

財政投融資を巡る課題と今後の在り方について

平成 26 年 6 月 17 日

財政制度等審議会 財政投融資分科会

財政制度等審議会 財政投融资分科会 名簿

(平成26年6月17日現在)

<分科会長>	富田 俊基	中央大学法学部教授
<分科会長代理>	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
<委員>	江川 雅子	東京大学理事
	翁 百合	(株)日本総合研究所理事
	川村 雄介	(株)大和総研副理事長
	土居 文朗	慶應義塾大学経済学部教授
	中里 透	上智大学経済学部准教授
<臨時委員>	林田 晃雄	(株)読売新聞東京本社論説委員
	福本 容子	(株)毎日新聞社論説委員
	吉野 直行	慶應義塾大学名誉教授
<専門委員>	富山 和彦	(株)経営共創基盤代表取締役CEO
	中島 厚志	(独)経済産業研究所理事長
	沼尾 波子	日本大学経済学部教授
	原田 喜美枝	中央大学商学部教授

財政制度等審議会 財政投融资分科会
開催実績

2月18日（火）	<ul style="list-style-type: none"> ○ これまでの審議会等における議論 ○ 内外の経済・金融情勢の変化
3月26日（水）	<ul style="list-style-type: none"> ○ 財政投融资の役割 <ul style="list-style-type: none"> - 土居 丈朗 委員 「今後の財政投融资の役割」 ○ 財政投融资の対象分野 <ul style="list-style-type: none"> - 川村 雄介 委員 「財政投融资の対象分野」
4月7日（月）	<ul style="list-style-type: none"> ○ 産業投資の在り方 <ul style="list-style-type: none"> - 富山 和彦 委員 「「質的補完」分野における産業投資のリスクと課題」 ○ 地方公共団体向け財政融資の在り方 <ul style="list-style-type: none"> - 中里 透 委員 「地方公共団体向け財政融資について」 ○ ディスクローチャーの充実
4月25日（金）	<ul style="list-style-type: none"> ○ 財投特会の財務の健全性確保 ○ 資金調達の在り方 ○ ガバナンスの向上 <ul style="list-style-type: none"> - 池尾 和人 委員 「ガバナンスの向上 ー概念的整理ー」
5月21日（水）	<ul style="list-style-type: none"> ○ 「財政投融资を巡る課題と今後の在り方について（案）」について
6月16日（月）	<ul style="list-style-type: none"> ○ 「財政投融资を巡る課題と今後の在り方について（案）」について

目次

目次	1
はじめに ～日本経済の課題と財政投融资の果たす役割～	2
I. 財政投融资の役割	
1. 官民の役割分担・リスク分担	4
2. 財政融資と産業投資の役割分担	6
3. 政策金融改革とその後の変化	8
4. 対象分野の変遷と今後期待される分野	12
II. 財政投融资の対象として今後期待される分野	
1. 産業競争力強化	16
2. イノベーション創出	19
3. インフラ輸出	22
4. 中堅・中小企業の海外展開	25
5. インフラ投資	28
6. 地域活性化	32
III. 産業投資の在り方	
1. 産業投資の役割	36
2. 産業投資のリスク管理の在り方	38
3. 産業投資の対象分野	40
4. 産投出資と産投貸付の役割・特徴	43
IV. 地方公共団体向け財政融資の在り方	45
V. 資金調達の在り方	
1. 財投債・財融FB	57
2. 政府保証債・政府保証外債	60
3. 財投機関債	64
VI. ディスクロージャーの充実	
1. 政策コスト分析	69
2. 用途別分類表の見直し	71
VII. ガバナンスの向上	
1. 貸し手として	75
2. 出資者として	78
3. チェック機能の充実①（実地監査、スポット監査）	82
4. チェック機能の充実②（地方公共団体の財務状況把握）	85
VIII. 財投特会の財務の健全性確保	
1. ALMの高度化	89
2. 積立金	92
3. 貸付金の証券化	96
（参考1）リーマン・ショック後の諸外国における財政投融资類似制度の動向	100
（参考2）内外の経済・金融情勢の変化	103

はじめに ～日本経済の課題と財政投融資の果たす役割～

平成 13 年度に抜本的な財政投融資制度の改革（財投改革）が行われてから 10 年以上が経過した。この間、対象事業の見直しや重点化・効率化などに取り組んだ結果、財政投融資計画はフローではピーク時の約 3 分の 1、ストックではピーク時の 2 分の 1 を下回る規模までスリム化が進展している。また、計画に必要な資金について、財投債は全て市中発行されており、市場原理にのっとり調達がなされている。そのほか、政策コスト分析の活用、ディスクロージャーの推進、資産負債管理（ALM）の進展、財投対象機関に対するチェック機能の充実など、様々な取組みがなされてきた。

平成 20 年 6 月には、「財政投融資に関する基本問題検討会」において、財投改革以降の取組状況を検証するとともに、今後の財政投融資の在り方について議論を行い、産業投資についてはワーキングチームの議論も踏まえ、報告書を取りまとめた。

その後、平成 20 年秋に発生した世界的な経済・金融危機（いわゆるリーマン・ショック）により市場が機能不全に陥った際には、厳しい状況にあった企業の資金繰りを支援するとともに、平成 23 年の東日本大震災からの復興に必要な資金需要に的確に対応するなど、民間金融のリスクテイクに限界がある状況の下で財政投融資は積極的に活用された。

財政制度等審議会財政投融資分科会は、平成 20 年 6 月の報告書とりまとめから 5 年以上が経過する中で、リーマン・ショック後の経済・金融危機や東日本大震災への対応状況を確認した上で、財投改革後の財政投融資を巡る著しい環境変化等をフォローアップすることにした。

内外の経済・金融情勢をみると、生産年齢人口の減少が進む中、生産性を向上させ、一人当たり GDP を高めるとともに、海外への進出・日本市場への呼び込みを促進し、成長力のある海外と一体的に日本経済が成長していくことが求められている。日本経済が持続的に成長していくためには、デフレを脱却し景気を回復軌道に乗せることでマクロ経済環境を好転させることがまず重要である。さらに、規制緩和等により生産性を持続的に向上させ、ビジネスチャンス、起業の芽をつくりだすことが必要である。そして、持続的成長のカギはイノベーション創出にあり、それを支える重要な要素のひとつが中長期的な視点に立った投資である。

中長期的な視点に立った投資を促進するためには、資金の取り手となる企業部門が自らの経営改革を通じて競争力を強化し、生産性を向上させ、投資対象として魅力を高めることが必要であり、これらを促進するための環境整備が求められる。資金の供給側の視点からは、これまで築いてきた家計金融資産の豊富な資金がリスクマネーや成長資金に向かう循環を確かなものにしていくことが必要である。そのためには、金融仲介や資産運用の担い手が魅力ある金融商品・サービスを提供することが求められており、金融機関が潜在能力の高い企業を発掘してその成長力を高める必要がある。こうした観点から、金融・資本市場の活性化を一層推し進める必要がある。

このように、日本経済が持続的に成長していく上で、金融部門が付加価値の高い仲介機能を発揮し、それを受けて実体経済も成長のフロンティアを拓けるといふプロセスを通じて、金融部門と実体経済が「車の両輪」としてともに成長していくことが必要である。そのためには、各般の施策を総合的かつ戦略的に講じていく必要がある。生産性向上とイノベーション創出に向けて、規制の緩和や制度の整備を進めつつ、人材育成やコーポレート・ガバナンスの強化等の変革に取り組むとともに、官民の適切な役割分担の下、中長期のリスクマネーや成長資金の供給拡大が必要である。

こうした大きな枠組みの下、民間金融を補完するという公的金融の域を越えない範囲で、民間金融だけでは十分にリスクテイクできない分野において、財政投融資を含む政府が行う投融資活動（公的金融機能）に対する期待が生じてきている。これに対して、財政投融資は、「有償資金」による財政政策のツールとして、自助努力の促進による事業の効率的な実施や受益者負担の実現を通じて租税負担の抑制を図るといふ特徴を発揮しつつ、中長期的な視点から、かつ、民間金融を補完しながら、資金面からの成長制約を解消する役割を果たすこととなる。

財政投融資は、渡し切りの一般会計とは異なり、融資や出資を通じて移転させた資金を後に回収する金融的手法の政策スキームである。国の信用を用いた公的資金であることに鑑み、財政融資については償還確実性を確保するとともに、リスクマネーを供給する産業投資については適切なポートフォリオマネジメントにより全体として毀損を回避することが前提である。また、政府が特定の事業に財政上の関与を行う以上、政策的必要性が高い事業分野を対象に、民間金融市場が機能しづらい状況において最低限必要とされる範囲内に基本的にとどめ、民業圧迫とならないようにすべきである。危機対応については、その仕組みは必要としても、それを目的とした融資の恒常化などによって産業の新陳代謝を妨げることはないよう、平時への移行時には当該融資から撤退すべきである。

こうした問題意識の下、財政投融資分科会は、環境変化等を踏まえて政府が行う投融資活動の在り方と、それを適切に運営していくために、官民の役割分担・リスク分担、貸し手又は出資者としてのガバナンスについての検討を始めた。本年2月から6回にわたり会合を開催し、①財政投融資の役割、②財政投融資の対象として今後期待される分野、③産業投資の在り方、④地方公共団体向け財政融資の在り方、⑤資金調達の在り方、⑥ディスクロージャーの充実、⑦ガバナンスの向上、⑧財投特会の財務の健全性確保、という8つの分野における課題と今後の在り方について議論を行った。本報告書は、その検討結果をとりまとめたものである。

なお、本報告書は、財政投融資が直面する現状を踏まえ、その中長期的な在り方を取りまとめたものである。今後とも、国内外の経済・金融を取り巻く環境の変化等に応じ、本分科会において引き続き活発に議論していく。

I. 財政投融资の役割

1. 官民の役割分担・リスク分担

(1) 基本的な考え方

財政投融资を含む政府が行う投融资活動（公的金融機能）は、政策目的の実現に必要な範囲内で、金融・資本市場に関与することである。公的金融機能は、「民間にできることは民間に委ねる」という民業補完性を確保しつつ、民間金融市場が機能しづらい状況において最低限必要とされる範囲内に基本的にとどめるべきである。

i. 平時における公的金融機能

政策的必要性が認められる場合であっても、そもそも税制、補助金、規制ではなく公的金融機能が求められるのかということも含め、政策目的達成のためにどのような手法が最も適しているのかについての十分な検討を前提に、平時に公的金融機能が担うべき役割として、①情報の非対称性や不完全競争、外部経済効果（特に非排除性）など市場メカニズムでは効率的な資源配分が実現されない状況に対応する「民間金融市場の補完」、②大規模・超長期プロジェクトやインフラの海外展開における「民間では担えないリスクの負担」、③民間の投資マーケットが十分に形成されていない状況で公的資金を呼び水とした「民間資金の誘発効果」などが想定される【図表 1-1、1-2】。

【図表 1-1】平時における公的金融機能

<p>「民間金融市場の補完」</p> <ul style="list-style-type: none">信用力・担保力が弱い中小零細企業、農林漁業者、学生などについて、情報の非対称性により民間金融で十分に対応できない場合であって政策的に必要性がある場合、公的金融により自助努力を引き出す外部経済効果のため最適配分がなされない環境分野、一定の政策的誘導が必要な福祉分野において、民間金融で対応困難な政策目的を実現
<p>「民間では担えないリスクの負担」</p> <ul style="list-style-type: none">空港、都市再開発など、国民経済全体や地域経済に便益を及ぼす大規模・超長期プロジェクトについて、公的金融が民間では担えないリスクを負担することで、持続的、安定的な資金調達を実現
<p>「民間資金の誘発効果」</p> <ul style="list-style-type: none">従来の業種や企業の枠を越えて新たな付加価値を創出する事業にチャレンジするベンチャー企業等に対し、公的金融が創業時の資金調達を支援することにより、民間金融からの資金を誘発

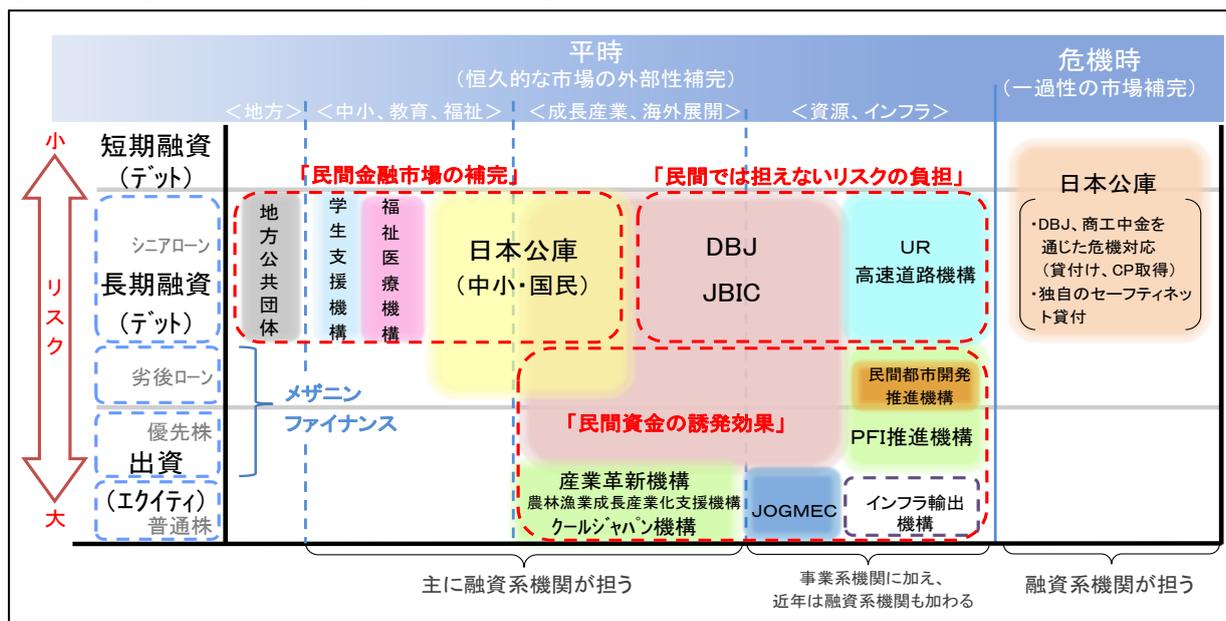
民間金融機関のリスク許容力が回復した平時には市場機能をベースとする民間金融が主体となり、投融资先の経営状況やプロジェクトの収支が安定したり、民間の投資マーケットが形成されたりした段階において、公的金融機能は撤退する。

ii. 危機時における公的金融機能

いわゆるリーマン・ショック等の経済・金融危機により金融市場が機能不全に陥った場合や、東日本大震災等の大規模災害後の復興支援には、民間金融のリスクテイクに限界があり、公的金融機能による「量的補完」が重要な役割となる。

危機時には公的金融機能が平時の役割を超えた役割を担う。平時への移行時には、移行のタイミングを見極め、危機対応を目的とした融資が恒常化するなど、産業の新陳代謝を妨げることのないよう、公的金融機能が担うべき事業範囲・事業分野に縮小する【図表 1-2】。

【図表 1-2】リスクテイク機能に着目した主な財投機関の役割



(2) 課題と視点

過度の支援は、モラルハザードの問題がある。一部企業による技術開発やグローバルな事業展開には大きなリスクを伴うため、公的部門がある程度のリスクを引き受けることについて十分検討する必要がある。官民が適切にリスク分担し、民間企業のモラルハザードを防止しつつ、公的部門は適度な支援を行うことが求められる。その際、官民の信頼関係の構築が重要となる。

- ① 民間企業が負担すべきリスク： ビジネスリスク
- ② 公的部門がリスク分担し、民間のリスクテイクを補完： 基礎的な技術の不確実性、進出先国のリスク など

デフレ脱却・経済再生のための政策課題の解決に向けて、長期資金及びリスクマネーの供給増大が喫緊の課題とされている。

- ① 産業競争力強化のための新事業や新たな技術開発への投融資
- ② ベンチャー企業や中堅・中小企業による事業の発展を目指した長期投資のためのリスクマネー供給

- ③ 新興国を中心とした世界の膨大なインフラ需要の取込みに向けた官民一体となった支援
- ④ アジアを中心とした海外の成長の取込みに向けた企業の海外進出に対する金融支援
- ⑤ 高度成長期以降の公共インフラの更新期に向けた資金ニーズの拡大
- ⑥ 地域産業の成長・雇用の維持創出や新たな活力ある地域づくりの支援

政府において、長期資金及びリスクマネーの供給を通じた経済再生に向けた金融・資本市場の活性化のための施策の検討が進められており、公的金融機能の在り方についても、こうした金融システム全体の動向を視野に入れた検証が引き続き求められる。

また、財政投融资の特徴を踏まえ、各財投機関の担うべき事業範囲・事業分野等の判断基準等を明確化するとともに、それぞれの特色に応じて、適切な役割分担を行うことにより、政府全体として効果的・効率的な運営が行われることが必要である。

2. 財政融資と産業投資の役割分担

(1) 基本的な考え方

財政投融资には、「財政融資」、「産業投資」、「政府保証」の3つの方法がある。

- ①財政融資： 資金を融資することで、事業を支援する。資金は、国債の一種である財投債の発行により調達する。国の信用力により最も有利な条件で資金調達し、長期・固定・低利で融資を行う。
- ②産業投資： 投資（主として出資）によって長期リスクマネーを供給し、リターンが期待できるものの、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない事業を支援する。国が保有する日本電信電話（NTT）や日本たばこ産業（JT）の株式の配当、国際協力銀行（JBIC）の国庫納付金等を活用し、投資先からのリターンを再投資する仕組みである。
- ③政府保証： 政策金融機関や独立行政法人などが金融市場で発行する債券や借入金を対象に、政府が元利払いに対して保証を付ける。各機関が単独で行うよりも、有利な条件で資金調達が可能である。リーマン・ショック以降、スワップコストが高止まりする中、政府保証外債は安定的な外貨調達手段となっている。

「財政融資」は、リスクが低い事業を対象とするデットファイナンスである。一方、「産業投資」は、リスクが高い事業を対象とするエクイティファイナンスであり、投資の幅（リターンとリスクの組合せの幅）は広い【図表1-3】。

【図表 1-3】財政融資と産業投資の商品性

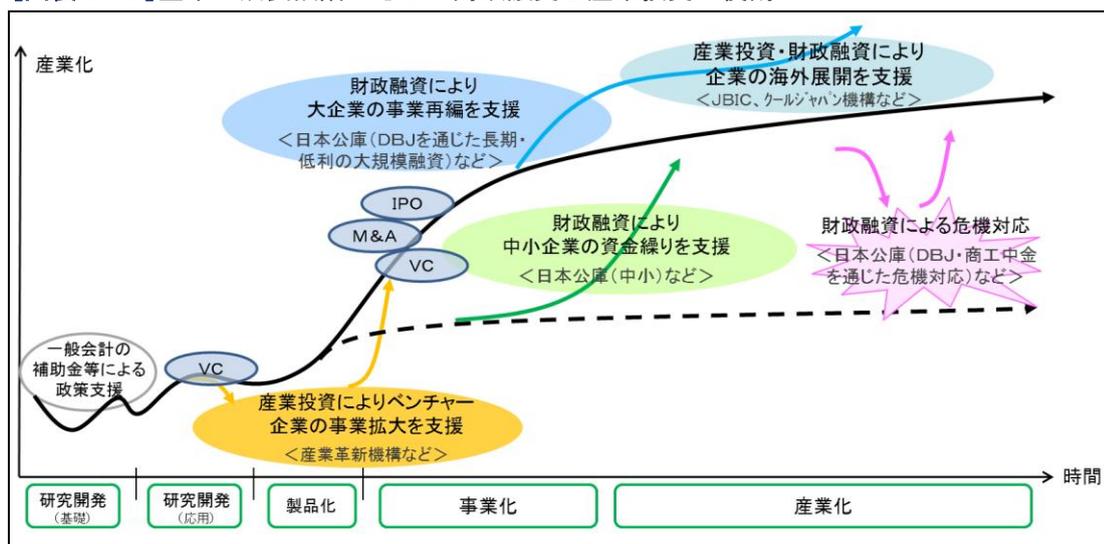
原資	商品性	特長 / 役割
財政融資	確定利付の融資	<ul style="list-style-type: none"> 「確実かつ有利」（財政融資資金法 1 条）とされ、償還確実性が必要 財投債による市場調達を原資としており、政策目的の実現に必要な範囲内で「量的補完」が求められる場合に効果的な役割
産業投資	出資 業績連動型の金利 設定の融資	<ul style="list-style-type: none"> 個々の案件でのリスクテイクと全体での元本確保のバランスをとるポートフォリオマネージメントにより、出資の毀損を回避 資本性資金の供給（エクイティ、メザニンファイナンス）により、民間金融による資金供給（レバレッジ）を促すといった「質的補完」の役割を發揮

（2）課題と視点

財政投融資は、政策目的の実現のため、情報の非対称性など市場メカニズムでは効率的な資源配分が実現されない状況の下で金融・資本市場に關与し、政策的に必要な一定の支援を行うという基本機能に加え、産業競争力強化、イノベーション創出（特に外部と連携して進めるオープンイノベーション）、インフラ輸出、インフラ投資等の重要課題の解決に向けてファイナンス機能を發揮することが求められており、超長期資金、エクイティ性の資金、外貨資金など、民間金融だけでは十分にリスクテイクできない分野において、財政投融資の機能・特徴を十分に發揮して民間金融の補完的な役割を果たしていくことが求められている【図表 1-4】。

- ① 財政融資： 超長期資金を含めた「負債性ファイナンス」の供給源としての役割
- ② 産業投資： エクイティ性の資金を含めた「資本性ファイナンス」の供給源としての役割

【図表 1-4】企業の成長段階に応じた財政融資と産業投資の役割



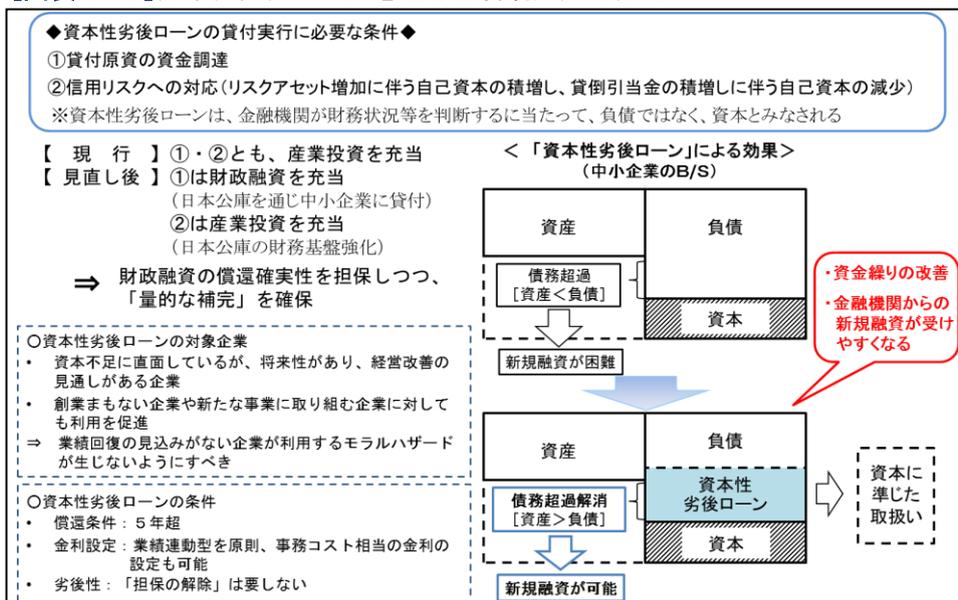
特に資本性劣後ローンについては、現在、産業投資が供給源としての役割を担っている。金融検査上、資本とみなされる本ローンは、民間融資を誘発する効果が期待さ

れ、実績は増加傾向にある。こうしたメザニンファイナンス¹について、産業投資の財源に限りがある中、財政融資と産業投資を組み合わせたハイブリッドな資金供給の手法について検討する【図表 1-5】。

こうした手法により、これまでの低利（低コスト）の資金供給に加え、事業の成長性を重視する資金供給に重点をシフトすることが可能となる。その際、政府として、出資者でありかつ債権者であるとなると、利益相反が生じうる点に留意するとともに、財投対象機関（財投機関）に対するガバナンス強化を図る。

（注）また、財政投融资は、財投機関の信用力に依拠するコーポレート・ファイナンスであるが、近年、カバード・ボンド（民間金融機関の発行する債権担保付社債）²などの新たな金融手法が拡がりつつあること、第三セクター等によるプロジェクト・ファイナンス方式の資金調達³が検討されていることを踏まえ、インフラその他の公共分野において、プロジェクト・ファイナンス等の新たな手法の可能性についても検討する。

【図表 1-5】資本性劣後ローンを通じた新規融資の促進



3. 政策金融改革とその後の変化

（1）基本的な考え方

i. 政策金融改革

¹ 従来金融機関が取り組んできたシニアローンと、普通株式によるエクイティファイナンスの中間的な手法。メザニンファイナンスは、シニアローンよりも返済順位が低く、シニアローンに比べてリスクが高い資金になるが、米国など幅広い投資家層を抱えるマーケットにおいては、多様な資金供給手段のひとつとして重要な役割を果たしており、投資リスクに見合った金利・配当水準が設定されることによって、経済合理性が確保されている。メザニンファイナンスには、シニアローンでは対応困難なリスクマネーの供給、既存株主の議決権希薄化の回避、柔軟な償還・EXIT方法の設定などのメリットがある。

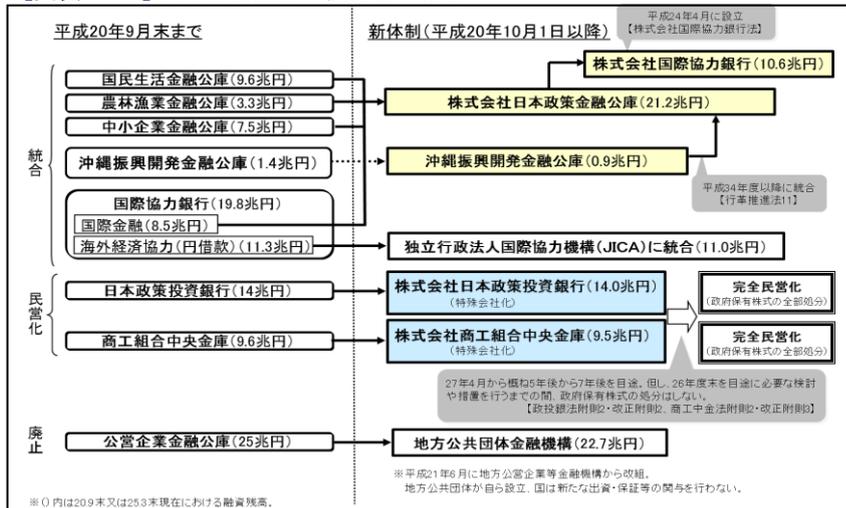
² カバード・ボンドとは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種。質の高い債権で構成されるカバールールを担保とし、投資家は発行体の信用力と担保債権の信用力へ二重にリコースできる。

³ 例えば、茨城県エコフロンティアかさまレベニュー信託の事例。茨城県環境保全事業団が、廃棄物処理委託料の支払請求権を原資とした受益権を発行し、このうち優先受益権を投資家に販売。これにより、民間銀行等からの借入れのリファイナンスと、そこに付されていた損失補償契約を外した。

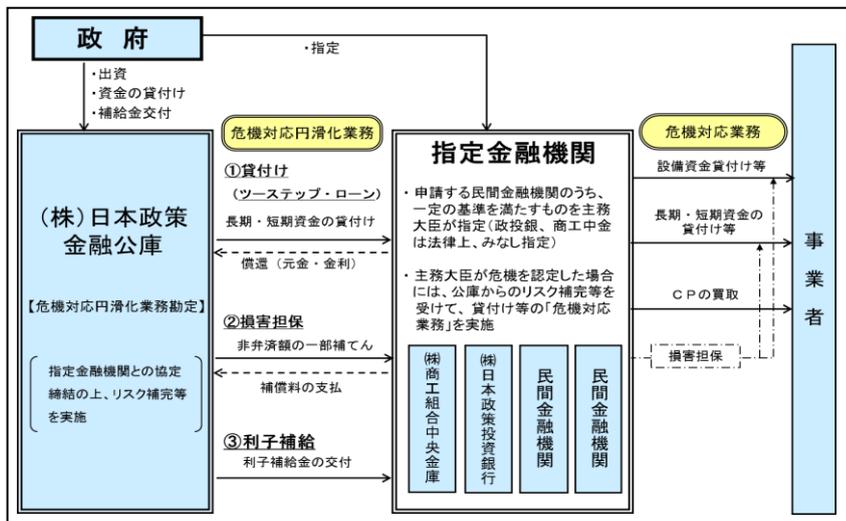
平成20年10月、「官から民へ」の観点から、民業補完に徹するため、例えば中小企業金融（一般貸付）から撤退する等、政策金融⁴として必要な機能に限定し、これを残したうえで政策金融機関を再編した【図表1-6】。

また、危機（金融危機、大災害等）発生時に政策金融機能を発揮できるよう、民間金融機関も活用した危機対応体制を整備した（現状、指定金融機関は日本政策投資銀行〔DBJ〕及び商工組合中央金庫〔商工中金〕）【図表1-7】。

【図表1-6】政策金融機関の統廃合の推移



【図表1-7】指定金融機関を通じた危機対応業務の概要



ii. その後の変化

リーマン・ショック後の経済・金融危機に対応するため、①組織形態については、全株処分とされたDBJ及び商工中金について、時限的に政府出資を可能とするとともに、政府による株式保有の在り方等を見直すこととし、また、②事業内容については、DBJによる大企業向けの流動性供給のためのコマーシャルペーパー（CP）買取や上場不動産投資信託（Jリート）に対する資金繰り融資（不動産市場安

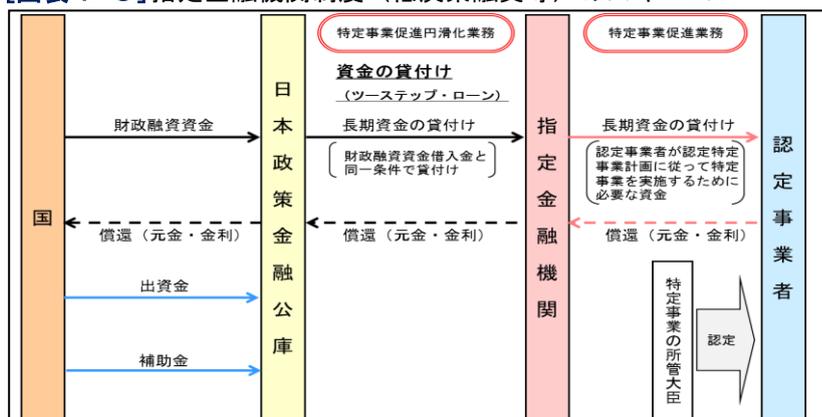
⁴ 政策金融とは、公益性が高いものの、リスクの適切な評価等が困難なため民間金融機関のみでは適切な対応ができない分野において、融資や保証などの金融的手法によって政策目的を達成するものであり、公的金融に内包される。公的金融には、その他に、政府出資のある政策実施機関等（インフラ投資実施機関や官民ファンドを含む）による各種のファイナンス活動がある。

定化ファンド)、JBICによる外国為替資金特別会計(外為特会)からの外貨貸付を活用した海外事業(大企業、中堅・中小企業を問わない)の資金繰り支援等、政府系金融機関を積極的に活用してきた。

さらに、インフラ分野等の戦略的海外投融資をより有効に支援するため、JBICについて、①日本政策金融公庫(日本公庫)から分離するとともに、②先進国向け輸出金融、M&A支援のためのバックファイナンス、国内銀行経由ツーステップローン(TSL)等、業務面の機能を強化した。

このほか、危機対応とは異なる平時の政策金融として、低炭素社会の実現等の中長期的な政策課題に対応するため、低炭素融資や事業再編を促す新たな融資制度を導入した(現状、指定金融機関はDBJ) [図表1-8]。

[図表1-8] 指定金融機関制度(低炭素融資等)のスキーム



iii. 最近の取組み

東日本大震災からの復興や民間投資を喚起する成長戦略に資するよう、民間金融機関の補完を旨としつつ、①成長戦略への対応、②危機対応、③金融円滑化、再生支援等、④中小企業の海外展開支援等を実施している。

(2) 課題と視点

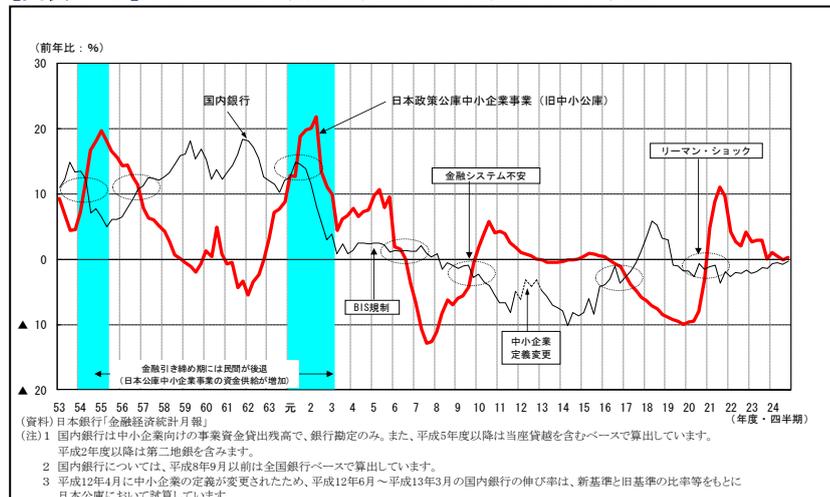
政府の成長戦略に沿って、政策金融を通じた民間金融機関の補完により、中長期の投融資を促進していくことが課題とされている。その際、政策金融機関による構造不況業種や自力回復力を失った企業への融資、企業に対する信用保証への過度な依存により、これら企業と民間金融機関のモラルハザードを助長し、我が国経済の構造転換を阻害することのないように留意すべきである [図表1-9、1-10、1-11]。

また、政策金融の手法として、効率性や適切なリスク負担の観点から、直接融資と間接的な支援(証券化支援や信用保証等)を適切に組み合わせるとともに、既往の貸付債権について、投融資先の経営状況やプロジェクトの収支が安定した段階で民間金融機関へ譲渡するなど、債権流動化を図ることが重要である。

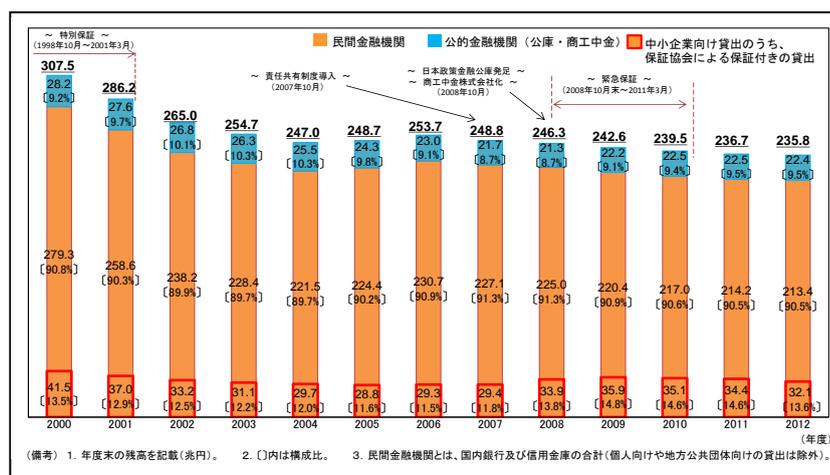
さらに、DBJ法や商工中金法において、政府は、平成27年3月末を目途として、危機対応業務の実施状況等を勘案し、組織の在り方等を見直す旨の検討条項があり、こうした検討を踏まえる必要がある。

危機対応業務は、法令上の要件を満たす民間金融機関から申請があれば指定金融機関として指定できるものの、DBJと商工中金（制度開始時に法律上みなし指定金融機関）のみの指定であり、民間金融機関の参加を促しつつ、現行制度の問題点等を検証して改善を図る余地はないか検討すべきである。また、制度開始後5年を経ており、貸付債権の状況等をモニタリングしていく必要がある。

[図表 1-9] 中小企業向け貸出残高伸び率の推移（中小事業）

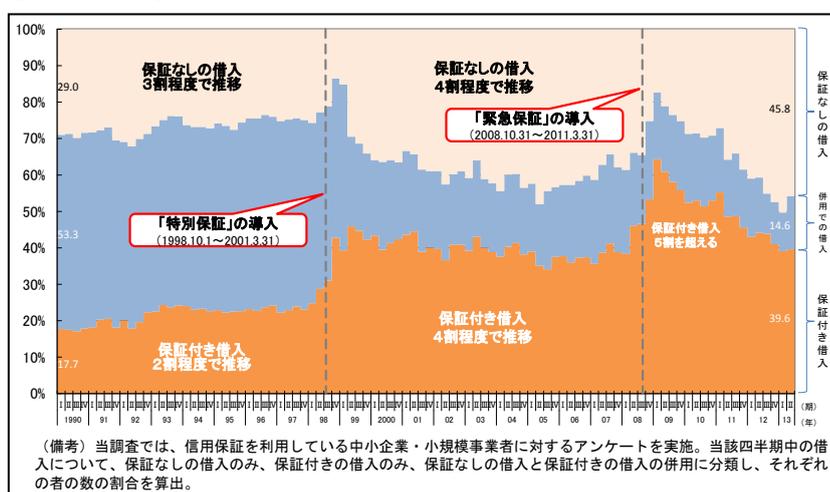


[図表 1-10] 中小企業向け貸出の推移



(中小企業庁作成資料)

[図表 1-11] 資金調達における保証利用動向



(中小企業庁作成資料)

4. 対象分野の変遷と今後期待される分野

(1) 基本的な考え方

i. 戦後復興期～高度経済成長期（1945年～1970年代前半）

戦後経済復興期には基幹産業（石炭・鉄鋼・海運・電力等）の育成に力点が置かれた。

高度経済成長期に入り、欧米より遅れたインフラ整備やマイホーム取得のために住宅分野にも活用された。さらに、中小企業対策や公共事業に活用された。こうした分野を担うべく、財投機関も増加し、政策目的に応じて様々な財投機関が出揃った[図表1-12]。

- ① 特定の産業分野： 日本開発銀行などの政策金融機関
- ② 中小企業対策： 中小企業金融公庫、国民金融公庫
- ③ 高速道路： 日本道路公団
- ④ 空港： 新東京国際空港公団
- ⑤ 住宅建設： 日本住宅公団、住宅金融公庫

[図表1-12]戦後復興期～高度経済成長期（主な活用事例）

主な分野	財投機関	活用事例
住宅	日本住宅公団	多摩ニュータウン、高島平団地の整備等
中小企業	中小企業金融公庫	ソニー(株)、京セラ(株)等の創業期・成長期に融資
社会資本整備	日本道路公団 日本国有鉄道 新東京国際空港公団	東名、名神高速自動車道等の建設 東海道・山陽新幹線の建設 成田国際空港の建設
産業	電源開発 日本開発銀行	電力供給のためのダム建設等（御母衣ダム） 基幹産業（石炭・鉄鋼・海運・電力等）に対する長期資金の供給

ii. 安定成長期～バブル期～ポスト・バブル期（1970年代後半～1990年代）

オイルショックを経て、安定成長期へ移行し、企業の投資意欲が減退する中、1970年代後半から1980年代前半にかけて、住宅及び中小企業向けが増加し、生活環境整備（都市開発など）を加えると、財政投融资全体の6割を占めた。大都市圏を中心とした大規模なニュータウンや研究学園都市の開発、地方産業拠点の建設など、採算性が必ずしも高くない事業にも活用された。

バブル崩壊後の1990年代は、経済対策として公共事業が推進される中、住宅向けが増大し、全体の3分の1となった[図表1-13]。

[図表 1-1 3] 安定成長期～バブル期～ポスト・バブル期（主な活用事例）

主な分野	財投機関	活用事例
住宅	住宅金融公庫 宅地開発公団	住宅建設のための融資 千葉ニュータウンの開発等
生活環境整備 地域開発	住宅・都市整備公団 地域振興整備公団 水資源開発公団	都市の再開発（みなとみらい21）、研究学園都市（筑波）の開発等 いわきニュータウン・長岡ニュータウン等の開発、地方都市の再開発 水資源の開発・利用のため、奈良俣ダム、早明浦ダム等の建設
中小企業	中小企業金融公庫 国民金融公庫	民間金融機関からの融通が困難な中小企業等に対する融資
社会資本整備	日本鉄道建設公団 空港整備特別会計等	長野新幹線等の建設 東京国際空港（羽田）の沖合展開・再拡張

iii. 構造改革期（財投改革～現在）

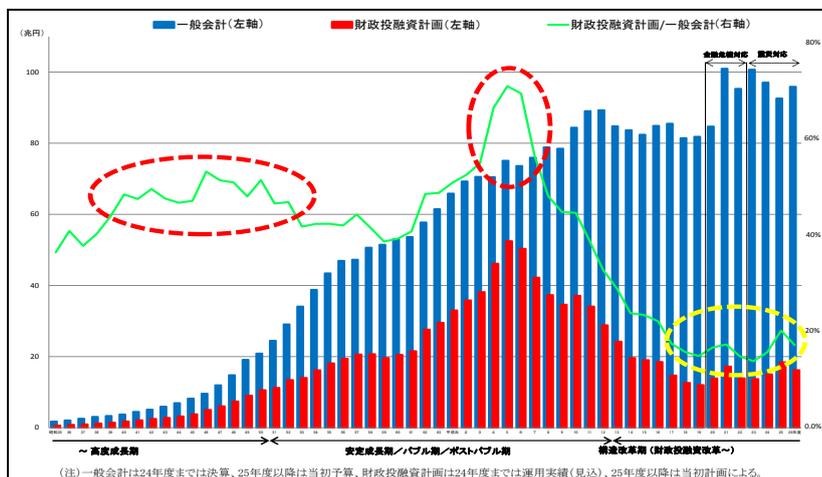
経済の成熟化、市場メカニズムの整備が進む中、2001 年度に抜本的な財政投融资制度の改革（財投改革）を実施した。財投事業についても民業補完の観点から見直しを行った。特に個別事業の見直しについては、2004～2005 年にかけて、政策的必要性及び財務の健全性の観点から総点検した。その結果、2008 年度当初は、フローではピーク時の約 3 分の 1 までスリム化が進展した[図表 1-1 4]。

2008 年秋以降、リーマン・ショック後の経済・金融危機、東日本大震災に積極的に対応したため、フローベースでは減少していない[図表 1-1 5]。

[図表 1-1 4] 構造改革期（主な見直し）

財投機関	見直し内容
住宅金融公庫 （住宅金融支援機構）	災害復興住宅融資に限定。旧公庫は廃止され、民間では資金供給が困難な分野を除き直接融資から撤退
道路関係 4 公団 （日本高速道路保有・債務返済機構）	民営化に伴い、4 公団（日本道路公団、首都高速道路公団、阪神高速道路公団、本州四国連絡橋公団）を引き継ぐ民営化後の高速道路会社（6 社）・機構向けの財政融資を停止
都市基盤整備公団 （都市再生機構）	新規のニュータウン開発事業は廃止し、賃貸住宅事業についても自ら土地を取得して行う新規建設は行わないこととした上で、旧公団を廃止
政策金融機関	国民生活金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫及び国際協力銀行を統合。日本政策投資銀行、商工組合中央金庫を株式会社化。公営企業金融公庫を廃止し、地方公共団体が共同して資金調達するための新組織を設立

[図表 1-1 5] 財政投融资計画と一般会計の規模の推移



(2) 課題と視点

生産年齢人口の減少が進む中、生産性を向上させ、一人当たりGDPを高める必要がある。アジアを中心とした海外の成長の果実の取込みに向けて、従来以上に踏み込んだ取組みが求められる。同時に、海外への進出（対外直接投資）・日本市場への呼び込み（対内直接投資）を促進し、成長力のある海外と一体的に日本経済が成長することが課題とされている。

例えば、企業の設備投資はバブル崩壊後の長い停滞の中、デフレ不況の影響等により低迷してきており、再びリスクをとって設備投資を行うためのビジネス環境を整備することが求められている。また、日本の産業競争力強化に向け、新規事業を創出し、イノベーションを促すための中長期のリスクマネーや成長資金の供給増大が課題とされている。

もとより、中長期的な視点に立った投資を促進するためには、資金の取り手となる企業部門が自らの経営改革を通じて競争力を強化し、生産性を向上させ、投資対象として魅力を高めることが必要である。資金の供給側の視点からは、金融・資本市場を活性化させ、豊富な家計資金がリスクマネーや成長資金に向かう循環を確かなものにしていくことが必要である。

こうして金融部門と実体経済が「車の両輪」としてともに成長していくためには、生産性向上とイノベーション創出に向けて、政府が規制の緩和や制度の整備を進めつつ、企業が人材育成やコーポレート・ガバナンスの強化等の変革に取り組み、官民の適切な役割分担の下、次の6分野に対して中長期のリスクマネーや成長資金の供給拡大が必要となってきた。実際に、最近の財政投融资はこれらに重点化を図っており、取組内容は以下の通りである。

- ① 産業競争力強化のための新事業や新たな技術開発
 - ・産業の新陳代謝、先端的設備の導入等により、「産業競争力強化」を図る（DBJ、JBIC、日本公庫、石油天然ガス・金属鉱物資源機構〔JOGMEC〕など）
- ② ベンチャー企業や中堅・中小企業による事業の発展を目指した長期投資
 - ・「イノベーション創出」により、産業の活性化を図る（産業革新機構〔産革機構〕、農林漁業成長産業化支援機構〔農水機構〕、DBJ〔競争力強化ファンド〕、日本公庫など）
- ③ 新興国を中心とした世界の膨大なインフラ需要の取込み
 - ・官民一体で「インフラ輸出」を促進し、世界の膨大なインフラ需要を取り込む（JBIC、国際協力機構〔JICA〕、海外交通・都市開発事業支援機構〔インフラ輸出機構〈新設予定〉〕など）

- ④ アジアを中心とした海外の成長の取込みに向けた企業の海外進出
- ・国内市場が伸び悩む中、「中堅・中小企業の海外展開」を促進する（日本公庫、JBIC、商工中金〔グローバルニッチトップ支援貸付〕、海外需要開拓支援機構〔クールジャパン機構〕など）
- ⑤ 高度成長期以降の公共インフラの更新期に向けた資金ニーズの拡大
- ・民間資金やノウハウを活かしつつ「インフラ投資」を推進する（都市再生機構〔UR〕、民間都市開発推進機構〔民都機構〕、民間資金等活用事業推進機構〔PFI推進機構〕、DBJなど）
- ⑥ 地域産業の成長・雇用の維持創出や新たな活力ある地域づくり
- ・資金調達能力の低い地方公共団体への資金の安定供給等を通じ、国の政策に基づき「地域活性化」を支援する（日本公庫、農水機構、UR、地方公共団体など）

（注）次項【Ⅱ．財政投融資の対象分野】では、6分野における現状と課題、対応を整理している。

こうした大きな枠組みの下、民間金融を補完するという公的金融の域を越えない範囲で、民間金融だけでは十分にリスクテイクできない分野において、財政投融資を含む政府が行う投融資活動（公的金融機能）に期待が生じてきている。これに対して、財政投融資は、政府の成長戦略に沿って、中長期のリスクマネーや成長資金が必要とされる分野において、自助努力の促進による事業の効率的な実施や受益者負担の実現を通じて租税負担の抑制を図るという特徴を発揮しつつ、中長期的な視点から、かつ、民間金融を補完しながら、資金面からの成長制約を解消する役割を果たすこととなる。

その際、財政投融資は、渡し切りの一般会計とは異なり、将来におけるリターンを前提にした有償資金であることに鑑み、財政融資については償還確実性を確保するとともに、リスクマネーを供給する産業投資については適切なポートフォリオマネジメントにより全体として毀損を回避することが前提である。また、政府が特定の事業に財政上の関与を行う以上、政策的必要性が高い事業を対象に、民間金融市場が機能しづらい状況において最低限必要とされる範囲内に基本的にとどめ、民業圧迫とならないようにすべきである。

なお、中小零細企業、農林漁業者、学生など信用力・担保力等の基盤が弱い者に対する融資や、環境政策、福祉政策などの観点から、事業者等に対して政策的に一定の誘導・支援が金融・資本市場への関与を通じて必要とされる場合には、引き続き、国の信用を用いて低利な資金を供給する財政投融資の活用を図る。

Ⅱ. 財政投融资の対象として今後期待される分野

1. 産業競争力強化

(1) 現 状

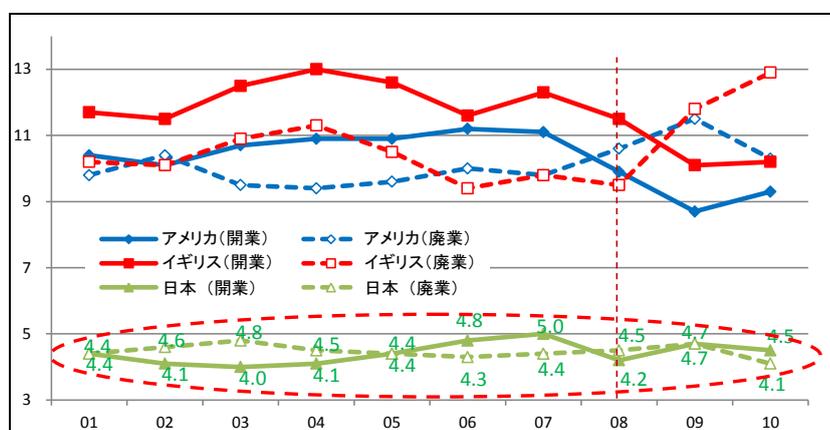
これまで、産業競争力の強化、資源・エネルギー確保に向けた取組みは、財政投融资が重点的に支援を実施してきている分野である。具体的には、

- ① 中小企業・小規模事業者等に対しては、一般会計からの政策的支援を受けつつ、財政融資を原資とした新創業融資や事業再生貸付、産業投資を原資とした起業支援のための資本金劣後ローン等を実施している（日本公庫）。
- ② 中堅以上の規模の企業に対しても、財政融資・産業投資を原資として、成長産業に対する金融支援や事業再編・事業再生支援など、産業競争力の強化に資する分野への投融资を実施している（DBJ）。
- ③ 資源・エネルギーについては、(1)天然ガス・石炭・金属鉱物等の重要な海外資源権益確保のため、探鉱・開発といった事業フェーズに応じた出融資や債務保証を重点的に支援するとともに（JOGMEC、JBIC）、(2)国内外の再生可能エネルギー事業を促進している（DBJ、JBIC、日本公庫）。
- ④ 産業の国際競争力の向上のため、海外市場獲得戦略、サプライチェーンの維持・強化や海外M&Aを支援している（JBIC）。

(2) 課 題

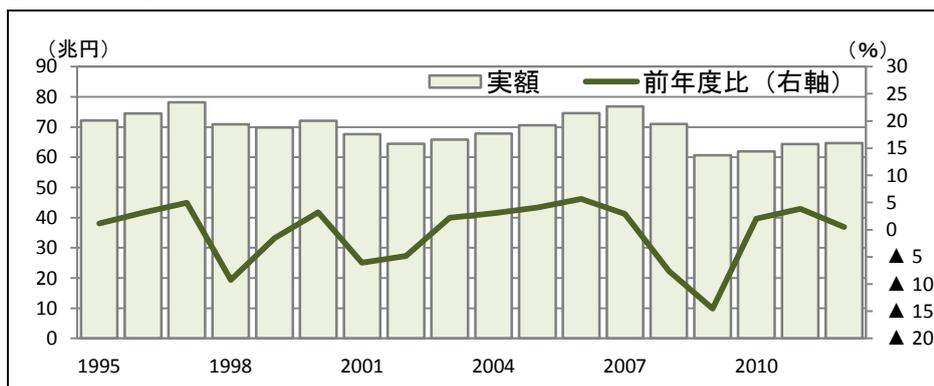
産業や地域の特性を踏まえつつ、産業の新陳代謝を促進するとともに、先端的設備の導入等による効率性向上や付加価値向上を図り、日本の産業競争力強化を通じた雇用維持・創出に資する取組みを支援することが喫緊の課題とされている[図表2-1、2-2]。

[図表2-1]開廃業率の推移



(厚生労働省、U.S. Small Business Administration [アメリカ]、Office for National Statistics [イギリス] 資料を基に作成)

[図表 2-2] 民間設備投資の推移



(内閣府作成資料)

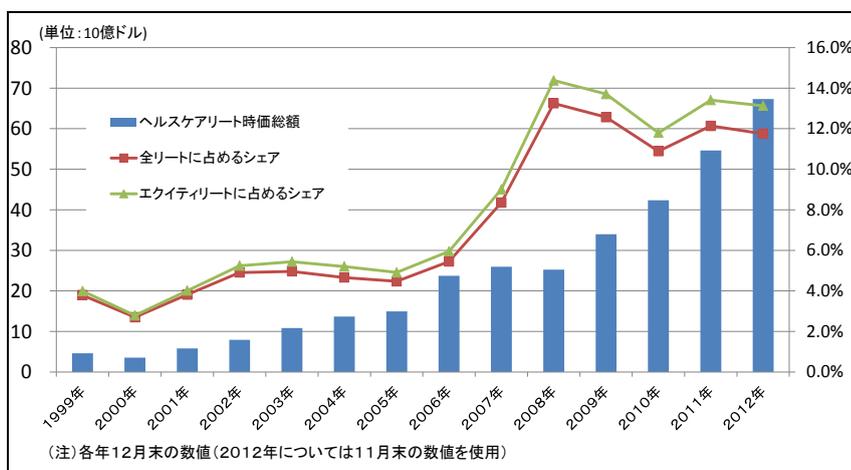
産業の新陳代謝を促進するにあたって、(1)グローバル企業に対しては、競争環境を整備して、中長期的に高い収益をあげていく体質転換を促すとともに、(2)ローカル企業に対しては、構造的・慢性的な人手不足が深刻化している中、長期にわたって新陳代謝がないため、新陳と代謝を同時に促進して、生産性の高い企業に事業と雇用を集約化させ、そこに安定した雇用を生むようにする必要がある[図表 2-3]。

[図表 2-3] グローバル経済圏とローカル経済圏の課題

グローバル経済圏	ローカル経済圏
グローバルな競争下で、我が国産業の収益力をいかに高めていくか。	人口減少に直面する地域経済の持続可能性をいかに確保していくか。

今後不足が予測される高齢者向け介護・医療施設の整備を通じて、ヘルスケアサービスを成長市場に変えていくことが必要である。その際、アメリカではヘルスケアリート⁵が数多く存在し、賃貸収益を広く投資家に分配し、市場規模は拡大傾向にあることを参考とする[図表 2-4]。

[図表 2-4] 米国ヘルスケアリートの成長



(国土交通省作成資料)

⁵投資対象を、ヘルスケア施設（サービス付き高齢者住宅〔脚注 7 参照〕、有料老人ホーム、病院等）としたリート（不動産投資信託）。

産業競争力強化の基盤となる各種資源・エネルギーを国家戦略として効果的・効率的に確保していくことが不可欠である。とりわけ、風力発電等の再生可能エネルギー等の導入加速が望まれる。

海外拠点を持つ企業にとって、グローバル化を推進する国内人材の確保・育成は大きな課題となる。留学支援などを通じたグローバル化に対応する人材力の強化が求められている。

また、高度情報化社会の進展や新たな安全保障環境に応じ、産業競争力強化や生産・技術基盤維持の観点からも政策的対応の必要性が生じている。

(3) 対応

グローバル経済圏とローカル経済圏という競争環境の異なる2つの経済圏のそれぞれの課題に応じた成長産業支援や事業再構築支援により、日本の産業競争力の根幹の維持及び戦略的な強化を引き続き支援する。

同時に、中小企業及び福祉・医療事業者への資金支援においては、景気回復の動向を踏まえ、適切な民業補完の構築（政策融資のスクラップアンドビルド、貸付金利の見直し等）を進めていく。

また、危機対応については、その仕組みは必要としても、それを目的とした融資の恒常化などによって産業の新陳代謝を妨げることのないよう、平時への移行時には当該融資から撤退する。

産業競争力を強化するためには、企業部門が、自らの経営改革を通じて競争力を強化し、生産性を向上させるとともに、資金の供給側において、金融・資本市場を活性化させ、豊富な家計資産がリスクマネーや成長資金に向かう循環を確かなものにしていくことが必要である。

このため、政府に税制・予算・金融・規制緩和といったあらゆる施策を総動員することが求められている中、官民の適切な役割分担の下、自助努力の促進による事業の効率的な実施や受益者負担の実現を通じて租税負担の抑制を図るといふ、財政投融資の特徴を発揮して、民間金融の補完的な役割を果たしていく施策として、例えば以下のようなものが考えられる。

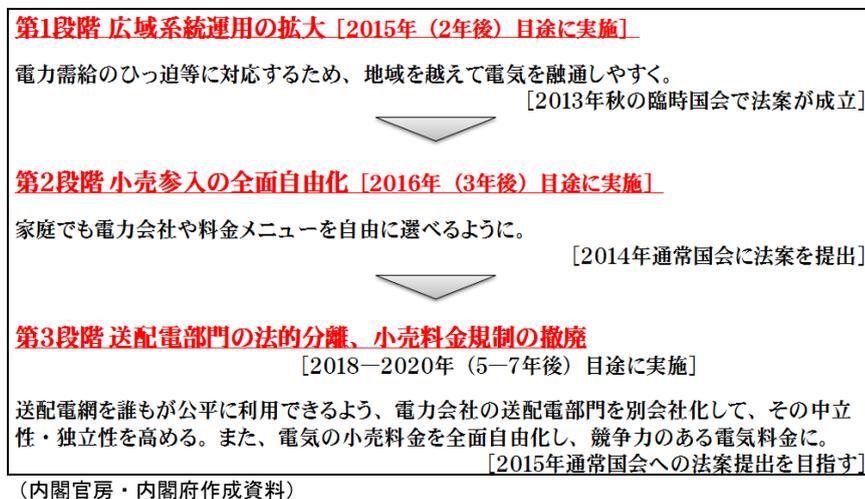
- ① 成長が見込まれるヘルスケアの分野については、医療・介護を一体的に提供する非営利ホールディングカンパニー型法人（仮称）⁶、環境整備が進められているヘルスケアリート、サービス付き高齢者向け住宅⁷等の整備について、財政投融資による支援を行う必要があるか、民間事業者の取組みや社会保障制度との整合性等に十分留意しつつ検討する。
- ② 安定的かつ安価な資源・エネルギーの確保については、引き続き執行を踏まえた効率的な財政投融資計画の策定に努める。また、太陽光・風力などの再生可能エ

⁶ 医療・介護等の一体的サービスの提供を促進することを目的として、複数の医療法人や社会福祉法人等を統括し、一体的な経営を可能とする法人制度として、現在、厚生労働省で検討されているもの。

⁷ バリアフリー構造等を有し、介護・医療と連携し高齢者を支援するサービスを提供する住宅。

エネルギー等の関連分野については、事業の採算性、FIT⁸など他の施策とのバランスを踏まえ、支援対象等を検討する。さらに、電力供給システム改革の進捗状況も視野に入れつつ、電力市場の新規参入を目指す企業等に対しても財政投融資による支援があり得るか検討する【図表2-5】。

【図表2-5】電力供給システム改革のスケジュール



- ③ 留学支援については、国費とともに企業からの協力を得た海外留学支援制度創設など奨学金充実が進められているが、償還確実性を確保しながら、グローバル人材の育成強化を図るための支援の枠組みが必要か検討する。
- ④ 情報通信システムのセキュリティ確保を支援する枠組みの構築や、新たな安全保障環境に対応する事業については、財政投融資による支援があり得るか検討する。

2. イノベーション創出

(1) 現 状

産業の活性化を図るためには、イノベーションによる新たな付加価値の創出が必要である。特に企業等が、技術やアイデアを組織や分野の枠を越えて社外と共有し組み替えることにより、イノベーションを実現し、新たなビジネスを創出する（オープンイノベーション）には大きな事業リスクを伴うことから、これまで、民間投資の誘発効果を期待したリスクマネー供給に取り組んできている【図表2-6】。

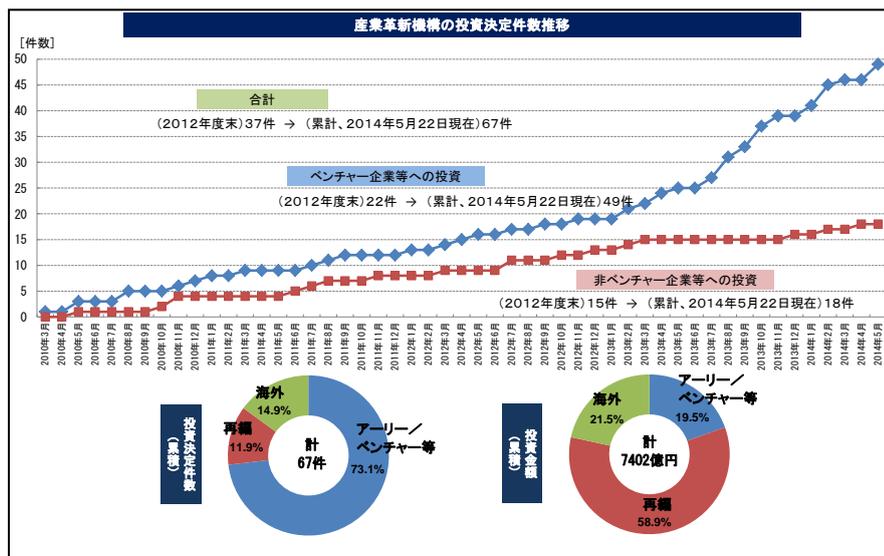
特に産革機構については、事業再編等の投資実績を一定量確保することで、安定したリターンを確保した上で、ベンチャー投資で大きなリスクを取る方針の下、ベンチャー企業等への投資を積み増している【図表2-7】。

⁸ Feed-in Tariff の略、固定価格買取制度。再生可能エネルギー（太陽光、風力、水力、地熱、バイオマス）を用いて発電された電気を、一定価格で電気事業者が買い取ることを義務付けた制度。

[図表 2-6] リスクマネー供給の取組み

分野	財投機関	施策
新規産業・ベンチャー	産業革新機構	ベンチャー企業等や先端技術の事業化支援によるオープンイノベーションの促進
	日本政策投資銀行（競争力強化ファンド）	大企業の休眠技術活用、異業種連携（主に事業化及び本格展開の段階にある事業）
	日本政策金融公庫	創業間もないベンチャー企業に対する無担保・無保証の融資
健康・医療	産業革新機構	創薬分野、医療機器分野、海外展開分野への資金供給強化
農業	農林漁業成長産業化支援機構	6次産業化（農林漁業と他産業の連携による農林水産物の高付加価値化）を支援

[図表 2-7] 産業革新機構の投資実績



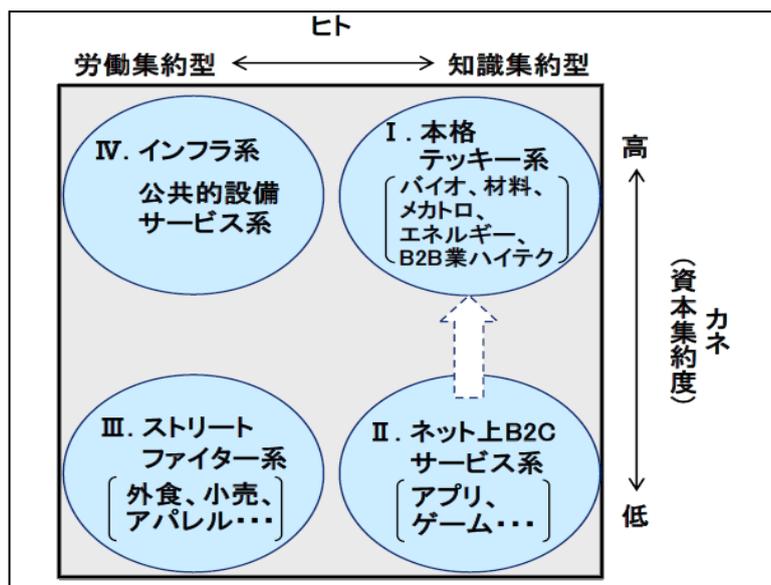
(産業革新機構作成資料)

(2) 課題

産業の活性化・競争力向上には、イノベーションの持続が不可欠である。イノベーションを促進するためには、企業、大学、研究機関間の人材の流動化、出口戦略としてのM&A促進やIPO（新規株式公開）市場の環境改善、大企業とベンチャーの連携や国民的な意識改革など、人材面、制度面など様々な施策を総動員する必要がある。

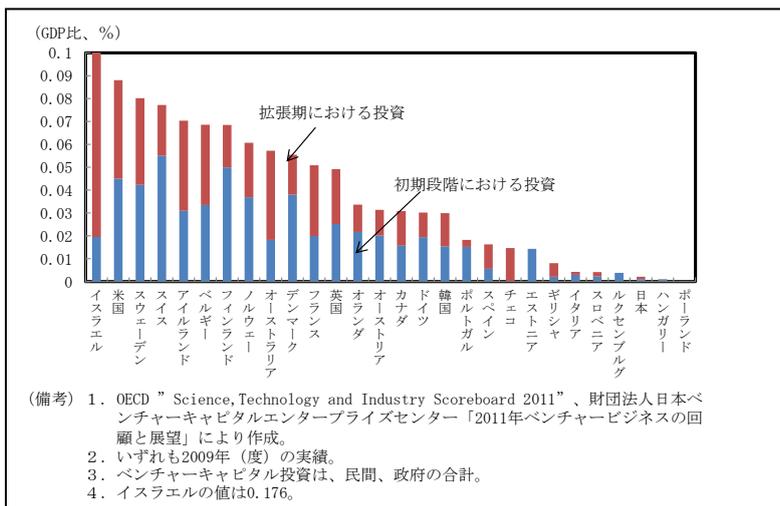
資金面では、イノベーション創出に必要なエクイティ性の事業資金（特に高度の知識集約と資本集約を必要とする本格技術系のアーリー・ベンチャー[図表 2-8]）について、民間金融だけでは十分にリスクテイクできておらず、新規・成長産業の事業リスクを支える体制が整っていないため、民間金融の補完的な役割を果たしていくことが求められている[図表 2-9]。その際、民間のリスクマネーの供給やノウハウ提供の自主性・自発性を阻害しないように最大限留意することが必要である。また、リスクマネーの供給は、専門的、裁量的な業務であり、こうしたプロフェッショナルリズムと民業補完や公平性、透明性といった公的支援に伴う制約を両立させることが重要である。

[図表2-8]ベンチャーの対象領域



(財政投融资分科会〔平成26年4月7日開催〕富山委員提出資料)

[図表2-9]ベンチャーキャピタルの投資額のGDP比



(内閣府作成資料)

さらに、シーズの事業化に当たっては、資金のみならず事業化に向けた各種のサポートが不足しており、ベンチャー企業等に対する人材面でのサポートも必要である。特に大学の技術を活用した大学発ベンチャーについては、起業前段階から市場ニーズを取り入れた事業化支援が必要であり、投資とハンズオン支援が求められる。

政府全体として、これまで成長産業と見做されてこなかった分野(特にヘルスケア、国際医療、農業)において、国家戦略特区を設けて成長エンジンとして育成することが志向されており、こうした取組みへの対応が喫緊の課題とされている。

<国家戦略特区における取組課題>

- ① 健康・医療分野：最高水準の医療を提供するための「医療等の国際的イノベーション拠点の形成」
- ② 農業分野：農業等の改革による産業競争力を強化するための「革新的な農業等の産業の実践拠点の形成」

また、健康・医療分野では、研究開発を政府一体で推進するため、一元的な研究管理を担う日本医療研究開発機構の創設が予定されている。研究から実用化までを一気通貫でつなぎ、最先端の医療技術の開発に結びつける取組みへの対応が課題とされている。

(3) 対応

アーリー・ベンチャーの創出・育成等や農林漁業の6次産業化等による成長産業化を推進するため、産業投資を活用してエクイティ性の事業資金ニーズに応えることにより、引き続きイノベーションを創出する企業等に対する支援を実施する。

時限組織である官民ファンドの仕組みの下、民間の投資マーケットが形成されるまでの限られた期間内で民間投資を誘発し、業務の完了により解散する。特に産革機構については、これまでハンズオン（経営参加型支援）でのベンチャー支援を進めてきたが、今後はさらに機構解散後を見据え、自律的なベンチャー投資環境を育成するため、民間のベンチャーファンド等に対するLP（リミテッド・パートナー）投資（ファンド・オブ・ファンズ）をより積極的に活用する。

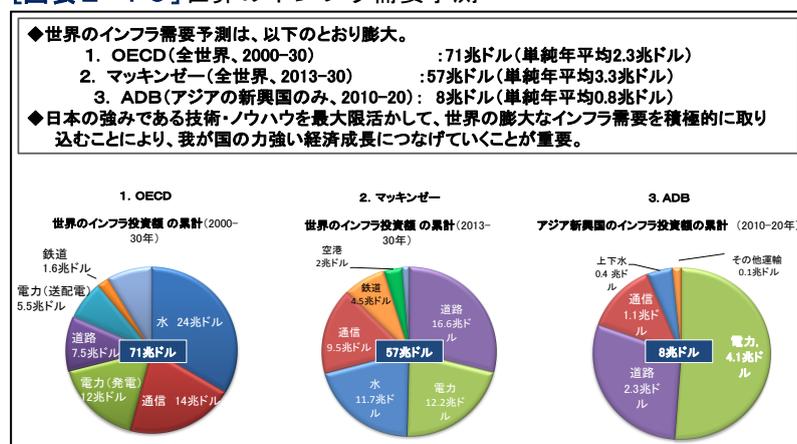
国家戦略特区を利用して新事業展開（医療、農業を含む）に取り組む事業者に対し、投融資による支援を行う必要があるか、事業の採算性や民間資金の誘発効果を十分に見極めつつ検討する。

3. インフラ輸出

(1) 現状

今後10年間の世界のインフラ需要は、水、情報通信、電力等の分野において、20兆ドルと想定されている。途上国需要の約7割は新設需要である。先進国は、既存インフラの改良・更新など追加需要が中心である【図表2-10】。

【図表2-10】世界のインフラ需要予測



(経済産業省作成資料)

また、近年、インフラプロジェクトの案件形成においては、公的資金のみに拠らず、

PPP/PFIなど民間の事業参画・資金を期待する民間活用型が増加傾向にある。こうした中、海外のインフラプロジェクト（電力、港湾、鉄道等）における日本企業の参画を支援するため、JBIC、JICA海外投融资等の公的金融支援や円借款の活用を推進している。

さらに、交通や都市開発の海外プロジェクトに出資・事業参画を行うインフラ輸出機構を新設予定である。

i. JBICの活用

- ① 海外展開支援融資ファシリティ・出資ファシリティの創設
- ② インフラ案件等に係る債権の流動化等の検討

ii. JICA海外投融资の活用

- ① 現地通貨建てによる海外投融资の推進

iii. JICA円借款の活用

- ① 日本企業と途上国の合弁会社に対する途上国出資への支援
- ② 事業運営権獲得を視野に入れた日本企業出資に対する支援
- ③ 中進国等支援の強化
- ④ 本邦技術活用条件（STEP：タイトの円借款）⁹の適用分野拡大

民業補完の観点からは、量的には民間金融機関が大きいものの、邦銀の原資は短期調達によるため、資産負債管理（ALM）¹⁰上も長期資金は出しにくい一方、財投機関は財政融資資金や債券発行により長期資金を調達する構造であり、質的な部分を補完している。

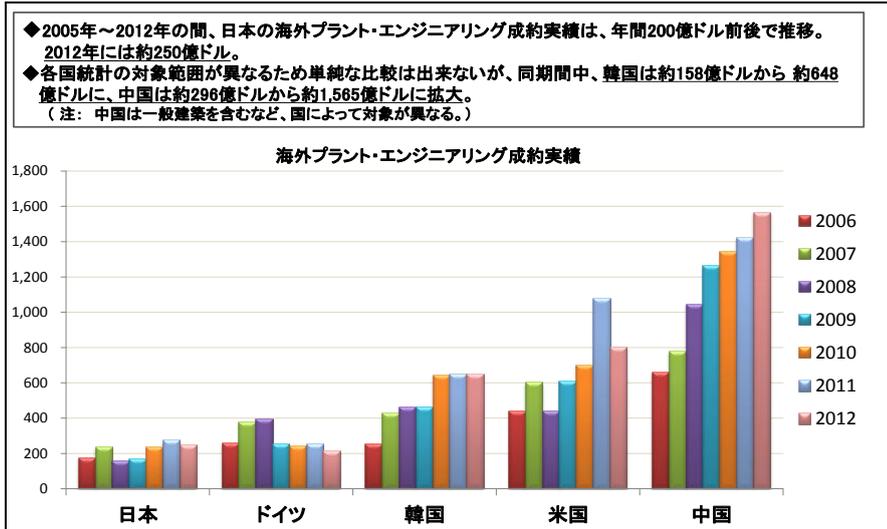
（2）課題

新興国を中心とした世界のインフラ需要は膨大であり、積極的にこれを取り込み、我が国の経済成長につなげる必要がある。このため、日本企業による機器の輸出のみならず、インフラの設計、建設、運営、管理を含む「システム」として受注するなど多様なビジネス展開を戦略的に行うことが重要である。その際、民間企業によるビジネスモデルや経営判断を前提としつつ、インフラプロジェクトは一般に長期間のコミットメントが求められ、相手国政府の影響力が強いことから、政府が民間企業と連携して官民一体となった取組みを推進する必要がある【図表2-11】。

⁹ 我が国事業者の有する優れた技術・ノウハウが必要かつ実質的に活かされる案件に、一般条件より優遇された金利を適用するもの。

¹⁰ 「資産および負債の総合管理」をいい、金融機関などにおいて財務の健全性を確保するために行われている経営管理手法のひとつ。

[図表 2-1 1] 日本と競合国のインフラ受注実績推移



(経済産業省資料を基に作成)

新興国・途上国においては、新設インフラのプロジェクト遂行に、工事完工や安定操業などのビジネスリスクのほか、相手国の法制変更などの政治リスク、両者にまたがる需要リスク（例えば交通・都市開発分野ではライダーシップリスク）といった特有のリスクが存在する[図表 2-1 2]。一方、先進国においても、我が国の技術力、運営のノウハウに対する高いニーズがあり、これらのリスクに留意しつつ、既存インフラへの維持・更新需要に応える必要がある。

[図表 2-1 2] 海外インフラ事業を取り巻くリスク



(国土交通省作成資料)

また、我が国企業や地方公共団体が持つ技術・ノウハウは、輸出先にとっては過剰品質となる可能性があることから、我が国のインフラの長所を活かしながら、現地のニーズに柔軟に対応する取組みが求められる。

さらに、地方公共団体が運営するインフラも多く、海外展開が視野に入っていなかったため、これらの団体に対する支援や、海外でインフラを運営、管理する国際的な人材の養成が重要である。

(3) 対応

インフラ輸出のため、自助努力の促進による事業の効率的な実施や受益者負担の実現を通じて租税負担の抑制を図るという特徴を發揮しつつ、財政投融资の機能として、多様な資金調達的手段と、長期的な資金の供給機能を強化する。また、財投機関については、民間では困難な長期的な観点からの現地の情報収集を行い、それらに基づいた事業者へのアドバイスを行う機能を強化する。

こうした取組方針の下、政府のインフラシステム輸出戦略に沿って、関係省庁と J B I C、J I C A、インフラ輸出機構（新設予定）等が連携し、民間企業や国際機関と適切にリスク分担しつつ、インフラシステムの海外展開を戦略的に支援する。

その際、インフラ輸出案件は、案件の規模が大きく、案件数も限られ、リスク分散が困難なことから、民間企業が直接に出融資する事業を対象に、需要予測の客観性・妥当性の検証を慎重に行うことにより、適切なリスク管理を確保する。

対象分野については、これまで重点的に支援をしてきた分野（電力、鉄道、港湾、道路、水関連等）に加え、今後拡大が見込まれる情報通信、医療、海洋インフラ、生活環境等の分野について、官民の適切なリスク分担の下、日本企業のニーズも踏まえた支援の必要性を検討する。

4. 中堅・中小企業の海外展開

(1) 現状

国内市場が伸び悩む中、アジアを中心とする新興国の需要を獲得するため、積極的な海外展開を図る企業は増加傾向にある。また、取引企業の海外進出や生産コストの削減のため、海外展開を検討する中小企業も増加している[図表 2-13、2-14]。

中小企業の海外展開を促進するため、日本公庫による財政融資を活用した低利融資（海外展開資金）や産業投資を活用した劣後ローンといった長期資金を供給している。

また、J B I Cによる国内銀行経由のツーステップ・ローンのほか、クールジャパンの分野（メディア・コンテンツ・ファッション・食・観光・地域産品等）に特化したクールジャパン機構の創設や、商工中金によるグローバルニッチトップ企業（特定分野に優れ世界で存在感を示す企業）を支援する新たな資金供給制度の創設により、中堅・中小企業の海外展開を支援している。

さらに、海外展開の潜在力・意欲を持つ中堅・中小企業に対して、国内から海外までシームレスな支援を提供する「海外展開一貫支援ファストパス制度」¹¹を創設するなど、国内の支援機関が海外拠点まで含めて連携する仕組みを構築している。

¹¹日本貿易振興機構（JETRO）が事務局となり、日本公庫、商工中金、J B I C、J I C A、D B J、日本貿易保険（NEXI）等が参加する。

[図表 2-1 3] 日本企業の海外生産比率と海外売り上げ高比率の推移



(国際協力銀行作成資料)

[図表 2-1 4] 中堅・中小企業の中期的（今後3年程度）海外事業展開見通し推移



(国際協力銀行資料を基に作成)

(2) 課題

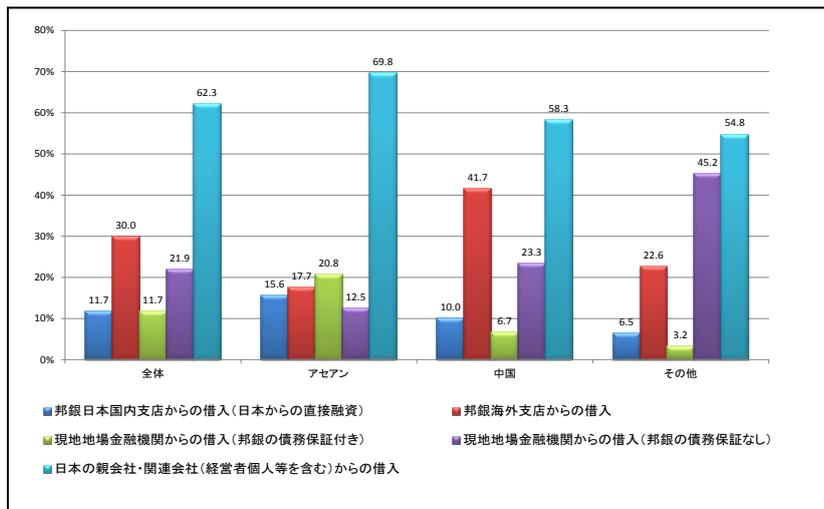
中堅・中小企業の海外展開に際して、①現地における販売網の拡充やビジネスパートナーの確保、②現地の市場・規制等の情報不足、③投資に必要な資金確保などが課題となっている。これに対し、進出前から進出後まで一貫して政府一体となって支援することが重要である。

特に、進出後における資金確保に当たっては、企業が為替リスクを負担しているケースが多く、為替リスクを低減するため、現地通貨建て融資が求められているところ、メインバンクである地域金融機関のみでは、現地通貨の調達が困難であり、より安定的・効率的な現地通貨調達が課題とされている。

(参考) 一般的な中堅・中小企業の現地通貨調達の方法【図表2-15】

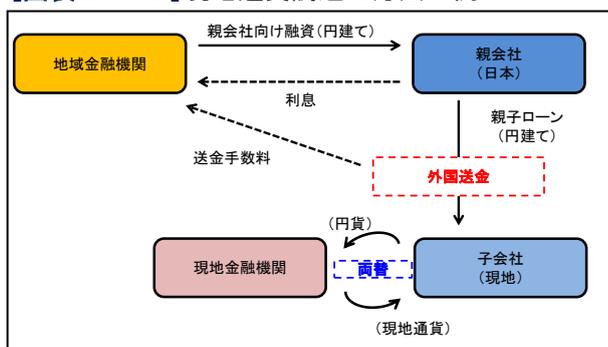
- ① 親会社（日本）が地域金融機関から円を借入れ、子会社（現地）に送金し、両替【図表2-16】
- ② 子会社が現地金融機関から現地通貨を借入れ（地域金融機関や日本公庫による債務保証〔スタンドバイ・クレジット〕、JBICによる銀行間通貨スワップ保証も可能）
- ③ 親会社がJBICから地域金融機関経由でドルを借入れ、子会社に送金し、必要に応じて両替
- ④ 子会社がJBICから現地通貨を借入れ

【図表2-15】中小企業の海外現地法人による資金調達・借入形態



(日本政策金融公庫作成資料)

【図表2-16】現地通貨調達の方法の例



また、農業分野では、世界の食市場を積極的に取り込み、我が国の強みを活かせる市場を拡大するため、食文化・食産業のグローバル展開を図る必要がある。

さらに、医療の国際展開に際しては、政府の成長戦略において、我が国の医療機関が海外で医療サービスを安定的に提供するために、医療法人が現地法人に出資できる環境作りが求められる。

(3) 対応

「海外展開一貫支援ファストパス制度」等を活用し、政府・関係機関が従来の縦割

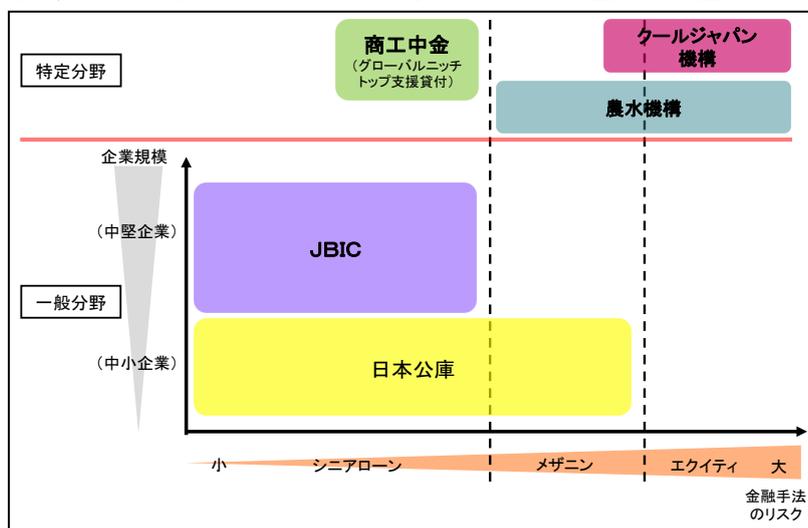
りを超えて有機的に連携し、国内から現地まで一貫して円滑な支援を提供する【図表2-17】。その際、地域金融機関も海外展開融資に前向きな姿勢であり、少しずつ海外展開融資の体制を整えつつあることから、官民の適切なリスク分担の下、財政投融資を活用して民間投資を誘発する。

海外展開を行う中堅・中小企業の現地通貨調達には、メインバンクの地域金融機関だけでは現地通貨に関するリスク管理等に限界があり、一定の公的支援が必要であることから、これまでの支援に加え、支援の改善を図る必要があるか検討する。

民間の自助努力を前提に、日本の食文化の普及に取り組みつつ、日本の食産業の海外展開と日本の農林水産物・食品の輸出促進を一体的に展開する（クールジャパン機構、農水機構）。

医療法人の海外活動に対する事業資金の確保について、民間金融機関の補完を前提とした上で、財政投融資による支援を検討する。

【図表2-17】資金の性格や対象分野に応じた中堅・中小企業の海外展開支援



5. インフラ投資

(1) 現状

我が国では、高度経済成長期に社会資本が集中的に整備され、社会資本の整備水準は着実に向上している。

特に大規模・長期プロジェクトである事業型のインフラ整備（有料道路、空港、鉄道建設、公的住宅、ニュータウン整備）及び個人の住宅取得促進は、過去、財投対象分野の中心的な存在であった【図表2-18】。

一方、財投改革等を経て、これらの分野の大半において新規事業から財政投融資は撤退し、他方、独立採算型等のPFI事業によるインフラ整備・運営については、産業投資等を通じたメザニン支援等を行うことで、インフラ事業への民間投資を喚起することとしている（PFI推進機構）。

【図表2-18】社会資本整備に係る主な機関

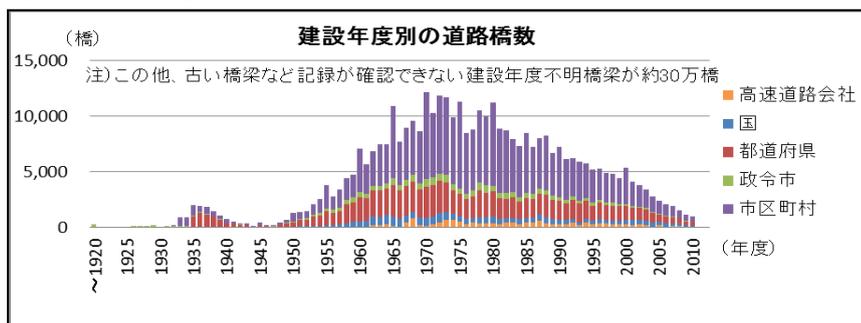
・住宅金融支援機構	・空港会社
・都市再生機構	(自動車安全特会空港整備勘定)
・民間都市開発推進機構	・高速道路機構
・鉄道・運輸機構	(高速道路会社)
※ () は財政投融资の残高機関	

(2) 課題

高度経済成長期に集中的に整備されたインフラが今後急速に老朽化し、維持管理・更新に係る問題が国及び地方公共団体で顕在化している【図表2-19】。こうした中、

- ① 官民連携の推進はインフラの効率的な管理・運用に重要な施策であるが、民間の参入意欲に応える案件が少ない。
- ② 地方公共団体が主体となる分野では、事業対象の人口減少や事業主体の職員不足など、資金調達以外にも多くの課題を抱えている。
- ③ 効率的な維持管理・更新のための技術開発も重要となっている。

【図表2-19】社会資本の老朽化の現状



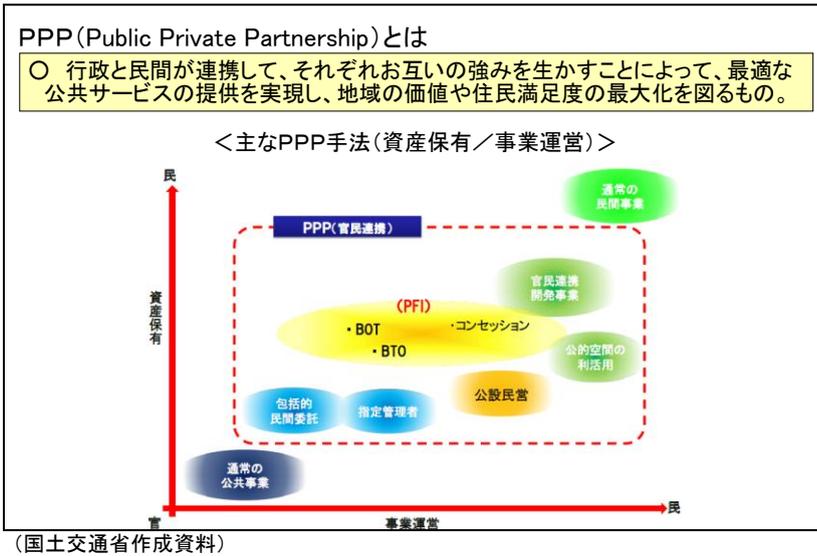
(国土交通省作成資料)

東日本大震災など過去の災害から得られた経験を踏まえた国土強靱化や防災・減災への取り組みが必要である。その際、選択と集中を図ることが、効果的な国土強靱化に資することとなる。

厳しい財政状況の下、民間資金を活用するインフラ整備・運営が重要であり、政府としてPPP/PFI推進(10年間で12兆円規模)を掲げており、例えば運営権制度(いわゆるコンセッション方式)¹²の活用等、着実な実施が必要である【図表2-20】。上場インフラ市場整備等の動きも踏まえ、民間インフラファンドの組成促進が課題とされているほか、人材育成や税制、契約実務といった点で課題が指摘されている。

¹² 利用料金の徴収を行う公共施設について、施設の所有権を公共主体が有したまま、施設の運営を行う権利(運営権)を民間事業者に設定する方式。

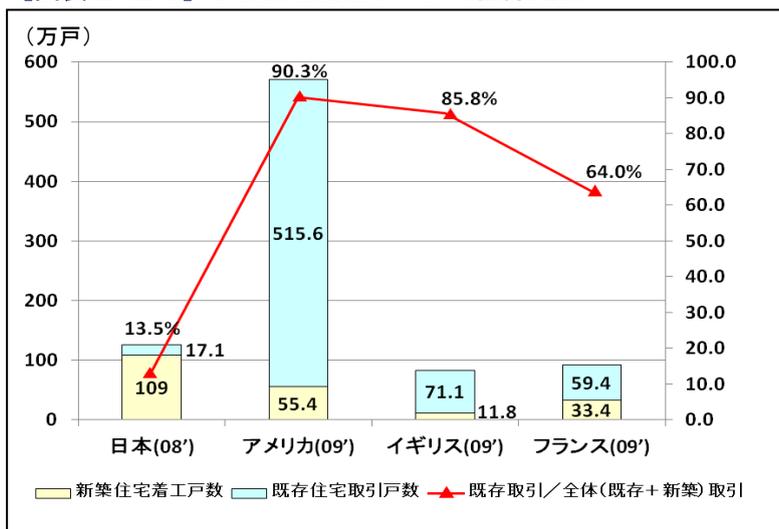
【図表2-20】 PPP (Public Private Partnership) について



2020年の東京オリンピック・パラリンピック開催が控えているほか、アジア主要都市の著しい成長が目立っていることもあり、都市の国際競争力を高める交通インフラ等の整備や住環境の向上も求められている。

高齢化が進む中で、①介護・医療と連携しつつ高齢者を支援する住宅の確保、②高齢者のみならず、多世代が交流する生活拠点の整備、③中古住宅の建物価値が適切に評価されず、中高年層の住み替え資金が確保できない、といった課題が指摘されている。こうした分野は、例えば③中古住宅について価格評価の面で欧米諸国とは状況が大きく異なっているなど、中古住宅取引にかかる現行の諸制度・慣行の下では住宅供給が十分に行われない可能性がある【図表2-21】。

【図表2-21】 中古住宅流通シェアの国際比較



今後行われるインフラ投資は、必ずしも従来の大規模・長期プロジェクトとは限らず、また民間資金の導入を想定したものであり、支援の枠組みを柔軟に検討する必要がある。

(参考) 受益者負担が明確であり、財政投融資の活用に相応しいと考えられる事業型インフラ(例): 有料道路・港湾・空港・鉄道等の交通ネットワーク、上下水道、公的住宅、病院

(3) 対応

i. 基本的考え方

事業型のインフラ整備への財政投融資の活用については、従来、①受益者負担を求めることによる規律ある整備、②現在の利用者と将来の利用者の負担の平準化、③長期・固定・低利資金を活用した負担の抑制、といったメリットを有しており、一定の政策的合理性が認められる。その観点から、インフラの維持管理・更新投資等の新たな課題に対しても、個別事業毎に、長期の低利資金を安定的に供給すべく、財政投融資の活用について柔軟に対応する。

さらに、民間の資金やノウハウを活かしたPFI方式によるインフラ投資を推進すべく、個別事業毎に、産業投資を活用して民間投資を誘発しつつ、民間のリスクテイクを補完する。その際、政策的視点のみならず、事業採算的な視点を取り込むことが鍵となる。

ii. 具体的対応

インフラの維持管理・更新、国土強靱化に向けた支援の仕組みの必要性を検討する。その際、ライフサイクルにわたりコストを管理することも重要である。また、コスト削減につながる技術開発について、実用化の可能性を十分に見極めつつ、支援の必要性を検討する。

事業型インフラ整備については、都市の国際競争力強化や維持管理・更新の観点から、大規模・長期にわたるプロジェクトについて、政府による過度のリスク負担の回避を前提に、財政投融資による支援が必要な分野があるか検討する。

住宅分野においては、引き続き、民業補完の徹底の下、高齢者向け住宅の整備・まちづくりや中古住宅市場の活性化に向けた財政投融資による支援の必要があるか、その場合にどのような方策があるか、柔軟に検討する。

PFI事業については、PFI推進機構を通じ、民間側の要請に応じて直接支援(大規模だけではなく地域に密着した中小規模も含む)を行うほか、民間インフラファンドからの要請に応じてファンド・オブ・ファンズへの投資による間接支援を行うことにより、PFI事業者を育てることで民間の資金やノウハウをインフラの整備・運営等に生かすと同時に、インフラ投資のための民間資金を呼び込む。その際、事業段階(グリーンフィールド、ブラウンフィールド¹³)に応じ、官民の適切な役割分担を図る【図表2-22】。

¹³ 一般に、インフラ事業における「設計・建設段階」をグリーンフィールドといい、建設終了後の「運営段階」をブラウンフィールドという。

【図表 2-22】 PPP/PFI の抜本改革に向けたアクションプラン（概要）

<p>◆平成25年6月6日民間資金等活用事業推進会議決定</p> <p>民間と地域の双方にとって魅力的なPPP/PFI事業として、今後10年間（平成25～34年）で12兆円規模に及ぶ下記の類型による事業を重点的に推進することとし、目指す類型ごとの事業規模及びその推進のための具体的取組は、下記のとおり。</p>	
<p>(1) 公共施設等運営権制度を活用したPFI事業 : 2～3兆円</p> <p><具体的取組></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 空港、上下水道事業における運営権制度の積極的導入 等 	<p>10～12兆円*</p>
<p>(2) 収益施設の併設・活用など事業収入等で費用を回収するPFI事業等 : 3～4兆円</p> <p><具体的取組></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 高速道路（特に大規模改修が必要な首都高）など、公共施設の維持・更新にPPPの手法の導入検討 等 	
<p>(3) 公的不動産の有効活用など民間の提案を活かしたPPP事業 : 2兆円</p> <p><具体的取組></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 民間提案に係るガイドラインの発出や提案窓口の整備 ○ 政府横断的な案件形成支援のため、英国のInfrastructure UKを参考とした官民連携体制の構築 等 	
<p>(4) その他の事業類型（業績連動の導入、複数施設の包括化等） : 3兆円</p> <p><(1)～(4)の類型を通じた具体的取組></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ PPP/PFIの抜本改革に重点的に取り組む各省庁及び地方公共団体に対する適切な評価を踏まえた各種補助金・交付金の重点化 等 	
<p>※事業規模目標については、民間の提案、イニチアチブを最大限尊重することから、具体の事業計画を精緻に積み上げたものではなく、各府省による取組の推進やインフラ投資市場の活性化等が図られることを前提に、官民で共有するべきものとして設定したものである。</p>	

（内閣府作成資料）

上記のほか、インフラ投資を担う財投機関の経営改善も引き続き積極的に進めていく。

6. 地域活性化

(1) 現 状

地域は人口や財政面で制約がある中、これまで、財政投融资を活用して、

- ① 融資系機関を通じた、中小企業に対する創業支援や経営支援、農林漁業者の経営改善（日本公庫）、地域企業の事業再生ファンドの組成（DBJ）、福祉・医療サービスの基盤整備（福祉医療機構）
- ② 事業系機関を通じた、地域経済の発展に必要な社会資本の整備（URなど）
- ③ 地方公共団体に対する、国の政策と密接な関係のある分野等における資金供給（地方公共団体）

等により、地域経済の活性化を図ってきた。

最近では、農水機構によるサブファンドの全国展開を通じた6次産業化支援、クールジャパン機構による“地域クールジャパン企業”の魅力ある財・サービスの海外展開支援にも新たに取り組んでいる。

また、東日本大震災からの復興については、①災害公営住宅等の整備（UR、地方公共団体など）、②震災による被害を受けた事業者向けの低利貸付け・資本金劣後ローンの供給（日本公庫）、③被災地域の金融機関と共同した復興ファンドの組成（DBJ）に取り組んでいる。

(2) 課題

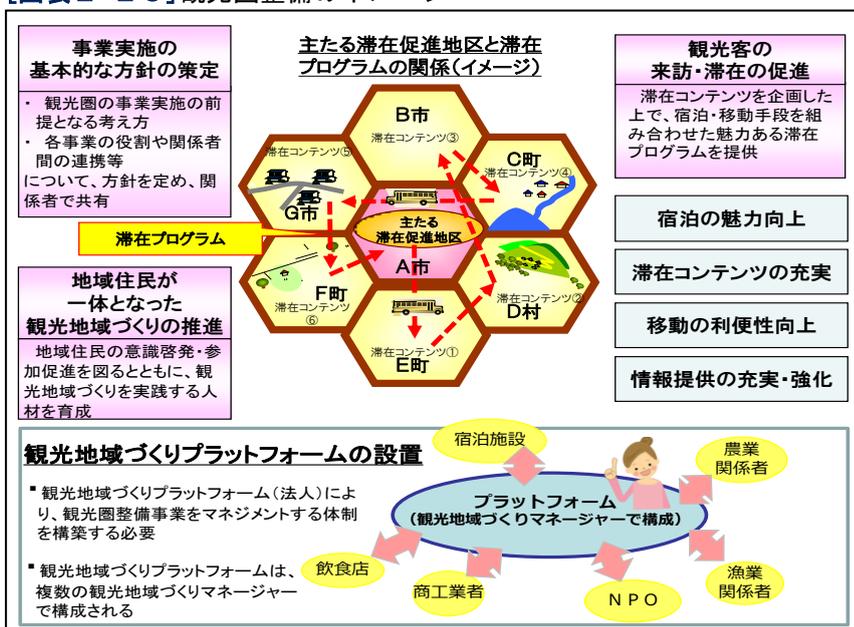
i. 地域産業の成長・雇用の維持創出

それぞれの地域が持つ特色や資源を活かした需要開拓や雇用の創出を図るためには、観光・伝統産品等の地域資源を活用する企業や公共交通、物流、社会福祉（医療・介護）等の地域のサービス産業の生産性を向上させ、地域の中核企業となるよう育成していく必要がある。

農業を自立的な成長産業として確立し、地域を牽引する新たな成長の核となるよう改革する必要がある。

さらに、国内外の観光客が滞在交流型の観光を行うことができるよう、地域の関係者が連携する必要がある【図表 2-2 3】。

【図表 2-2 3】観光圏整備のイメージ



(観光庁資料を基に作成)

ii. 人口急減・超高齢社会における持続可能な都市・地域の形成（新たな活力ある地域づくり）

日本の経済社会の変容（少子高齢化、人口の著しい減少に伴って地域社会の活力が低下している過疎地域市町村が多く存在）を考慮した政策展開が必要である【図表 2-2 4】。

- ① 地方都市では、高齢化が進む中、市街地が拡散して低密度な市街地を形成しており、コンパクトなまちづくりが課題となっている【図表 2-2 5】。
- ② 人口減少や高齢化が進む中、地域の公共交通を維持することで地域の移動手段を確保し活力を維持する必要がある。
- ③ 地域活性化やインフラ維持を効果的・効率的に推進するための手法のひとつとして、市町村レベルのPFI事業をさらに進めていくことが課題となっている。

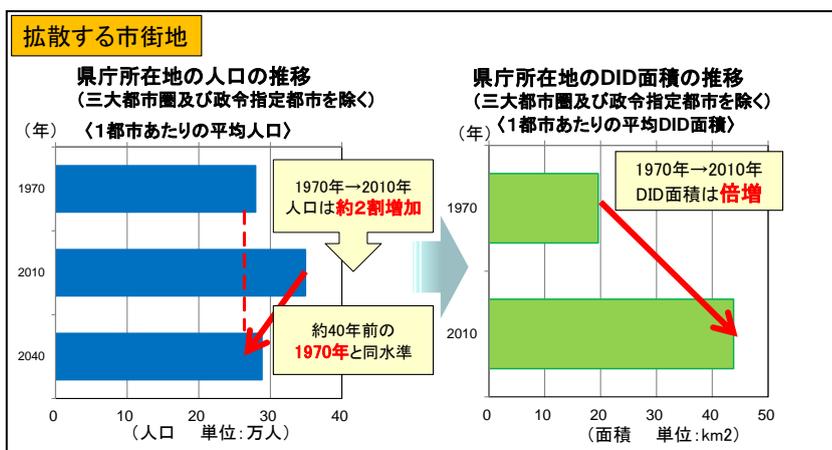
【図表2-24】過疎地域が全国に占める割合

市町村数 (全国1,720市町村)	過疎 775市町村 (45.1%)	非過疎 945市町村 (54.9%)
人口 (全国12,806万人)	1,033万人 (8.1%)	11,773万人 (91.9%)
面積 (全国377,950km ²)	216,321km² (57.2%)	161,629km ² (42.8%)

(備考) 1. 市町村数は平成25年4月1日現在。過疎地域の市町村数は過疎市町村数による(東京都特別区は1団体とみなす)。人口数及び面積は平成22年国勢調査による。
2. ()は構成割合である。

(総務省資料を基に作成)

【図表2-25】拡散する市街地



(国土交通省作成資料)

(3) 対応

地域の特性や実情を踏まえつつ、産学官が連携を深め、知見や経験を集積・活用することにより、それぞれの地域に相応しい成長産業・市場を見極め、育成して、新たな活力ある地域づくりの具体化を図る必要がある。また、地方公共団体向け財政融資についても、道路、上下水道等、地域に密着した施設整備を行い、防災・減災対策の強化や地域活性化を着実に推進する。

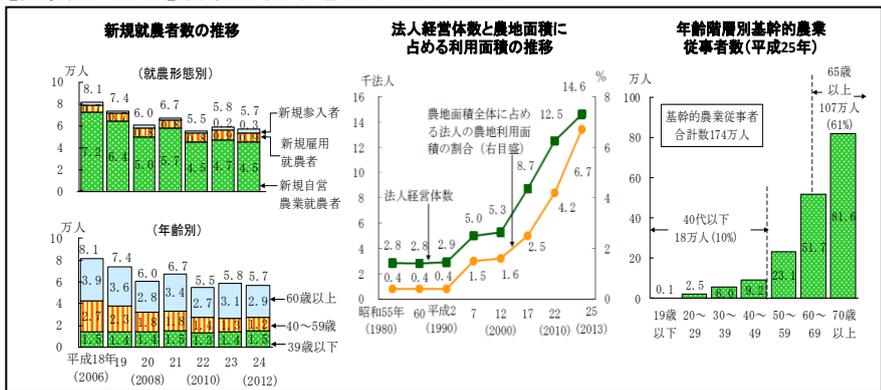
i. 地域産業の成長・雇用の維持創出

世界を惹き付ける地域資源で稼ぐ地域社会の実現に向けて、直接的な支援や地域活性化を支援するファンドへの出資(間接的な支援)を引き続き実施する。

また、政府の目指す農地集積・集約化等の「強い農林水産業」に向けた施策と歩調を合わせ、新たな農業の担い手の育成・確保(新規就農、企業の農業参入)、農商工連携や6次産業化を推進する【図表2-26】。

さらに、地域のリソースを結集し、観光を通じて地域活性化を行う観点から、例えば、採算性を確保した形で観光圏形成に向けた取組みへの支援の必要があるか検討する。

[図表 2-2 6] 新規就農等を取り巻く状況



(農林水産省作成資料)

ii. 人口急減・超高齢社会における持続可能な都市・地域の形成（新たな活力ある地域づくり）

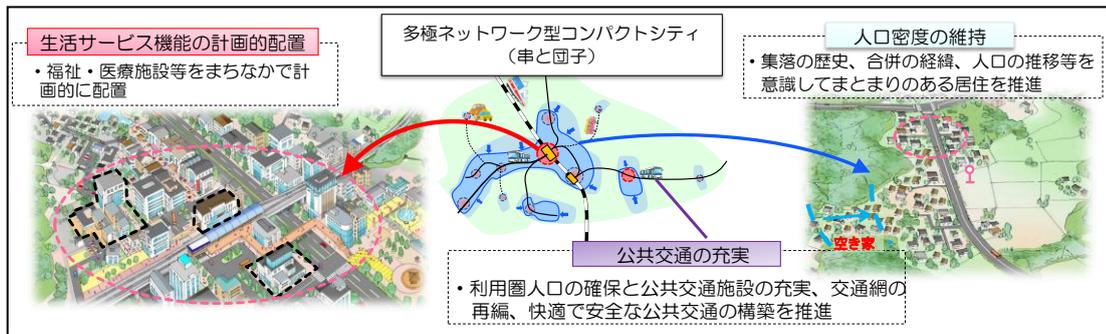
政府のコンパクトシティ化促進策（住宅・医療・福祉等の機能の街なかへの集約化による都市構造の再構築）を踏まえ、費用対効果が見込まれる形で住宅移転、医療拠点整備などへの支援が可能か検討する [図表 2-2 7]。

上記との関連性も踏まえ、都市再生（都心地域の中核も含む）事業の効率化の観点から、その事業体に対する支援の政策的必要性や収益性があるか検討する。

また、地域交通の活性化の観点から、採算性を確保した形で地方における公共交通事業への支援が可能か検討する。

さらに、全国の比較的小規模な地方公共団体が運営するインフラ（水道、病院など）の P F I 事業に対する専門人材の派遣を含む支援を推進する。

[図表 2-2 7] 地方都市の再生：コンパクトなまちづくり



(国土交通省作成資料)

Ⅲ. 産業投資の在り方

1. 産業投資の役割

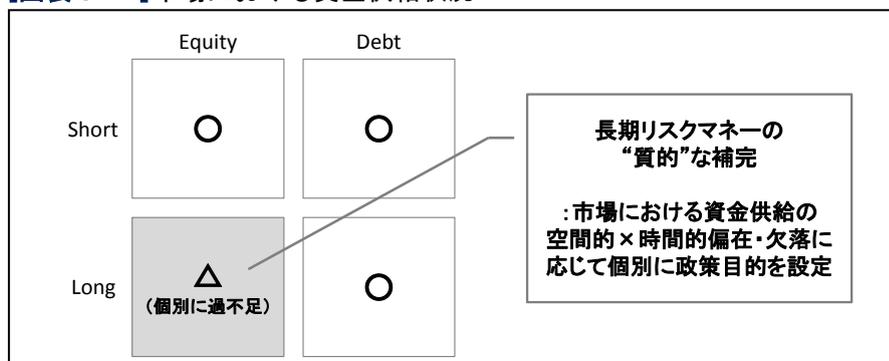
(1) 基本的な考え方

産業投資は、政策的必要性が高くリターンが長期的に期待できるものの、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない分野に、長期リスクマネーを呼び水として供給（エクイティ、メザニンファイナンス）することにより、官民の適切なリスク分担の下、民間が負担しきれないリスクを政府が分担し、民間金融による資金供給を誘発する「質的補完」の役割を發揮している【図表3-1、3-2】。

投資対象は、ガバナンスや収益性の観点から、政府の監督権限及び政府出資規定等を有する特別法により設置される法人に限定しており、その際、法律に国庫納付規定、配当規定又は利益分配規定のいずれかを設けている。

投資財源は、NTT・JT株式の配当金、JBICの国庫納付金等を活用し、投資先からのリターンを再投資する仕組みである。ただし、毎年度の編成で、政策的必要性、事業の収益性や所要額を精査した結果、歳入（配当金収入等）が歳出（産業投資支出）を上回り、剰余が生じる場合には、予算で定めるところにより一般会計へ繰り入れている。

【図表3-1】市場における資金供給状況



(財政投融资分科会〔平成26年4月7日開催〕富山委員提出資料)

【図表3-2】主な産投機関

投資実績の区分	主な産投機関名
① 資本性資金の供給や政策的必要性の高いプロジェクトを支援するための財務基盤強化	(株)日本政策投資銀行、(株)国際協力銀行、(株)日本政策金融公庫、(独)石油天然ガス・金属鉱物資源機構 等
② 将来の研究開発成果による資金回収 ⇒ 新規採択の廃止、資金回収の徹底	(独)新エネルギー・産業技術総合開発機構、(独)情報通信研究機構、(独)医薬基盤研究所、(独)農業・食品産業技術総合研究機構
③ ファンドを通じたリスクマネー供給	(株)産業革新機構、(株)農林漁業成長産業化支援機構、(株)民間資金等活用事業推進機構、(株)海外需要開拓支援機構 等

(2) 課題と視点

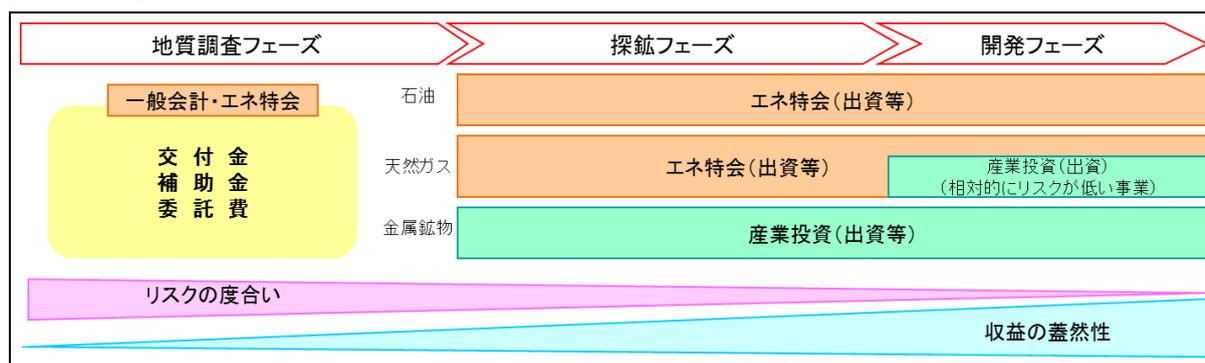
i. 民間の投資マーケットの補完

民間金融機関等の行う投資活動は、長くとも5年程度までの短中期的投資が中心であり、短期的な期間損益も株主等から厳しく問われるのに対し、産業投資は、収益が上がるまで長期的に耐えることのできる資金であることが特徴であり、こうした面から民間の投資マーケットの補完を行っていくことが重要な役割となっている。投資スキームの組成や投資実行に際しては、民間企業や民間ファンドと協業・協力を行うことで、民間資金を最大限活用している。

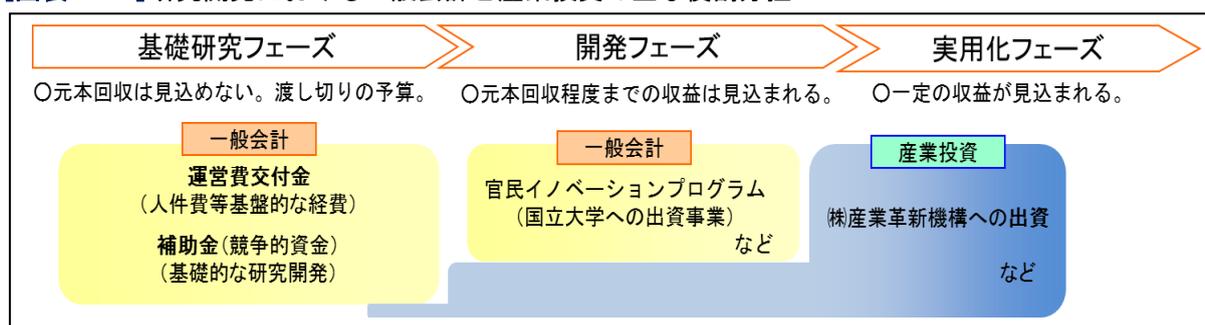
ii. 一般会計等による出資と産業投資の役割分担

渡し切りの補助金・交付金とは異なり、出資金は出資者に対して収益を還元する必要のある資金である。リスクの度合いに応じて、一般会計等による出資は元本回収程度までの収益が見込まれる事業を対象とするのに対し、産業投資は元本を上回る一定の収益が見込まれる事業を対象としている [図表3-3、3-4]。

[図表3-3] JOGMECを通じた資源開発における一般会計・エネ特会と産業投資の役割分担



[図表3-4] 研究開発における一般会計と産業投資の主な役割分担



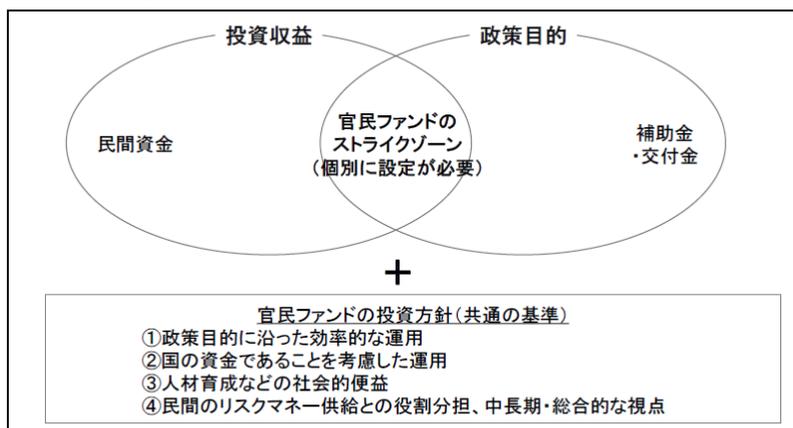
iii. 官民ファンドの投資方針

全ての官民ファンドに共通する基準として、公的資金の活用であることに鑑み、①政策目的に沿って効率的に運営されているか、②リスク性資金ではあるが、国の資金であることも十分配慮された運用が行われているか、③資金供給のみならず、人材育成等の社会的便益（外部性）を考慮しているか、④民間のリスクマネー供給との関係や役割分担が適切か等を重視して、短期的な利益ではなく、中長期的な視点から対象事業全体を総合的に評価して、投資を実行することが求められる。

加えて、官民ファンドの運営にあたっては、「投資収益の論理」と「政策目的（公共政策）の論理」の重複領域（官民ファンドのストライクゾーン）で機能させることが課題であり、投資収益・政策目的の両面に対し、各ファンド個別の投資準則・モニタリング指標を設定する必要がある【図表3-5、3-6】。

さらに、こうした投資方針の下、官民ファンドから民間のベンチャーファンド等に対するLP投資（ファンド・オブ・ファンズ）をより積極的に活用して、自律的なベンチャー投資環境を育成することが必要である。

【図表3-5】官民ファンドのストライクゾーン



(財政投融資分科会〔平成26年4月7日開催〕富山委員提出資料)

【図表3-6】官民ファンドと民間ファンドの主な相違点

	官民ファンド（産業革新機構の例）	民間ファンド
存続期間	15年〔法定〕 （投資から回収までの期間は原則5～7年）	10年以内 （最後の3～5年で回収）
目標	投資案件の収益性及び実現可能性に加え、投資の政策目的や社会的なインパクトを重視	投資案件の収益性及び実現可能性の検討により投資収益を最大化
収益性	投資倍率（マルチプル）を重視 （中長期的に投資事業の回収額を最大化）	I R Rを重視 （短期的収益を追求）

2. 産業投資のリスク管理の在り方

（1）これまでの収益と償却事例

産業投資は、個々の投資案件について利益を確保する必要はないが、全体で、継続的に一定の利益を上げ、赤字を出さずに運営する必要があり、昭和28年の産投特会設立以来、4兆6,868億円の出資金残高（ストック）に対し、3,739億円の毀損額を加味しても、3兆5,501億円の利益（フロー）が生まれ、そのうち1兆3,480億円を一般会計へ繰り入れている。

他方、長期リスクマネーという性格に鑑み、主に研究開発法人において個々の事業が十分な収益を確保できず償却した事例があり、最大の償却は基盤技術研究促進センター（経済産業省・総務省〔旧郵政〕所管）の2,684億円である。

(参考) 基盤技術研究促進センター出資制度の概要と問題点

新規に設立される研究開発会社に出資し、研究開発成果のロイヤリティー収入(特許料)等により回収を予定していたが、以下の問題点から毀損が生じた。

- ① 基礎的・基盤的な技術であり、陳腐化のスピードが早く、実用化・製品化を通じた特許料収入に結びつかなかった。
- ② 研究開発会社1社あたり20社超が出資しており、競合する企業間で実用化の最終段階まで共同研究を継続することが困難であった。また、出資企業の意向は、主として成果を自社へ活用する点にあり、成果管理会社は最小の人員と経費で運営され、成果の普及活動を殆ど行っていなかった。
- ③ 制度が段階的に見直されるまで、新規採択時・採択後も外部評価委員会による収益性や事業化のチェックがなかった。

(2) 課題と視点

公的資金であり、政策目的の実現及び出資の毀損の回避が求められており、短期的な国庫納付・配当の必要はないが、個々の機関毎に、中長期的な利益確保の見込みを定期的に検証することが必要である。

また、NTT・JT株式配当金に大きく依存するのではなく、それ以外の投資から得られるリターンも国庫納付等として確保し、それを政策的に必要な再投資に回す資金の流れを確立することが重要である。その際、特に個別案件で多額のキャピタルゲインが生じた場合は、その一部を出資者たる国に目に見える形で分配することも重要である。

i. 執行(フロー)管理

各機関に対する産業投資の執行は、個別案件毎に、①投資内容、投資決定のプロセスや背景、②各投資先企業の財務情報や回収見込額について事前に確認し、資金需要に応じて実行し、その結果、予算額を下回った場合は、不用として、翌年度以降の財源に活用している。

ii. 残高(ストック)管理/配当・利益分配

個別の案件でのリスクテイクと全体での元本確保のバランスを取るポートフォリオマネジメントにより、産業投資の毀損を回避し、一定の利益を確保する。また、各機関からの配当・利益分配は、組織形態や投資内容の特性に応じて対応する。

- ① 政策金融機関等(JBICなど)の配当・利益分配は、安定性・継続性に配慮しつつ、業績動向、財務状況及び配当性向等を総合的に勘案して決定する。
- ② 官民ファンドは時限組織であるとともに、フェーズ(投資期間、回収期間)により資金需要も異なるため、配当・利益分配は、機構の投資方針やフェーズ毎に対応する。特に産革機構は、発足から5年程度が経過し、今後は投下資本の回収も生じるため、投資実行後の状況等について適時適切な把握を行う。
- ③ 海外の資源開発を行うJOGMECは、個別案件のプロジェクト管理及び案件

全体のリスク管理の体制が適切に機能しているか、利益剰余金の国庫納付が適切なものであるか、中期計画策定時や財政投融资のPDCAサイクルの各段階において確認を行う。

iii. 官民ファンドのガバナンス確保

「投資収益の論理」と「政策目的（公共政策）の論理」の重複領域（官民ファンドのストライクゾーン）で機能させるためには、官民ファンドが自らガバナンスを確保し、政策目的に沿った運営を行うことがまず重要であり、その上で、出資者たる国が官民ファンドの運営状況の確認を行う必要がある。こうした観点から、出資者としてのガバナンスの確保を図る【VII. 2. 出資者として】。

特に、産業投資が長期リスクマネーを呼び水として供給して、民間投資を誘発するベンチャー支援等の分野では、産業投資の仕組み自体に目利きやモニタリング機能がないことから、官民ファンドへの出資の「入口」及び官民ファンドによる出資の「出口」において民間資金を最大限活用するとともに、十分な審査体制及びリスク管理態勢の下で、民間の人材・ノウハウを活用して投資案件の目利きを行うことにより収益性を確保することが重要である【図表3-7】。

- ① 案件発掘及びデューディリジェンスは、投資のプロフェッショナルである民間の人材・ノウハウを受け入れる。
- ② 投資決定は、民間の社外取締役等により構成される「投資決定委員会」が中立的な立場から行う。
- ③ 投資後のモニタリングは、政策目的の達成状況が事後検証可能な指標（KPI：Key Performance Indicator）等を設定して評価を行うとともに、投資チームとは別のチームが行う等、運用方針の変更が適切に行われる体制を整備する。

【図表3-7】過去の償却事例を踏まえた、産業投資による新たなベンチャー支援

	投資内容	出資回収・管理	ガバナンス等
基盤技術研究促進センター (15年4月解散)	・主に基礎研究の段階	・資金拠出のみで、経営参加型支援（ハンズオン）は行わない ・成果の普及活動は最小の人員・経費で運営され、機能せず	当初は外部有識者による評価は実施されず（制度見直しにより段階的に実施）
産業革新機構 (21年7月設立)	・主に開発・実用化の段階 ・民間資金を最大限活用	投資先への取締役派遣など経営参加型支援（ハンズオン）により、企業価値を高め、EXIT（M&A、IPO等）を図る	産業革新委員会（投資決定委員会）が中立的な立場から決定

3. 産業投資の対象分野

（1）基本的な考え方

産業投資は、従来から、政策金融機関や独立行政法人等に対し、資本金の供給や政策的必要性の高いプロジェクトを支援するための財務基盤強化を目的とした出資を実施し、近年は、官民ファンドを通じて長期リスクマネー供給を強化し、これを

呼び水として民間資金を誘発している。

具体的には、「今後の産業投資の在り方について」（平成 20 年 6 月 財政投融資に関する基本問題検討会 産業投資WT）を踏まえ、以下の 3 つの対象分野に重点的に活用している。

- ① 研究開発・ベンチャー支援…産革機構によるベンチャー企業等や先端技術の事業化支援
- ② レアメタル探鉱・開発等の国家的プロジェクト…JOGMECによる天然ガス、地熱、金属鉱物等の探鉱・開発支援
- ③ 環境・アジアへの投資の促進等…JBICによるアジア向け及び気候変動対策の海外投資支援

特に研究開発・ベンチャー等の分野においては、産業投資を活用して、民間の人材・ノウハウによる運営を基本としつつ、民主導の新しい官民パートナーシップの構築に向けた取組みを行っていく必要があるとされ、平成 21 年度に産業革新機構を創設した。その後、政府の成長戦略を受け、農業の 6 次産業化、クールジャパン戦略、民間資金を活用したインフラ整備（PFI）などに対象分野が拡大している。

一方、研究開発法人向け投資は、「独立行政法人の事務・事業の見直しの基本方針」（平成 22 年 12 月 7 日閣議決定）等を踏まえ、事業を廃止し、新規採択を停止しており、大幅に減少（平成 26 年度予算はゼロ）している。

（2）課題と視点

日本の産業競争力強化に向け、生産性向上により一人当たりGDPを高め、成長力のある海外と一体的に日本経済が成長するとともに、日本企業が再びリスクを取って設備投資を行うことが必要であり、これらを促進するための環境を整備するため、官民の適切な役割分担の下、政府が一定のリスクを分担し、民間のリスクテイクを補完して民間投資を誘発することが求められている。このため、当面は、例えば以下の各分野において、産業投資を通じて、適切なリスク管理の下で、長期リスクマネーを呼び水として重点的に供給する。その際、各機関が、それぞれの特色に応じて、適切な役割分担を行うことにより、政府全体として効果的・効率的な運営が行われることが必要である【図表 3-8】。

i. 産業競争力強化（DBJ、JBIC、日本公庫、JOGMECなど）

産業競争力強化の基盤となる資源確保は、開発期間が長期間にわたり、費用も高額で、企業負担が大きく、事業リスクが高いことから、民間企業のリスクテイクを補完することが求められる。また、風力発電等の再生可能エネルギーの導入を推進するため、電力システム改革の進捗状況も視野に入れつつ、必要な設備投資に対する支援も検討する。

ii. イノベーション創出（産革機構、農水機構、DBJ〔競争力強化ファンド〕、日本公庫など）

4. 産投出資と産投貸付の役割・特徴

(1) 基本的な考え方

産業投資は、財政融資と異なり、リスクが高い事業を対象として、主にエクイティファイナンス（産投出資）を実施している。最近ではメザニンファイナンスの供給源としての役割も担っており、産投出資に加えて、産投貸付も特例的・限定的に活用している [図表3-9、3-10]。

- 産投出資は、各機関が行う出資の原資又は業績連動型の金利設定の融資（主に資本性劣後ローン）の原資に活用している [図表3-11、3-12]。
- 産投貸付は、従前、研究開発法人の原資として、確定利付（据置期間は無利息）の融資を行っていたが、平成20年度以降、各機関が行う業績連動型の金利設定の融資（主に資本性劣後ローン）の原資に活用している。

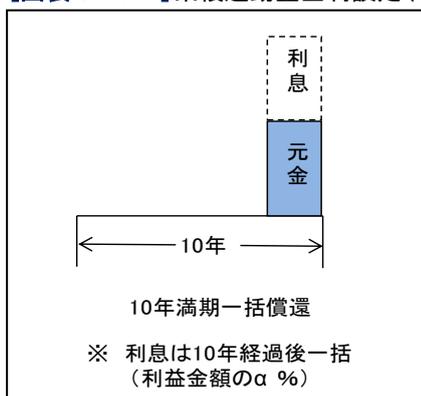
[図表3-9] 産業投資の商品性

商品性	原資	産投機関にとってのメリット・デメリット
エクイティファイナンス	産投出資	再投資に回すことが可能。信用リスクに対応できる（自己資本の積み増しによる財務基盤強化）
メザニンファイナンス	産投出資	確定利付の財政融資では対応困難な業績連動型の金利設定の融資が可能。再投資に回すことが可能。信用リスクに対応できる（同上）
	産投貸付	確定利付の財政融資では対応困難な業績連動型の金利設定の融資が可能。財務基盤強化の効果がなく、信用リスクに対応できない

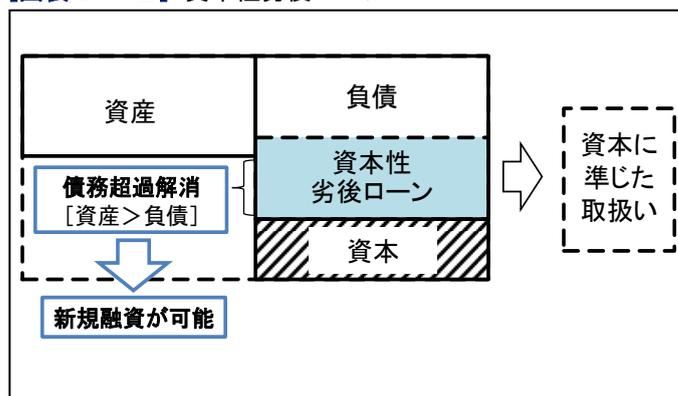
[図表3-10] 産業投資を活用したメザニンファイナンス

産投出資			産投貸付		
機関名	制度	25年度末残高	機関名	制度	25年度末残高
日本公庫(国民)	挑戦支援資本特例 【資本性劣後ローン】	100億円	日本公庫(中小)	震災復興支援 資本強化特例 【資本性劣後ローン】	135億円
日本公庫(中小)	挑戦支援資本特例 【資本性劣後ローン】	2,604億円			
	日本公庫(中小)	地域密着型 (劣後ローン)	3億円	DBJ	競争力強化ファンド
日本公庫(農林)		海外展開型 (劣後ローン)	15億円	農水機構	事業者に対する 資本性劣後ローン
	新規分野等挑戦事業 【資本性劣後ローン】	63億円			

[図表3-11] 業績連動型金利設定(イメージ)



[図表3-12] 資本性劣後ローン



（２）課題と視点

特に資本性劣後ローンは、金融検査上、資本とみなされるため、民間融資を誘発する効果が期待され、産業投資の実績は増加傾向にある。産業投資の財源に限りがある中、エクイティ性の資金を含めた「資本性ファイナンス」の供給源としての役割を確保するため、産投出資と政府保証の組合せの更なる活用を検討する。また、各機関が行うメザニンファイナンスの原資として、産投出資と財政融資を組み合わせたハイブリッドな資金供給の手法について新たに検討する。

（注）資本性劣後ローンの供給にあたっては、業績回復の見込みがない企業が利用する等のモラルハザードが生じることのないよう、貸付先企業に対する財投機関の高度なガバナンス能力が求められる。

産業投資に対し、エクイティ性の資金を含めた「資本性ファイナンス」の供給源としての役割が期待される中、メザニンファイナンスなど各機関の多様な資金調達ニーズに的確に対応していく必要がある。例えば、現在、産業投資は普通株式による出資のみを行っているが、普通株式と社債の中間的な存在である優先株式による出資の可能性について検討する。この場合、一定の議決権を確保したうえで、追加出資を優先株式によることで、出資者たる国への配当収入を高めることが可能となる【図表3-13】。

【図表3-13】発行体のニーズと金融商品の関係

	普通株式	優先株式	社債
既存株主の議決権保有割合の維持	×	○	○
配当（利子）負担の軽減	業績次第で変動	普通株式より負担大	発行時の条件次第

（注）さらに、優先株式については、取得請求権（一定の条件の下に発行体に対して当該優先株式を金銭対価で取得することを請求する権利）を付与することにより社債の性格を強めて、時限性を持たせることも可能である。

産投貸付については、確定利付の財政融資では対応困難な長期・一括返済の成功利払い型の融資が可能である。また、伝統的なデットファイナンス（ダウンサイドのロスの可能性のみ）による融資とは異なり、アップサイドのゲインをとれる可能性があるエクイティファイナンス的な条件の下での資金供給となるため、どのような貸付契約にするかを判断し、組成した貸付資産のリスクを管理することが求められる。

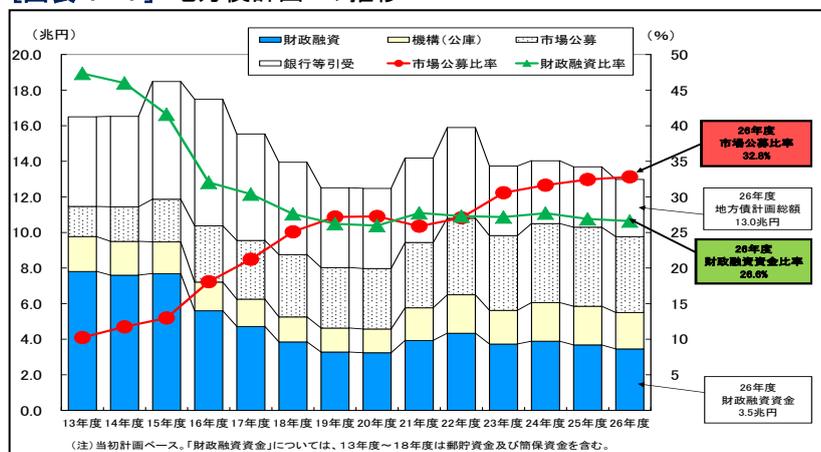
IV. 地方公共団体向け財政融資の在り方

(1) 現 状

地方債¹⁴に係る資金調達においては、地方公共団体の自律的な財政運営を促す観点から、民間等資金によることを基本とし、財政融資資金については、財投改革以降、「地方公共団体の資金調達力及び資金使途に着目した重点化」（「財政投融资改革の総点検について」〔平成16年12月10日、財政制度等審議会財政投融资分科会〕）の推進を図ってきた。

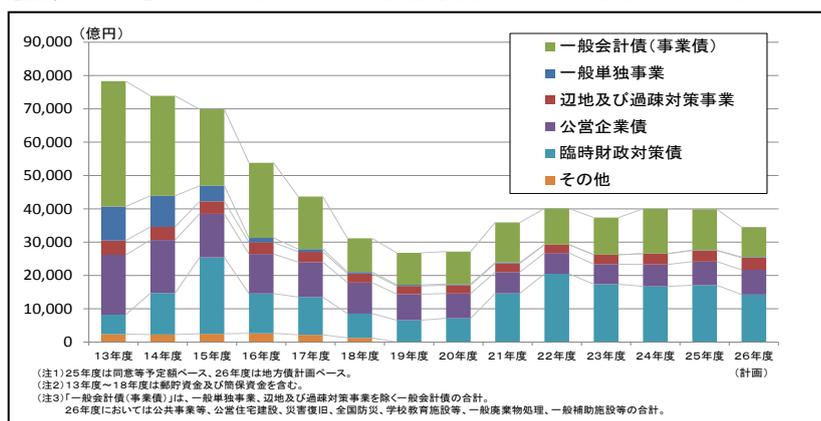
これにより、財政融資資金の割合は低下する一方、市場公募資金¹⁵などの民間等資金の割合は上昇してきた（「地方債の市場化」）〔図表4-1、4-2、4-3〕。

〔図表4-1〕 地方債計画¹⁶の推移



(総務省資料を基に作成)

〔図表4-2〕 財政融資資金による地方債引受額の推移 (事業別)



(地方債協会資料等を基に作成)

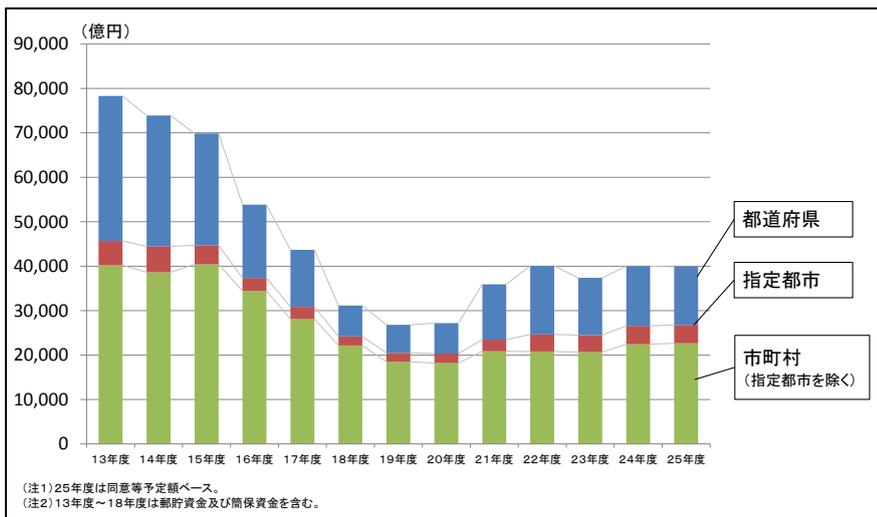
¹⁴地方公共団体が、財政上必要とする資金を外部から調達することによって負担する債務で、その履行が一般会計年度を超えて行われるもの。地方債は原則として、公営企業の経費や建設事業費の財源を調達する場合など、地方財政法第5条に掲げられる場合において発行されている。

地方債の引受先は、財政融資資金、地方公共団体金融機構資金（脚注17参照）、民間等資金（市場公募資金及び銀行等引受資金）に分類され、地方債計画（脚注16参照）にはそれぞれの予定額が計上。

¹⁵地方債資金のうち、広く投資家に購入を募る方法により調達した資金。全国型市場公募地方債においては、地方公共団体が単独で発行する個別発行に加え、発行ロットを大型化し、発行コストの低減、安定的な調達などを図るための共同発行等が実施されている。

¹⁶地方債の予定額の総額などを示した年度計画。総務大臣が財務大臣に協議の上、毎年度作成・公表。

[図表 4-3] 財政融資資金による地方債引受額の推移（団体別）

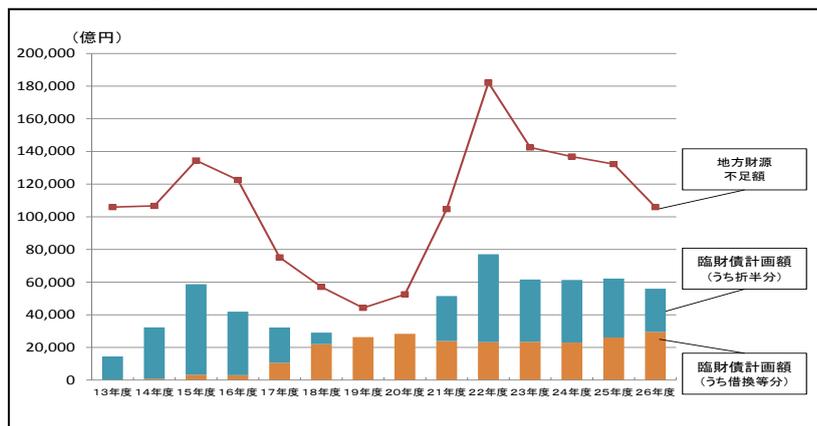


(地方債協会資料等を基に作成)

「地方公共団体向け財政融資に関する報告書」（平成 21 年 7 月、財政投融資に関する基本問題検討会 地方公共団体向け財政融資に関するWT）においては、地方公共団体向け財政融資の在り方として、①国の政策と密接な関係のある分野への資金供給、②民間資金との役割分担及び資金調達能力の差を踏まえた資金供給、③金融市場の混乱への対応、④地方公共団体金融機構資金¹⁷との関係、⑤赤字補填の性格を有する地方債（赤字地方債）の引受けの在り方、⑥財政困難に陥った地方公共団体へのセーフティネット機能の6つの観点からの論点整理を行った。

平成 21 年度以降は、経済・金融危機や東日本大震災の影響により地方の財政状況が厳しさを増し、地方債発行額が高止まりしている。特に、赤字補填の性格を有する臨時財政対策債¹⁸の発行額が高水準となっている [図表 4-4]。

[図表 4-4] 地方財源不足額と臨時財政対策債計画額の推移



(総務省資料を基に作成)

¹⁷地方債資金のうち、地方公共団体金融機構が貸し付ける資金。同機構は、政策金融改革の中で、公営企業金融公庫が廃止されたことにより、全ての地方公共団体からの出資を受け、地方共同の金融機構として設立。公営企業債等に加え、一般会計債、臨時財政対策債等も貸付対象としている。

¹⁸地方債は原則として、公営企業の経費や建設事業費の財源を調達する場合など、地方財政法第 5 条に掲げる場合において発行できることとなっているが、その例外として、地方財政計画（脚注 22 参照）上の通常収支の不足を補填するために、地方財政法附則第 33 条の 5 の 2 第 1 項に基づき発行される地方債のこと。

財政融資資金については、金融危機対応等の観点から、「重点化」を緩和し、資源配分機能を有する財政融資の対象として相応しくない面がある臨時財政対策債の引受規模（特に道府県・指定都市）が増加傾向にある【図表4-5、4-6】。

【図表4-5】臨時財政対策債に係る重点化措置の厳格化及び緩和

概要	
13年度の臨時財政対策債創設時から現在まで有効である規定 ・政府資金 ……地方財法第5条各号に該当する経費から特定財源を控除した額(以下、「投資一般財源額」(注2))の範囲内に配分	
15年度	・赤字地方債（臨財債及び減税補てん債） 都道府県、指定都市 ……原則、公的資金を充当しない
17年度	・政府資金充当限度額 中核市・特例市 ……原則、「投資一般財源額」または起債額のうち少ない額の80%以下
18年度	・政府資金充当限度額 中核市 ……原則、「投資一般財源額」または起債額のうち少ない額の50%以下 特例市 ……原則、「投資一般財源額」または起債額のうち少ない額の60%以下
21年度	・市町村 …… 原則、全額、公的資金を配分(注3) （うち中核市、特例市以外の一般市町村については、原則、「投資一般財源額」または起債額のうち少ない額の全額に財融資金を配分） ・都道府県・指定都市 …… 一部、公的資金を配分(注3) 公募団体 ……公的資金は、原則、機構資金を配分 非公募団体 ……公的資金は、原則、財融資金を配分 （原則、「投資一般財源額」または起債額のうち少ない額の50%以下）
22年度	・市町村 ……「投資一般財源額」または起債額のうち少ない額の全額に財融資金を配分 （厳しい経済状況を踏まえた特例措置） ・都道府県・指定都市 ……公的資金は、原則、全額、財融資金を配分 （厳しい経済状況を踏まえた特例措置）
23年度	・都道府県・指定都市 ……「投資一般財源額」以外については機構資金も配分
26年度	・市町村 ……配分された公的資金のうち、財融資金を優先的に配分 （「公的資金は原則、全額、財融資金を配分」とする規定を削除） ・都道府県・指定都市 ……「公的資金は原則、全額、財融資金を配分」とする規定を削除

(注1) 網掛けは、重点化措置を緩和したもの。それ以外は、重点化措置を厳格化したもの。
(注2) 「投資一般財源額」……地方財法第5条各号に該当する経費から特定財源を控除した額。
(注3) 21年度における下線部分は、現在も有効である規定。

(総務省資料を基に作成)

【図表4-6】財政融資資金による臨時財政対策債の引受規模の推移

年度	合計	都道府県 + 指定都市				市町村									
		臨時債	割合	臨時債以外	割合	臨時債	割合	臨時債以外	割合						
19	26,726	6,340	100.0%	20,386	100.0%	9,374	36	0.6%	9,338	45.8%	17,352	6,305	99.4%	11,048	54.2%
	100%	23.7%		76.3%		100%	0.4%		99.6%		100%	36.3%		63.7%	
20	27,292	7,170	100.0%	20,122	100.0%	8,919	-	0.0%	8,919	44.3%	18,373	7,170	100.0%	11,203	55.7%
	100%	26.3%		73.7%		100%	0.0%		100.0%		100%	39.0%		61.0%	
21	31,883	12,056	100.0%	19,827	100.0%	12,389	3,472	28.8%	8,918	45.0%	19,494	8,584	71.2%	10,909	55.0%
	100%	37.8%		62.2%		100%	28.0%		72.0%		100%	44.0%		56.0%	
22	37,944	17,172	100.0%	20,772	100.0%	17,379	7,164	41.7%	10,215	49.2%	20,565	10,009	58.3%	10,557	50.8%
	100%	45.3%		54.7%		100%	41.2%		58.8%		100%	48.7%		51.3%	
23	38,050	19,000	100.0%	19,050	100.0%	18,373	8,826	46.5%	9,547	50.1%	19,677	10,174	53.5%	9,503	49.9%
	100%	49.9%		50.1%		100%	48.0%		52.0%		100%	51.7%		48.3%	
24	37,753	18,377	100.0%	19,376	100.0%	17,848	8,289	45.1%	9,559	49.3%	19,906	10,088	54.9%	9,817	50.7%
	100%	48.7%		51.3%		100%	46.4%		53.6%		100%	50.7%		49.3%	
25	38,938	16,650	100.0%	22,288	100.0%	17,871	7,424	44.6%	10,447	46.9%	21,067	9,226	55.4%	11,841	53.1%
	100%	42.8%		57.2%		100%	41.5%		58.5%		100%	43.8%		56.2%	

(注1) 財政融資資金の貸付実績。
(注2) 貸付実績額の下段はそれぞれ合計に占める割合を示し、右段は臨時債及び臨時債以外の合計に占める割合を示す。

なお、厳しい地方財政の状況を踏まえて、平成19年度から24年度まで、地方公共団体向け財政融資資金の貸付金について、臨時特例措置として、補償金免除繰上償還¹⁹を合計3兆8,283億円実施した（補償金免除相当額合計：8,923億円）。

今後、財政投融资制度の健全性を維持していくためにも、また、地方財政運営を規律付けるためにも、更なる補償金免除繰上償還を実施すべきではない【図表4-7】。

【図表4-7】補償金免除繰上償還の概要

資金	金利	19～21年度		22～24年度		25年度		
		普通会計	公営企業	普通会計	公営企業	普通会計	公営企業	
対象要件	4%以上	(対象外)						東日本大震災特別財政援助法が定める、特定被災地方公共団体に指定されていること (対象金利4%以上)
	5%以上	実質公債費比率18%以上等	資本費1.2倍以上等	実質公債費比率18%以上等	資本費1.2倍以上等			
	6%以上	実質公債費比率15%以上等	資本費1.0倍以上等	実質公債費比率15%以上等	資本費1.0倍以上等			
	7%以上	経常収支比率85%以上等	実質公債費比率15%以上かつ 経常収支比率85%以上等	経常収支比率85%以上等	実質公債費比率15%以上かつ 経常収支比率85%以上等			
政府資金	旧資金運用部資金(注) (平成4年5月31日以前の貸付)	繰上償還額		3兆2,320億円		5,963億円		(対象外)
		補償金免除相当額		7,571億円		1,351億円		
	旧簡易生命保険資金(注) (平成4年5月31日以前の貸付)	繰上償還額		4,994億円		2,000億円		
		補償金免除相当額		1,100億円		442億円		
旧公営企業金融公庫資金 (平成5年8月31日以前の貸付)	繰上償還額		1兆2,750億円		2,932億円		1,627億円	
	補償金免除相当額		2,124億円		570億円		266億円	

(注) 財政力指数1未満の団体のみが対象

¹⁹財政融資資金は、できる限り低利の資金を供給するために、貸付金利と調達金利を同一とし、利ざやを取らずに長期・固定の貸付けを行いながら収支相償うように運営されている。このため、民間金融においても債務不履行（デフォルト）である期限前繰上償還を財投機関が行う際には補償金（＝将来得べかりし利益）の支払いを求めざる仕組みとなっている（財政融資資金の管理及び運用の手続に関する規則に基づく借用証書に規定）。しかし、繰上償還の対象となる業務からの撤退を含む抜本的な事業見直しが行われることにより、国民の最終的な税負担を軽減しようと認められる場合に限って、例外的に、法律に基づいて補償金を免除した繰上償還が行われた。この措置は、財政融資資金運用報告書とあわせて公表されている。

(参考) 地方債を取り巻く状況

<地方債関連等>

- ・ 13年4月 地方財源の不足に対処するため、投資的経費以外の経費にも充てられる臨時財政対策債の導入
- ・ 15年4月 共同発行市場公募地方債の発行開始
- ・ 18年4月 地方債の円滑な発行等を図るため、地方債許可制度から地方債協議制度へ移行

- ・ 19年3月 夕張市が財政再建団体に移行（旧再建法）

< 20年9月 リーマン・ショック >

- ・ 21年4月 地方公共団体健全化法の全面施行
早期健全化基準以上となった地方公共団体には財政健全化計画の策定を義務づけて自主的な改善努力を促すこと、財政再生基準以上となった地方公共団体には財政再生計画の策定を義務づけて国等の関与による確実な再生を図ること等が規定。
同法に基づき、夕張市が財政再生団体に移行。
- ・ 21年6月 地方公共団体金融機構発足
地方公営企業等金融機構（旧公営企業金融公庫）が地方公共団体金融機構に改編され、貸付対象を公営企業債等から一般会計債及び臨時財政対策債等にも拡大。
- ・ 22年3月 「平成の合併」の推進期間（11年度～）の終了
市町村数が、3,232（11年3月）から1,727（22年3月）へ減少。

< 23年3月 東日本大震災 >

- ・ 24年4月 地方債事前届出制度の導入
一定の要件を満たす地方公共団体が地方債（民間資金債）を発行する場合、総務大臣等への協議不要（事前届出）。

<財政融資関連>

- ・ 13年4月 財投改革

- ・ 17年4月 財務状況把握の開始
融資審査の充実を図る観点から、融資主体として、地方公共団体の財務状況を把握。
19年度～21年度 補償金免除繰上償還の実施
繰上償還額は3兆2,320億円、補償金免除相当額は7,571億円。
また、対象団体において財政健全化計画を作成。財務局による計画のフォローアップの実施。
- ・ 20年4月 地方公共団体の実地監査の充実
適債性に係る非違のチェックに加え、公営企業の経営状況の確認等を重点化。
- ・ 21年4月 財務状況把握の充実
市町村に対して、財務状況把握の結果概要（診断表）を交付。

- ・ 22年3月 夕張市（財政再生団体）への融資
財政再生団体となった夕張市の財政赤字322億円（標準財政規模の7倍）に対応する再生振替特例債の全額を引受け。
22年度～24年度 補償金免除繰上償還の実施
19年度措置を今回限りとして3年間延長。
繰上償還額は5,963億円、補償金免除相当額は1,351億円。24年度をもって終了。

- ・ 24年4月 財務状況把握の充実
すべての都道府県・市町村へのモニタリングを実施。一部の県のヒアリングを試行的に開始。

(2) 課題

i. 資金供給の方向性

平時への切替えを進める中、資金調達能力の差を踏まえた資金供給、地方債に対する財政融資資金の関与の在り方（「重点化」の方向性）、他資金との役割分担等について、明確化する必要がある。特に、財政融資資金の関与の在り方については、積極的に関与することが求められる分野とそうではない分野を明らかにし、戦略的に国として地方公共団体にどのように関与していくのかを示す必要がある。

具体的には、財政融資の資源配分機能を踏まえ、地方債の資金使途に応じた適切な事業に対する資金供給の在り方、臨時財政対策債等への対応の在り方について検討すべきである。その際、資金調達能力の低い地方公共団体について、資金の安定的確保に留意する必要がある。

また、国として重点的な資金配分が求められている分野、新たな需要が生じている分野への対応の在り方を検討する必要がある。

ii. ガバナンスの確保

地方公共団体の財務規律の維持・向上のためには、地方公共団体が自らガバナンスを確保することがまず重要であり、その上で、資金の貸し手たる国が団体の財務状況を的確に把握し、財務の健全化に向けたガバナンスの確保を図る必要がある。その際、団体による財政運営に係る主体的な検討を効果的に支援することも重要である。

このため、償還確実性を確保する観点から、引き続き、アドバイス機能を発揮しつつ、団体の普通会計を対象に財務状況把握を行うとともに、団体の個々の公営企業を対象に実地監査を行うことにより、より効果的な貸し手としてのガバナンスを確保するよう、チェック機能の充実を図る【Ⅶ. 4. 地方公共団体の財務状況把握、Ⅶ. 3. 地方公共団体向け実地監査】。

(3) 対応

i. 資金調達能力の差を踏まえた資金供給

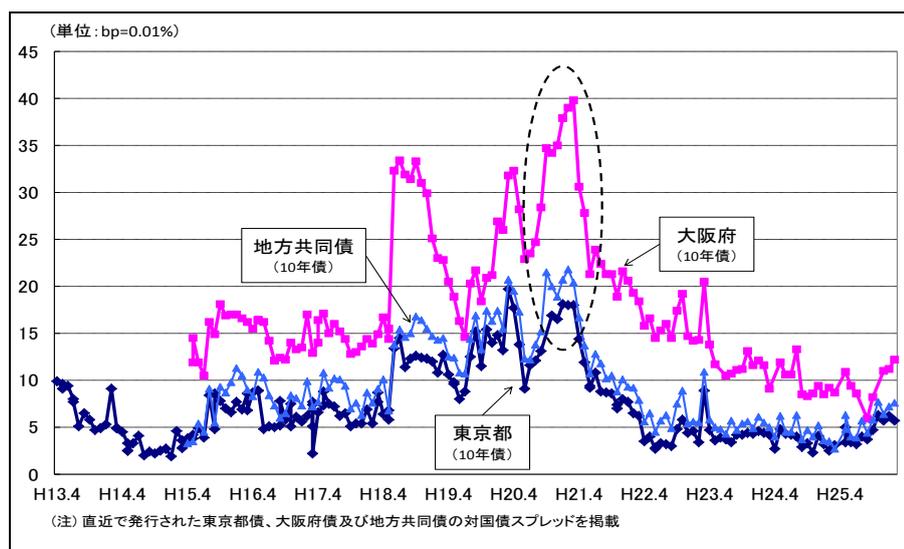
経済・金融危機による市場の機能不全や夕張市の財政危機などの教訓を活かしつつ、以下の観点から、資金調達能力の差を踏まえた資金供給を図る。

- ① 資金調達能力の低い地方公共団体については、民間等資金を補完し、資金の安定的確保を図る。
- ② 経済・金融危機等により、市場における資金調達が困難になった場合は、民間等資金への補完機能を超えて資金供給を行うが、市場環境が好転次第、早期に市場公募資金を含む民間等資金を中心とした資金調達に転換する【図表4-8】。
- ③ 財政状況が極度に悪化した「財政再生団体²⁰」については、公的資金によるセーフティネット機能の発揮が求められるが、適切なモニタリング等を通じて、財政再生計画²¹の着実な執行を促す。

²⁰地方公共団体の財政の健全化に関する法律第8条第1項の規定に基づき財政再生計画を定めている地方公共団体。

²¹健全化判断比率のうちの将来負担比率を除いた3つの指標（実質赤字比率、連結実質赤字比率及び実質公債費比

[図表 4-8] 市場公募地方債（10年債）の対国債スプレッドの推移



(Bloomberg を基に作成)

ii. 資金使途に着目した重点化

財政融資資金は、民間等資金を補完するものとの位置付けを前提として、地方公共団体が行う事業のうち、

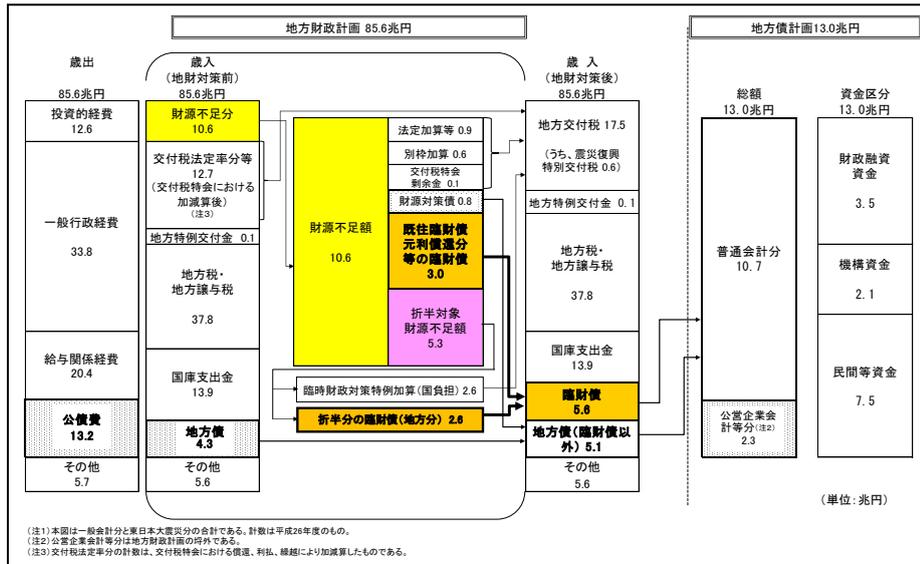
- ① 国が責任を持って対応すべき分野（一般会計債の災害復旧等）に対して、引き続き積極的に対応していく。
- ② 更に、国の政策と密接な関係のある分野（国庫補助負担事業〔一般会計債の学校教育施設等、公営企業債の下水道等〕）に対して、引き続き対応していく。
- ③ 他方、その他の分野（地方単独事業〔一般会計債の公共用地先行取得等、公営企業債の電気・ガス等〕等）については、国として関与する政策的必要性が低いことから、引き続き抑制していく。ただし、地方単独事業であっても、国が法令により実施や方法を義務付けている事業等については対応を検討する。

その際、一般会計債については、地方財政計画²²を通じて、将来の国民全体に負担が及ぶこと（交付税による国の財政負担）を踏まえ、柔軟に対応する [図表 4-9]。

率)のいずれかが財政再生基準以上である地方公共団体において、全ての健全化判断比率について最小限度の期間内に早期健全化基準未達とすること、及び当該団体が再生振替特例債を発行している場合は再生振替特例債の償還を完了することを目標として定める計画。

²²内閣が作成する、翌年度の地方公共団体の歳入歳出総額の見込額に関する書類。

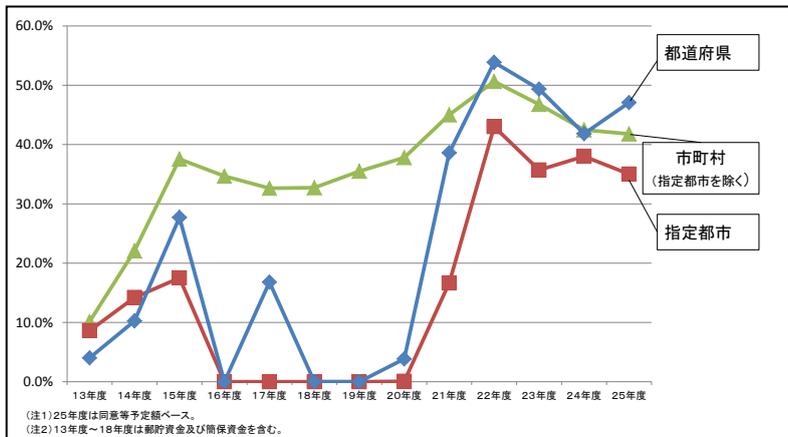
[図表 4-9] 地方財政計画と地方債計画の関係



(総務省資料を基に作成)

臨時財政対策債は、各団体が責任を有している借金であることに変わりはなく、また、赤字補填の性格を有することを踏まえると、財政融資資金としては引き続き抑制的な関与にとどめ、資金調達能力の低い地方公共団体、特に指定都市を除く市町村に対しては、柔軟に対応していく [図表 4-10]。

[図表 4-10] 財政融資資金に占める臨時財政対策債の割合の推移



(地方債協会資料等を基に作成)

iii. 他の資金との役割分担

地方公共団体金融機構資金と民間等資金は、国の資金の観点からは、資金調達方法の違いに過ぎないことを踏まえると、いずれも地方が自ら調達した資金であると捉えた上で、資金使途に着目した重点化における①、②の分野等において財政融資資金を確保する。その際、

- ・ 団体にとって、財政融資資金の存在が、それ以外の資金の調達の条件を有利なものとする効果があること
- ・ 財政融資資金の貸し手として行う融資審査等を通じ、団体に対して、資金調達上の緊張感をもたらし、その直面する予算制約を意識づけることができることなど、財政融資資金のもたらす副次的な効果にも留意する。

(4) 今後の見直し

i. 具体的な重点分野

① 現状

国が責任を持って対応すべき分野（災害復旧事業、辺地・過疎対策事業等）や、国の政策と密接な関係のある分野（学校教育施設等事業、下水道事業等）に対応してきた【図表4-11、4-12】。

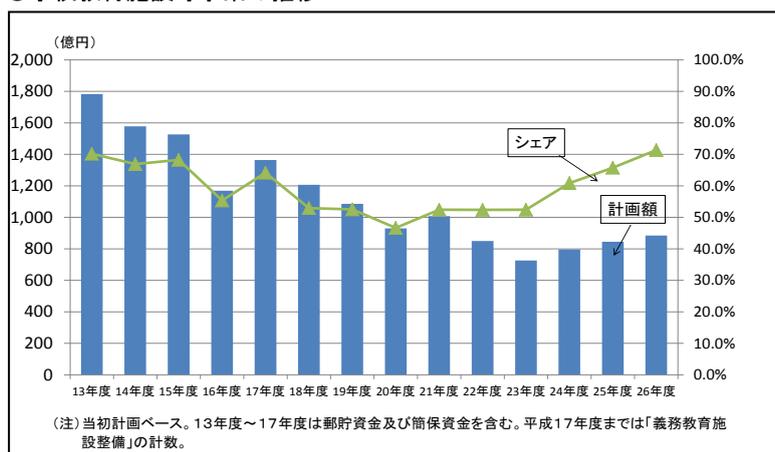
【図表4-11】地方公共団体向け財政融資の対象分野

	一般会計債	公営企業債
国が責任を持って対応すべき分野	災害復旧(100.0%)、辺地・過疎対策(90.4%)等	—
国の政策と密接な関係のある分野	学校教育施設(71.4%)、一般廃棄物処理(62.2%)、公共事業等(32.1%)等	下水道(28.7%)、水道(53.9%)、病院(41.1%)等
その他の分野	公共用地先行取得(0.0%)、行政改革推進(0.0%)等	電気・ガス(0.0%)、市場・と畜場(0.0%)等

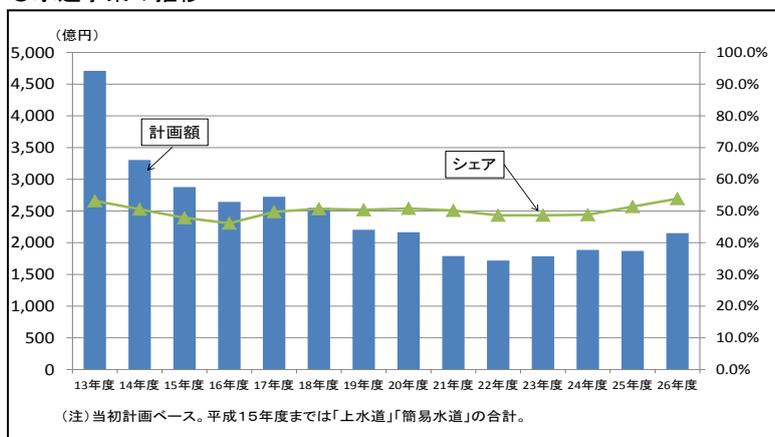
(注) 括弧内の計数は、26年度地方債計画の各事業における財政融資資金の占める割合。

【図表4-12】財政融資資金における学校教育施設等事業及び水道事業の推移

○学校教育施設等事業の推移



○水道事業の推移

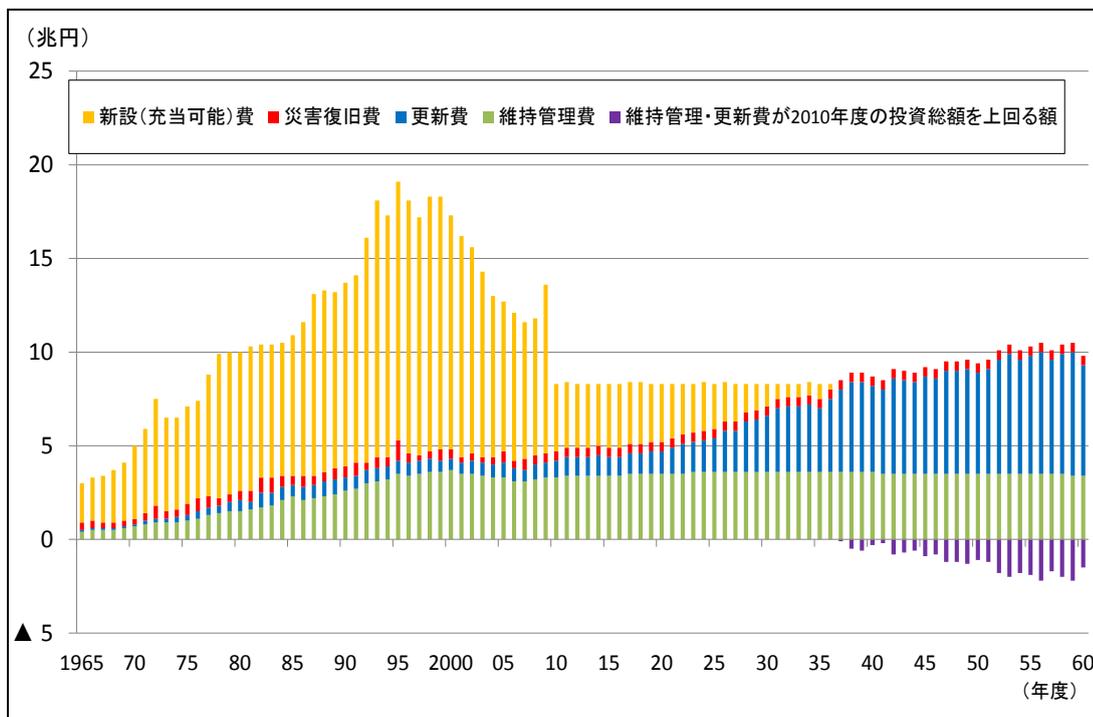


(総務省資料を基に作成)

② 課 題

国として重点的に資金配分すべき分野（防災・減災に資する分野など）に対する積極的な対応が求められている。また、公共施設の老朽化に伴う機能維持のための大規模な更新投資など、新たな資金需要が発生している【図表4-13】。その際、各団体の施設整備の更新等に及ぼす人口急減・超高齢化という人口動態の影響にも留意する必要がある。

【図表4-13】社会資本の維持管理・更新費の推計



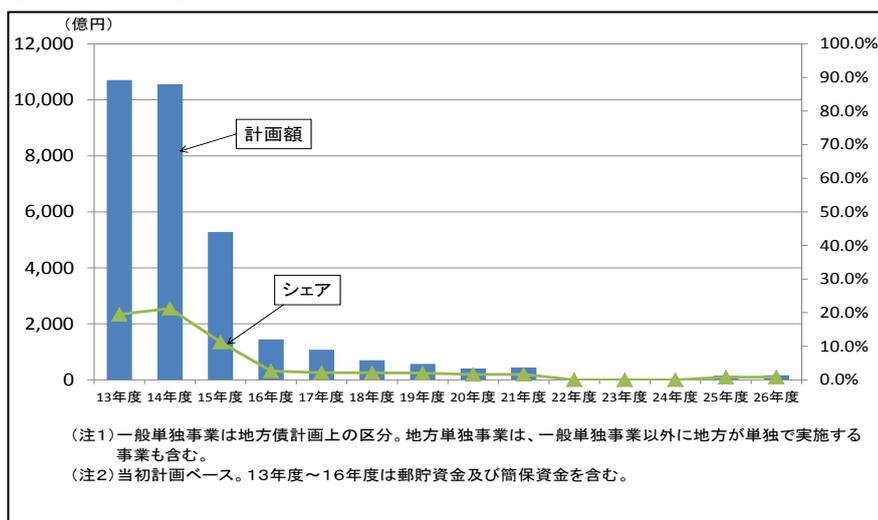
(国土交通省資料を基に作成)

③ 対 応

大規模な災害等への対応強化等の防災・減災に資する真に必要な施設整備等に積極的に対応し、公共施設の更新投資など新たな資金需要についても柔軟な対応を検討することとし、これらについては、これまで規模を縮減してきた地方単独事業であっても、融資の対象としていく【図表4-14】。その際、特に更新投資については、全ての事業分野で必要となり得ることから、人口急減・超高齢社会の到来も見据えた公共施設の事業分野横断的な管理を促す。

また、既存の公共施設の解体撤去に要する経費（移転建替えを含む）についても対応を検討する。

[図表 4-1 4] 財政融資資金における一般単独事業の推移



(総務省資料を基に作成)

ii. 貸付条件の見直し

① 現状

地方債は、財政融資資金のほか、地方公共団体金融機構資金、民間等資金によって引き受けられているところ、低金利の市場環境の下、財政融資資金の金利面での優位性が低下している。

② 課題

地方公共団体が、必要に応じて財政融資資金を活用できるよう、財政融資資金の利便性を向上させる必要がある。例えば、地方公共団体が低金利の市場環境の下、長期資金を調達し、将来にわたって低利の資金を確保できる環境が求められる。

③ 対応

財政融資資金の利便性向上のため、施設の耐用年数等を勘案しつつ、財政融資資金の償還年限（現行、原則 25 年、最長 30 年）の延長を検討する [図表 4-1 5]。その際、財政融資資金の A L M や償還確実性の確保の観点から、償還年限の長短に応じた償還方法についても検討する。

また、超長期の融資を行う場合には、償還確実性を確保する観点から、より適切な融資審査を行うこととし、例えば、前述のように、人口急減・超高齢社会の到来も見据えた公共施設の事業分野横断的な管理を促す。

[図表 4-15] 耐用年数と償還年限の差が大きい主な事業

事業内容	償還年限 (最長)	主な施設等の耐用年数 (最長)	
公共事業等	25年	トンネル	75年
		橋	60年
		岸壁、堤防	50年
公営住宅建設事業	25年	住宅用建物	47年
教育・福祉施設等整備事業			
学校教育施設等	25年	学校、体育館用建物	47年
一般廃棄物処理	15年	煙突及び焼却炉	35年
一般補助施設整備等	25年	事務所用建物	50年
水道事業	30年	上水道	50年
交通事業	30年	道床、鉄道業用トンネル	60年
港湾事業	30年	岸壁	50年

(注1) 主な施設等の耐用年数は「減価償却資産の耐用年数等に関する省令」
(注2) 交通事業にある施設等は、鉄筋コンクリート造のもの。それ以外の事業にある施設等は、鉄骨鉄筋コンクリート造又は鉄筋コンクリート造のもの。

V. 資金調達の内訳

1. 財投債・財融FB

(1) 現状

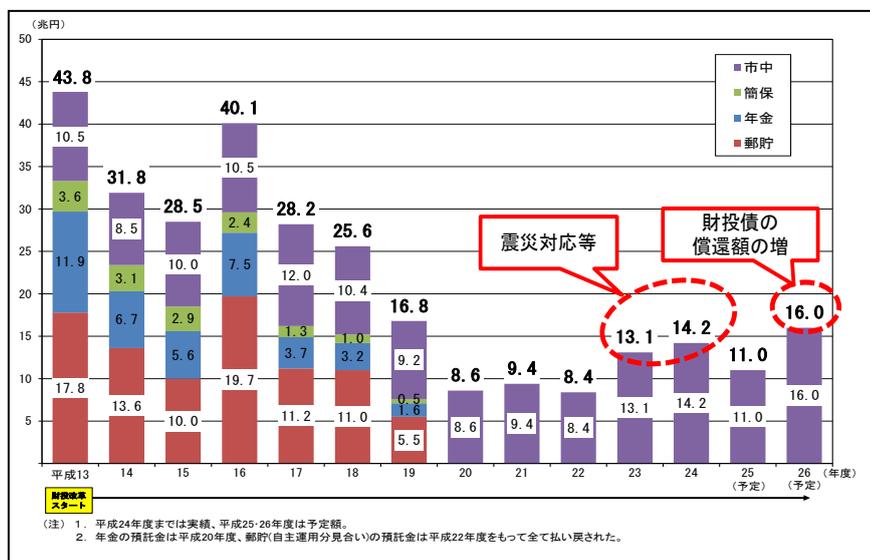
i. 財投債

財投債は国債の一種として、発行市場及び流通市場における国債市場のインフラをすべて活用することで、安定的な発行が可能である。ただし、財政融資資金の回収金が償還財源となるため、普通国債とは性格が異なり、一般政府の債務ではない。

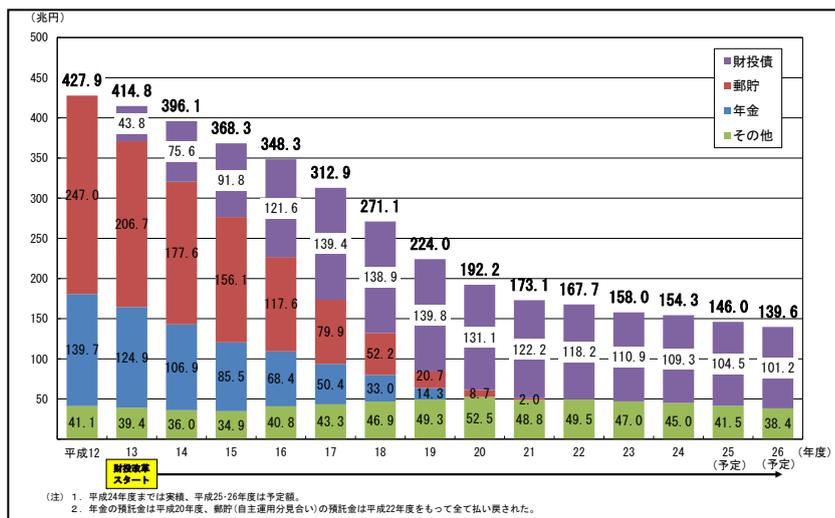
財投債の発行により、財政融資資金による新たな貸付け（いわゆる新規財投債）及び既往の貸付けの継続（いわゆる資金繰り財投債）に必要な財源を調達している。財政融資資金の貸付けや運用残の発生等、年度内の財政融資資金の資金繰りの状況を見極めながら所要の額を発行している【図表5-1、5-2】。

郵便貯金、年金積立金による経過措置（財投債直接引受）が平成19年度に終了した以降、財政融資資金のALMに適った年限構成で調達している（平成26年度計画：2年、5年、10年、20年及び30年）【図表5-3】。

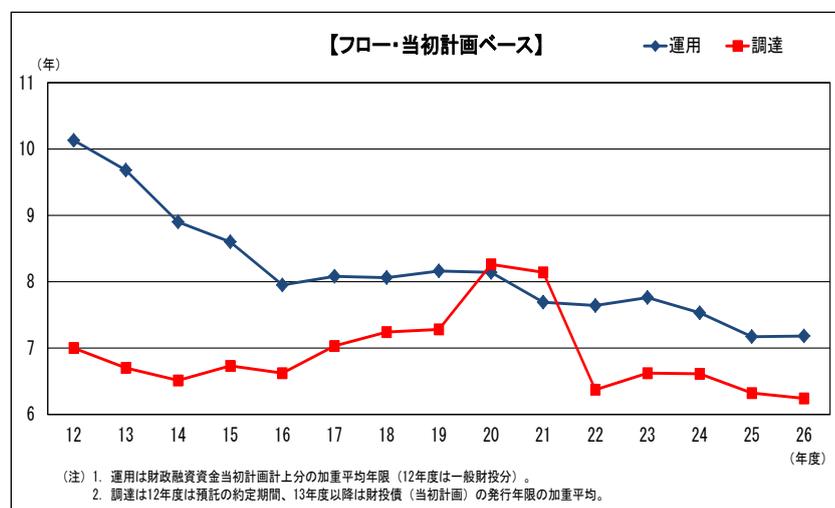
【図表5-1】財投債発行額の推移（フロー）



【図表5-2】預託金残高及び財投債発行残高の推移(ストック)



【図表5-3】財政融資資金の運用・調達の平均年限の推移



ii. 財融FB

毎月平準的に発行される財投債と季節的な偏りのある融資等の執行のずれを埋め、円滑に資金繰りを行うために、財政融資資金証券(財融FB)を発行している【図表5-4】。

外為特会預託金の多額の払戻し(年間3~4兆円程度)が平成23年度より始まって以降、各年度の財投債発行額を平準化すべく、財融FBの発行を計上している【図表5-5】。

[図表 5-4] 財投債と財融 F B の主な相違点

	根拠条文	主な目的	償還期限	国債発行計画への計上
財投債	特別会計に関する法律第 62 条第 1 項	「財政融資資金の運用の財源に充てるために必要がある場合」	歳入財源調達のために発行される公債であり、翌年度以降の歳入をもって償還される	あり
財融 F B	財政融資資金法第 9 条第 1 項	「財政融資資金に属する現金に不足があるとき」	「1 年内」	なし

(注) 財投債及び財融 F B の限度額は、特別会計予算総則に記載

[図表 5-5] 財投債及び財融 F B 発行額の推移

年度	13年度		20年度			21年度			22年度		23年度			24年度		25年度		26年度
	計画	実績	計画	補正後	実績	計画	補正後	実績	計画	実績	計画	補正後	実績	計画	実績	計画	実績	計画
財投債	43.9	43.8	8.4	10.7	8.6	8.0	14.1	9.4	15.5	8.4	14.0	16.5	13.1	15.0	14.2	11.0	10.7	16.0
財融 F B	—	—※	—	—	—	—	—	—	—	—	2.0	4.8	—※	2.7	—	4.6	—	2.1

※ 13年度内に発行された財融 F B の累計額は合計 4.0 兆円、23年度内に発行された財融 F B の累計額は合計 1.1 兆円

(参考) 財政融資資金の運用残額は 13年度：7.7 兆円、20年度：2.0 兆円、21年度：4.9 兆円、22年度：3.0 兆円、23年度：6.4 兆円、24年度：3.9 兆円

(2) 課題

国債管理政策上、国債の確実かつ円滑な発行等の観点から、市場のニーズ・動向等を踏まえた国債の発行が求められている中、国債発行計画の策定段階から、財政融資資金の支出及び収入の変動を見込んで財投債の発行額を計上する必要がある(平成 26 年度計画：国債発行総額 181.5 兆円のうち財投債は 16 兆円)。

過去に発行した財投債の償還、貸付回収金や財投規模によって毎年度の財政融資資金の要調達額は変動するため、財投債発行額の平準化は困難である。そうした中、要調達額の一部を財融 F B の発行で賄うことにより、財投債発行額を 2 ヶ年にわたり平準化することが可能となる(これによりマチュリティ・ギャップ²³拡大を抑制できる)。

(3) 対応

財投債による資金調達については、発行額の平準化を念頭に置きながら、財政融資資金のデュレーション・ギャップ²⁴及びマチュリティ・ギャップを極小化する年限構成になるように調整する。

²³各期間における資産(貸付金の回収など)及び負債(財投債の償還など)の満期額の差のこと。このギャップがある場合、資産の再運用と負債の再調達の時期にズレがあるため、金利変動リスクが生じることになる。

²⁴資産(貸付金の回収など)または負債(財投債の償還など)から生じる将来キャッシュフローを現在価値に換算し、そのキャッシュフローが生じるまでの期間を現在価値のウェイトで加重平均したものをデュレーションといい、資産と負債のデュレーションの差のこと。このギャップがある場合、金利変動による現在価値の変動幅が資産と負債で異なるため、金利変動リスクが生じることになる。

財融FBについては、財投債発行額を2ヶ年にわたり平準化できる点も踏まえ、発行額を調整する。

財投債及び財融FBの発行に際しては、財政融資資金の運用残など財政融資資金の資金繰りの状況や国債の確実かつ円滑な発行等の観点から、所要の額に調整する。

2. 政府保証債・政府保証外債

(1) 現 状

i. 財投改革時の基本的考え方

政府保証とは、政府関係機関・独立行政法人などが金融市場で発行する債券や借入金を対象に、政府が元利払いに対して行う保証である。これにより、財投機関は事業に必要な資金を円滑かつ有利に調達することが可能となる。

財投改革後の政府保証債については、平成9年の資金運用審議会懇談会とりまとめを踏まえ、財投改革により、財投債（政府保証債より低利な国債）で調達した財政融資資金の貸付けが導入されたこと、また、政府保証は国にとってオフバランスシート債務であることから、できる限り抑制する方向で対応している。

これらを踏まえ、「今後の財政投融资の在り方について（平成20年6月）」では、以下の4類型に照らして、個別に厳格な審査を行い、過渡的又は限定的に認めることとしている【図表5-6】。

（注）政府保証債務については、国の財務書類において、「偶発債務（〔1〕保証債務及び損失補償債務負担の状況）」として開示されている。

【図表5-6】政府保証債に係る4類型と発行機関

類 型	26年度財投計画における政府保証債発行予定機関 (機関により複数の類型に跨がるケースあり)
i 民営化の方向性が示されている機関について市場からの資金調達を原則とする形態への円滑な移行を図るための措置としての政府保証債の発行	(株)日本政策投資銀行
ii 政府系金融機関におけるALMの観点からの政府保証債の発行	(株)日本政策金融公庫(中小企業者向け業務) (株)日本政策金融公庫(国民一般向け業務)
iii 外貨貸付に対する資金需要に対応するための政府保証外債の発行	(株)国際協力銀行 (独)国際協力機構
iv 財政融資資金からの借入れが出来ない仕組み(注)となっている機関における政府保証債の発行	(独)日本高速道路保有・債務返済機構 地方公共団体金融機構 (株)民間資金等活用事業推進機構 (株)海外交通・都市開発事業支援機構 中部国際空港(株) (一財)民間都市開発推進機構 新関西国際空港(株)

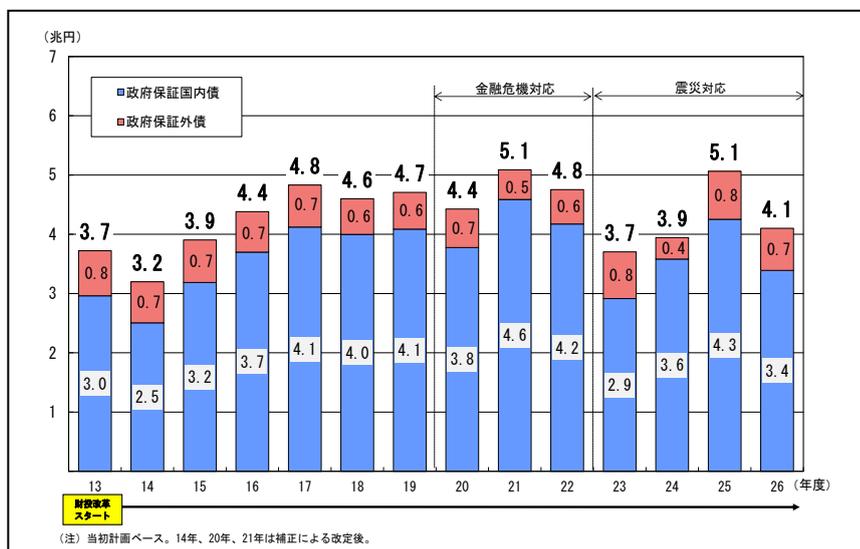
(注) 財政融資資金の運用範囲は、財政融資資金法第10条第1項に、国、政府関係機関等、地方公共団体、独立行政法人等（民間出資がないこと）など、限定的に列挙されており、これ以外の運用は法律に特に規定がない限り行い得ない。なお、道路機構については、法律上財政融資資金の借入れが可能であるが、旧道路四公団民営化の経緯を踏まえ、設立（平成17年10月）以来、財政融資資金の新規貸付を行っていない。

ii. 最近の動き

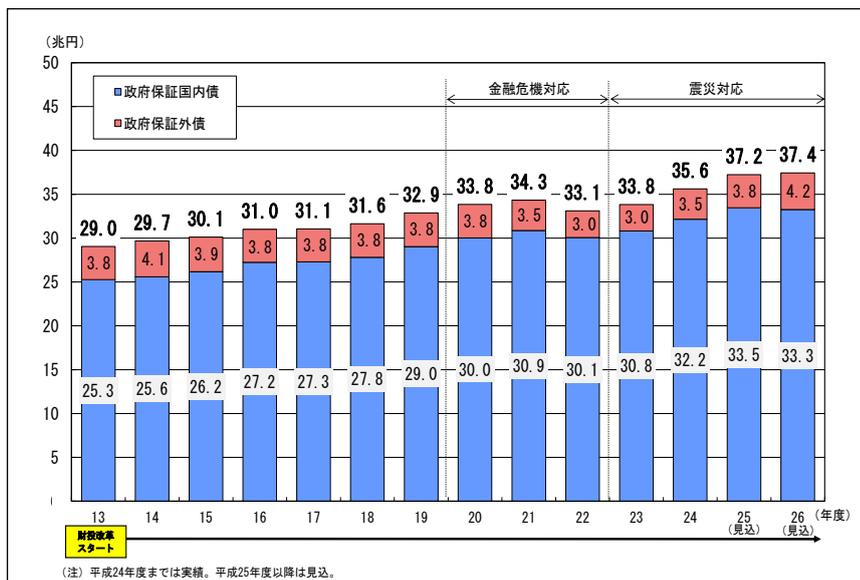
政府保証国内債については、①官民ファンド等において、産投出資と組み合わせ、金融市場から長期資金を調達（レバレッジ）して、大規模なインフラ案件に投資する場合（PFI推進機構、インフラ輸出機構〔新設予定〕）や、②一般会計の引当金をリスクバッファとして、金融市場から長期資金を安定的に調達して、都市開発に対してメザニン支援を行う場合（民都機構）など、既往の資産・負債の管理ではなく、社会経済情勢等の変化を踏まえ、政府保証を活用して政策的に必要とされる新たな資金需要に対応する手段となっている。

政府保証外債については、政府のインフラ輸出や海外資源確保といった成長戦略を受けて、外貨資金のニーズが特に高まっており、経済・金融危機以降、外為市場におけるスワップコストが高止まりする中、安定的な外貨調達手段となっている〔図表5-7、5-8、5-9〕。

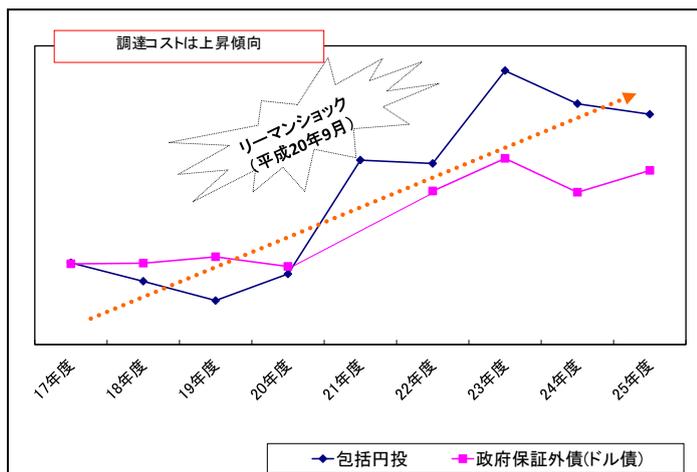
〔図表5-7〕政府保証債発行額の推移（フロー）



〔図表5-8〕政府保証債残高の推移（ストック）



[図表5-9] 外貨調達コストの推移



(国際協力銀行作成資料)

(2) 課題

類型ivにおいて、日本高速道路保有・債務返済機構（道路機構）や地方公共団体金融機構（地方機構）のように既往の資産・負債を管理するためではなく、官民ファンドや民都機構のように政策的に必要とされる新たな資金需要に対応するため、政府保証により金融市場から資金調達を行う事例が増えている。

これらの財投機関が行うインフラ事業は、①長期的に見ると、安定的なキャッシュフローが見込まれること、②一方で、投資の回収に時間を要し、事業期間が長期にわたることから、長期資金の調達手段を確保しておく必要がある。

類型iiiにおいて、平成26年度に新たにJICAが現地通貨建て海外投融資の導入の観点から政府保証外債を起債するなど、今後もインフラ輸出等に伴い外貨資金のニーズの増加が見込まれる中、財政融資や産業投資では対応が困難な安定的な外貨調達手段として政府保証外債の重要性が高まってきている。

(3) 対応

財投改革により、財投債（政府保証債より低利な国債）で調達した財政融資資金の貸付けが導入されたこと、また、政府保証債は国にとってオフバランスシート債務であることを踏まえ、引き続き個別に厳格な審査を行うことに加え、その執行に当たっても、資金需要に応じた管理を行う。

これを前提に、政府の成長戦略や金融市場の情勢等に応じて、現行の4類型を以下のように見直す[図表5-10]。

- ① 類型i及びiiについては、引き続き「過渡的又は限定的に認める」。
- ② 類型iiiについては、(1)外貨調達の必要性が認められること、(2)起債時点における調達可能な他の資金と比較して、発行コストが廉価であること、(3)起債する市場において、同等な信用力を有する他の債券の発行条件等を比較して、遜色のない条件で起債できることの3つの審査基準に合致する場合に限って認める。

- ③ 類型ivについては、財政融資を停止し、市場調達資金への政府保証の付与のみとされたことなど、既往の資産・負債を管理するための政府保証債の発行は、引き続き「過渡的又は限定的に認める」(iv①)。

一方で、政策的に必要とされる新たな資金需要に対応するための政府保証債の発行は、大規模プロジェクトをはじめとした政策的必要性が高く採算性がある資金の回収も見込める事業を実施する場合において、

- (1) 事業の性格上、中長期の安定的なキャッシュフローが見込まれるものの、投資の回収に時間を要し、事業期間が長期にわたることから、長期資金の必要性が認められること
- (2) 一定の事業リスクを内包した新規事業に対する出融資を行うため、政府保証の付与がなければ、リスクプレミアムが加味されて資金調達コストが高くなり、政策目的の達成に多大な支障をきたすこと
- (3) 産業投資対象機関（産投機関）については、産投出資を受ける以外に長期の債券発行による調達を合理的な範囲で行うことで、財投機関自らが資金需要に応じて金融市場から機動的に調達して財務レバレッジを拡大できる効果が相当程度認められること

の3つの審査基準に合致する場合に限って認める (iv②)。

- (注) 類型ivについて、現在、iv①に該当する機関においても、今後、仮に政策的に必要とされる新たな資金需要に対応するために政府保証債を発行する場合は、iv②に該当する。

[図表 5-10] 政府保証債に係る 4 類型の見直しについて

類 型	基本的考え方	26年度財投計画計上機関 (機関により複数の類型に 跨がるケースあり)
i 民営化の方向性が示されている機関について市場からの資金調達を原則とする形態への円滑な移行を図るための措置としての政府保証債の発行	過渡的又は限定的に付与	(株) 日本政策投資銀行
ii 政府系金融機関における A L M の観点からの政府保証債の発行	過渡的又は限定的に付与	(株) 日本政策金融公庫 (中小企業者向け業務) (株) 日本政策金融公庫 (国民一般向け業務)
iii 外貨貸付に対する資金需要に対応するための政府保証外債の発行	(1) 外貨調達の必要性 が認められること (2) 起債時点における調達可能な 他の資金と比較して、発行コストが廉価 であること (3) 起債する市場において、同等な信用力を有する 他の債券の発行条件等と比較して、遜色のない条件で起債できる こと の3つの審査基準に合致する場合に限って付与	(株) 国際協力銀行 (独) 国際協力機構
iv 財政融資資金からの借入れが出来ない仕組みとなっている機関における政府保証債の発行		
① 財政融資を停止し、市場調達資金への政府保証の付与のみとされたことなど、既往の資産・負債を管理するための政府保証債の発行	過渡的又は限定的に付与	(独) 日本高速道路保有・債務返済機構 地方公共団体金融機構
② 政策的に必要とされる新たな資金需要に対応するための政府保証債の発行	大規模プロジェクトをはじめとした政策的必要性が高く採算性がある資金の回収も見込める事業を実施する場合において、 (1) 事業の性格上、中長期の安定的なキャッシュフローが見込まれるものの、投資の回収に時間を要し、事業期間が長期にわたることから、長期資金の必要性が認められること (2) 一定の事業リスクを内包した新規事業に対する出融資を行うため、 政府保証の付与がなければ、リスクプレミアムが加味されて資金調達コストが高くなり、政策目的の達成に多大な支障をきたすこと (3) 産投機関については、産投投資を受ける以外に長期の債券発行による調達を合理的な範囲で行うことで、 財投機関自らが資金需要に応じて金融市場から機動的に調達して財務レバレッジを拡大できる効果が相当程度認められること の3つの審査基準に合致する場合に限って付与	(株) 民間資金等活用事業推進機構 (株) 海外交通・都市開発事業支援機構 中部国際空港(株) (一財) 民間都市開発推進機構 新関西国際空港(株)

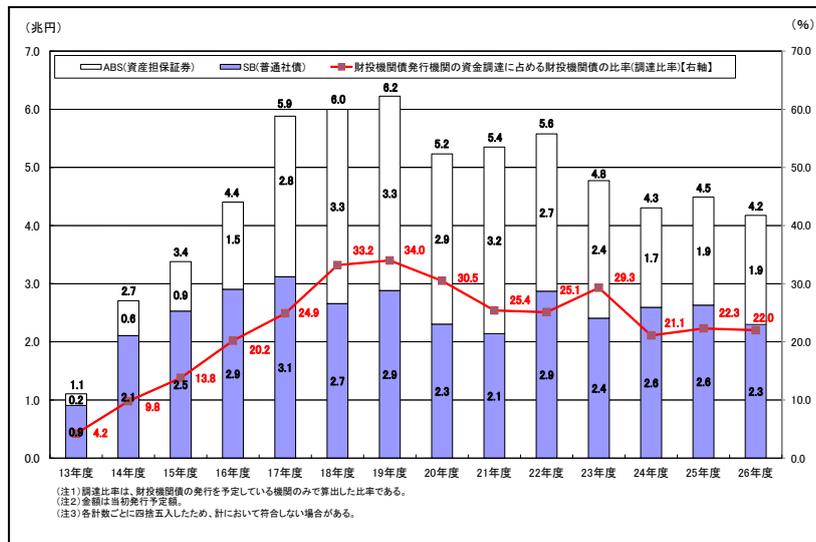
3. 財投機関債

(1) 現 状

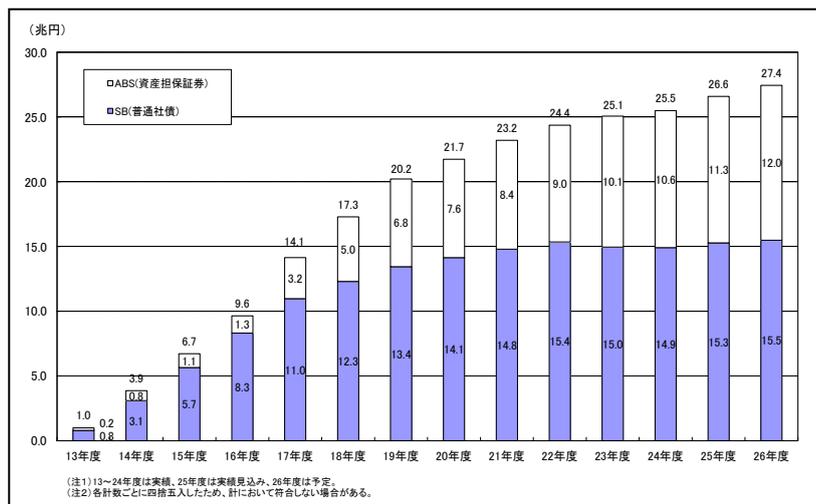
財投機関債は、財投機関のディスクロージャーを促進させ、事業運営の効率化を促す効果がある。このような効果は発行額にかかわらず得られるものであり、他方、財政融資に比べてコスト増となることから、効果と調達コストを勘案しながら、財投機関債の発行額を判断する必要がある。また、調達規模が少ない財投機関においては、発行ロットが小さくなると、流動性が低く、規模に対するコストも増大するおそれがあることから、相当程度の資金調達を行う財投機関において引き続き財投機関債を発

行しており、近年の発行額はほぼ横這いとなっている【図表5-11、5-12、5-13】。

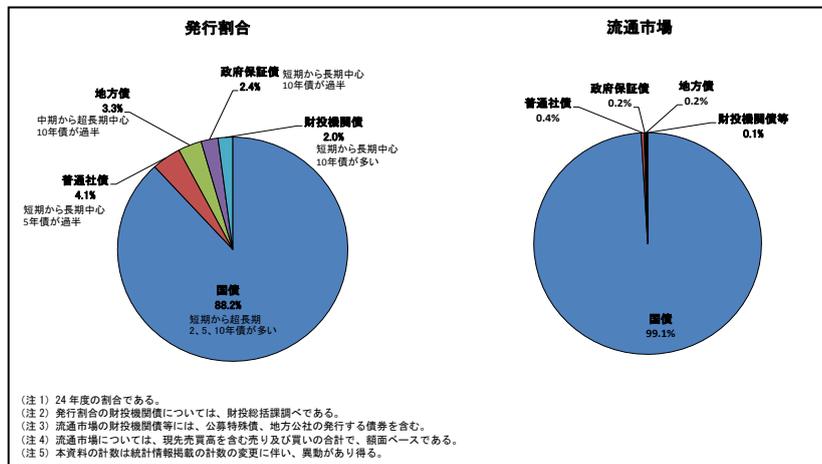
【図表5-11】財投機関債の発行状況（フロー）の推移



【図表5-12】財投機関債の発行残高（ストック）の推移



【図表5-13】財投機関債等の発行及び流通市場の状況



(日本証券業協会資料を基に作成)

財投機関債は、債券市場において、信用力の高い債券として評価されており、財投機関自らが行うディスクロージャーやIR（投資家向けに行われる自主的な情報提供活動）にも支えられ、高い存在感を示す債券に成長している。

最近では、発行年限の多様化に加え、財投機関独自のニーズに合わせた様々な工夫が進展している。また、定例的な発行（定例債）に加え、市場環境や投資家需要を踏まえ、定例債以外の年限やMTNプログラム（予め基本契約を締結し、発行限度額内で個別の債券を機動的に発行）の活用などにより、随時スポット的な発行も行われている【図表5-14】。

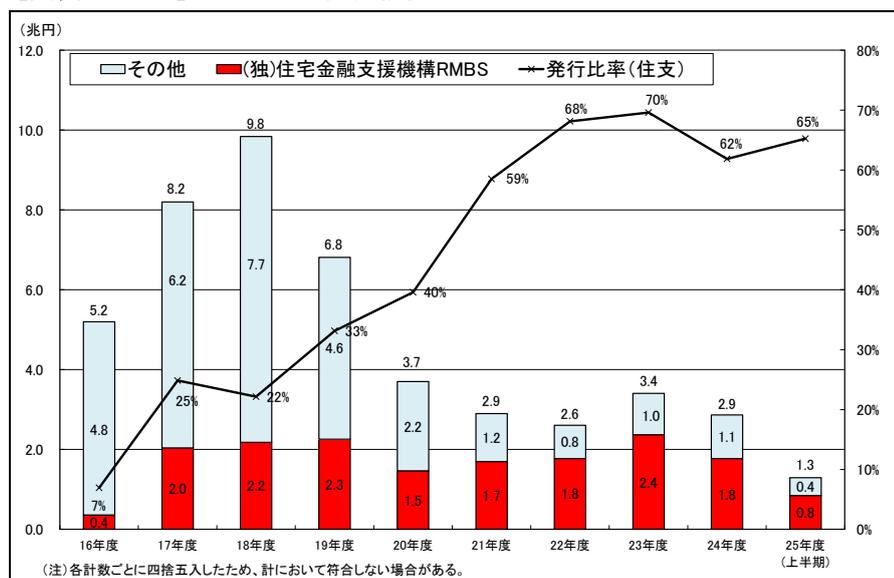
【図表5-14】財投機関独自のニーズに合わせた商品性の工夫

機関名	商品性	開始時期	趣旨/目的
日本政策投資銀行	変動利付債（国内債）	25年度～	変動金利貸付の増加を踏まえたALMの観点のほか、将来の金利上昇リスクをヘッジしたい地方銀行や信用金庫などの需要に対応
	外貨建外債（MTN）	20年度～	自立的な資金調達基盤を構築する観点から、資金調達手段及び投資家層を多様化
国際協力機構	リテール債	23年度～	個人の投資を通じた社会的責任投資（SRI債）

産投機関をはじめとする、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない事業を支援する機関については、主に出資により資金調達を行っており、債券発行による場合も政府保証の付与なしには円滑な資金調達は困難と思われることから、財投機関債を発行していない。

なお、財投機関債のうち住宅金融支援機構債券（ABS）は、貸付債権を担保とした証券化商品であり、各財投機関の信用力を反映する普通社債（SB）とは性格が異なる。証券化市場における同債券の状況は以下のとおりである【図表5-15】。

【図表5-15】住宅金融支援機構債券（ABS）の発行状況

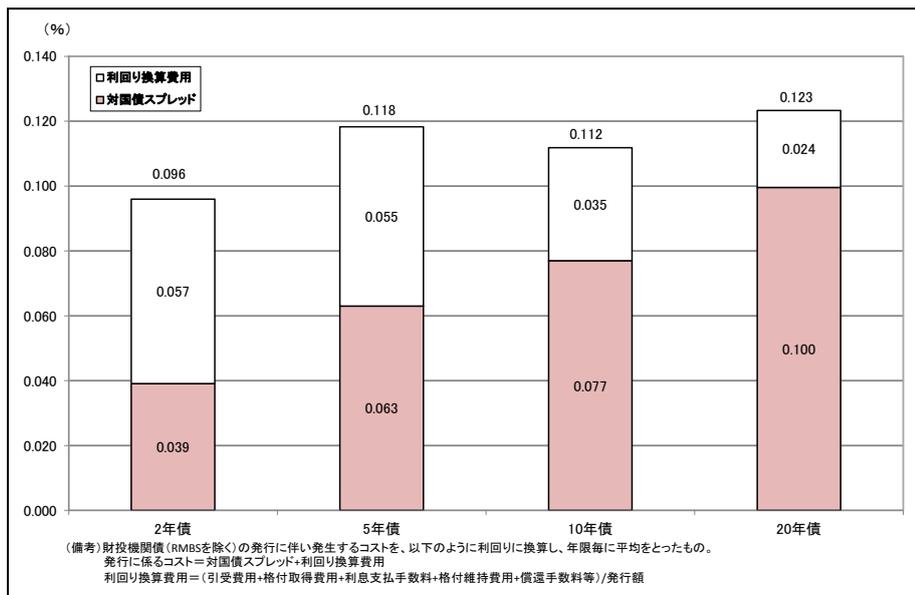


(日本証券業協会資料を基に作成)

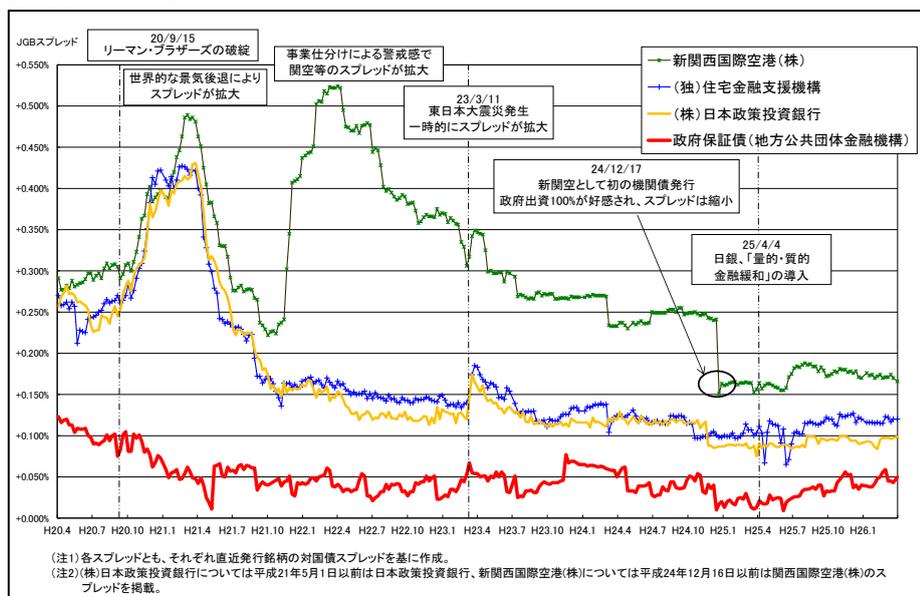
(2) 課題

財投機関債の利回りは国債利回りと比べ高金利であることに加え、発行から償還までに諸費用を要するなど、財政融資や政府保証債と比べ高コストである。また、リーマン・ショックや東日本大震災等、市場環境の激変によって国債利回りとのスプレッドが急拡大するなど、安定的な資金調達が困難となる場合もある[図表5-16、5-17]。

[図表5-16] 財投機関債の発行に係るコスト



[図表5-17] 主な財投機関債等 (10年) の流通利回りの対国債スプレッドの推移



(日本証券業協会資料を基に作成)

他方、短期債や変動利付債の発行など、財投機関のALM（償還期限の平準化やデュレーションの調整）の観点から活用を図ることが可能である。また、市場との緊張関係を通じた業務効率化へのインセンティブを高める点において、効果が期待できる。ただし、信用リスクの判断の困難さやスプレッドのタイト化など市場による財政規律を働かせることは難しく、財投機関に対するガバナンス効果は限定的である。

（３）対 応

財投機関債については、市場の評価は財投機関の財務状況のみならず、事業内容、政府との距離感、組織体制等の今後の見通しの明確さの程度といった複合的な要素で形成されていることに留意しつつ、発行によって得られるディスクロージャーや事業運営の効率化といった効果と調達コストを勘案しながら、相当程度の資金調達を行う財投機関（産投機関等のリスクが高い事業を行う機関は除く）において、発行を行う。

（注）今後、仮に市場環境の激変により財投機関債による安定的な資金調達が困難となる場合には、財投債（財政融資）や政府保証債を活用することが適当である。

なお、調達コストや安定的な資金調達に十分配慮した上で、短期債を含めたALMの観点からの発行年限の多様化に加え、変動利付債や外貨建外債、さらには個人投資家向けのリテール債の発行など、財投機関独自のニーズに適った活用策については柔軟に対応する。

VI. ディスクローチャーの充実

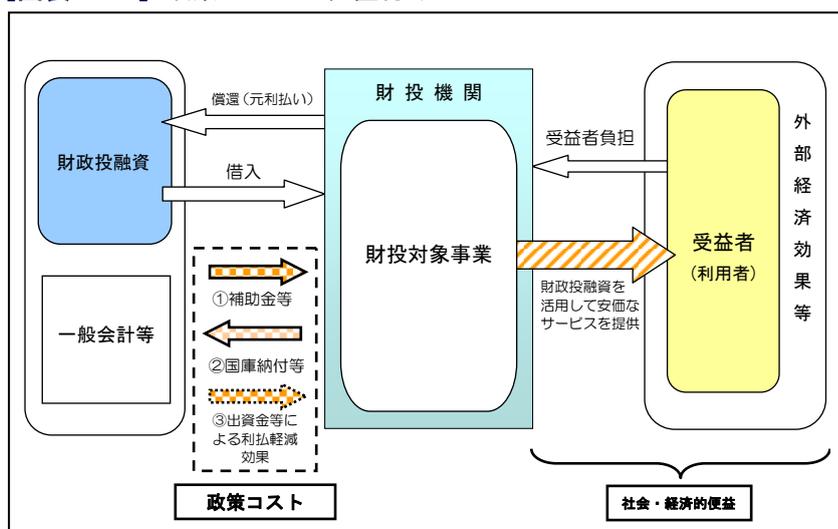
1. 政策コスト分析

(1) 現 状

財投対象事業は、外部経済効果が一部存在するものの、受益と負担の関係が明確であり、受益者（利用者）にその負担を求めることが適当なことから、基本的に受益者負担によって有償資金の償還が行われているが、その受益者負担を軽減するため、国（一般会計等）から事業を実施する財投機関に対して、補助金等や出資金等が投入される場合がある。

このような事業の妥当性を判断する材料として、将来、その事業に対する補助金等の支出がどの程度見込まれるか、あるいは既に投入された出資金等によるメリットがどの程度になるかを試算し、これを「政策コスト」として開示することには、財政投融资の透明性を高める意義がある【図表6-1】。

【図表6-1】政策コストの位置付け



政策コスト分析の導入から10年以上が経過し、各省庁・各機関において政策コスト分析が定着してきており、分析手法の拡充や公表内容の充実など、随時見直しを行っている【図表6-2】。

また、政策コスト分析を適切に理解した上で、効果的な活用に努めるための手引きとして、「政策コスト分析に関するハンドブック」を作成し、公表（平成20年度）している。

さらに、政策コスト分析の活用を通じて、事業の将来的な見通しや、その財務への影響を把握することにより、業務・財務の改善等、事業の在り方を見直している。

- ① 財投編成において、将来の資金収支の推計に用いた事業見通し等の各種前提条件の精査、償還確実性の確認を行う【図表6-3】。

- ② 財投機関において、財投機関債発行の際の債券内容説明書に記載するなどディスクロージャーに活用する。

【図表 6-2】 主な分析手法の拡充

① 感応度分析（前提条件を変化させた場合）	【13年度～】
② 経年比較分析	【15年度～】
③ 発生要因別政策コスト内訳	【15年度～】
④ 投入時点別政策コスト内訳	【16年度～】
⑤ 社会・経済的便益の試算	【18年度～】
⑥ 感応度分析（貸倒償却額を10%上昇させた場合）	【23年度～】

【図表 6-3】 財投編成における活用

<p>○ 将来の資金収支（キャッシュフロー）等の推計に用いた事業見通し等各種前提条件の精査</p> <ul style="list-style-type: none">・ 例えば、融資系機関においては、貸倒償却額（率）や繰上償還額（率）などについて、決算における状況がどのようになっているか、また、将来見通しとして直近の状況を踏まえた適切な設定となっているかを確認する。・ 例えば、事業系機関においては、業務収入などについて直近の収入実績はどのようになっているか、また、将来見通しとして適切な設定となっているかを確認する。 <p>○ 直近の決算状況を踏まえつつ、貸倒の状況を含む貸付金の回収見込みや業務収入見込みなどの前提条件の精査・確認を行いながら、借入金の返済見込み等を確認することで、財政投融資の償還確実性を確認</p> <p>○ 各種前提条件の精査及び償還確実性の確認を行った上で、政策コストと社会経済的便益などの関係や、政策的な必要性及び民業補完性も勘案し、財投対象事業としてふさわしいものであるか、更に、事業の内容・融通条件などについても適切なものとなっているか検討</p>
--

（2）課 題

政策コスト分析については、財政投融資を活用する事業について一定の前提条件を設定し、各財投機関が試算した結果を公表してきているところであるが、政策コストの複数年にわたる推移（時系列データ）が公表されていない。

さらに、公表対象の範囲（現状、財政融資資金又は政府保証を活用する機関）について、産投機関は、将来収益の見通し、リスク、割引率など、個別の前提条件の設定が困難であり、政策コストの分析手法になじみにくいことから公表していない【図表 6-4】。

【図表6-4】 財政融資・政府保証と産業投資の比較

	財政融資・政府保証	産業投資
主な確認事項	償還確実性 (将来発生する「政策コスト」の認識が重要であり、その額の大小をもって単純に評価することはできない)	収益性 (配当・利益分配により一定のリターン〔マイナスの政策コスト〕を確保する必要)
分析期間	財政融資資金等の償還年度又は貸出債権の回収年度	官民ファンドは、設置期限まで。その他の機関（JOGMECなど）は、投資の回収年度を確定できない
割引率	国債流通利回りを基に現在価値を算出	リスクマネーであることに見合ったリターンを基に現在価値を算出する必要があるが、当該リターンを適切に設定することは困難

(3) 対応

新規の財投機関を含め、引き続き、各種前提条件の妥当性や償還確実性を確認するとともに、公表内容を充実させる観点から、政策コストの時系列の把握・公表を新たに行う。また、財投機関毎の試算・公表に加えて、新たに対象分野毎に集計したものを公表する。

さらに、当年度の財政投融資計画に計上されていないが、財政融資資金貸付金残高を有する機関に対して、過去の分析結果から政策コストが増加しない形で事業を継続的に実施していることを確認する観点から、政策コスト分析的な財務状況の把握を行う。

産投機関については、その事業内容は、従前の研究開発法人が新規事業を廃止する一方、官民ファンドを通じたリスクマネー供給や海外の資源権益確保に変遷している。これらの事業は、民間では対応困難な長期リスクマネーを供給する観点から、投資事業からの回収額の最大化につながる投資倍率（マルチプル）を重視するなど、将来の資金収支を推計して現在価値を算出する現行の政策コスト分析の手法はなじまないが、産業投資の特性に則して、収益性の確認を行うための検討が必要であり、こうした観点から、出資者としてのガバナンスの向上を図る【Ⅶ. 2. 出資者として】。

2. 使途別分類表の見直し

(1) 現状

「財政融資資金運用計画を使途別に分類した表」（使途別分類表）は、昭和36年の国民年金の発足に当たって、積立金を国民の福祉向上に直接役立つ使途に運用しかつその内容を明らかにすべきといった議論を受け、資金運用部資金法²⁵の一部改正（第11条第2項の追加）により作成された。

²⁵ 平成13年度に財政融資資金法に改正された。

具体的な分類要領につき特段の規定はないが、昭和 36 年以降、一部に名称の変更はあったものの、実質的に変更されていない。

(参考) 財政融資資金法 第十一条

財務大臣は、毎年度財政融資資金の運用に関して必要な計画を定め、あらかじめ財政制度等審議会（以下「審議会」という。）の意見を聴かなければならない。その計画を変更しようとするときも、また同様とする。

2 前項の場合においては、財務大臣が審議会の意見を聴いて定めるところにより、その資金運用計画を用途別に分類した表を、当該計画に関する書類に添付して提出しなければならない。

(2) 課 題

昭和 36 年当初は高度経済成長期の初期であり、基幹産業育成に力点を置く戦後経済復興期の流れを継いで、特定の産業分野を対象とする政策金融機関が大宗を占め、社会インフラ整備を行う事業系機関は道路や住宅等の分野に限定されていた。

その後、「生活環境整備」、「農林漁業」、「運輸通信」、「地域開発」等の幅広い分野における社会インフラ整備に財政投融資が活用され、事業系機関を中心に財投機関数は大幅に増加した。構造改革期（財投改革）以降、財投機関の統廃合が進み、各財投機関の費用按分が複雑化するとともに、各種産業向け金融（融資系機関）と社会インフラ整備（事業系機関）が混在し、現行の用途別分類表は財投対象事業の実態を反映していない。

- ① 「生活環境整備」は、当初は地下鉄整備が分類されていた。その後、都市の再開発等のインフラ全般に広がり、現在は公害対策から石油備蓄、都市開発まで幅広いものが分類され、事業の実態を反映していない。
- ② 「運輸通信」は、当初は日本国有鉄道、日本航空、日本電信電話公社といった公共企業体が分類されていた。その後、これら企業体が民営化される一方、日本鉄道建設公団、新東京国際空港公団、京浜外貿埠頭公団や阪神外貿埠頭公団といった運輸通信に係るインフラ整備に広がった。現在は、インフラ整備も進み、シェアは僅かであり、細分化して分類する必要性は低い。
- ③ 「地域開発」は、当初は日本開発銀行や北海道東北開発公庫等の政策金融機関が分類されていた。その後、地域振興整備公団や水資源開発公団といった地域開発に係るインフラ整備に広がった。現在は、これら事業系機関が廃止され、シェアは僅かであり、細分化して分類する必要性は低い。
- ④ 「産業・技術」は、当初は基幹産業向けの金融や電力供給のためのダム建設が分類されていた。その後、石油開発公団や金属鉱業事業団による国内外の資源開発、各種研究開発法人による研究開発など、産業・研究開発に係る幅広い分野に広がった。現在は、官民ファンド（産革機構、クールジャパン機構）も分類され、イノベーション関連を包含する必要がある。

- ⑤ また、幅広い分野を対象に民間資金を活用してインフラ整備を行う機関（PFI推進機構）、海外交通や都市開発を対象にインフラ輸出を行う機関（インフラ輸出機構〔新設予定〕）が設立されるなど、業種別に細分化された分類への当てはめが困難なものもある。
- ⑥ さらに、政策金融改革により新たに導入された日本公庫の危機対応業務は平時の公的金融とは異なるとともに、経済・金融危機後に高水準となっている地方の臨時財政対策債は赤字補填の性格を有することから、これらは別途区分する必要がある。

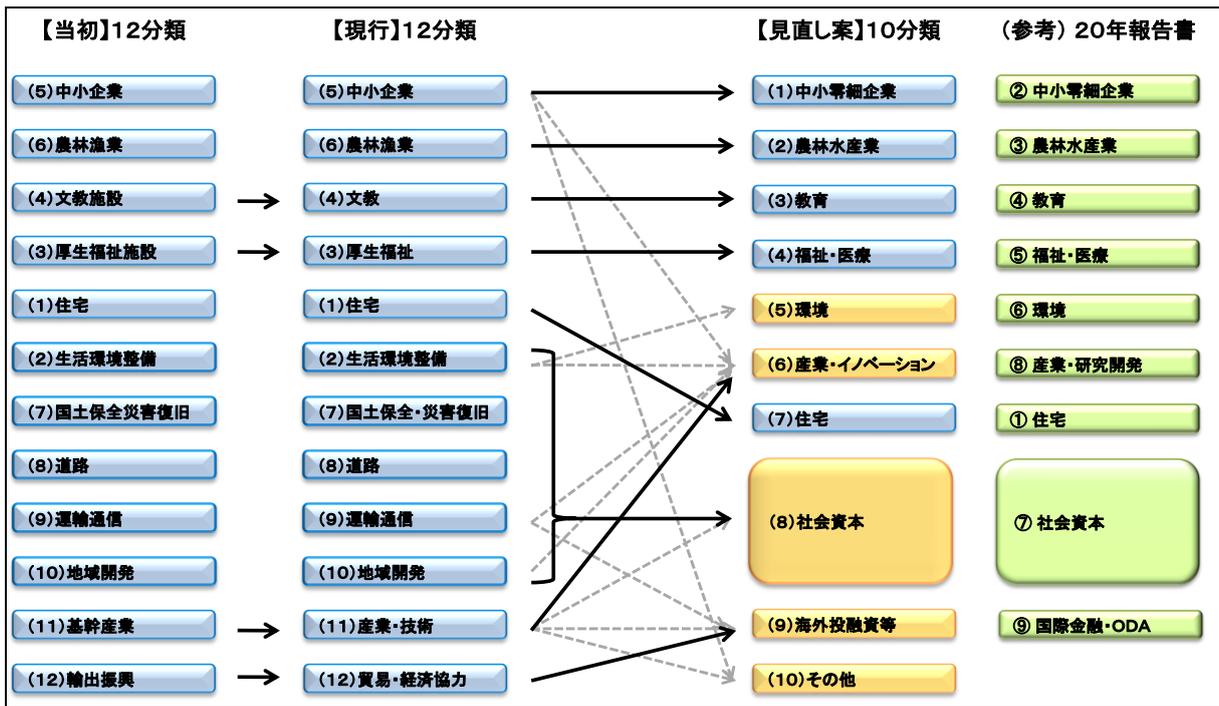
（3）対 応

平成 20 年の報告書で今後活用すべき分野とされた分類（住宅、中小零細企業、農林水産業、教育、福祉・医療、環境、社会資本、産業・研究開発、国際金融・ODA）を参考に、①各分類に跨がる社会インフラ整備を大括り化し、②海外資源の確保や海外インフラ需要への対応などの海外投融資に関わる政策分野を括り出すとともに、③危機対応業務及び臨時財政対策債を別途区分する[図表 6-5、6-6]。

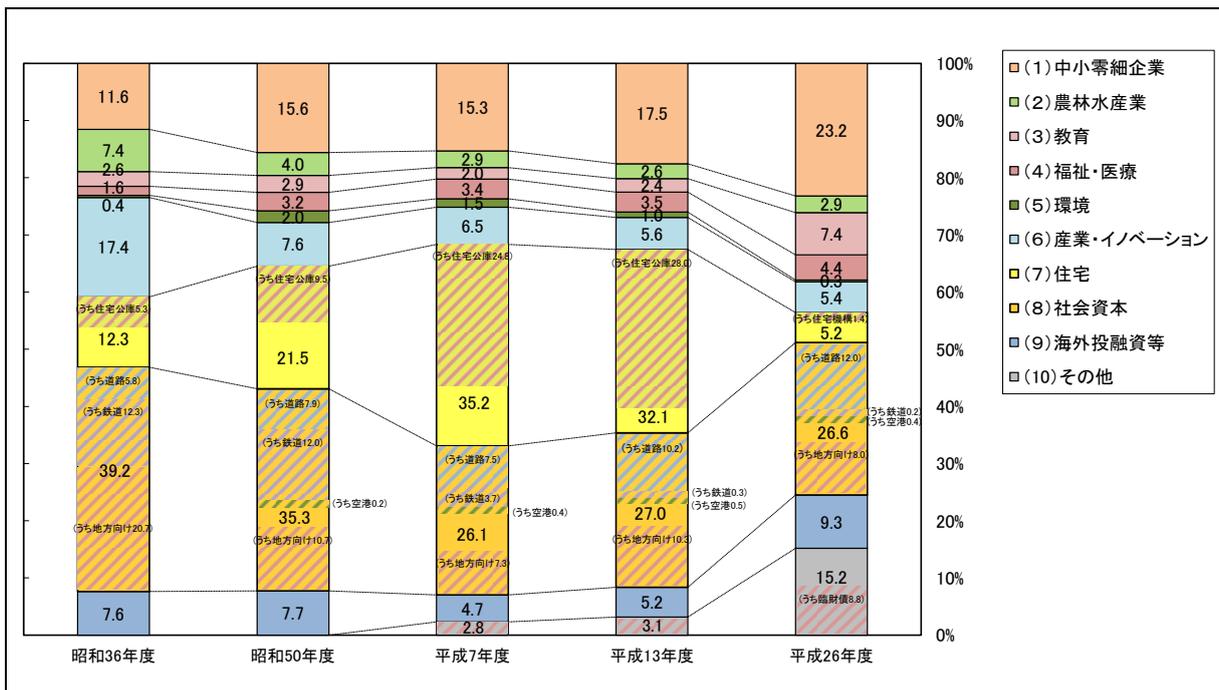
- ① 「生活環境整備」は、公害対策や地方の廃棄物処理等の環境分野に限定し、「環境」（新設）に分類する。都市の再開発、都市交通や上下水道の整備等の社会インフラ整備に係るものは「社会資本」（新設）に大括りする。
- ② 「運輸通信」、「地域開発」のうち、空港の整備、地方の交通事業や港湾整備は、「道路」、「国土保全・災害復旧」等と併せて「社会資本」（新設）に大括りする一方で、運輸業・情報通信業や地域産業向けの金融は「産業・イノベーション」に分類する。
- ③ 各分類に跨がる、電気・ガス・熱供給業や不動産業向けの金融、官民ファンドによる新規産業・ベンチャー支援、研究開発法人による事業は「産業・イノベーション」に集約する。
- ④ 海外資源の確保を「産業・技術」から分離し、「貿易・経済協力」と併せて「海外投融資等」（新設）に分類する。インフラ輸出機構（新設予定）もこれに含める。
- ⑤ 危機対応業務（大半が「産業・技術」に分類）及び臨時財政対策債（各分類に機械的に按分）は「その他」（新設）に分類する。

なお、今後、用途別分類表の公表に際しては、財政投融資計画に計上された財投機関（財投対象事業）がいずれの用途に分類されているかを明らかにする。

[図表 6-5] 現行の分類および新たな分類案



[図表 6-6] 財政投融資使途別分類の推移 (新たな分類案ベース)



Ⅶ. ガバナンスの向上

1. 貸し手として

(1) 基本的な考え方

財政融資は、渡し切りの一般会計とは異なり、融資を通じて移転させた資金を後に回収する金融的手法の政策スキームであり、国の信用を用いた公的資金であることに鑑み、償還確実性を確保することが必要であり、こうした観点から、貸し手としてのガバナンスの向上を図ることが求められている。

コーポレート・ガバナンスの基本構造として、主に平時のガバナンスを担う株主と、主に経営破綻時にガバナンスを担う債権者の2つの外部ガバナンスが存在し、両者のバランスをとることで適切な規律付けが行われる。経営者に長期的な観点から企業価値最大化を促して、「資本の論理」の強調が経営の短期主義を招くことを避けることが重要である。これは財政投融資を含む長期投資家にとっても望ましいことである。

債権者によるガバナンスとしては、①発行後市場で流通するものであり、1つ1つが独立した、債券、特に社債によるガバナンス手法（貸す前に借り手の信用状態を見る〔格付け〕メカニズムであり、元利返済によるハードな規律付けが行われる。）、②関係継続的な貸出であり、市場性がなく、銀行貸出、特にメインバンクの貸出によるガバナンス手法（不完備契約〔暗黙の契約〕によって様々なリスクをヘッジし、長期的関係がそれを守るメカニズムであり、実態に応じた規律付けが行われる。貸した後にもモニタリングを続ける。）があり、財政投融資においては、外形的に、財投機関の発行する政府保証債や財投機関債は①に、財投債を原資とする財政融資は②にそれぞれ分類される〔図表7-1〕。

〔図表7-1〕社債等及び銀行貸出等によるガバナンスの比較

	社債等	銀行貸出等
メリット	○元利返済によるハードな規律付け機能を持つ	○企業の内部情報を元に、実態の応じたガバナンスが出来る ○融通が利く ・企業の信用リスクが悪化しても、安定的に資金供給 ・企業が一時的な財務危機に陥っても、長期的な利益が見込まれる場合は、金利引下げ、資金援助等により倒産回避
デメリット	○ハードであるがゆえに、融通が利かない ・外生的要因で経営が悪化した時、会社に継続価値があっても倒産 ・会計情報だけでは分からない企業の内部情報が反映されず	○見込みのない企業への追い貸しによる先延ばしが生じやすい

（第15回財政投融資に関する基本問題検討会〔平成20年5月〕における広田委員説明資料を基に作成）

債権者のガバナンスを担保するツールとしては、期限の利益の喪失と倒産の脅威があり、財投機関においては、期限の利益の喪失が基本的に当てはまる。これについては、債権者の力量（モニタリング能力・コベナンツ〔注〕の設定等の契約を作成する技術）が求められる。

（注）コベナンツとは、社債やローンによる資金調達の際に、その社債要項又はローン契約の内容として、債務者の債務履行能力の維持を図るため当該債務者に一定の誓約事項を課すものである。これに抵触した場合、一般に、強制的な措置として当該債務に係る期限の利益の喪失が生じる。

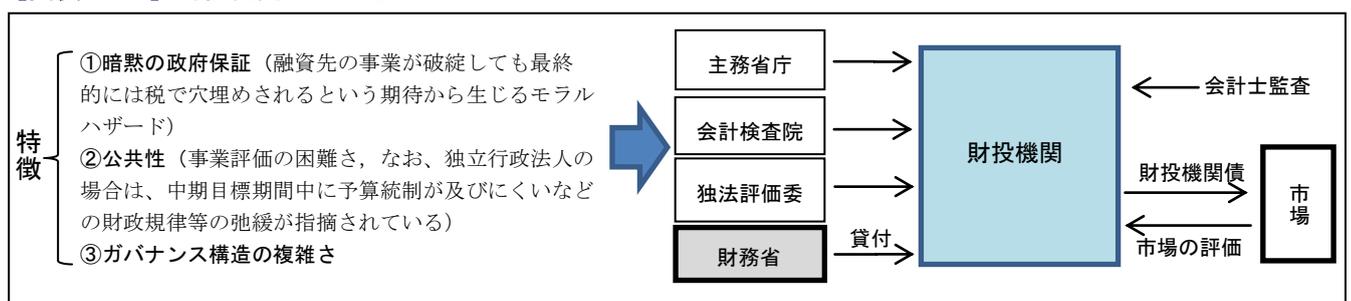
財政融資の貸付先である独立行政法人等に対しては、貸し手としてのガバナンスを貸付契約（借用証書）に基づき行使しており、取得財産の処分行為に伴う強制繰上償還による期限の利益の喪失や実地監査による財務の健全性の確認等がある。

（注）他方、主務大臣は、独立行政法人等に対し、法令に基づく権限（認可、報告・検査、是正要求等）によりガバナンスを行使している。例えば、独立行政法人が重要財産を譲渡等する場合は、主務大臣認可・財務大臣協議（主計局）を要する。

（２）課題と視点

法律により設立された財投機関は、倒産・デフォルトしうる一般事業会社と異なり、信用リスクの判断が構造的に困難であるため、政府保証債や財投機関債の発行によるガバナンス効果は限定的であり、財政融資に外部ガバナンスを高める仕組みを加えることが不可欠である【図表 7-2】。

【図表 7-2】 財投機関に対するガバナンス



①中小企業金融において担保偏重・過剰保証の見直しに向けて、コベナンツの活用により経営状態の適切な把握が図られていること、②メインバンクの間接金融からシンジケートローンや社債といった市場型金融へ移行する中、情報の非対称性を緩和する仕組みとしてコベナンツの付与に向けた取組みが進められていること【図表 7-3】を踏まえ、財政融資においてもコベナンツの活用により財投機関の規律を保ち、債務償還の確実性を高めることが期待される。

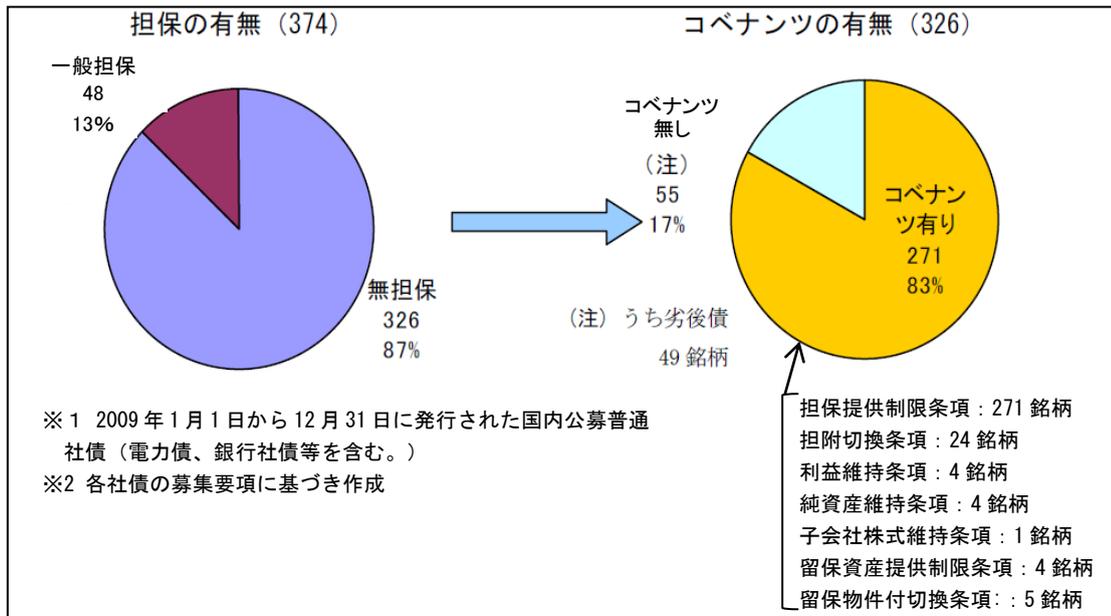
例えば、資産の処分に関する制限として、社債のコベナンツモデル【図表 7-4】を参考に、①新規契約より、財投機関に対する借用証書に重要財産処分の際、財務大臣の承認を要する旨のコベナンツを設けるとともに、②これを補完するため、既存契

約も含め、特定の事象が発生した場合の債権者への迅速な報告を求める旨のコベナンツを設けることとし、具体的な設定内容を検討する。

- ・ 例えば、平成 26 年度より新規に財投機関となる地域医療機能推進機構が収益性の高い病院を譲渡する場合が考えられる。

今後も財投機関を取り巻く状況を踏まえ、貸付契約（借用証書）内容のさらなる高度化を図る。

[図表 7-3] 公募普通社債のコベナンツの付与割合



(日本証券業協会作成資料)

[図表 7-4] コベナントの分類

1. 追加制限型コベナント	2. 財務維持コベナント	3. レポーティングコベナント
(1) 負債の制限 権利の希薄化防止 (2) 担保提供制限 法的な支払順位の確保 (3) 配当等制限 償還・利払資金の確保 (4) 支払制限 償還・利払資金の確保 (5) 資産の処分に関する制限 資産がレヅの低下防止 (6) セール・アクト・リースバック制限 資産がレヅの低下防止 (7) 合併等の制限 債務引継の確保 (8) Change of Control 条項 組織再編等の際に債権者に再考する機会を付与 (9) 子会社・関連当事者に関する制限 上記コベナントの子会社等への適用	(1) 純資産額維持 償還・利払資金の確保 (2) 自己資本比率維持 償還・利払資金の確保 (3) 利益維持 損失の累積に伴う財政状況悪化防止 (4) 負債額維持、負債比率維持 権利の希薄化防止 (5) インタレスト・カバーレヅ・レシオの維持 金利支払継続能力の維持 (6) 有利子負債/EBITDA 倍率の維持 借換能力等の判断指標 (7) 有担保負債比率維持 資産のがレヅ余力の判断指標 (8) 格付維持	1、2を補完するコベナント (1) 証明書の提出 (2) 特定の事象が発生した場合の債権者への迅速な報告 (3) コベナント対象財務指標の定期的な報告

(日本証券業協会資料を基に作成)

2. 出資者として

(1) 基本的な考え方

リスクマネーを供給する産業投資の原資は政府出資に係る配当等であり、出資者たる国は、政策目的の実現及び出資の毀損の回避という観点から、出資者としてのガバナンスを適切に行使し、もって最終的な受益者である国民の中長期的なリターンの拡大を図る責任を適切に果たすことが重要である。これによって、経済全体の成長につながる必要がある。

i. 株式会社：政策金融機関等

株主によるガバナンスの基本的メカニズムは、会社法の枠組みの下、株主総会での議決権行使等を通じた経営の規律付けである（JBIC、日本公庫、DBJ、商工中金、新関西国際空港、NTT、JT）。

ii. 株式会社：官民ファンド

官民ファンドについては、会社法の枠組みに加えて、外部からの経営の規律付けとして、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」（平成 25 年 9 月官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議決定、官民ファンドガイドライン）に基づき、①出資者として、政策目的の実現及び出資の毀損の回避の観点から、各ファンドによる投資内容及び投資実行後の状況の適時適切な報告を求めるとともに、②各ファンドにおいて、投資決定時における適切な情報開示に加え、投資実行後においても、当該投資の適切な評価、情報開示を継続的に行い、国民に対する説明責任を果たす【図表 7-5】。

【図表 7-5】会社法と官民ファンドガイドラインの比較

	会社法に基づく議決権行使	官民ファンドガイドライン
内容	財投機関のみの財務情報（計算書類等）を株主に報告 <産業革新機構の場合> ・事業報告書は概要であり、投資案件の累計数の記載のみ ・会計基準に基づき、原則、資産の評価は取得価額	左記に加え、各投資先企業の財務情報等を出資者たる国に報告 > 投資内容（投資先企業名、事業内容、投資額等）、投資決定のプロセスや背景等 > 投資実行後における、適切な評価に基づく、各投資先企業についての財務情報、回収見込み額、出資に係る退出（EXIT）方針、投資決定時等における将来見通しからの乖離等
頻度	年一回の定時株主総会における報告	投資内容及び投資実行後の状況等の適時適切な報告

iii. 独立行政法人

中期目標（主務大臣設定）・中期計画（主務大臣認可）の下で運営され、各府省の独立行政法人評価委員会及び総務省の政策評価・独立行政法人評価委員会が業務実績の全体を評価する。

（2）課題と視点

産投機関の事業内容が、官民ファンドを通じたリスクマネー供給や海外資源確保といった長期でリスクのある投資にシフトしており、出資の毀損の回避の観点から、組織形態や投資内容の特性に応じてガバナンスを行使する必要がある。その際、出資者である国の意向が、産投機関の経営者に十分に伝わるよう、密接な意見交換を常時行うための態勢を構築することも重要である。

なお、コーポレート・ガバナンスや独立行政法人のガバナンスの強化に向けた改革が進められており、出資者としてのガバナンスの在り方についても、こうした進展状況に応じた見直しが引き続き求められる。

i. 政策金融機関等のガバナンス

定時株主総会において、政策金融機関等の状況に応じて、剰余金の処分、取締役・監査役の選解任、定款の変更等の議案に対して議決権を行使する【図表 7-6】。

① NTT、JT

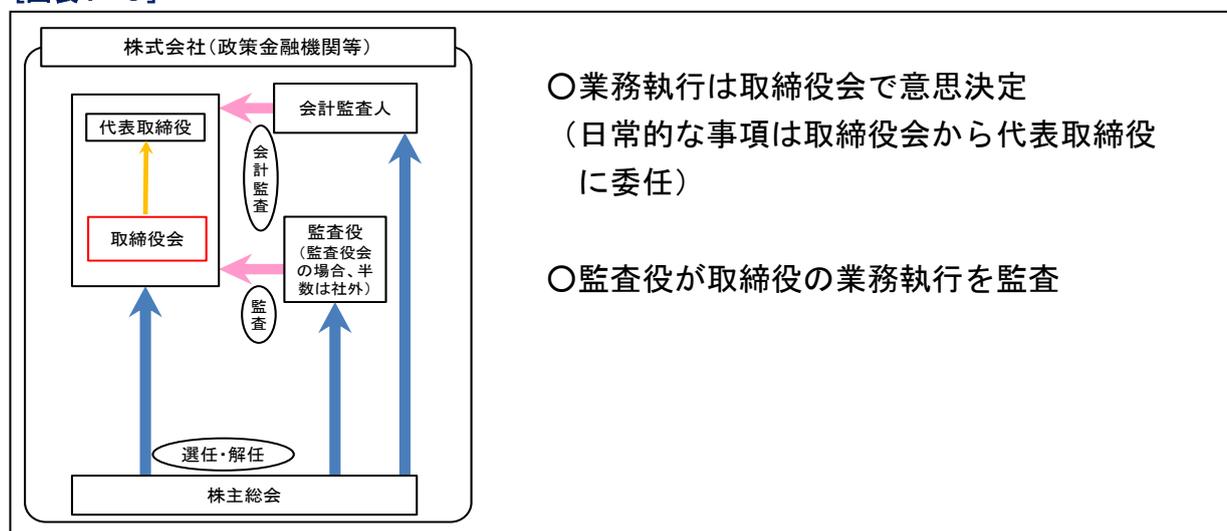
上場会社であり、長期的な観点から企業価値の最大化を促すことが求められている。このため、配当・利益分配は、安定性・継続性に配慮しつつ、業績動向、財務

状況及び配当性向等を総合的に勘案して決定する。

②その他の機関（JBICなど）

個別の設置法に規定される政策目的の実現を促しつつ、効率的な経営を意識したガバナンス態勢の構築や適正なリスク管理を促すことが求められている。

【図表 7-6】



ii. 官民ファンドのガバナンス

まずは官民ファンド自らによるガバナンスを確保し、その上で、出資者たる国によるガバナンスを確保する。

①官民ファンドと各投資先企業との関係（官民ファンド自らによるガバナンス）

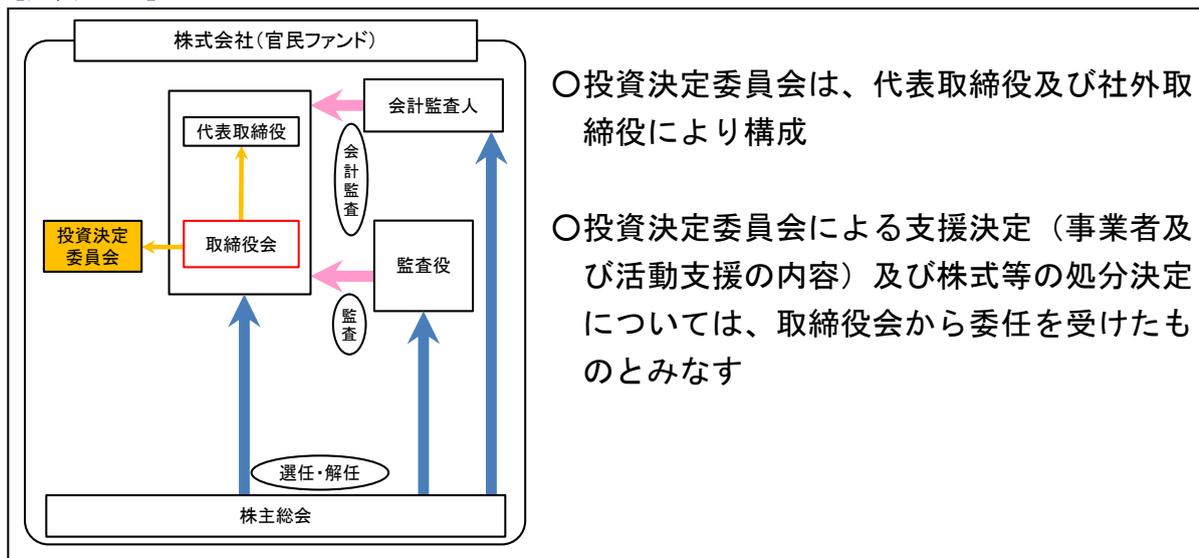
各ファンドにおいて、官民ファンドガイドラインに基づき、投資の態勢、投資決定の過程、経営支援、投資実績の評価、運用方針の見直し等のガバナンスを確保し、個別案件でのリスクテイクとファンド全体での元本確保のバランスを取るポートフォリオマネジメントを行うこと等により、政策目的に沿った運営を確保することが求められている【図表 7-7】。

（注）「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議」及びその下に置かれた幹事会（有識者、監督官庁及び出資者）が、官民ファンドガイドラインに基づき、一般会計等による出資を含めた官民ファンドの運営状況の定期的な検証を行う。

②国と官民ファンドとの関係（出資者たる国によるガバナンス）

出資者たる国が官民ファンドに対して、官民ファンドガイドラインに基づき、投資内容及び投資実行後の状況等の適時適切な報告を求める等、投資実行後のモニタリングを行うとともに、官民ファンド自らによるガバナンスを含めた運営状況の確認を行うことにより、産業投資の毀損を回避することが求められている。

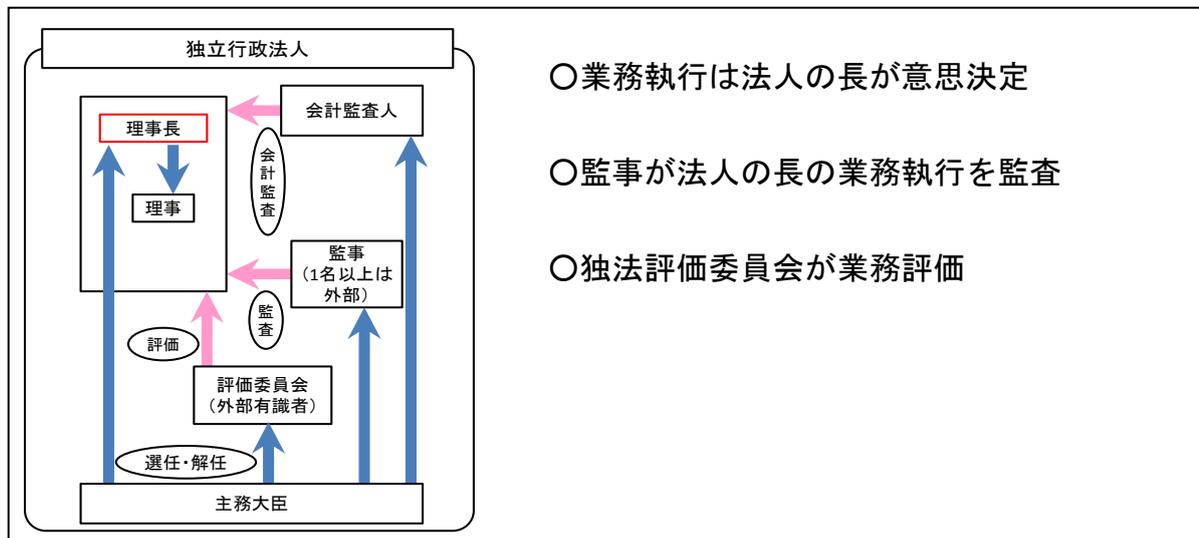
[図表 7-7]



iii. 独立行政法人のガバナンス

産投出資を継続的に受け入れ、これを主たる財源として長期かつ大規模な案件に投資している独立行政法人（JOGMEC）については、現行の独立行政法人の評価体制に加え、官民ファンドガイドラインに準じ、出資者として、個別の案件の投資内容及び投資実行後の状況等の適時適切な報告を求めることを検討する [図表 7-8]。

[図表 7-8]



(注)「独立行政法人通則法の一部を改正する法律」(平成 26 年 6 月成立)では、目標を指示する主務大臣が評価に関与していなかった現行制度を改め、主務大臣の下での政策の PDCA サイクルを強化するため、主務大臣を評価主体とするなど目標・評価の一貫性・実効性を向上させることとしている。

3. チェック機能の充実①（実地監査、スポット監査）

（1）現 状

i. 法人等

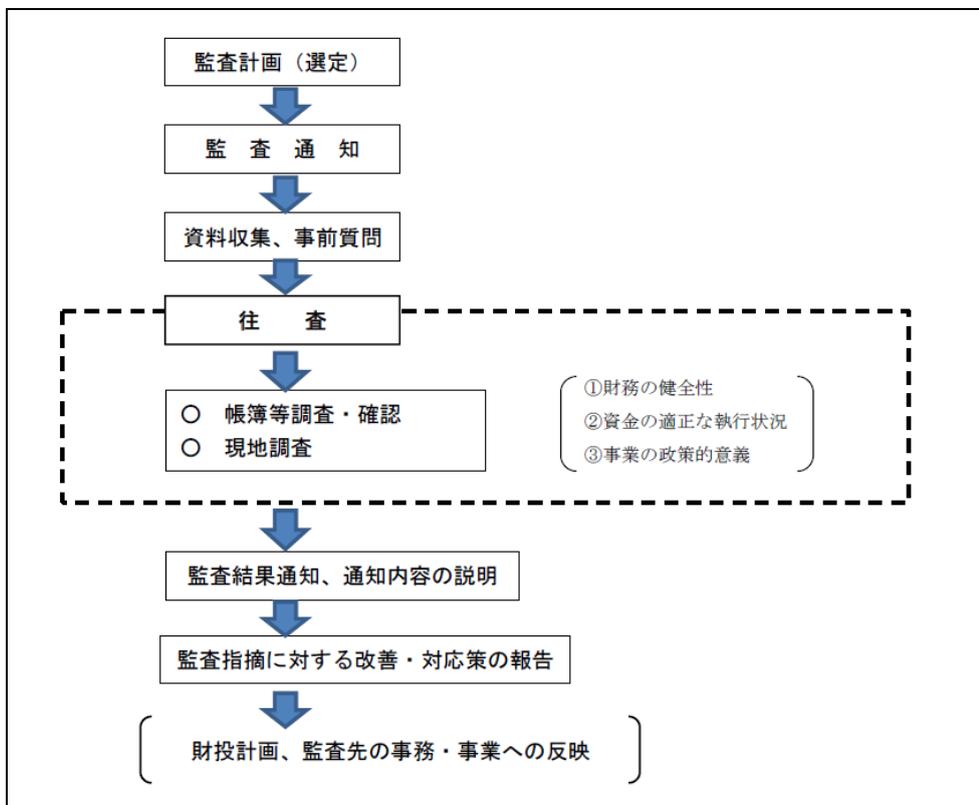
独立行政法人や国の特別会計など地方公共団体以外の財投機関に対する実地監査は、①財務の健全性、②資金の適正な執行状況、③事業の政策的意義等のチェックを目的として、平成 17 年度に開始し、監査事項の標準化等を図りつつ、延べ 43 機関に実施（平成 24 年度まで）、改善等を要請している【図表 7-9】。

平成 22 年度からは、時々的重要テーマや政策効果の検証にポイントを絞って機動的に実施する「スポット監査」を導入している。

ii. 地方公共団体

地方公共団体に対する実地監査は、「財政投融资改革の総点検フォローアップ」（平成 17 年 12 月）を受け、資金の使用状況等の確認に加え、公営企業の経営状況の実態把握及び評価を開始し、平成 20 年度以降、これに重点をシフトしている。財務局の資金実地監査官が確認し、必要に応じて改善等を要請している（年間約 300 団体、500 企業程度）【図表 7-9】。

【図表 7-9】実地監査の実施フロー（法人等・地方公共団体）



(2) 課題

i. 法人等

各財投機関は、金融危機や震災対応等を経て、金融市場の補完や政策的誘導のほか、民間では担えないリスクの負担や民間資金の誘発効果といった役割が期待されている中、今後、経営環境の変化等に的確に対応していくためには、財務の健全性の確保に関するチェックがこれまでも増して重要である。

産業投資を活用して民間資金の誘発効果を目的とする新たな形態の組織が設立される中、官民ファンドガイドラインは、各ファンドに対し、投資態勢等のガバナンス、監督官庁及び出資者たる国との関係等についての指針を示している。また、独立行政法人に対しては、「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」（平成 25 年 12 月 24 日閣議決定）が、監事の機能強化等による内部ガバナンスの強化等を求めている。こうした状況を踏まえ、今後の監査は、官民ファンドの投資態勢等の実態確認や、独立行政法人の監事監査等との連携強化を図ることが必要である。

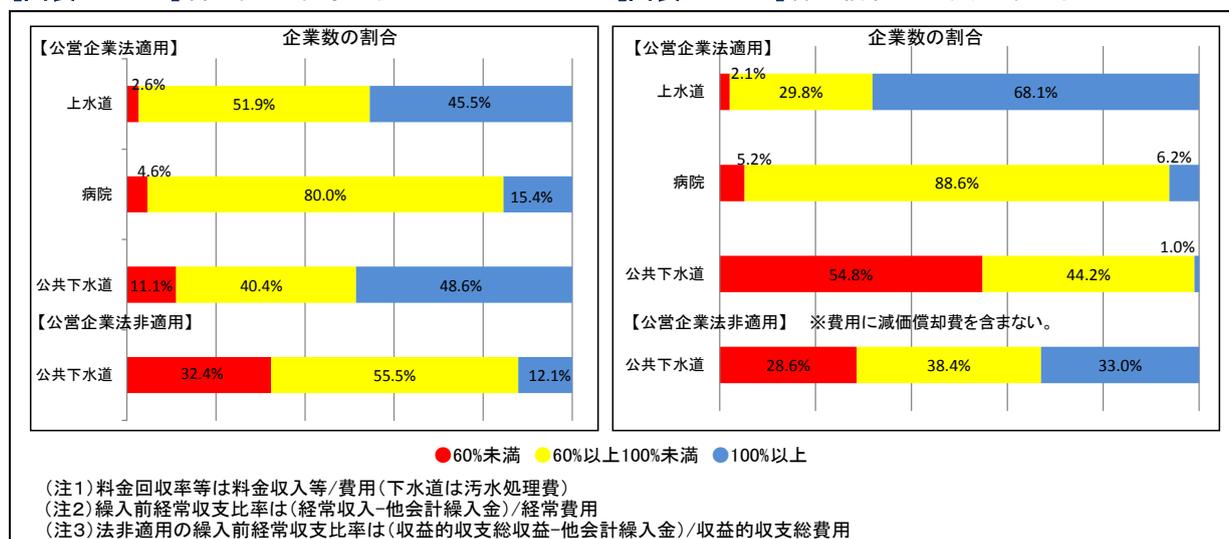
ii. 地方公共団体

地方公営企業は独立採算を原則とするが、下水道や病院等については料金収入等で費用を賄えず、他会計繰入金により経営を維持する実質的に赤字企業の割合が高い状況にある【図表 7-10、7-11】。地方公営企業全体の決算における他会計繰入金で地方財政計画を超える規模となる状況が継続しており、これまで以上に、健全経営のための努力を求めていく必要がある。

人口減少等により施設設備の縮小・維持更新に向かう中、各企業の経営環境の実態把握や収益力等の財務データにかかる分析能力を高め、その結果を有効に活用し監査の充実を図ることが必要である【図表 7-12】。

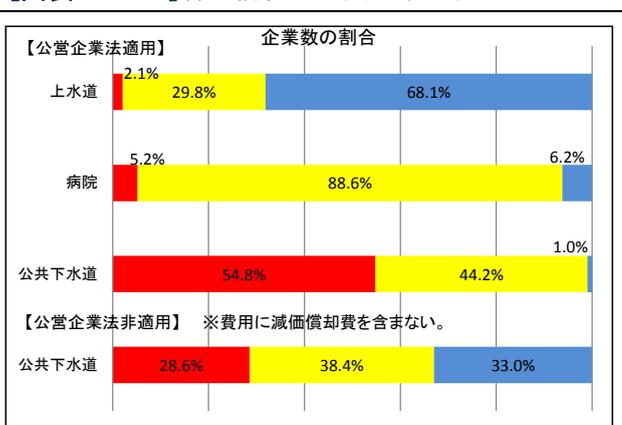
また、毎年、監査先の 5% 程度の団体で不適切な借入れの事実を確認しているため、公的資金として適正な使用を効果的・効率的に求めていくことも必要である。

【図表 7-10】料金回収率等の状況

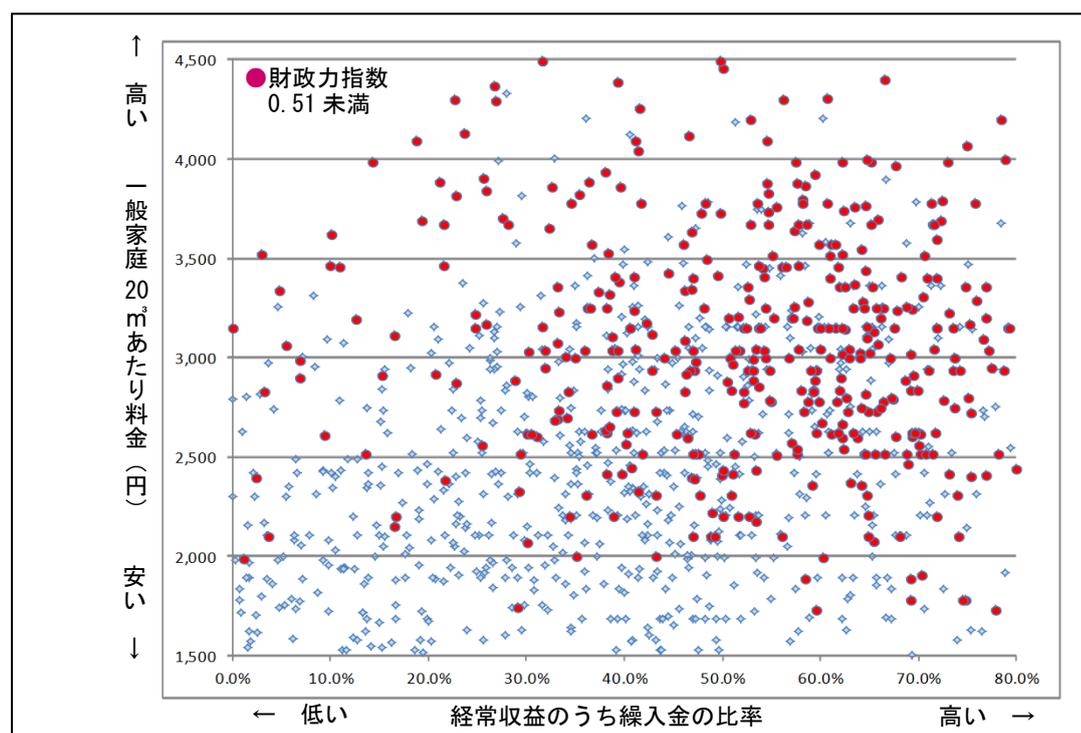


(総務省資料を基に作成)

【図表 7-11】繰入前経常収支比率の状況



[図表 7-1 2] 公共下水道事業の料金と他会計繰入金比率



(注) 他会計繰入金により経営を維持している中で料金を低く設定している団体(繰入金比率が高い団体)が多く存在しており、その中には、財政力指数が全国平均の 0.51 を下回る団体(財源のうち地方交付税の占める割合が高い団体)も散見される(総務省資料を基に作成)

(3) 対応

i. 法人等

今後は、指摘を中心とした批判的監査に特化することなく、監事監査及び内部監査部門との連携を図りつつ、公的資金の貸し手・高い信用力の供給者としての外部の視点から、事業目的の達成に不可欠な内部統制やリスクコントロールにも焦点を当てた監査を実施する。また、新たに、産革機構をはじめ官民ファンド等の産投機関に対して、ガバナンス機能の実態確認に重点を置いた監査を実施し、その強化を図る。

スポット監査については、民業補完や民間資金の誘発効果といった新たな政策効果の検証に取り組むとともに、官民ファンドのガバナンスに係る特定の事項に着眼した横串チェックを機動的に行う。

ii. 地方公共団体

地方公営企業の経営状況については、損益実績だけでなく、今後の施設維持更新を含む収支計画の把握、キャッシュフローと債務残高を中心とした債務償還能力の分析・評価を行う。また、確認した普通会計からの繰入金等の状況は財務状況把握に反映し、効果的に活用する。

監査において把握した内容は、非違事項等の指摘に留まることなく、様々な問題点や経営上のリスクを監査先と共有するとともに、システムの開発により財務分析やアドバイス機能の充実を図ることを通じて監査の効果を十分に発揮する。また、団体の自主的な改善を促し、将来にわたって資金の適正な使用や財務の健全性を確保していくため、監査手法を具体的に示したマニュアルを公開する。

4. チェック機能の充実②（地方公共団体の財務状況把握）

（1）現 状

地方公共団体の財務状況把握は、財政融資資金の貸し手として、償還確実性を確認する観点から、各地方公共団体の決算統計（普通会計）を利用して作成する行政キャッシュフロー計算書に基づき、ストック面を重視した4つの財務指標（債務償還可能年数、実質債務月収倍率、積立金等月収倍率、行政経常収支率）を算出し、団体全体としての債務償還能力や資金繰り状況を把握するものである[図表7-13]。

[図表7-13] 4つの財務指標の概要

地方公共団体の決算統計を利用して作成する行政キャッシュフロー計算書に基づき、ストック面を重視した以下の財務指標を算出し、財務状況把握を実施				
指標名	計算式	視点	意義	備考 (家計に例えると)
債務償還可能年数	実質債務÷行政経常収支	債務償還能力	1年間で生み出される償還原資の何倍の債務を抱えているかを確認	ローンの返済に何年かかるか
実質債務月収倍率	実質債務÷(行政経常収入÷12)	債務の大きさ	1月当たりの収入の何ヶ月分の債務があるかを確認	ローンが給与の何ヶ月分あるか
積立金等月収倍率	積立金等÷(行政経常収入÷12)	資金繰り余力	1月当たりの収入の何ヶ月分の積立金があるかを確認	預貯金が給与の何ヶ月分あるか
行政経常収支率	行政経常収支÷行政経常収入	償還原資 経常的な収支	収入からどの程度の償還原資を生み出しているかを確認	ローンの返済に回せるお金はどのくらいか

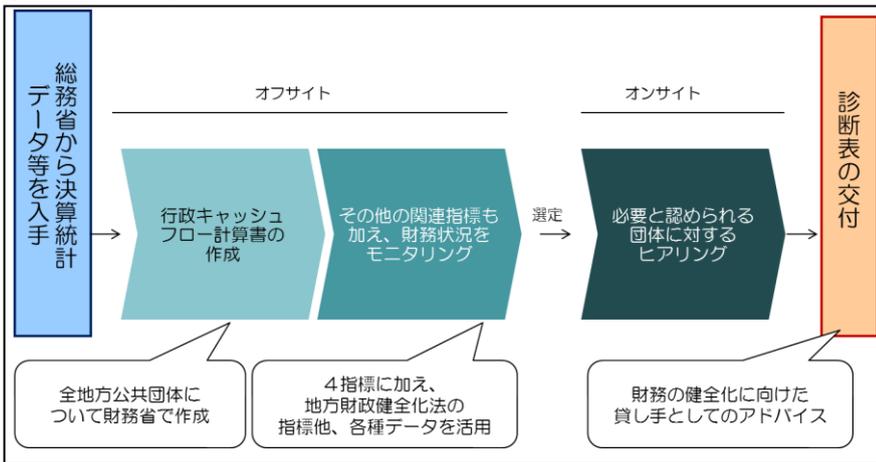
※1 実質債務＝地方債現在高＋有利子負債相当額－積立金等
 ※2 積立金等＝歳計現金＋財政調整基金＋減債基金＋その他特定目的基金

平成17年度から、市町村について、オフサイトでのモニタリングを踏まえて、オンサイトでのヒアリングを開始している。

平成21年度から、「地方公共団体向け財政融資に関する報告書」を踏まえ、市町村に対して財務状況把握の結果概要（「診断表」）を交付している。これにより、財務健全化に関するアドバイス（情報提供）や財務状況の悪化に対する事前警鐘（アーリー・ウォーニング）の役割を強化している。

平成24年度から、財務状況把握の結果を融資審査に有効活用する観点から、全ての都道府県・市町村のモニタリングを実施し、更に、ヒアリング対象団体を全ての市町村に拡大したほか、都道府県についても、ヒアリングに向けた取組みを試行的に開始している[図表7-14]。

[図表 7-1 4] 財務局・財務事務所等における財務状況把握の流れ



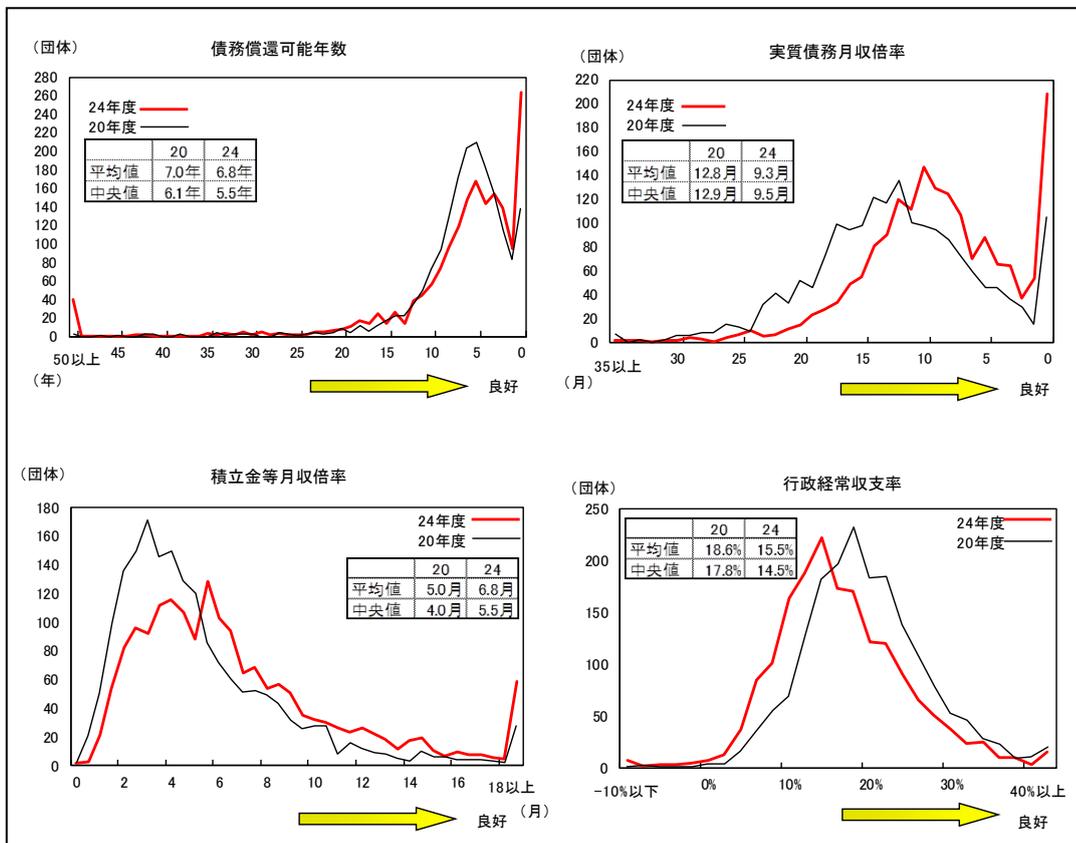
(2) 課題

i. 財務状況把握の充実

① モニタリング

既存のデータベースを活用し、各種財務指標や計数の変化として現れる財務状況の動きを的確に捉えることが必要である。市町村の財務指標は、実質債務・積立金等のストック指標は概ね改善傾向である一方、行政経常収支（フロー指標）は悪化している状況の下、各団体の個別変化に着目した分析・検証が必要である [図表 7-1 5]。

[図表 7-1 5] 財務指標の分布状況の変化（全市町村）



②ヒアリング

団体等の事務負担に配慮しつつ足下の財務状況を的確に把握するとともに、収支計画による将来の財務状況の見通しの確認や財務の健全化のために有効な情報等の収集・提供に努めるなど、効果的・効率的な実施が必要である。

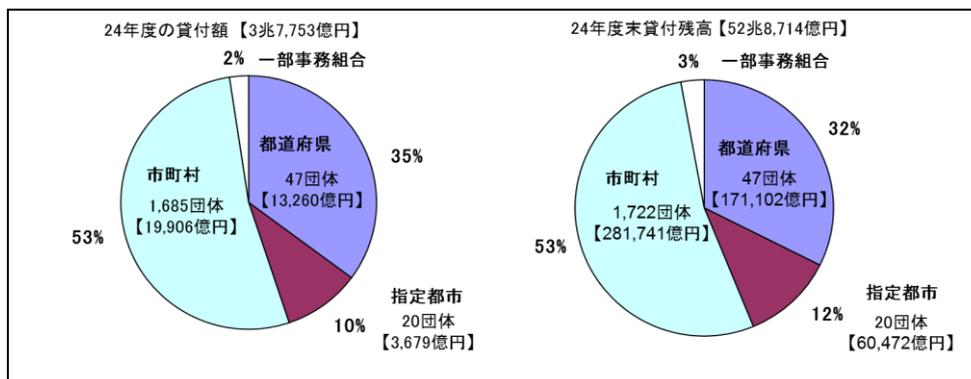
③診断表の作成・交付

団体に対する財務健全化に関するアドバイスのための重要なツールであり、団体（既に約7割近い市町村に交付）における有効活用を促進する必要がある。

④都道府県向け

大口の貸付先である都道府県向け財務状況把握については、市町村と同様の分析手法を活用しつつ、市町村と歳入・歳出構造が異なることを踏まえ、ノウハウの蓄積を図る必要がある[図表7-16]。

[図表7-16] 財政融資資金による地方公共団体への貸付実績



ii. 財務状況把握の活用

財務状況把握の活用状況を踏まえ、当該地方公共団体の財務規律の向上に向けた取組みにおける更なる有効活用を促進する必要がある[図表7-17]。また、財政融資資金の融資審査においても財務状況把握を効果的に活用する必要がある。

[図表7-17] 財務状況把握の活用状況

診断表等の団体HPへの掲載等による活用		
事務年度	団体数	概要
23年度	5団体	○診断表の解説や行政キャッシュフロー計算書と4指標などを、HPに掲載し公表。
24年度	10団体	○診断表や診断結果・分析方法などを、HPに掲載し公表。
25年度	15団体	○診断表やハンドブック(概要版)などを、HPに掲載し公表。

財務状況把握ハンドブックの活用	
○	全地方公共団体に対し、毎年度配布し、各担当者の理解浸透及び財務状況ヒアリングの円滑な実施に活用。
○	金融機関との意見交換等において、財務状況把握の概要の説明に「財務状況把握ハンドブック」等を活用。

(3) 対応

i. 財務状況把握の充実

これまでの取組みにより、地方公共団体（市町村向け）の財務状況把握は、制度的に定着してきているが、財政融資資金の償還確実性を確保する観点から、以下のとおり、さらなる財務状況把握の充実を図る必要がある。

①モニタリングの充実

団体の財務状況の的確な把握のため、引き続き、経年比較による財務指標や計数の分析・検証の充実を図る。

②ヒアリングの有効活用

団体の財務健全化の取組事例を収集し、収集事例を他の団体へ紹介するなどにより、アドバイス機能の発揮を図る。

③診断表の内容の改善

アドバイス機能の向上を図り、また、団体による有効活用（診断結果のHP・広報誌掲載や議会説明など）を促すため、引き続き、内容の改善や説明の充実（類似団体との比較など）を図る。

④都道府県向けヒアリング

平成26年度以降、ヒアリング実績を積み重ね、財務状況把握の枠組みの構築を図る。

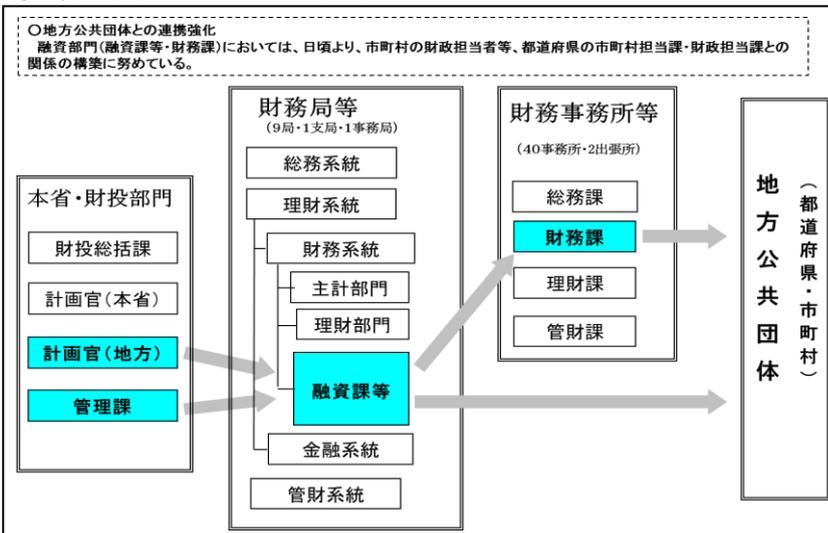
ii. 財務状況把握の活用

財務局等においては、診断表の交付などの地方公共団体と接するあらゆる機会を活用し、各団体における財務状況把握の活用の促進に努める。

地方公共団体の財政に関心を有する者に対して、様々な機会を捉えて分析手法の説明等を行い、その周知を図る。

また、財務状況把握の結果を財政融資資金の融資審査に効果的に活用するなど、財務局等における地方公共団体向け融資実務のPDCAサイクルに、よりの確に位置づける必要がある。

(参考) 地方公共団体向け融資部門の体制



Ⅷ. 財投特会の財務の健全性確保

1. ALMの高度化

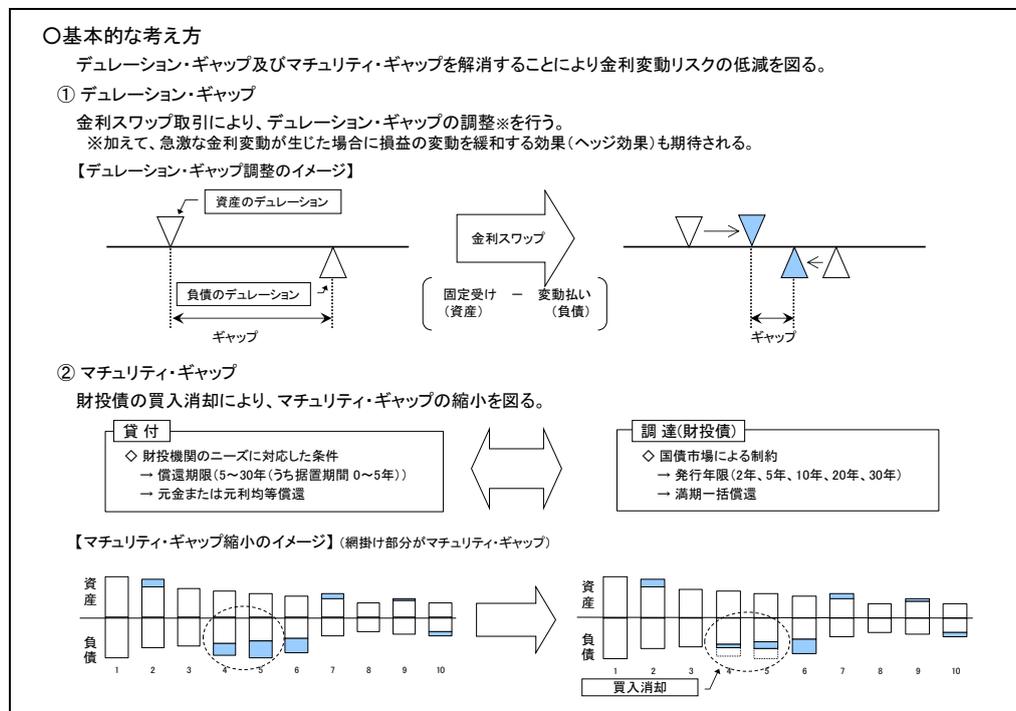
(1) 現 状

財政投融资特別会計（財政融資資金勘定）においては、貸付け（償還期限5～30年、均等償還型）と調達（発行年限2、5、10、20、30年、満期一括償還型）に期間のズレが生じるため、金利変動リスクが存在している。平成20年度以降の臨時的・特例的な一般会計等への繰入れの結果、積立金が枯渇し、金利変動に対する対応余力が著しく低下している。このような状況を踏まえ、貸付けのキャッシュフローに見合うよう財投債の発行年限を可能な限り調整することを基本にALMを実施している。

しかし、財投債の発行年限による制約等から、財投債の発行年限調整のみでは、年度別の資産と負債の間のギャップを完全に解消することは困難である。このため、平成23年度から、財投債の買入消却や金利スワップ取引²⁶をALMの補完的手法として導入し、ALMの高度化を実施している【図表8-1】。

（注）平成23年度には、貸付金の一部を三分割²⁷し、金利見直し時期を分散することでマチュリティ・ギャップの調整を実施した。

【図表8-1】 財投特会のALMの一層の高度化



²⁶ 契約者間であらかじめ定めた元本（想定元本）に基づき、半年毎に固定金利と変動金利の支払いの交換を行う取引のこと。

²⁷ 平成19年4月1日に一般会計が交付税及び譲与税配付金特別会計から承継した貸付金16.9兆円（期間30年、10年金利見直し元金均等償還）を三分割し、金利見直し時期を28年度から26年度～28年度に分散することにより、マチュリティ・ギャップの平準化を図り、金利変動リスクを低減。（平成23年4月1日実施）

i. 金利スワップ取引

デュレーション・ギャップを調整する補完的手法である。加えて、急激な金利変動が生じた場合に損益の変動を緩和する効果（ヘッジ効果）が期待されている【図表8-2】。

四半期毎に取引方針を策定し、市場への大きな影響のない取引規模（一回当たりの取引額：想定元本ベース 300 億円）で実施している（平成 23 年度実績：600 億円、平成 24 年度同：6,300 億円、平成 25 年度同：5,400 億円、平成 26 年度予定上限額：12,000 億円、平成 25 年度末残高：12,300 億円）。

（注）上限額は、日本銀行の金融政策等を勘案すれば、一般的には市場は金利上昇要因が高いと考えられることを踏まえ、適切なALMの観点から、平成 26 年度より 7,200⇒12,000 億円に増額した。

時価評価損や実現損を極力抑える観点から、平成 24 年 10 月より、取引年限を 5 年から 2 年に短縮した。なお、金利水準の上昇や流動性の低下等、市場環境が悪化した平成 25 年 4～6 月は、取引を一時見合わせた【図表8-3】。

ii. 買入消却

マチュリティ・ギャップを調整する補完的手法である【図表8-2】。

市中からの買入れ（国債管理政策として行われる買入消却（変動利付国債及び物価連動国債）と一体的に実施しており、財投債は物価連動国債を対象）と日銀からの買入れ（市中からの買入れの補完的な位置づけ）で構成している（平成 23～25 年度実績：各 5,000 億円、平成 26 年度予定：5,000 億円）。

【図表8-2】主な金利変動リスク調整手法のメリット・デメリット等

	【主たる調整手段】	【補完的な調整手段】	
	財投債の発行年限調整	財投債の買入消却	金利スワップ取引
メリット	・調整規模が大きく、資産・負債全体のデュレーション・ギャップ、マチュリティ・ギャップの調整に有効	・ターゲットとする年度の負債サイドのマチュリティ・ギャップを直接調整することが可能	・特定の期間のデュレーション・ギャップの調整が容易 ・四半期毎に取引内容（期間、金額等）を機動的に見直し可能
デメリット	・国債の商品性に依存するため、必ずしも要望に沿った年限の財投債を発行できるとは限らない	・市中買入分：対象が物価連動国債に限定 ・日銀買入分：日銀政策委員会の議決事項	・市場にインパクトを与えない規模に止める必要がある ・財投特会の資産規模は大きく、効果は限定的 ・評価損、実現損の発生

【図表8-3】2年、5年スワップ金利及び6mLIBORの推移



(2) 課題

財投改革後、財投債の発行年限の適切な調整により、デュレーション・ギャップはほぼ解消され、マチュリティ・ギャップも大幅に削減されているが、引き続きデュレーション・ギャップの水準を維持しつつ、マチュリティ・ギャップを拡大させないことが重要である [図表8-4、8-5]。

i. 金利スワップ取引

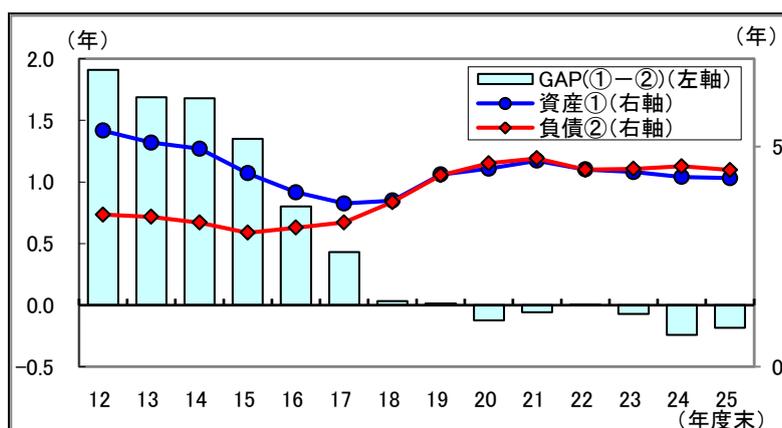
現行の取引規模ではデュレーション・ギャップの調整効果は極めて小さいが、平時においても急激な金利変動に対する一定の備えが必要である。ただし、時価評価損や実現損等のコストに留意する必要がある。

ii. 買入消却

市中からの買入れは、財投債（物価連動国債）残高が約5,000億円に減少し、対象銘柄が消失する状況にある。

また、日銀からの買入れは、日銀にとって財務省への国債売却になるため、量的・質的金融緩和に留意しつつ、将来的な実施を検討する必要がある。

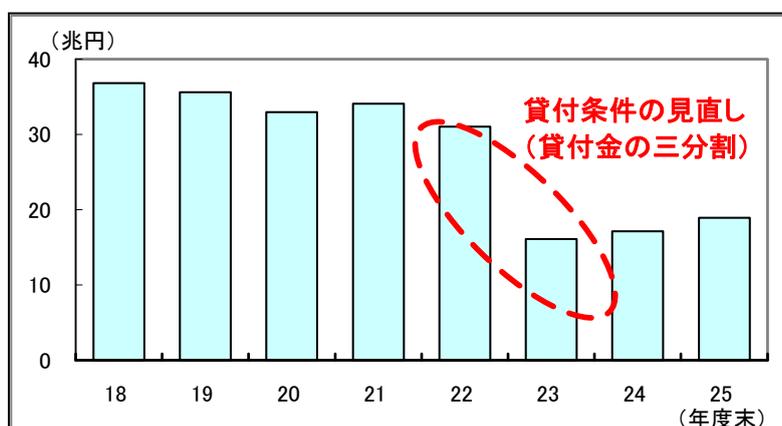
【図表8-4】デュレーション・ギャップの推移



(注1) 平成13年度の財投改革後、7年間の経過措置期間を経て、平成19年度で郵貯・年金の預託金払戻しが終了

(注2) 平成25年度末は見込み

【図表8-5】マチュリティ・ギャップの推移



(注1) 各年度末における将来10年間のギャップの合計（短期資金除く）

(注2) 平成25年度末は見込み

(3) 対応

今後とも、デュレーション・ギャップの水準維持や構造的に完全に解消することが困難なマチュリティ・ギャップへの対応のため、金利スワップ取引及び買入消却をALMの補完的手法として実施する。

金利スワップ取引については、急激な金利変動への備えとして引き続き実施する。その際、市場動向や取引実績等を踏まえ、時価評価損や実現損が極力積み上がらない取引方針を策定する。

買入消却については、国債管理政策の動向や日銀のスタンスを見ながら、継続的な実施に向けて検討する。

2. 積立金

(1) 現状

財投特会においては、今後の金利変動に伴う損失に備えるため、毎年度剰余金が発生した場合、これを積立金（金利変動準備金）として積み立て、必要水準（50/1000）を超える分については国債整理基金特別会計に繰り入れる仕組みである。

しかしながら、平成20年度以降の臨時的・特例的な一般会計等への繰入れの結果、積立金はほぼ枯渇し、金利変動に対する対応余力は著しく低下している。また、集中復興期間の平成27年度まで、積立金を復興債の償還財源に充てることが可能とされている【図表8-6】。

（注）復興財源確保法の附帯決議において、復興財源への活用にあたっては、財投特会の財務の健全性に配慮を行うこととされている。

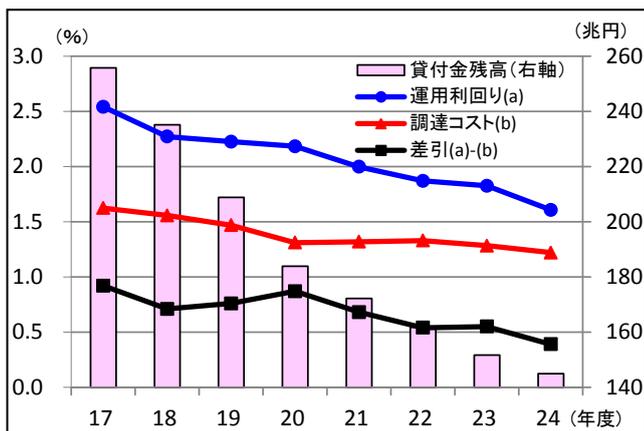
【図表8-6】積立金残高の推移

	17 決算	18 決算	19 決算	20 決算	21 決算	22 決算	23 決算	24 決算	25 見込	26 予算
決算剰余金	4.0	2.8	2.5	2.3	1.5	1.1	1.0	0.7	0.4	0.3
年度末 積立金残高	22.4	14.4	17.2	8.4	3.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5
		国債整理 基金特会 12兆円		国債整理 基金特会 7.2兆円 一般会計 4.2兆円	一般会計 7.3兆円	一般会計 4.8兆円	一般会計 1.1兆円	国債整理 基金特会 1.0兆円	国債整理 基金特会 0.7兆円	復興財源 38.2兆円

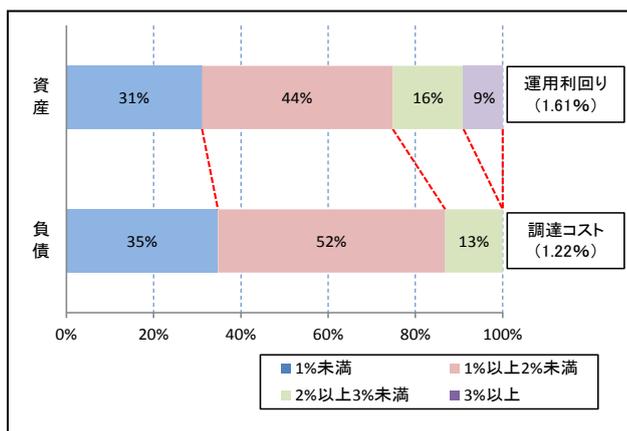
（単位：兆円）

一方、近年の財投特会の剰余金についてみると、比較的金利が高い貸付金の償還による運用利回りの低下と調達コストの差の縮小及び貸付金残高の減少により低減傾向にあり、今後はこれまでのような規模の剰余金の発生は期待できない状況にある【図表8-7、8-8、8-9】。

【図表 8-7】利回り及び貸付金残高の推移

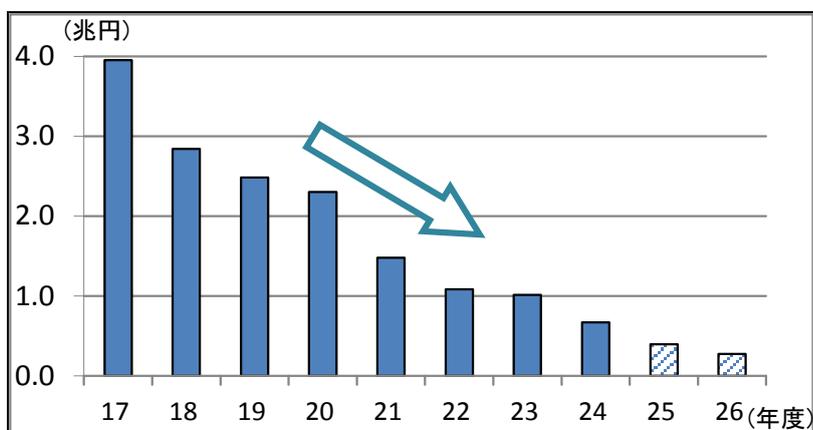


【図表 8-8】資産・負債の利率別構成



(注) 平成 24 年度末現在

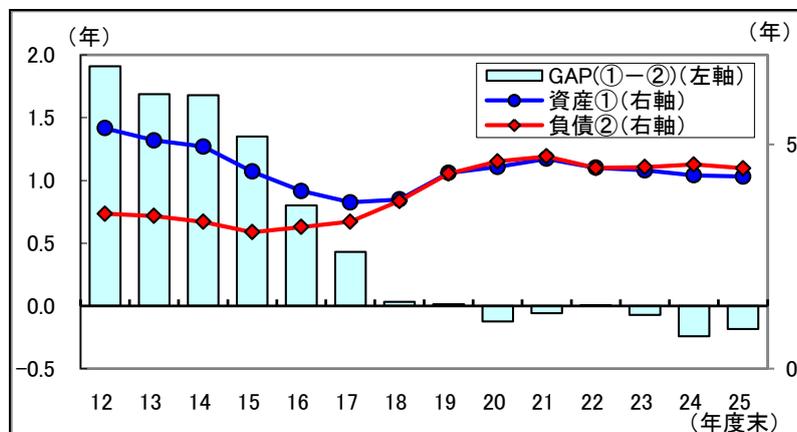
【図表 8-9】決算剰余金の推移



(注) 平成 25 年度は実績見込み、平成 26 年度は平成 26 年度当初予算

このような状況において財務の健全性を確保するためには、金利変動リスクそのものを低減することが重要であることから、平成 23 年度から金利スワップ取引や財投債の買入消却といったALMの高度化に取り組み、デュレーション・ギャップがほぼ解消されるなど金利変動リスクは大幅に低減している【図表 8-10】。

【図表 8-10】デュレーション・ギャップの推移



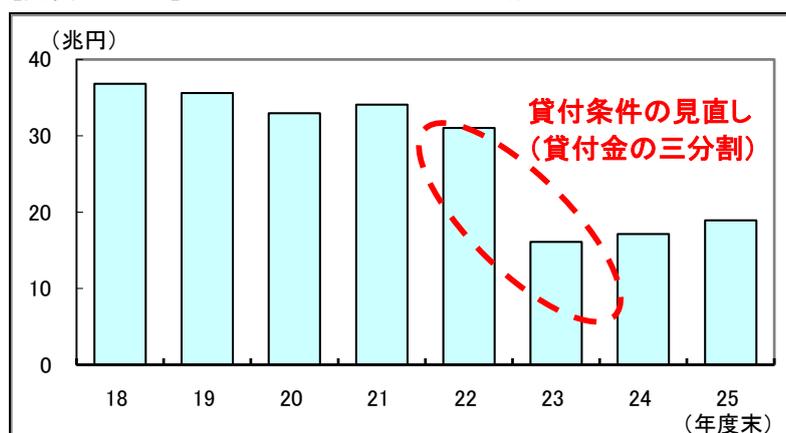
(注 1) 平成 13 年度の財投改革後、7 年間の経過措置期間を経て、平成 19 年度で郵貯・年金の預託金払戻しが終了

(注 2) 平成 25 年度末は見込み

(2) 課題

これまでの取組みによりデュレーション・ギャップはほぼ解消しているが、マチュリティ・ギャップについては、貸付条件の見直し（貸付金の三分割）等による大幅な削減が図られたものの、依然として相当程度のギャップが存在している。さらに、貸付けの大半が均等償還型のキャッシュフローであるのに対し、主たる調達手段である財投債が満期一括償還型であり、その発行年限も2年、5年、10年、20年、30年に限られることから、構造的にマチュリティ・ギャップが生じる仕組みとなっており、今後も一定程度の金利変動リスクは存在し続ける【図表8-11】。

【図表8-11】マチュリティ・ギャップの推移



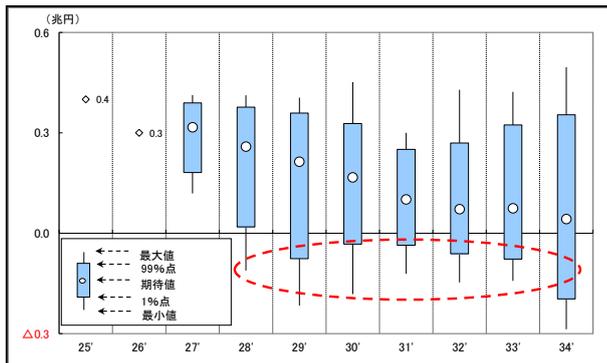
(注1) 各年度末における将来10年間のギャップの合計（短期資金除く）

(注2) 平成25年度末は見込み

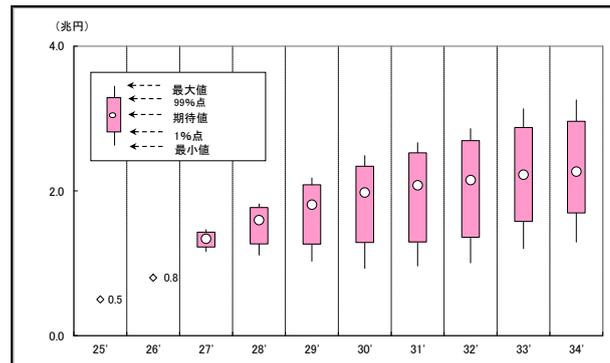
また、確率的な金利モデルを用いた将来剰余金のシミュレーション（アーニング・アット・リスク分析）によれば、財投特会が債務超過となる可能性は小さいものの、平成28年度から赤字に転落するリスクが発生し、一般会計からの繰入れ規定の時限である平成32年度以降は赤字が複数年継続するリスクが高まっていることから、財投特会の財務の健全性を確保するためには、金利変動に伴う損失への備えが必要である【図表8-12】。

【図表8-12】アーニング・アット・リスク分析

○将来剰余金の推計（フロー）



○将来繰越利益の推計（ストック）



- (注1) 将来にわたる金利変動パターンについて確率的な金利モデルに基づき3,000本のシミュレーションを行うことにより剰余金（アーニング）の期待値や変動の大きさ（リスク）を計測
- (注2) 財投計画の規模、財投債及び貸付金の年限構成を平成26年度計画と同程度にするなど、資産・負債に関して一定の前提を設定したうえで金利変動によるリスクを計測
- (注3) 平成25年度及び平成26年度は平成26年度当初予算であり、平成26年度以降、剰余金を全額積立てた場合の推計

(3) 対応

中期的に赤字転落のリスクが顕在化していることから、財投特会の財務の健全性を確保するためには、復興の進捗や財政事情も勘案しつつ、平成28年度期首において一定程度の積立金を確保するとともに、集中復興期間（平成23～27年度）が満了した平成28年度から積立てを継続的に行うことが必要である。

一方、積立金の必要水準（現行は50/1000であり、その場合の平成32年度末における必要額は6兆円程度）については、将来の金利変動リスクに備えるという積立金の役割に鑑みつつ、適切なALMの実施により金利変動リスクが低減されている最近の状況を踏まえ、引下げの可能性を検討する。

具体的には、平成27年度予算編成を踏まえつつ、①仮に単年度の赤字が複数年間継続したとしても債務超過に陥らないような水準を設定するとともに、②経済・金融情勢及び金利変動リスクの状況を踏まえて水準自体を定期的に見直す仕組みを導入することについての検討が必要である。

(注) 財投改革を契機として平成13年度に50/1000として導入した後、平成16年度に郵貯・年金の預託金が相当程度残るなど金利変動リスクが依然として大きいことを踏まえて100/1000に引き上げられた。その後、平成20年度に郵貯・年金の預託金の払戻しが完了し金利変動リスクが低下したことを踏まえて50/1000に引き下げられた。

3. 貸付金の証券化

(1) 現 状

i. 証券化導入の経緯

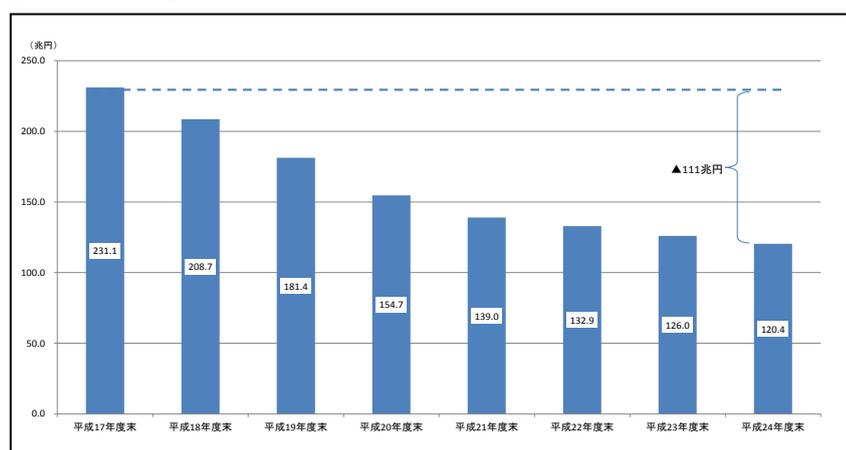
行政改革推進法（平成 18 年 6 月公布）において、国の資産は平成 27 年度末までに国の資産規模対 GDP 比の半減を目安とすることが規定され、「基本方針 2006」において、約 140 兆円規模（うち財政融資資金貸付金残高は 130 兆円超）の圧縮を図るため、財投改革の継続に加えて、追加的努力として①対象事業の一層の重点化・効率化、②既往の貸付金・保有有価証券の売却・証券化によるオフバランス化、③政府保証の一段の活用を行うこととされた。

財政融資資金貸付金残高は、対象事業の一層の重点化・効率化を進めてきた結果、平成 17 年度末から平成 24 年度末までの 7 年間で約 111 兆円圧縮（231 兆円⇒120 兆円）しており、目標達成に向けて着実に取り組んでいる状況である。

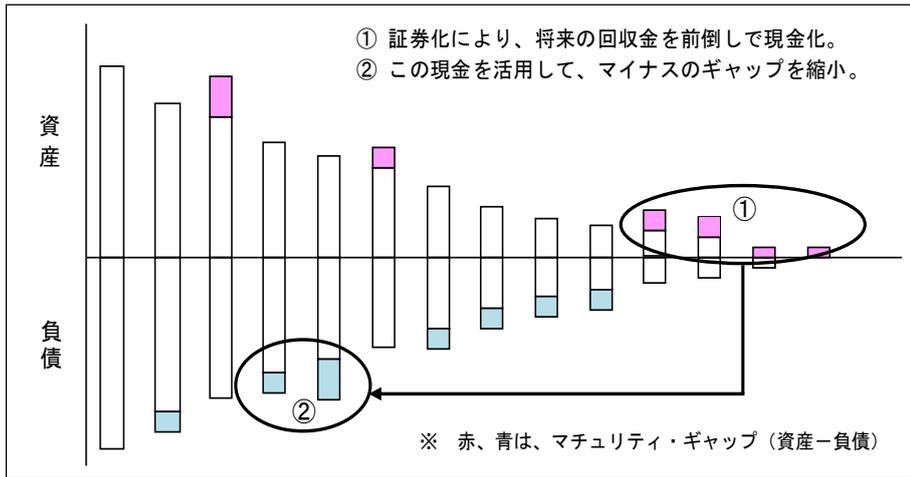
証券化については、メリット（マチュリティ・ギャップの縮小）がコスト（対国債スプレッドや手数料支払い）を上回る場合、積極的に実施するとされた【図表 8-13、8-14、8-15】。

（注）「財政融資資金貸付金の証券化に関する実務検討会」において、コスト・メリットの比較の実務的・技術的な検討を進める中で、証券化実施の前提として、「メリットがあり、コストを上回ることが確認できるとしても、証券化以外の方策の方がより効果的・効率的に政策目的を達成できるのであれば、証券化手法を選択することに合理性は認められない」と指摘された。

【図表 8-13】 財政融資資金貸付金残高の推移（国の財務書類）



【図表 8-1 4】 財政融資資金のマチュリティー・ラダー（イメージ図）



【図表 8-1 5】 民間と財政融資資金貸付金の比較

	民間における証券化	財政融資資金貸付金の証券化
低コストでの資金調達	証券化する資産の信用力が自身のよりも高い場合、より低利な調達が可能	財投債による資金調達は、国内における資金調達手法として最も有利な手段
諸リスクの転嫁	ALM上の諸リスクを投資家に転嫁	利ざやを取らずに貸付けを行う財政融資資金において、リスクを市場に転嫁することはメリットとは考えにくい ただし、ALMの手法として活用することには検討の余地あり
バランスシート・コントロール	資産規模の圧縮によるROAや自己資本比率等の経営指標の改善	政策的必要性に基づき、利ざやを取らずに貸付けを行う財政融資資金は、ROA等の指標による評価になじまない
資産の現金化	証券化により、保有資産から生じるキャッシュフローを早期に実現	利潤の獲得を目的としていないことから、貸付金を早期に現金化することで、貸付金からの売却益を期待することはメリットとは考えにくい
資金調達手段の多様化	自身の信用力に基づく調達方法に加え、資産による調達が可能となる	財投債よりも有利に資金調達が可能となる局面は想定しがたい
新たなビジネスモデルの展開	銀行においては、自己資本比率という規制の中で、アセットを回転させ期間収益性を高めるなどの新たなビジネスモデルを展開することが可能	利潤の獲得を目的としていないことから、貸付金の現金化で得た資金を更に次の貸付けに回し、手数料等の収入を増加させる等はメリットとは考えにくい

（「財政融資資金の貸付金の証券化等についての検討会報告書」〔平成 18 年 7 月〕を基に作成）

ii. 証券化のスキーム（商品性と対象債権）

政府関係機関及び独立行政法人等向け債権を裏付け資産とし、基本的に 10 年のブレット（満期一括償還）型を採用するとともに、証券化による収入を原資に財投債の買入消却を実施した。

iii. 証券化の実績

平成 19 年度から開始し、平成 20 年 2 月と同年 8 月に各 1,000 億円、計 2,000 億円を実施した。その際、信用リスクプレミアム²⁸等の上乗せや証券会社等への手数料支払により、相当程度のコストが発生した。

○第 1 回 平成 20 年 2 月

- ・ 対国債スプレッド²⁹+37bp（金額換算：37 億円）
- ・ 手数料 5.6 億円

○第 2 回 平成 20 年 8 月

- ・ 対国債スプレッド+42bp（金額換算：42 億円）

²⁸発行機関が債務不履行に陥るリスクを金利として上乗せする分のこと。

²⁹国債金利など基準となる債券との金利差のこと。

・手数料 5.1 億円

(注) 対国債スプレッドについて、当時の証券会社ヒアリングでは財投機関債のスプレッドに若干乗る程度との意見が多かったが、実際は想定以上のスプレッドが発生した。

その後、リーマン・ショックによる金融市場の混乱や証券化市場の低迷等を理由に、平成 21 年度以降は起債を見合わせている。

(注) 平成 21 年度以降も予算計上は継続している（半期に最大 1,000 億円を実施できるよう、2,000 億円を限度額）。

他方、平成 23 年度から、マチュリティ・ギャップを調整する補完的手法として財投債の買入消却（年間 5,000 億円）を導入した。

(2) 課題

マチュリティ・ギャップ（将来 10 年間合計約 20 兆円）については、現行の証券化規模による調整効果は限定的である。また、証券化の対象年限（マチュリティ・ギャップがある年限）と証券化市場でニーズのある発行年限との間にミスマッチが生じている。

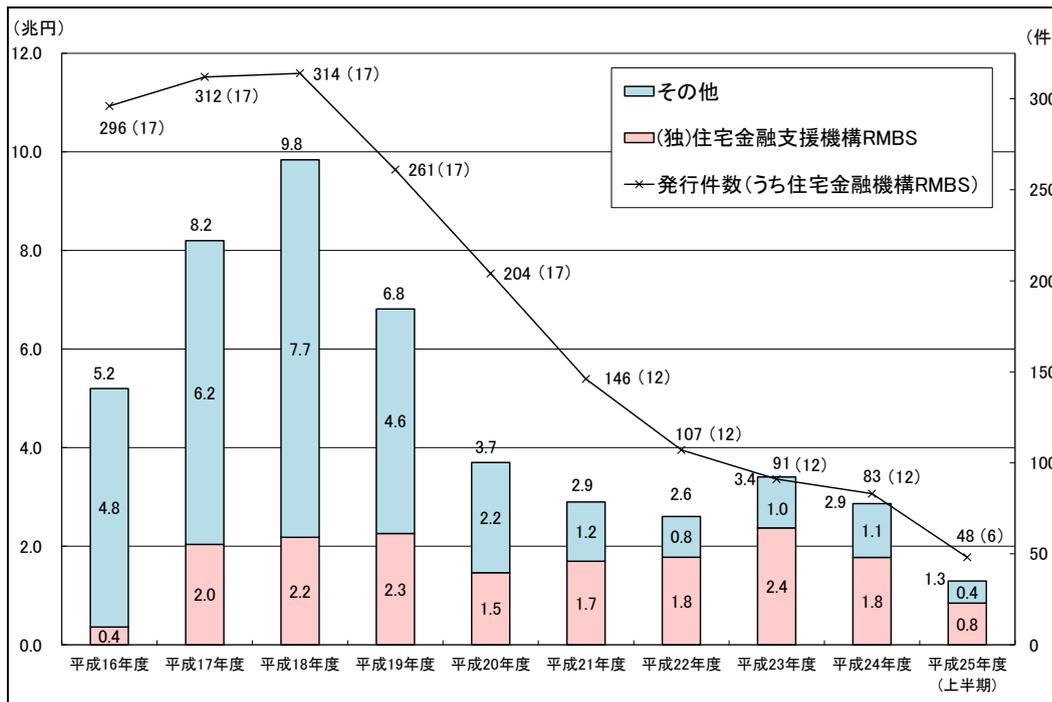
コストについては、スプレッドの高止まり（T+40bp 前後）が続いており、年限によっては更なるスプレッドが求められる可能性がある。また、足下、リーマン・ショック後の金融市場の混乱は落ち着いてきているものの、証券化市場の規模は大幅に縮小している【図表 8-16、8-17】。

【図表 8-16】 財融貸付金証券化によるローン担保証券（CLO）・財投機関債の対国債スプレッドの推移



(日本証券業協会資料を基に作成)

【図表8-17】証券化市場の動向



(日本証券業協会資料を基に作成)

(3) 対応

財政融資資金貸付金残高の圧縮が目標達成に向けて着実に進んでいる中、①証券化には相当程度のコストが発生すること、②証券化市場に回復の兆しが見られないことに加えて、③証券化のメリットであるマチュリティ・ギャップの縮小は、財投債の発行年限調整に加え、買入消却により確保されることから、今後は、残高圧縮や金利変動リスクの観点から特に必要とならない限り、貸付金の証券化は基本的に実施しない（当初予算計上は行わない）方針とする。

(参考1)

リーマン・ショック後の諸外国における財政投融資類似制度の動向

諸外国における有償資金の活用状況については、これまでも財政投融資分科会における海外出張調査等により調査しているところであるが、今般は、財政投融資を巡る状況のフォローアップにおける議論も踏まえ、フランス及びイギリスについて海外出張調査を実施した。

フランス、イギリスについては2010年5月にはイギリスで政権交代（労働党→保守党）、2012年5月にはフランスで政権交代（UMP〔保守〕→社会党）があり、金融危機以後、欧州債務問題が本格化する中、公的金融の重要性が再認識され、主に中小企業出融資の窓口一本化、インフラ事業の推進の動きが見られた。

国内産業に対する国家支援によるEU域内市場の分断を抑止する欧州競争ルールの関係で、両国とも民業圧迫しないようパリパス（投融資条件を民間と同一とする）、協調融資、民間投資の呼び水となるよう少数出資とする、政府保証は部分保証とする等の配慮をしている。

1. 中小企業出融資の窓口一本化

フランス、イギリス共に、金融危機を受け、中小企業に対する出融資に係る機関の窓口一本化の動きが見られた。

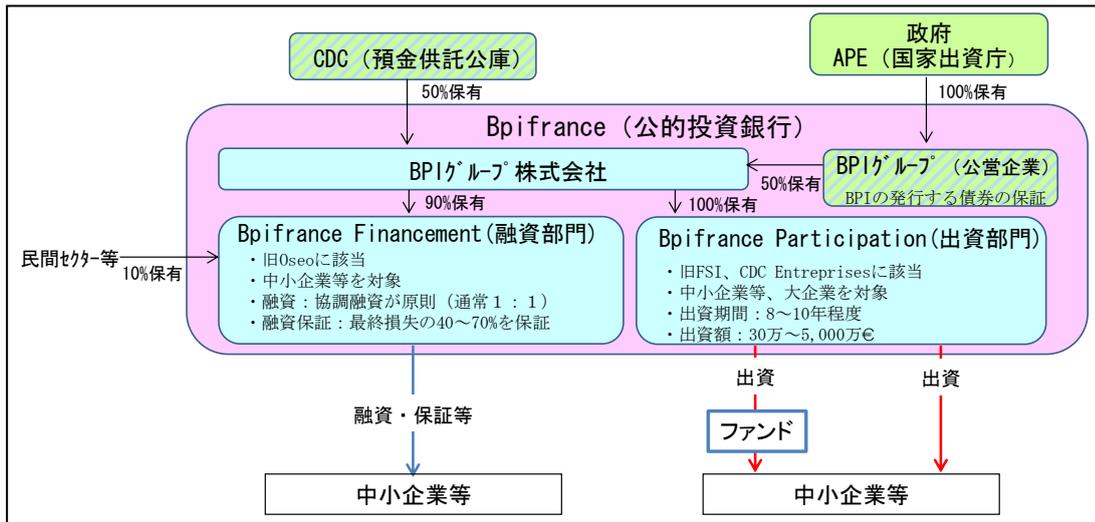
(1) フランス : Bpifrance

中小企業への資金支援を行う機関が複数存在し、戦略の整合性、全体的なビジョンに欠けるという問題意識から、中小企業に対する融資、保証、出資、ファンドの管理を一元化すべく2013年に公的投資銀行（Bpifrance）を設立した【図表1】。

成長・競争力の源泉である新技術、環境、医療、再生可能エネルギー等が中核であり、中堅企業の成長を促すものとして位置づけている。

フランスは、国家出資庁（APE）による航空、防衛、エネルギー等の大企業への国の直接出資も行っているが、Bpifranceの出資は、EXITを視野に入れた中長期（8～10年）の少数出資に焦点を当てており、国の直接投資は、過半数出資、超長期であり、両者は補完的である。

【図表 I】 Bpifrance のスキーム



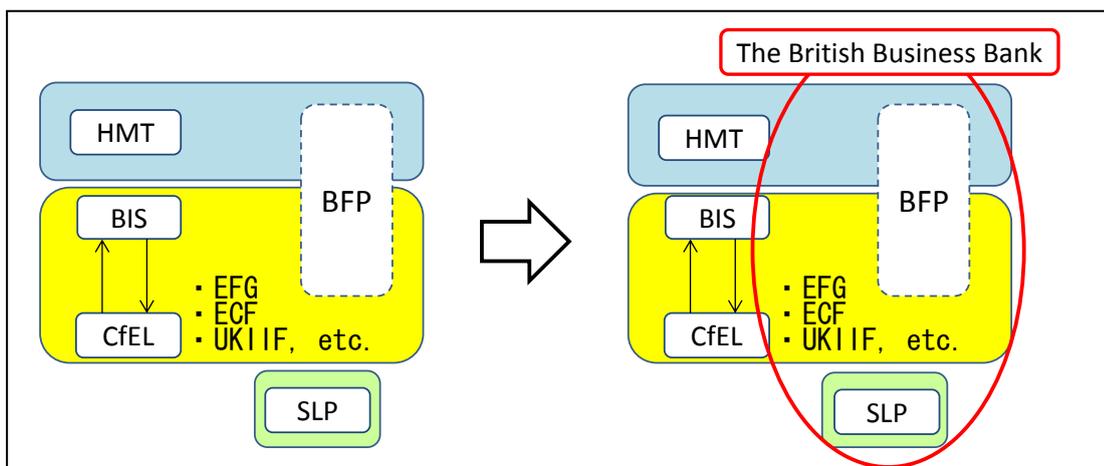
(2) イギリス : The British Business Bank

世界的金融危機を機に 2009 年にビジネス・イノベーション・職業技術省 (BIS) が誕生し出資制度「UK Innovation Investment Fund (UK IIF)」をはじめ、様々な制度が創設された。

中小企業向けの様々な公的ファンドが創設される中、これらの統合的管理の必要性が認識され、より統合的で包括的なパッケージを供与するため、政府は 2012 年 9 月に中小企業に対するファイナンス支援のための新機関 (The British Business Bank) を創設する方針を発表 (2014 年秋に完全稼働の予定) した【図表 II】。

民間に委託等しており、政府は個別の投資等の決定に関与しない。

【図表 II】 The British Business Bank のスキーム



(注) HMT (HM Treasury) : 財務省、BIS (Department for Business, Innovation and Skills) : ビジネス・イノベーション・職業技術省、CfEL : 諸ファンド等を総監する公営企業、BFP (Business Finance Partnership) : 融資制度、SLP (Start-up Loan Programme) : 融資制度、EFG (Enterprise Finance Guarantee) : 保証制度、ECF (Enterprise Capital Fund) : 出資制度、UKIIF (UK Innovation Investment Fund) : 出資制度

2. インフラ事業の推進

(1) フランス : Caisse des dépôts et consignations (CDC)

預金供託公庫（CDC）は、昔から長期の投資家として、上場企業の株式等を保有するとともに、企業ファイナンス、交通インフラ、保険等、様々な分野において子会社を設け事業展開している。交通インフラとしては、CDC infrastructure<LGV（高速鉄道）、高速道路等>、Transdev<トラム等>、Egis<運輸等部門のコンサル会社>がある。

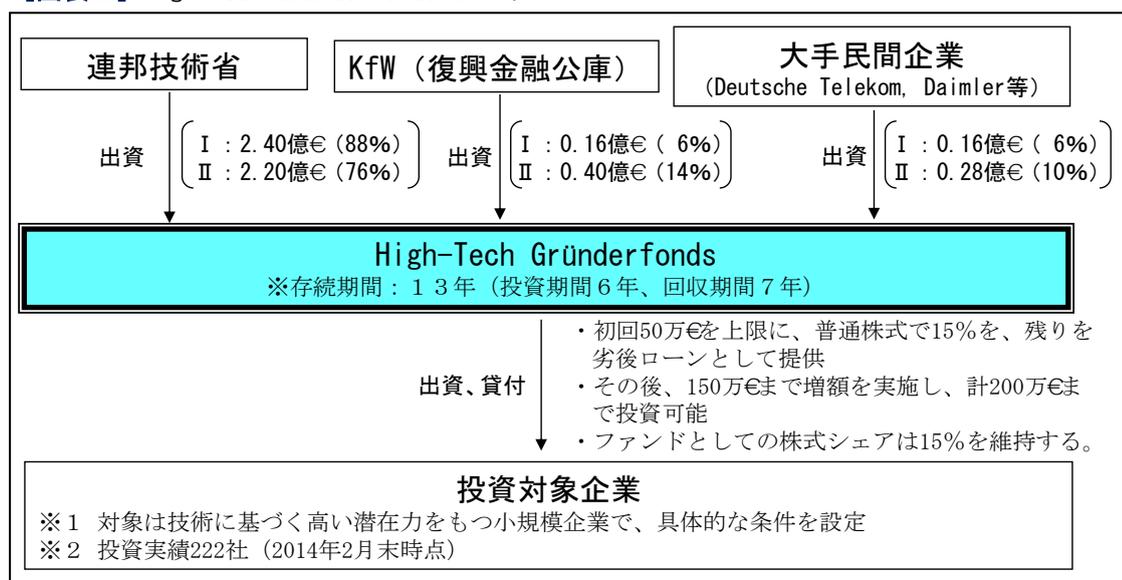
(2) イギリス : UK Guarantee Scheme

金融規制（Basel III 等）により銀行の融資意欲が減退する等、与信状況が良好ではない状況下にあつて、重要なインフラプロジェクトをキックオフしていくため、2012年、政府は、政府保証制度「UK Guarantee Scheme（UKGS）」を創設した。

<参考：ドイツにおけるリスクマネー供給の例（High-Tech Gründerfonds）>

アーリーステージにあるハイテク技術に基盤を持つ企業に対し、シードマネーを提供することを通じてドイツの産業発展に貢献することを目的に、2005年に連邦経済技術省、復興金融公庫（KfW）、大手民間企業の出資により設立されたハイテク企業基金（High-Tech Gründerfonds）がある。2011年には、投資家からの追加の資金出資をもとに、新たに第II基金が設立された【図表III】。

【図表III】 High-Tech Gründerfonds のスキーム

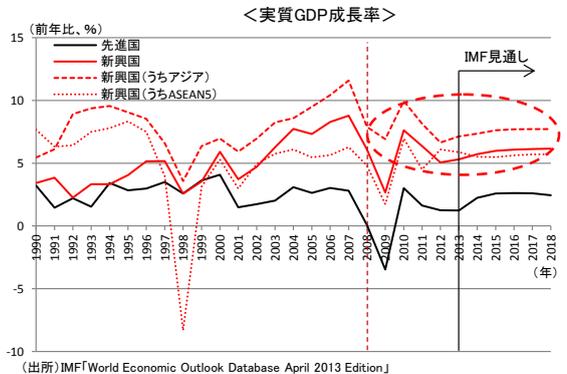
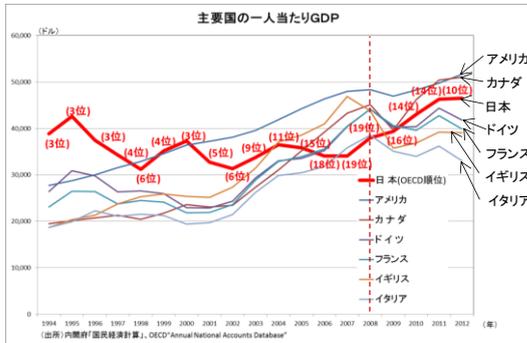
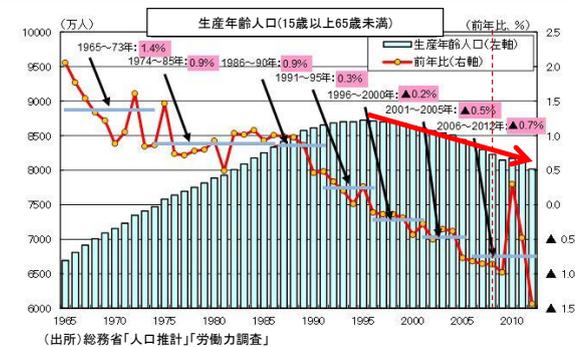
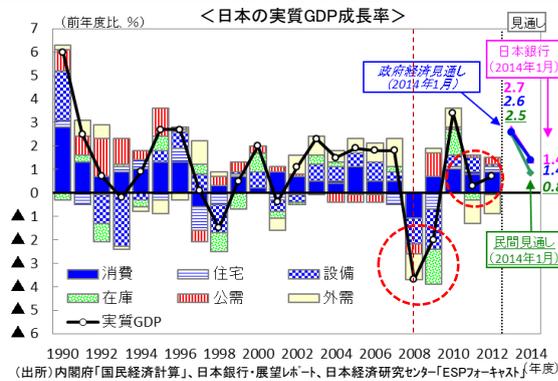


(参考2) 内外の経済・金融情勢の変化

I. 経済情勢

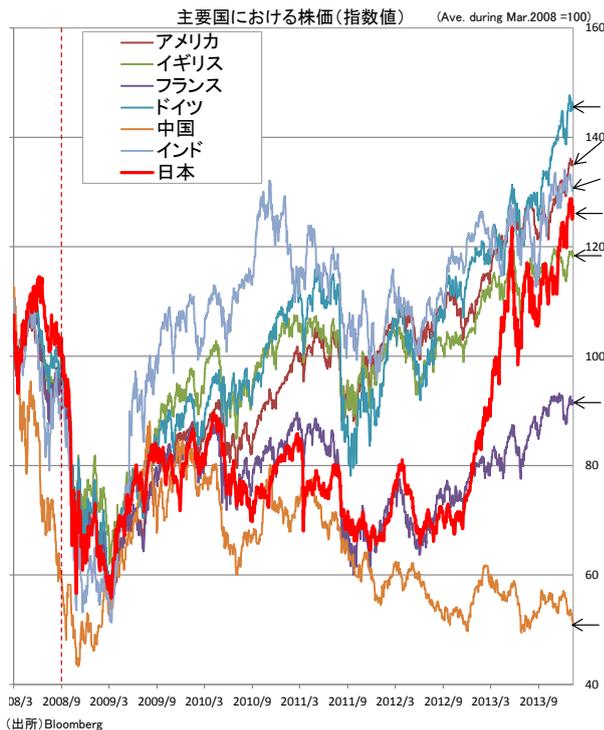
I-① 実質GDP成長率、一人当たりGDP

○実質GDPは、リーマンショックや東日本大震災の影響により大きく下振れ。足下は回復傾向。
 ○生産年齢人口の減少が進む中、生産性を向上させ、一人当たりGDPを高めていく必要。
 ○アジアを中心とした海外の成長の果実の取込みに向けて、従来以上に踏み込んだ取組みが求められる。



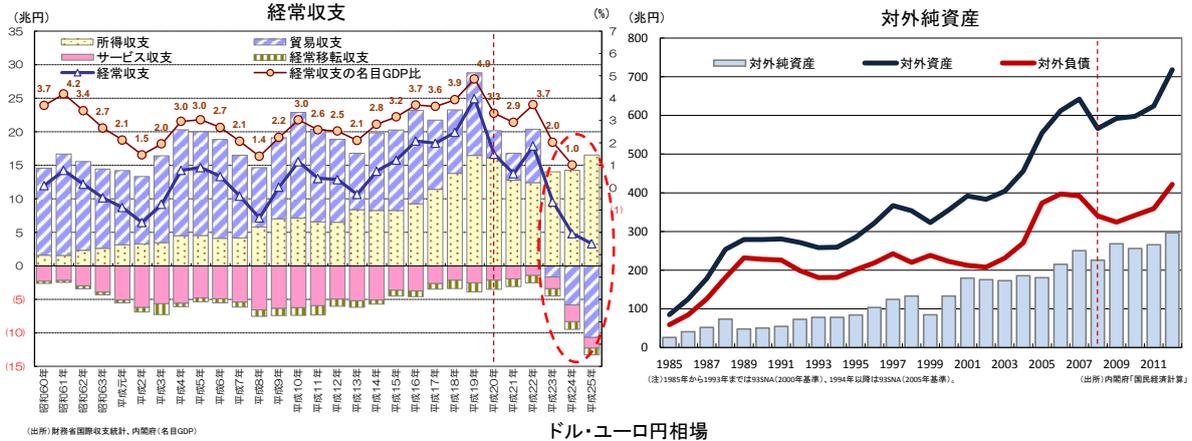
I-② 金利(長期・短期)、株価

○株価は、リーマンショックにより大幅に下落したが、足下は他国と比べても遜色のない水準まで回復。
 ○金利は、日銀の金融緩和の影響もあり、長期、短期ともに低水準で推移。



I-③ 経常収支、対外純資産、為替

○貿易収支の低迷が見込まれる中、これまで築いてきた民間の対外純資産の有効活用(投資家によるパフォーマンスの高い証券運用、企業による収益性の高い海外投資や海外事業展開)が求められる。

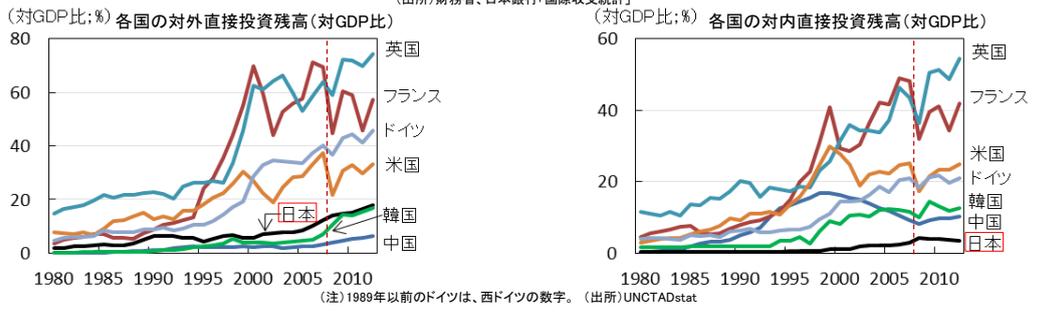
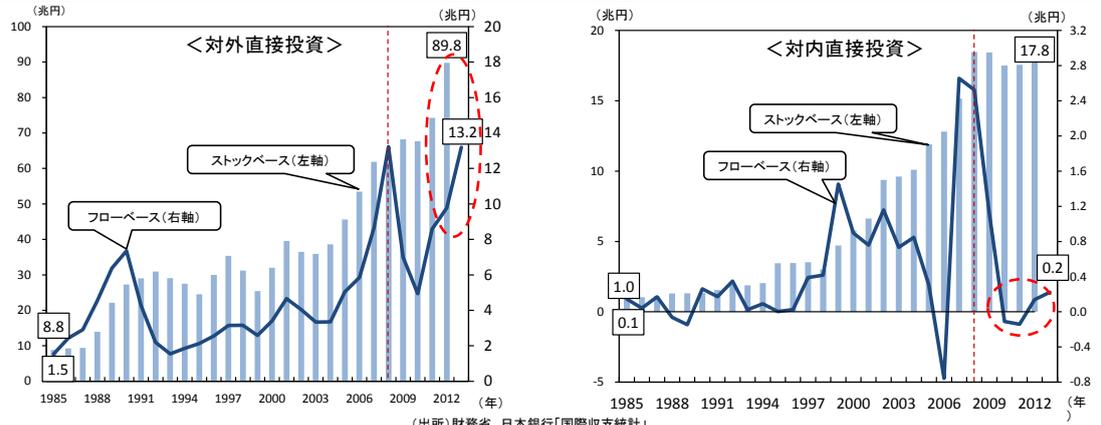


ドル・ユーロ円相場



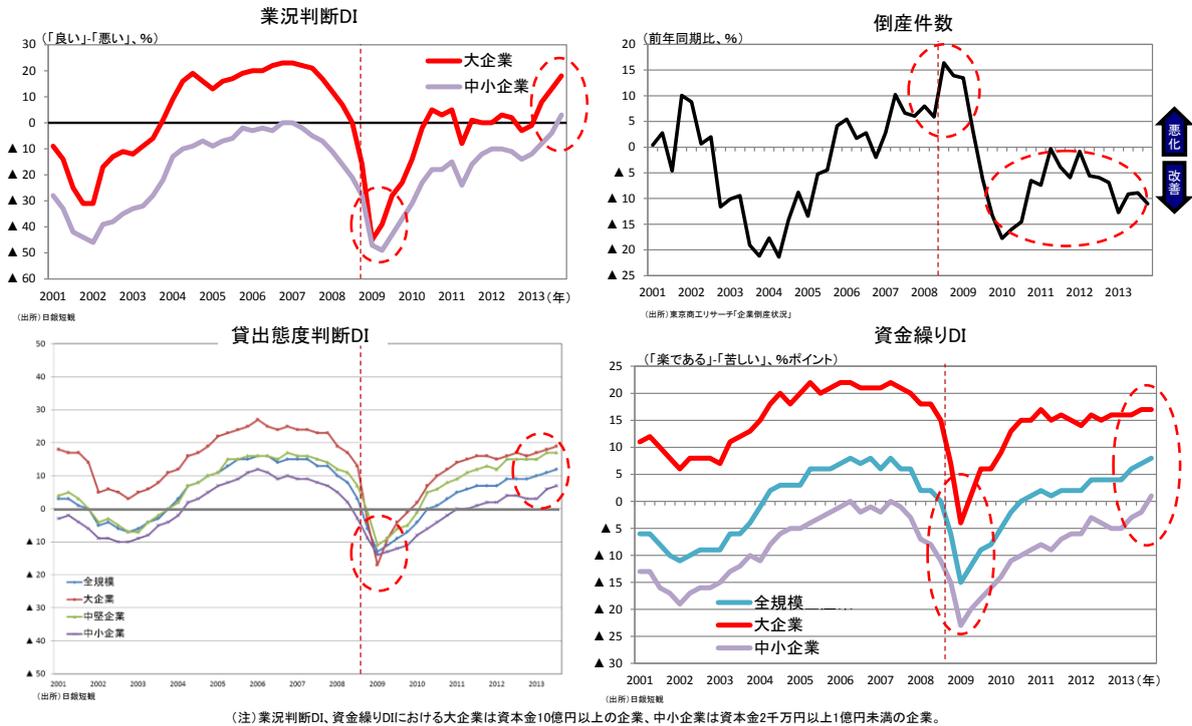
I-④ 対外直接投資、対内直接投資

○対外直接投資、対内直接投資とも諸外国と比較して低水準。
 ○海外への進出・日本市場への呼び込みを促進し、成長力のある海外と一体的に日本経済が成長していくことが求められる。



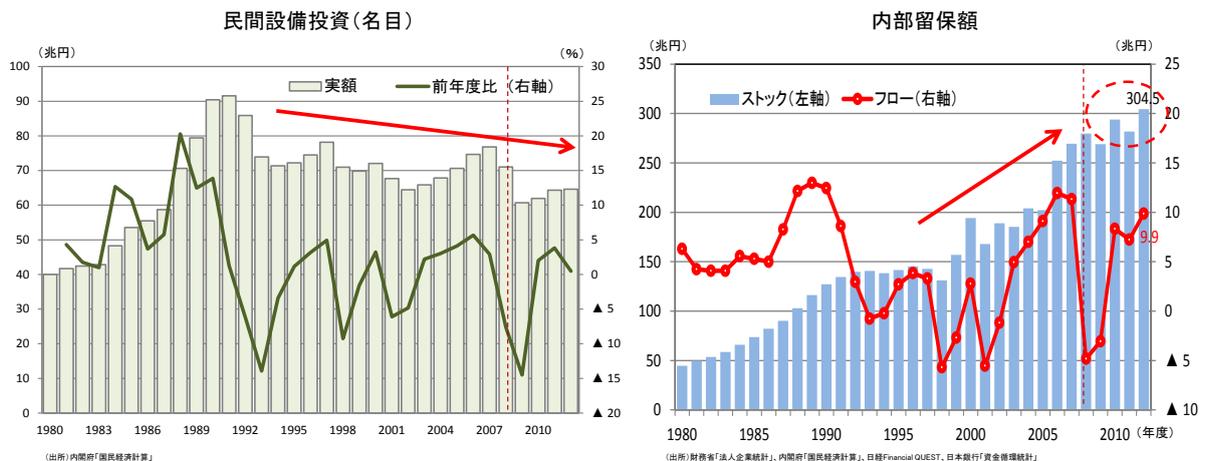
I-⑤ 業況判断、倒産件数、貸出態度、資金繰り

- 業況判断はリーマンショックにより大幅に悪化したものの、足下は幅広く改善しており、中小企業でもプラス。
- リーマンショックにより悪化した倒産件数は改善傾向が続いている。
- 貸出金融機関の態度、企業の資金繰りともに、リーマンショックにより大幅に悪化した、足下は幅広く改善傾向。



I-⑥ 民間設備投資、企業の内部留保

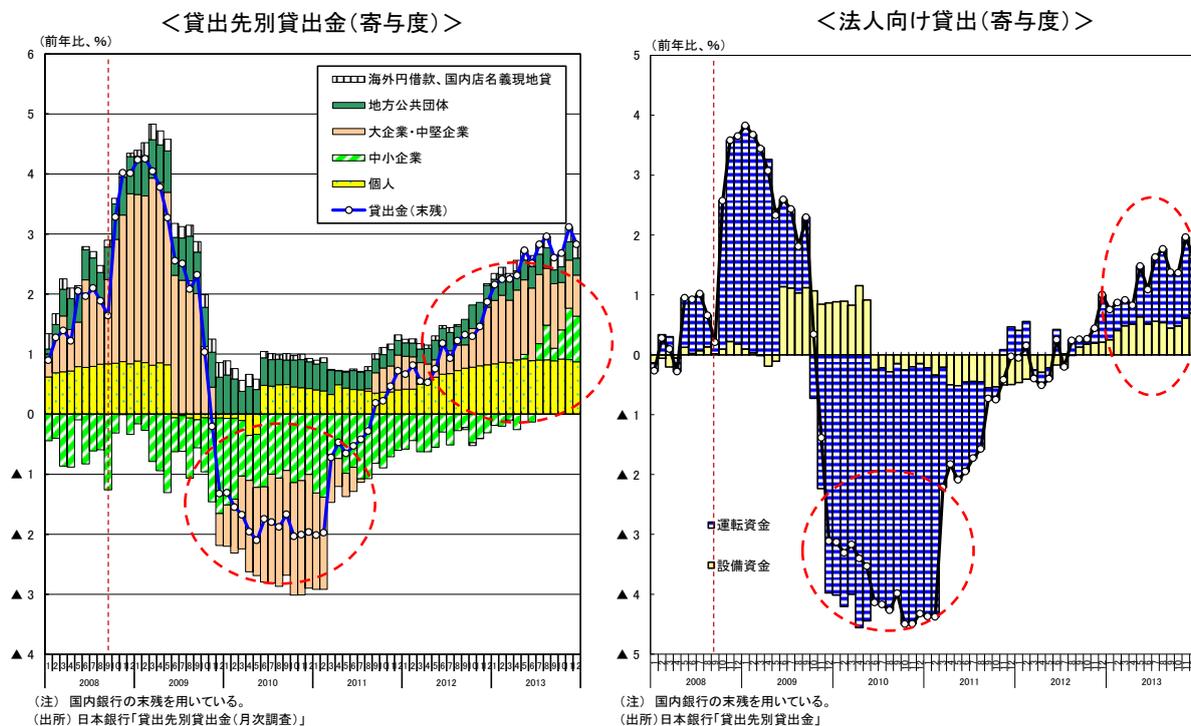
- 企業の設備投資はバブル崩壊後の長い停滞の中、デフレ不況の影響等により低迷。再びリスクをとって設備投資を行うための環境整備が必要。
- 企業の内部留保は過去最高水準に積み上がり。企業の内部留保を引き出し、新規事業を創出、イノベーションを促進することが喫緊の課題。



Ⅱ. 金融情勢

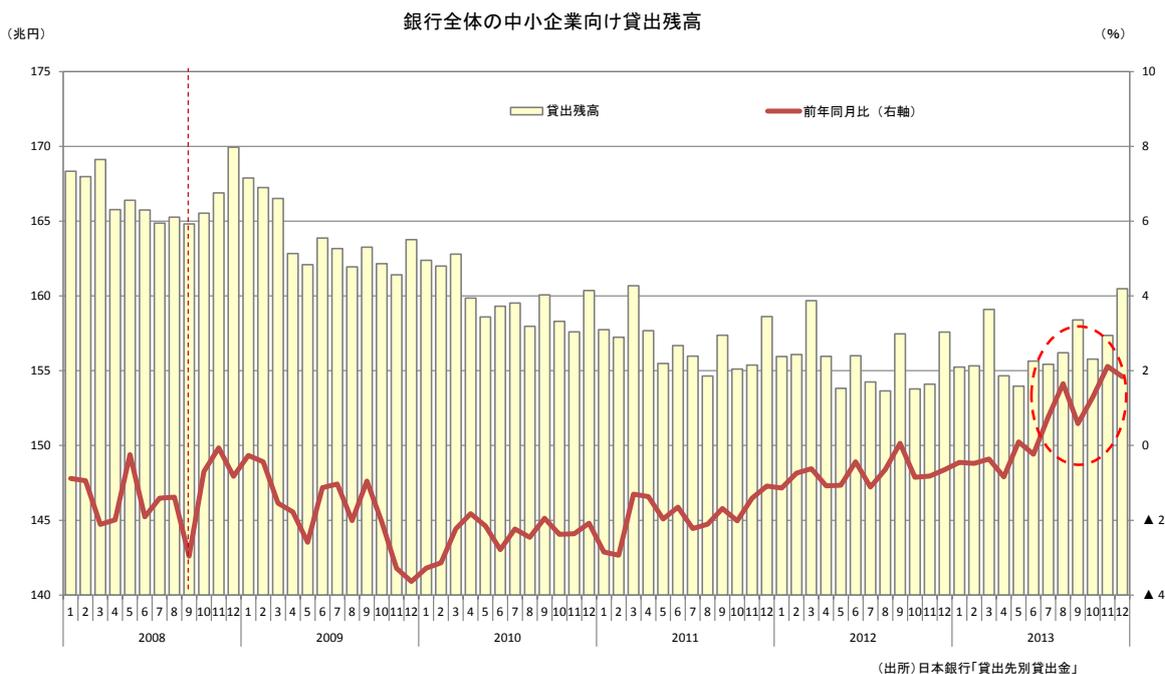
Ⅱ－① 貸出先別貸出金、法人向け貸出

○貸出金はリーマンショックにより大きく落ち込み、足下は増加傾向にあるが、貸出先を見ると、個人向け(住宅ローン)や大企業・中堅企業向けが中心。
○ただし、法人向け貸出は、運転資金が大宗であり、設備資金の割合は小さい。



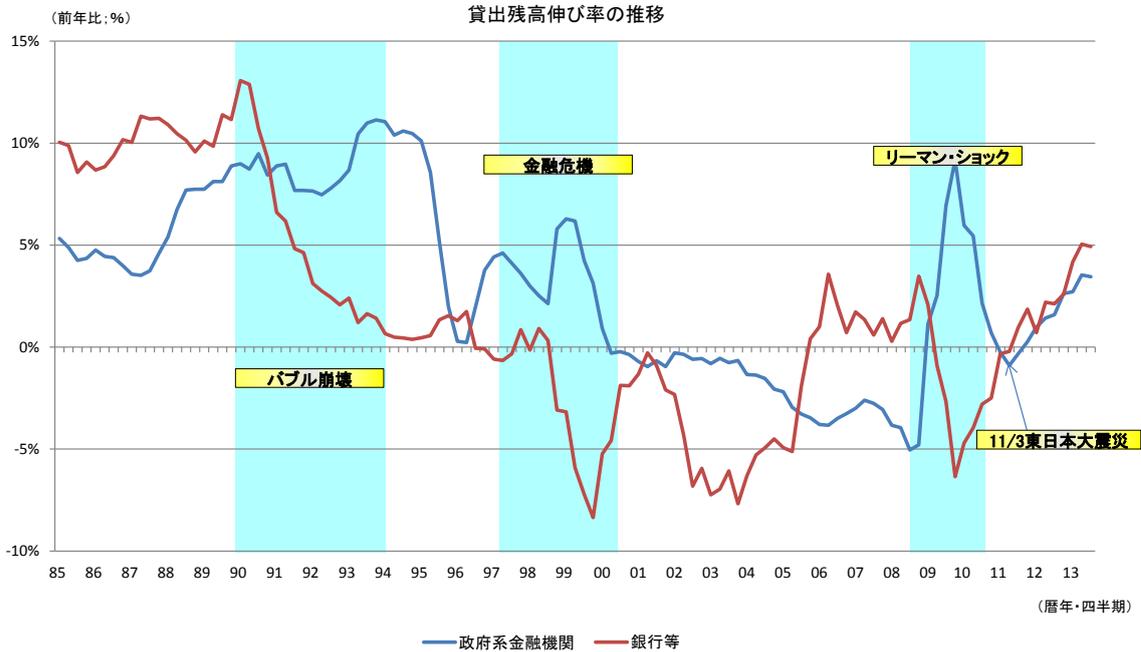
Ⅱ－② 中小企業向け貸出

○中小企業向け貸出残高は、前年同期比マイナスがしばらく続いたものの、足下は反転の兆し。



Ⅱ－③ 政府系金融機関の貸出

○政府系金融機関の貸出は、民間金融機関の貸出が伸びているときに抑え、民間金融機関の貸出が落ちているときには伸ばすという、民業補完の関係が見られる。



(出所) 日本銀行「資金循環統計」

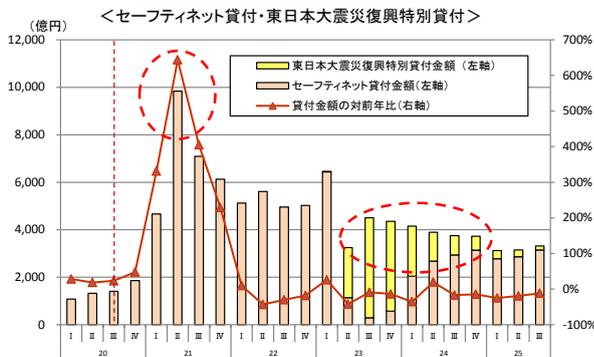
(注1) 1997年以前は68SNAベース、1998年以降は93SNAベースによる。

(注2) 1998年以降は住宅貸付を除く。

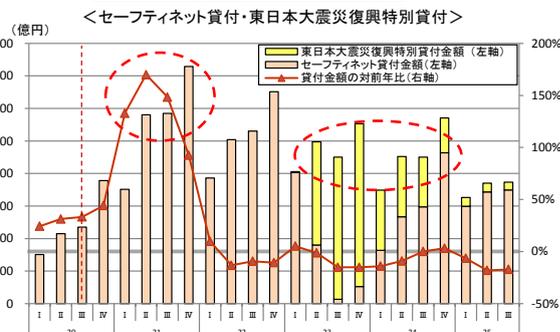
Ⅱ－④ セーフティネット貸付、信用保証

○リーマンショックや東日本大震災の際には、セーフティネット貸付や信用保証によって中小企業向け貸出を下支え。

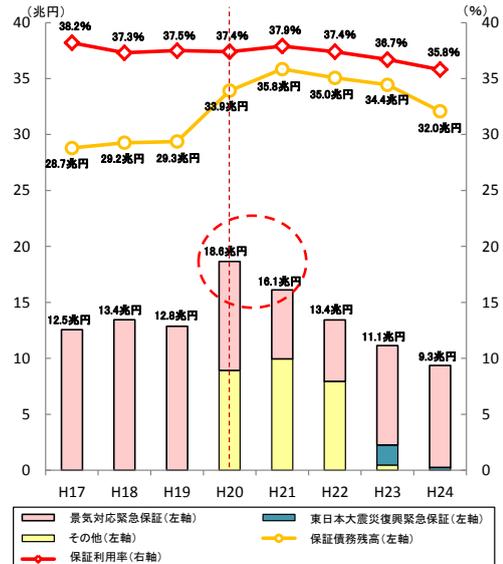
日本政策金融公庫(中小企業事業)



日本政策金融公庫(国民生活事業)

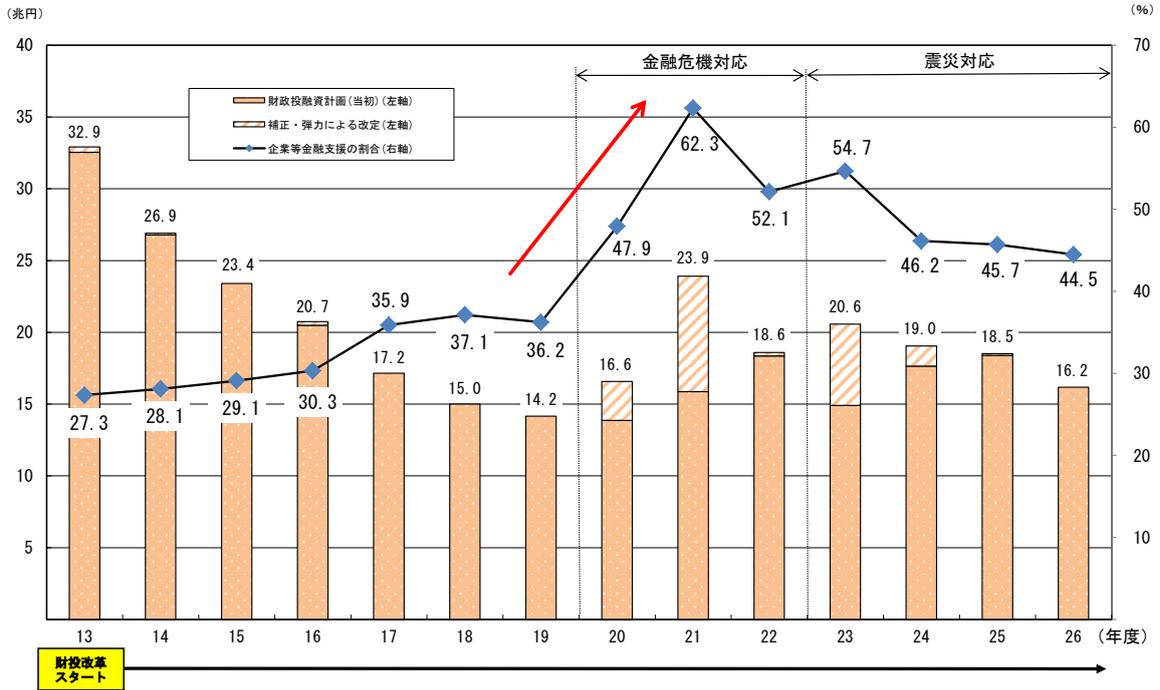


<信用保証(日本政策金融公庫(中小企業信用保険))>



Ⅱ－⑤ 財政投融资による企業等金融支援

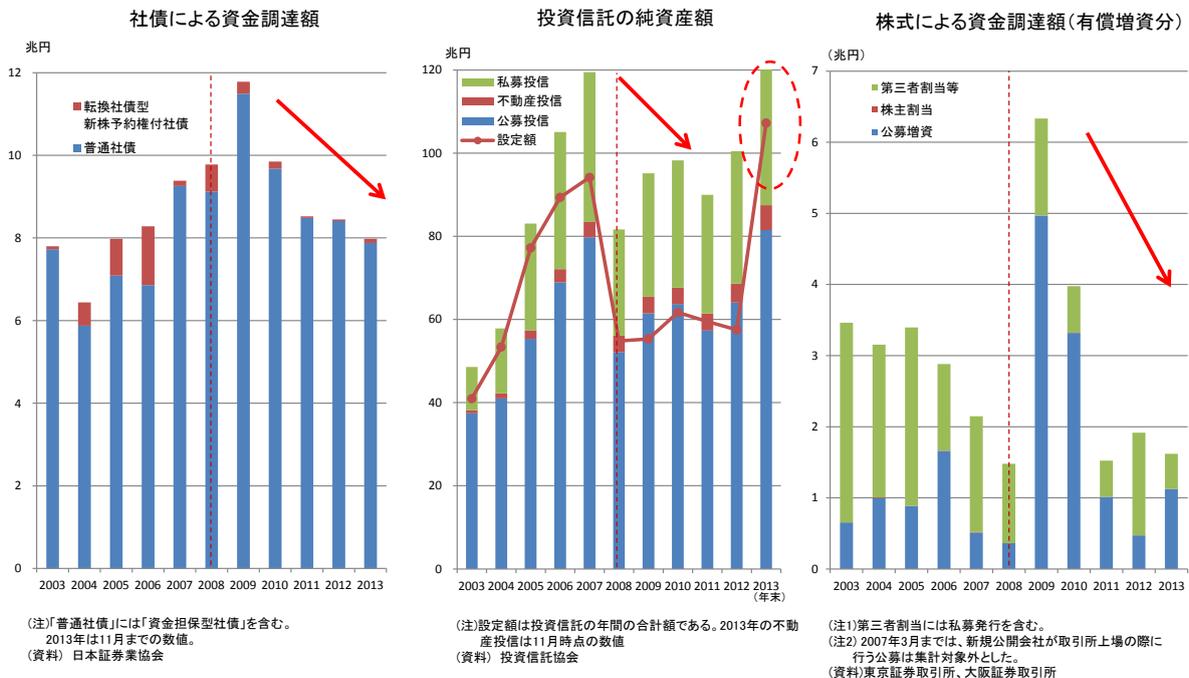
○財政投融资についても、リーマンショックや東日本大震災に十分な対応をした結果、企業等金融支援の割合は高水準で推移。



(注) 「企業等金融支援」は、(株)日本政策金融公庫、(株)国際協力銀行、(株)日本政策投資銀行、(独)国際協力機構、沖縄振興開発公庫及び(株)商工組合中央金庫の合計。

Ⅱ－⑥ 社債市場、投資信託市場、株式市場

○社債市場、投資信託市場、株式市場のいずれも、リーマンショックにより減少。投資信託は回復しているものの、社債や株式による資金調達には回復していない。



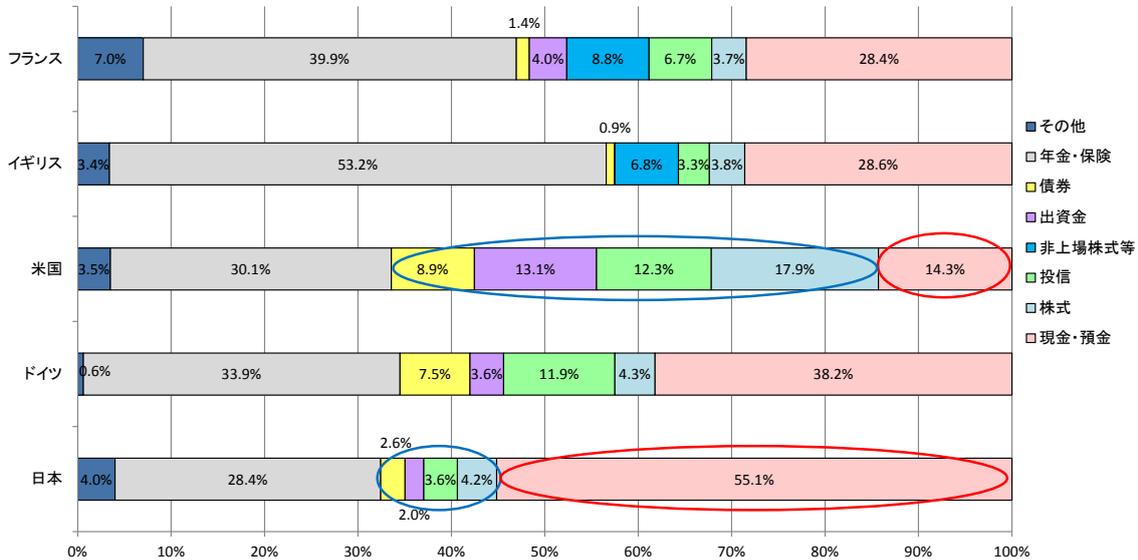
(注) 「普通社債」には「資金担保型社債」を含む。
2013年は11月までの数値。
(資料) 日本証券業協会

(注) 設定額は投資信託の年間の合計額である。2013年の不動産投信は11月時点の数値
(資料) 投資信託協会

(注1) 第三者割当には私募発行を含む。
(注2) 2007年3月までは、新規公開会社が取引所上場の際に行う公募は集計対象外とした。
(資料) 東京証券取引所、大阪証券取引所

Ⅱ－⑦ 家計の金融資産構成

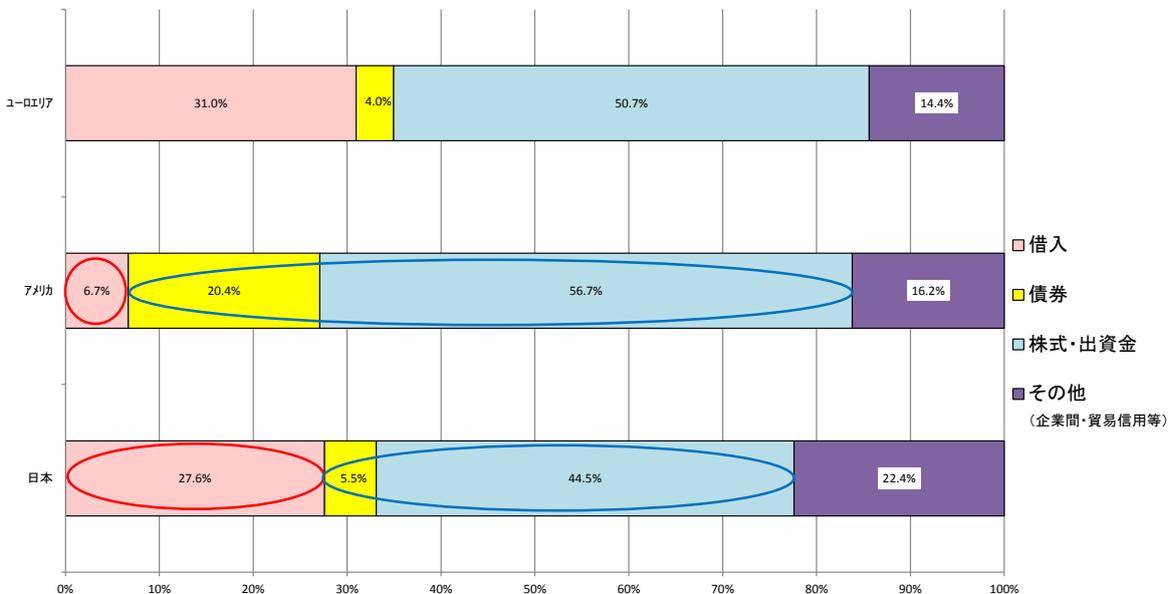
○日本の家計の金融資産は現金・預金に偏重。株式・出資金、債券、投資信託の割合が小さく、家計からのリスクマネーの供給拡大が課題。



(注) 日本:2011年3月末、ドイツ:2010年9月末、米国:2010年12月末、イギリス:2010年9月末、フランス:2010年9月末
 (出所) 日本:日本銀行「資金循環統計」、アメリカ:Federal Reserve Board "Flow of Funds Accounts"、イギリス:Office For National Statistics "Financial Statistics Consistent"
 ドイツ:Deutsche Bundesbank "Monthly Report"、フランス:Banque de France "Quarterly financial accounts France"

Ⅱ－⑧ 非金融法人企業(事業会社)の資金調達構成

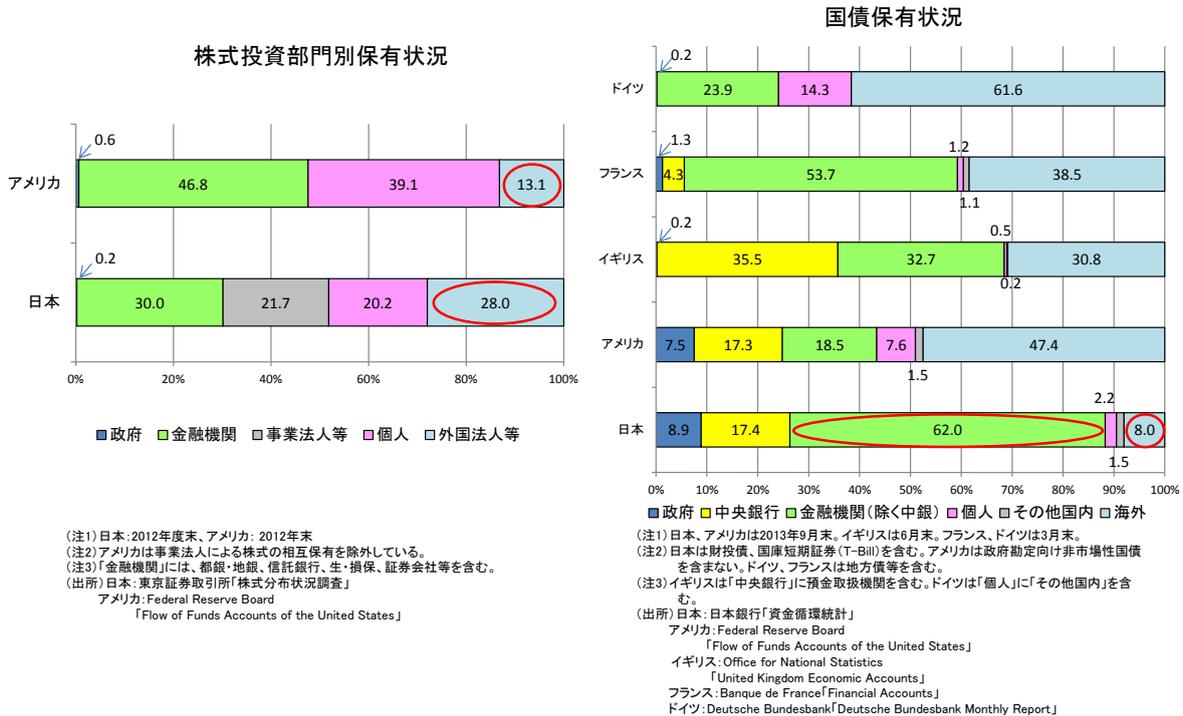
○日本の事業会社の資金調達は借入への依存度が高い。特に米国と比較した場合の債券調達の割合の低さが顕著。



(注1) 日米は2013年9月末、ユーロエリアは2013年6月末現在
 (注2) ユーロエリアは、民間非金融法人企業及び法的非金融法人企業を含む、非金融法人企業の負債構成を示している。
 (出所) 日本銀行「資金循環の日米欧比較」

II - ⑨ 株式、国債の保有状況

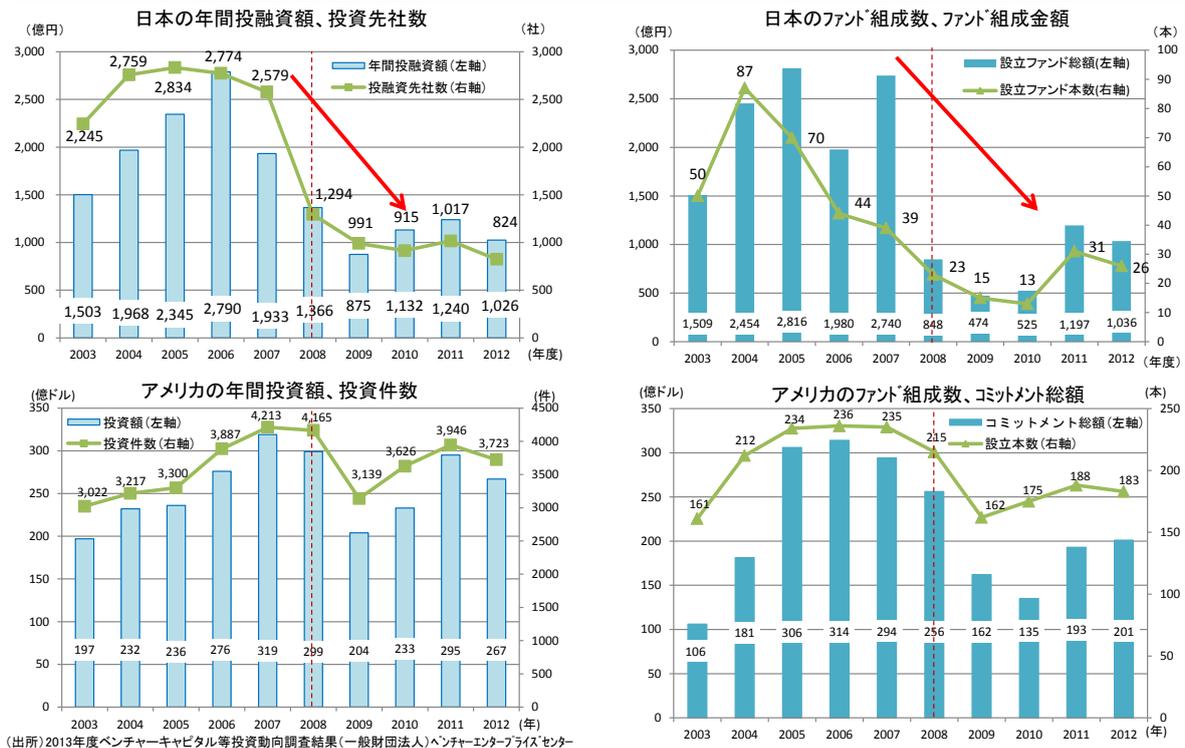
- 株式は、日本はアメリカと比して外国法人等の保有比率が高い(過去最高水準を更新)。
- 国債は、日本は海外主要国と比して海外保有比率が低く、金融機関が大半を占めており、保有者の多様性が重要。



III. リスクマネーを取り巻く情勢

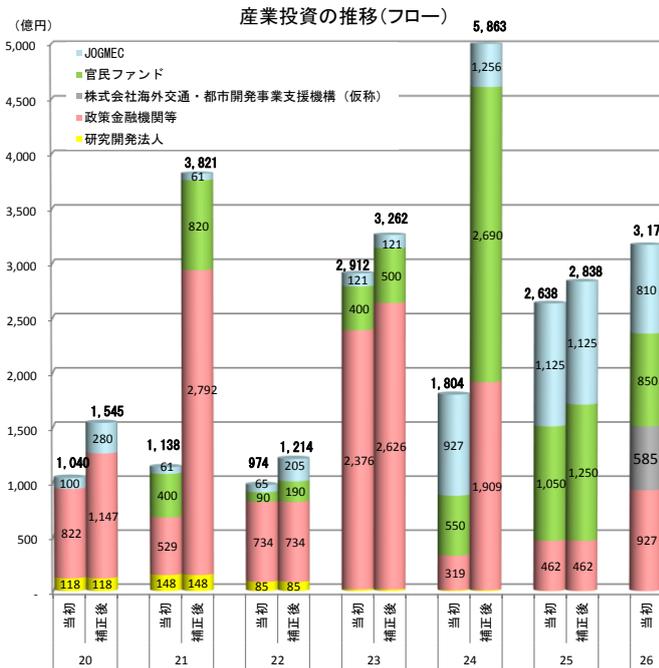
III - ① ベンチャーキャピタル等の投資

- ベンチャーキャピタルの投資やファンドの組成は、リーマンショックの影響で大幅に減少。米国と比べて、回復は鈍い。また、規模は圧倒的に小さく、日本の産業競争力強化に向け、リスクマネーの供給増大が喫緊の課題。

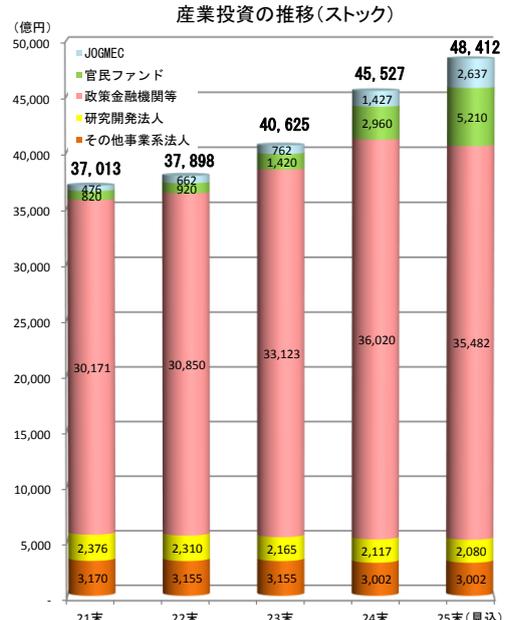


Ⅲ－② 産業投資によるリスクマネー供給

リーマンショックの影響によりベンチャーキャピタルの投資、ファンドの組成が落ち込む中、産業投資による官民ファンド等を通じたリスクマネー供給が補完。



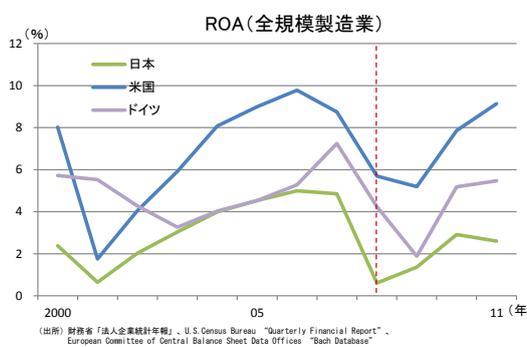
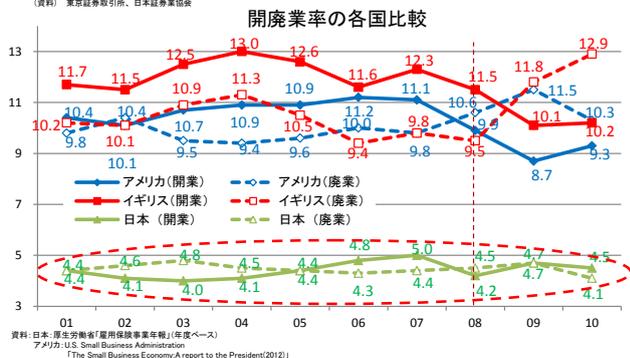
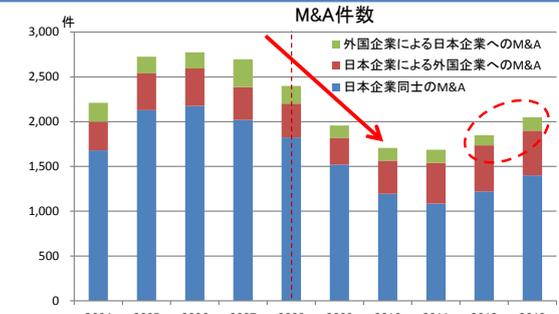
(注) 21年度補正、24年度補正は一般会計より受入(2,656億円、3,620億円)を財源としている。



(注) 上記のほか、日本電信電話(株)(NTT)(21末:2,600億円、22末:2,600億円、23末:2,113億円、24末:2,113億円、25末(見込):1,930億円)、日本たばこ産業(株)(JT)(21末:500億円、22末:500億円、23末:333億円、24末:333億円、25末(見込):333億円)がある。

Ⅲ－③ IPO、M&A、開廃業率、企業収益

○IPO、M&Aは、リーマンショックの影響で大幅に減少。持ち直し傾向にあるが、それ以前の水準に回復しておらず、ベンチャー投資等の「出口戦略」を取り巻く環境は厳しい。
○開廃業率は、米英に比較して低水準で推移しており、産業の新陳代謝の促進が課題。また、日本の企業は、米独と比較して低収益。



「財政投融資を巡る課題と今後の在り方について」のポイント

◆ 日本経済の課題と財政投融資の果たす役割

- 持続的成長を支える重要な要素のひとつが中長期的な視点に立った投資。企業の生産性向上、イノベーション創出に向けて、規制緩和やコーポレート・ガバナンスの強化等に取り組むとともに、**官民の適切な役割分担の下、中長期のリスクマネーや成長資金の供給拡大**が必要。
 - 民間金融だけでは十分にリスクテイクできない分野において、**財政投融資を含む政府が行う投融資活動(公的金融機能)**に対する期待が生じてきている。財政投融資は、**自助努力の促進による事業の効率的な実施や受益者負担の実現を通じて租税負担の抑制を図る**という特徴を發揮しつつ、中長期的な視点から、かつ、民間金融を補完しながら、**資金面からの成長制約を解消**する役割を果たす。
- ※ 財政投融資は金融的手法の政策スキームであり、財政融資は償還確実性の確保、リスクマネーを供給する産業投資は適切なポートフォリオマネジメントによる全体としての毀損回避が前提。

◆ 財政投融資の役割

- **官民の適切な役割分担**
 - ＜平時における公的金融機能＞
 - ① 民間金融市場の補完(情報の非対称性、不完全競争、外部経済効果など)
 - ② 民間では担えないリスクの負担
 - ③ 民間資金の誘発効果
 - ＜危機時における公的金融機能＞
 - ・ 量的補完(平時への移行時に縮小)
- **官民の適切なリスク分担**
 - ・ 民間企業のモラルハザードを防止しつつ、公的部門は、基礎的技術の不確実性、進出先国のリスクなどを分担し、適度な支援を行う

◆ 産業投資の在り方

- **産業投資の役割**
 - ・ 短中期の民間投資に対し、収益が上がるまで長期に耐えうる資金。資本性資金を呼び水として供給し、民間金融による資金供給(レバレッジ)を誘発する質的補完
 - ・ 「投資収益の論理」と「政策目的の論理」の重複領域(ストライクゾーン)で運営
- **産業投資のリスク管理**
 - ・ 個別の案件でのリスクテイクと全体での元本確保のバランスをとるポートフォリオマネジメントにより、毀損を回避し、一定の利益を確保
 - ・ 時限組織である官民ファンドはフェーズ(投資期間、回収期間)毎に対応
- **産投出資と産投貸付の役割・特徴**
 - ・ エクイティファイナンス(産投出資)に加え、メザニンファイナンス(確定利付の財政融資では対応困難)に産投貸付を特例的・限定的に活用

◆ 財政投融資の対象として今後期待される分野

- ・ 官民の適切な役割分担の下、6分野に対する中長期のリスクマネーや成長資金の供給拡大
 - ① **産業競争力強化**(DBJ/JBCI/日本公庫/ JOGMEC等)
 - ② **イノベーション創出**(産業革新機構/ 農水機構/DBJ/日本公庫等)
 - ③ **インフラ輸出**(JBCI/JICA/インフラ輸出機構等)
 - ④ **中堅・中小企業の海外展開**(日本公庫/ 商工中金/ケルジパハン機構等)
 - ⑤ **インフラ投資**(UR都市機構/民都機構/ PF推進機構/DBJ等)
 - ⑥ **地域活性化**(日本公庫/農水機構/UR/地公体等)

◆ 地方公共団向け財政融資の在り方

- 資金調達能力の差を踏まえた資金供給、資金使途に着目した重点化
 - ⇒ 臨時財政対策債は、財政融資資金としては抑制的な関与にとどめる
- 公共施設の更新投資への柔軟な対応、財政融資資金の償還年限延長を検討
 - ⇒ その際、公共施設の横断的管理を促す

◆ ガバナンスの向上

- **貸し手として**(新たにコベナンツの活用を図り、外部ガバナンスを高める)
- **出資者として**(官民ファンドガイドラインに基づき、出資者としてのガバナンスを確保)
- **チェック機能の充実**(実地監査・スポット監査、地方公共団体の財務状況把握の充実・活用)

◆ ディスクロージャーの充実

- **政策コスト分析の充実**(時系列の把握・公表、対象分野毎の集計を新たに行う)
- **使用別分類表の見直し**(「産業・イノベーション」、「海外投融資等」を新たに分類)

◆ 資金調達の在り方

- **財投債・財融FB**(発行額の平準化、デュレーション/マチュリティ・ギャップの極小化)
- **政府保証債・政府保証外債**(既往の資産・負債の管理は引き続き過渡的・限定的に付与。成長戦略等に応じ、外貨貸付や大規模プロジェクト等に係る審査基準を明確化)
- **財投機関債**(ディスクロージャーや事業運営の効率化といった効果と調達コストを勘案)

◆ 財投特会の財務の健全性確保

- **ALMの高度化**(金利スワップ及び買入売却を補完的手法として引き続き実施)
- **積立金**(財投特会の財務の健全性確保のため、復興の進捗や財政事情を勘案しつつ、継続的に積み立てる必要。その際、積立金の必要水準の引下げの可能性を検討)
- **貸付金の証券化**(貸付金残高圧縮の進展等を踏まえ、基本的に実施しない方針)

財政投融资を巡る課題と今後の在り方について(概要)

平成26年6月17日
財政制度等審議会 財政投融资分科会

はじめに ～日本経済の課題と財政投融資の果たす役割～

- 持続的成長を支える重要な要素のひとつが中長期的な視点に立った投資。企業の生産性向上、イノベーション創出に向け、規制緩和やコーポレート・ガバナンスの強化等に取り組みとともに、官民の適切な役割分担の下、中長期のリスクマネーや成長資金の供給拡大が必要
- 民間金融だけでは十分にリスクテイクできない分野において、財政投融資を含む政府が行う投融資活動(公的金融機能)に対する期待が生じてきている。財政投融資は、自助努力の促進による事業の効率的な実施や受益者負担の実現を通じて租税負担の抑制を図るといった特徴を發揮しつつ、中長期的な視点から、かつ、民間金融を補完しながら、資金面からの成長制約を解消する役割を果たす
- 財政投融資は金融的手法の政策スキームであり、財政投融資については償還確実性を確保し、リスクマネーを供給する産業投資については適切なポートフォリオマネジメントにより、全体として毀損を回避
- 財投改革後の財政投融資を巡る著しい環境変化を踏まえて政府が行う投融資活動の在り方と、それを適切に運営していくため、官民の役割分担・リスク分担、貸し手又は出資者としてのガバナンスを検討

I. 財政投融資の役割

1. 官民の役割分担・リスク分担

(官民の役割分担)

<平時における公的金融機能>

- ① 情報の非対称性や不完全競争、外部経済効果など市場メカニズムでは効率的な資源配分が実現されない状況に対応する「民間金融市場の補完」
 - ② 大規模・超長期プロジェクトやインフラの海外展開における「民間では担えないリスクの負担」
 - ③ 民間の投資マーケットが十分に形成されていない状況で公的資金を呼び水とした「民間資金の誘発効果」
- 民間金融機関のリスク許容力が回復した平時には市場機能をベースとする民間金融が主体。投融資先の経営状況やプロジェクトの収支が安定したり、民間の投資マーケットが形成された段階において、公的金融機能は撤退

<危機時における公的金融機能>

- 危機時には民間金融のリスクテイクに限界があり、公的金融機能が平時の役割を超えた役割(「量的補完」)を担う。平時への移行時には、移行のタイミングを見極め、危機対応の恒常化によって産業の新陳代謝を妨げないように縮小

(官民のリスク分担)

- 官民が適切にリスク分担し、民間企業のモラルハザードを防止しつつ、公的部門は適度な支援を行うことが課題
 - 民間企業が負担すべきリスク: ビジネスリスク
 - 公的部門がリスク分担し、民間のリスクテイクを補完: 基礎的技術の不確実性、進出先国のリスクなど

2. 財政融資と産業投資の役割分担

＜財政融資＞リスクが低い事業を対象に、超長期資金を含めた「負債性ファイナンス」の供給源

＜産業投資＞リスクが高い事業を対象に、エクイティ性の資金を含めた「資本性ファイナンス」の供給源。投資の幅(リターンとリスクの組合せ)は広い

○ 超長期資金、エクイティ性の資金、外貨資金など、民間金融だけでは十分にリスクテイクできない分野において民間金融の補完的な役割を果たす

○ 資本性劣後ローンなどのメザンファイナンスについて、財政融資と産業投資を組み合わせたハイブリッドな資金供給の手法を検討

⇒ これまでの低利の資金供給に加え、事業の成長性を重視する資金供給に重点をシフト

3. 今後期待される分野

○ 規制緩和やコーポレート・ガバナンスの強化等に取り組みとともに、官民の適切な役割分担の下、6分野に対する中長期のリスクマネーや成長資金の供給拡大が必要

① 産業競争力強化のための新事業や新たな技術開発

② ベンチャー企業や中堅・中小企業による事業の発展を目指した長期投資

③ 新興国を中心とした世界の膨大なインフラ需要の取込み

④

⑤

⑥

④ アジアを中心とした海外の成長の取込みに向けた企業の海外進出

⑤ 高度成長期以降の公共インフラの更新期に向けた資金ニーズの拡大

⑥ 地域産業の成長・雇用の維持創出や新たな活力ある地域づくり

II. 財政投融資の対象として今後期待される分野

1. 産業競争力強化

グローバル経済圏とローカル経済圏の課題に応じ、産業の新陳代謝を促進し、先端的設備の導入等による効率性向上や付加価値向上を図り、産業競争力の強化を支援(DBJ、JBIC、日本公庫、JOGMECなど)

2. イノベーション創出

産業の活性化に不可欠なイノベーションに必要なエクイティ性の事業資金ニーズに応え、新規・成長産業の事業リスク(特にアーリーステージ)を支える(産業革新機構、農林漁業成長産業化支援機構、DBJ[競争力強化ファンド]、日本公庫など)

3. インフラ輸出

官民一体でインフラシステムの海外展開を戦略的に支援し、世界の膨大なインフラ需要を取り込む(JBIC、JICA、海外交通・都市開発事業支援機構[インフラ輸出機構<新設予定>]など)

4. 中堅・中小企業の海外展開

国内市場が伸び悩み、アジアを中心とする新興国の需要を獲得するため、中堅・中小企業の海外展開を支援(日本公庫、JBIC、商工中金[グローバルニッチトップ支援貸付]、海外需要開拓支援機構[クールジャパン機構]など)

5. インフラ投資

民間の資金やノウハウを活かしたインフラ投資を促進し、老朽インフラ等の新たな課題に対応(都市再生機構、民間都市開発推進機構、民間資金等活用事業推進機構[PF推進機構]、DBJなど)

6. 地域活性化

地域産業の成長・雇用の維持創出、人口急減・超高齢社会における持続可能な都市・地域の形成を支援(日本公庫、農林漁業成長産業化支援機構、都市再生機構、地方公共団体など)

Ⅲ. 産業投資の在り方

1. 産業投資の役割

- 短中期(長くとも5年程度)が中心の民間の投資活動に対し、産業投資は収益が上がるまで長期的に耐えうる資金。資本性資金を呼び水として供給し、官民の適切なリスク分担の下、民間が負担しきれないリスクを政府が分担し、民間金融による資金供給(レバレッジ)を誘発する「質的補完」の役割
- 民間の人材・ノウハウを活用して投資案件を日利き。投資に際し、民間企業や民間ファンドと協業・協力を行うことで、民間資金を最大限活用
- 特に官民ファンドは、共通する基準(政策目的に沿った効率的運営、国の資金であることも十分配慮された運用、人材育成等の社会的便益、中長期的な視点から総合評価)に加えて、「投資収益の論理」と「政策目的の論理」の重複領域(官民ファンドのストライクゾーン)で運営させることが課題

2. 産業投資のリスク管理

＜執行(フロー)管理＞

- 投資内容や投資決定プロセス、各投資先企業の財務情報や回収見込額を事前に確認し、資金需要に応じて実行(予算額を下回った場合は不用)
- **残高(ストック)管理／配当・利益分配**
- 個別の案件でのリスクテイクと全体での元本確保のバランスをとるポートフォリオマネジメントにより、毀損を回避し、一定の利益を確保
- 特に時限組織である官民ファンドは、フェーズ(投資期間、回収期間)毎に適切に対応

3. 産投出資と産投資付の役割・特徴

- エクイティファイナンス(産投出資)のほか、最近ではメザファイナンス(確定利付の財政融資では対応困難な、業績連動型の金利設定の融資)の役割も担っており、産投出資に加えて、産投資付も特例的・限定的に活用

Ⅳ. 地方公共団体向け財政融資の在り方

- 平時への切替えを進める中、資金調達能力の差を踏まえた資金供給を図るとともに、資金使途に着目した重点化を図る
 - 臨時財政対策債は引き続き抑制的な関与にとどめ、資金調達能力の低い地方公共団体には柔軟に対応
 - **具体的な重点分野**
 - ・ 防災・減災等に積極的に対応するほか、公共施設の更新投資など新たな資金需要にも柔軟な対応を検討
 - **貸付条件の見直し**
 - ・ 施設の耐用年数等を勘案しつつ、財政融資資金の償還年限(現行は原則25年、最長30年)の延長を検討
- ※ 更新投資への対応、貸付条件の見直しに際しては、人口急減・超高齢社会の到来も見据えた公共施設の横断的管理を促す

V. 資金調達の在り方

1. 財投債・財融FB

- 財投債は、発行額の平準化を念頭に置きながら、財政融資資金のデュレーション・ギャップ及びマチュリティ・ギャップを極小化する年限構成になるように調整
- 財融FBは、財投債発行額を2ヶ年にわたり平準化できる点も踏まえ調整

2. 政府保証債・政府保証外債

- 個別に厳格な審査を行うこと等を前提に、政府の成長戦略や金融市場の情勢等に応じて、以下の見直しを行う
 - ・ 外貨貸付に対する資金需要に対応するための政府保証外債について、審査基準の明確化を図る
 - ・ 財政融資資金からの借入れが出来ない仕組みとなっている機関における政府保証債について、
 - 財政融資を停止し、市場調達資金への政府保証の付与のみとされたことなど、既往の資産・負債を管理するための政府保証債は、引き続き、過渡的又は限定的に付与
 - 一方で、大規模プロジェクトをはじめとした政策的必要性が高く採算性が高いため資金の回収も見込める事業を実施する場合における新たな資金需要に対応するための政府保証債は、審査基準の明確化を図る

3. 財投機関債

- 発行によって得られるディスクロージャーや事業運営の効率化といった効果と調達コストを勘案しながら、引き続き、相当程度の資金調達を行う財投機関（産投機関等）のリスクが高い事業を行う機関は（除く）において発行

VI. ディスクロージャーの充実

1. 政策コスト分析

- 公表内容の充実のため、政策コストの時系列の把握・公表や対象分野毎の集計を新たに行う

2. 使途別分類表の見直し

- 財投対象事業の実態を反映するよう、現行の使途別分類表を見直す（「産業・イノベーション」、「海外投融資等」による新たな分類を導入）

VII. ガバナンスの向上

1. 貸し手として

- 償還確実性の確保の観点から、外部ガバナンスを高める仕組みとして、資産の処分に関する制限など、新たにコベナントの活用を図る

2. 出資者として

- 産業投資が長期でリスクのある投資にシフトしていることに応じ、出資の毀損の回避の観点から、ガバナンスを適切に行使用
・ 特に官民ファンドを通じたリスクマネー供給について、まずは官民ファンド自らによるガバナンスを確保し、その上で、官民ファンドガイドラインに基づき、出資者たる国によるガバナンスの確保（投資実行後の状況の適時適切な把握等）を図る
- ・ JOGMECによる海外資源権益の確保について、官民ファンドガイドラインに準じ、適時適切な報告を求めめることを検討

3. チェック機能の充実①（実地監査、スポット監査）

＜独立行政法人等＞

- 実地監査は、官民ファンドの投資態勢等の実態確認や、独立行政法人の監事監査等との連携強化を図る
 - スポット監査は、民業補完や民間資金の誘発効果の検証、官民ファンドのガバナンスのチェックを機動的に行う
- ＜地方公共団体＞
- 人口減少の中、地方公営企業等の経営環境の実態把握や収益力等の財務データの分析能力を高め、将来にわたり財務の健全性を確保

4. チェック機能の充実②（地方公共団体の財務状況把握）

- 都道府県向けヒアリング実績の積み重ねなどの充実を図るとともに、地方公共団体における財務状況把握の活用を促進

VII. 財投特会の財務の健全性確保

1. ALMの高度化

- デュレーション・ギャップの水準維持や構造的に完全に解消することが困難なマチュリティ・ギャップへの対応のため、金利スワップ及び買入消却をALMの補完的手法として引き続き実施

2. 積立金

- 中期的に赤字転落のリスクが顕在化していることから、財投特会の財務の健全性を確保するため、復興の進捗や財政事情も勘案しつつ、28年度期首に一定程度の積立金を確保するとともに、集中復興期間（23～27年度）が満了した28年度から積立てを継続的に行うことが必要
- 積立金の必要水準については、適切なALMの実施により金利変動リスクが低減されている最近の状況を踏まえ、引下げの可能性を検討

3. 貸付金の証券化

- 財政融資資金貸付金残高の圧縮が目標達成に向けて着実に進む中、①証券化に相当程度のコストが発生する、②証券化市場に回復の兆しが見られないこと等から、残高圧縮や金利変動リスクの観点から特に必要とならない限り、基本的に実施しない（当初予算計上は行わない）方針

(参考)リスクテイク機能に着目した主な財投機関の役割

