124	5,910
93	1,031	74	123	6,008
94	1,008	62	117	6,545
95	1,007	56	97	7,757
96	993	50	86	7,528
97	965	42	88	6,844
98	856	29	88	8,197
99	877	20	72	8,292
2000	727	14	56	7,097
01	674	-	57	6,077
02	537	-	53	5,012
03	474	-	52	4,671
04	550	-	52	4,832
累計	13,289	602	1,329	96,518

資料 財務省「財政金融統計月報」政府関係機関特集・財政投融资特集各年版、財務省資料他

(注1) 2004年度のみ予算、他の年度は決算の値。

(注2) 政策金融機関に対しては、上記のほか、一般会計からの出資金や特別会計からの出資金・補助金等も投入されている点に留意が必要。

ば、その一部を配当として受け取ることができる。しかし、これまでの特殊法人に対する出資金の意味は、次のようなものであったと推察される。出資金の見返りとして、当該機関から配当（つまり、国庫納付金）を受け取れるのは、処理しきれないほどに収益が上がったときである。こうしたことは、これまで稀だった。それほど収益が上がらないとき、あるいは収支が均衡したときは、配当（国庫納付金）はゼロとなる。政策金融機関は、通常、この状況であった。これは、別の見方をすれば、返済期限を予め定めない無利子融資と同じ状態だと言える。

しかし、当該機関が損失を出し続けた場合、累積欠損金が多くなりすぎると決済資金が滞る恐れもあるので、政府は出資者として、前述のように損失補填のための補助金投入や追加出資を行ってきた。これは、この政府出資が事実上無限責任出資であったことを意味している。結局、政策金融機関を含む特殊法人は、自ら破産を申請することではなく、債権放棄などで貸し手責任を問われることもなく、出資者たる政府がその損失補填を一手に引き受けていたのである。

このように、政府の出資金は、時として名実ともに出資金となり、時として（無利子）貸付金となり、時として事実上の補助金となり、政策意図を事前にコミットしていない状態にある。そうした状態で規律がなければ、当事者が都合よく解釈する恐れがあり、当該機関は安直な方向に流され、経営は効率化できない。既存の政府出資では、こうした慣行が常態化していた。

したがって、政策金融機関の経営に規律を与えるためには、政府出資を名実共に有限責任化することが有効である。また、株式会社とすることで、民間の株式会社と同様に、原則として商法等の規定が適用されるようにすることも重要である。ただ、民間の株式会社とは違って、必ずしも収益を追求することが第一義的な目的ではない（むしろ、営む業務を民間金融機関では出来ないものに限定していることで収益が上がるどころか通常だと損失が生じ得る）から、株主を政府とすることで、株主の意向によって当該機関の政策目標を設定し、それを実行させることが可能となる。ただし、その際には、無原則的に当該機関の損失が拡大することは、絶対に避けなければならない。

#### 政策金融機関の予算制約のハード化

目下悪化した財政状況の下では、政策金融機関にはこれ以上無節操に損失補填のための財政資金の投入を行うべきではない。それを制度的に食い止めるには、ソフトな予算制約を阻止する（予算制約をハード化する）ための仕組みを埋め込んでゆく必要がある。

そのための手段として、最も直接的な方法は、政府が政策金融機関の損失補填を法的に禁止することである。しかし、それが必ずしも実現できないなら、次の3つの方法を実施することが考えられる。(1)前述したように、政策金融機関を国有株式会社にする（政府出資を有限責任化する）、(2)客観的指標（例えば、政策コスト分析やグラント・エレメント<sup>1</sup>）を用いて、補助金投入の度

合いを事前的にコミットする、(3)政策金融機関の破綻法制を整備し、負債による規律付けを効かせる。政策方針・スキームを事前にコミットし、それを覆さないことが極めて重要で、事後的に覆さざるを得ないときは、無原則に行わず、ルールに基づいて行う必要がある。これらが、財政負担の抑制のために不可欠である。

特に、国有株式会社化したとしても、政府による無原則的な追加増資を認めると、政府出資を有限責任化した意義がないがしろにされる恐れがある。それを阻止するには、財政資金の投入について事前にコミットしなければならない。コミットメントの手段としては、将来における追加増資をも含めた財政負担が、既存の政策コスト分析でもコストとして認識されているから、これを活用して計画当初にこれ以上にコストが増えることを、原則として認めないこととする方法が考えられる。

### 政策コスト分析の改良

政策コストは、財投機関に対して、今後投入が必要な財政支出の合計の割引現在価値を示したものである。こうした将来のコストを認識することは重要であり、政策手段の比較を行う上で不可欠である。当然ながら、これまで政策金融機関にも政策コスト分析の提出が課されている。

政策金融改革において、政策コスト分析の趣旨をよりよく反映させるためには、現行の枠組みを活用しながら、さらに踏み込んだ取り組みが求められる。現行の政策コスト分析は、試算の域を出ておらず、その算定金額についてのコミットメントがほとんどない状態である。したがって、政策コストの金額を計算してみても、事後的にその額以上に補助金投入が必要になった場合には、

---

1 グラント・エレメントとは、実質的な「補助率」を客観的に示せる指標として、政府開発援助（ODA）の分野で、既に実用化されているものである。指標は、完全な贈与の場合100%を示し、民間金融機関と同じ金利・条件で融資する場合0%を示し、利子補給の度合いが高いとグラント・エレメントが高くなるものとして定義されている。ODAの場合、高い援助の度合いを求めるため、グラント・エレメントは25%以上でなければならないと規定されている。

グラント・エレメントは、厳密には、次のように定義されている。

$$GE = 100 \times \left(1 - \frac{r/a}{d}\right) \times \left(1 - \frac{(1+d)^{-aG} - (1+d)^{-aM}}{d(aM - aG)}\right)$$

ここでの略号の定義は以下のとおりである。

GE：借款の表面価値に対するパーセント表示によるグラント・エレメント

r：当該借款の年利率

a：年あたり支払回数

d：1返済期あたり割引率

G：据置期間（OECDの開発援助委員会による換算式においては融資承諾日から第1回の元本返済日までの期間（interval to first repayment）から1回の返済間隔をマイナスした期間を据置期間（grace period）としてGEの計算を行っている）

M：償還期間（融資承諾日から最後の元本返済日までの期間）

追加投入の理由を必ずしも精査せずに、その時々の方策判断で補助金支出を認めてしまう恐れがある。

こうした観点から、政策コストの位置付けを再検討する必要がある。一つの方法としては、政策コストとして認知した額を、今後の補助金投入の上限とし、その額以上に補助金は投入しない、と事前にコミットすることである。そして、事後的にその額以上の投入を必要とする（それだけ損失が出る）ときは、先に補助金投入を行うのではなく、まずは当該政策金融機関に対する資金の貸し手責任を問い、債権放棄などで処理することを求めることが望ましい。そのような事前のコミットメントによって、債権者が政策金融機関の経営状況をより厳格に見て、その債券引受けの可否を判断することになり、これが負債による規律付けを促すことができる。

このように、政策金融機関の場合には、補助金と出資金を融資時点で支給する事前ルールとして定め、暗黙の政府保証につながる事後的な救済を行わない制度設計とすることは可能であり、政府保証をなくし、市場でのリスク評価に移行することが可能であろう。このようにして政府保証をなくし、政府出資以外の資金を民間から調達した場合には、もはや財投機関ではなくなってしまふ。したがって、民営化の対象からはずれぬ政策金融機関であっても財政投融资から切り離すことが、改革の進むべき道であるといえる。

### 3. 結論（政策提言のまとめ）

政策金融の対象分野については、次のような視点で見直すべきである。まず、住宅金融市場においては、証券化市場の揺籃期において、政策金融機関が自ら資産を購入してその資産を証券化するという機能を担うことで市場規模を拡大させ、資金配分の効率性が向上することもある。また、投資家への元利支払いに対する公的保証を付与することにより、民間で証券化をする際のコストを縮減する政策も、市場を育成する上で有益であろう。しかし、証券化市場が成熟するとともに、民間の金融機関で十分に対応可能であり、政策金融機関は民営化するか撤退すべきである。

中小企業金融市場においては、創業期の中小企業に対して政策金融機関が直接融資することが有益であるとしても、時間の経過とともにその融資比率の上限を引き下げて、民間金融機関にその役割を移譲していくべきである。そして、利子補給や信用保証制度などを併用することで民間金融機関の支援を行うことも経過措置に限定すべきであり、金融的手段を用いた政策的介入は極力避けるべきであろう。

事業再生資金市場においても情報非対称性の問題があり得る点で、創業期の中小企業に対する資金市場と同様の性質を持つ。しかし、長期的には官から民へと資金供給の主体を移す改革スケジュールを明確にすることで、民間による事業再生資金市場の整備を妨げるべきではない。

政策金融の実施方法、実施主体については、次のような視点で見直すべきである。まず、行政

の効率化の観点から、同一の目的を達する政策手段（低利融資による暗黙の補助金や明示的な補助金交付）のうち、最も行政のコストが低いものを選択するのが望ましい。そうした観点から、政策金融の手段として直接融資が妥当であるか再検討すべきである。外部性を根拠にした融資については、補助金で政策目的が実現できないかどうかを再検討する必要がある。

たしかに、民間金融機関の過小資本による貸し渋りが金融システム全体のリスクとなる場合には、機動的な政府の介入が必要となる。しかし、2008年度以降のあるべき姿としては、このような理由での政策金融機関の融資は必要ない。直接融資から利子補給・信用保証への手段の転換を図り、より大胆に政策金融機関の民営化を進めるべきである。

また、公的機関による信用保証は、特に証券化を促進してゆく際に、民間で取りにくいリスクに対して保証をつける局面で有効であり得る。しかし、政策金融機関が関与すべき案件は、わが国における金融システムの改革の方向性と整合的に、市場整備の初期段階で民間の補完を行うものにとどめ、できるだけ所得再分配の要素を弱める必要がある。

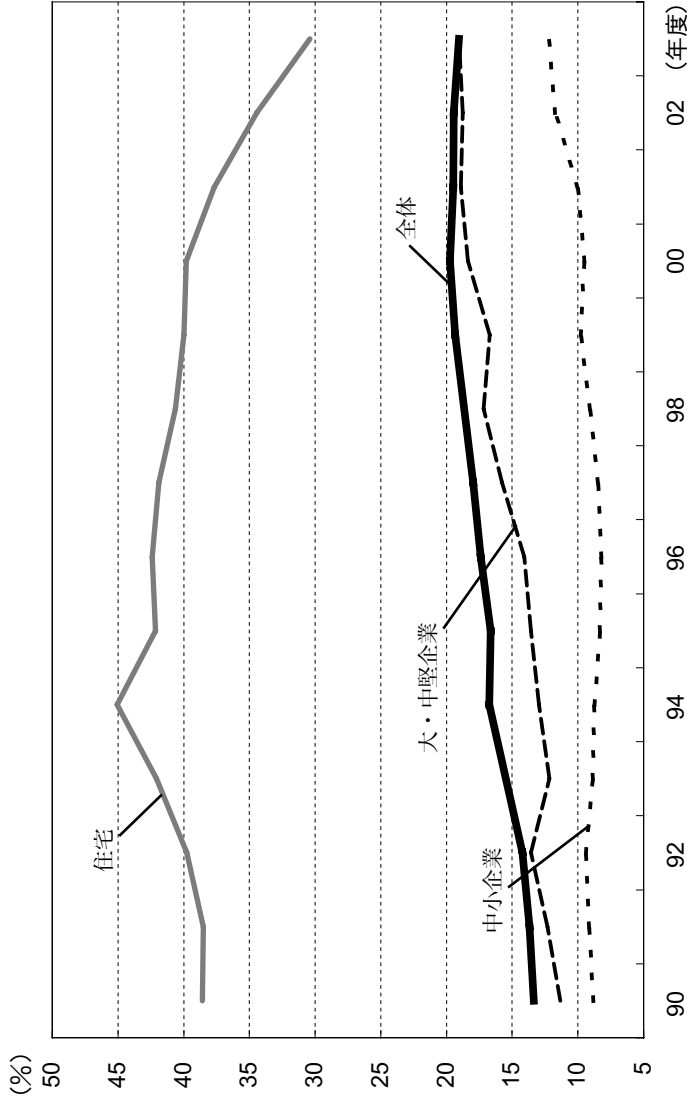
次に、政策金融機関の組織形態については、以下の3つの視点が重要である。(1)公的機関である必要性のない機関は民営化する、(2)それ以外の機関は国有株式会社化する、(3)国有株式会社化された機関は、民間金融機関の機能で代替できないかを随時検討する。金融機関の活動をめぐる環境は今後も変化するから、今回の改革を最終結論としないことも重要である。

また、財政負担の抑制のためには、政策方針・スキームを事前にコミットし、それを覆さないことが極めて重要である。より具体的には、(1)政策金融機関を国有株式会社にする（政府出資を有限責任化する）、(2)客観的指標（例えば、グラント・エレメント）を用いて、補助金投入の度合いを事前的にコミットする、(3)政策金融機関の破綻法制を整備し、負債による規律付けを効かせる、ことが不可欠である。

政府保証をなくして、政府出資以外の資金を民間から調達する機関は、もはや財投機関ではなくなる。民営化の対象とならない政策金融機関であっても財政投融资から切り離すことが、政策金融改革の進むべき方向である。



参考 政策金融機関の分野別貸出シェアの推移 (90年度以降)



資料：日本銀行「金融経済統計月報」等

(注1) 「全体」とは、9政策金融機関の貸出残高が、貸出残高総額（預金取扱金融機関、生損保等および政策金融機関の貸出残高の合計）に占める割合。

(注2) 「住宅」とは、住宅金融公庫の貸出残高が、住宅向け貸出残高総額（預金取扱金融機関、生損保および政策金融機関の住宅向け貸出残高の合計）に占める割合。

(注3) 「大・中堅企業」とは、日本政策投資銀行および国際協力銀行（国際金融等勘定）の貸出残高が、大企業・中堅企業向け貸出残高総額（国内銀行および政策金融機関の大・中堅企業向け貸出残高の合計）に占める割合。

(注4) 「中小企業」とは、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫および商工組合中央金庫の貸出残高が、中小企業向け貸出残高総額（国内銀行中小企業向け貸出残高、信用金庫法人向け貸出残高および政策金融機関の中小企業向け貸出残高の合計）に占める割合。

金融調査研究会第2研究グループ委員・研究員名簿

(2005年2月現在)

- (座 長) 貝 塚 啓 明 中央大学研究開発機構教授
- (主 査) 井 堀 利 宏 東京大学大学院経済学研究科教授
- (委 員) 跡 田 直 澄 慶應義塾大学商学部教授
- 岩 本 康 志 一橋大学大学院経済学研究科教授
- 三 井 清 学習院大学経済学部教授
- (研 究 員) 土 居 丈 朗 慶應義塾大学経済学部助教授
- (事 務 局) 全国銀行協会金融調査部

**金融調査研究会事務局**

〒100-8216 千代田区丸の内1-3-1  
全国銀行協会（金融調査部）  
電話 東京（03）3216-3761（代）

本提言は研究会としてのもので、全銀協としての  
意見を表明したものではありません。