

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

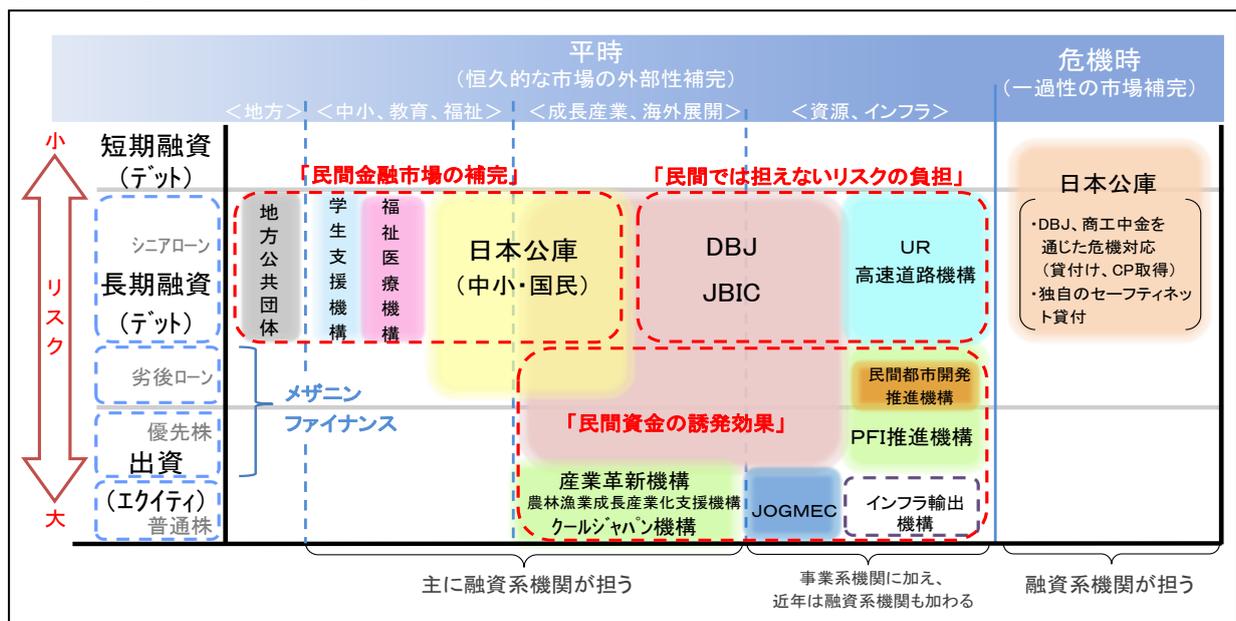
民間金融機関のリスク許容力が回復した平時には市場機能をベースとする民間金融が主体となり、投融资先の経営状況やプロジェクトの収支が安定したり、民間の投資マーケットが形成されたりした段階において、公的金融機能は撤退する。

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

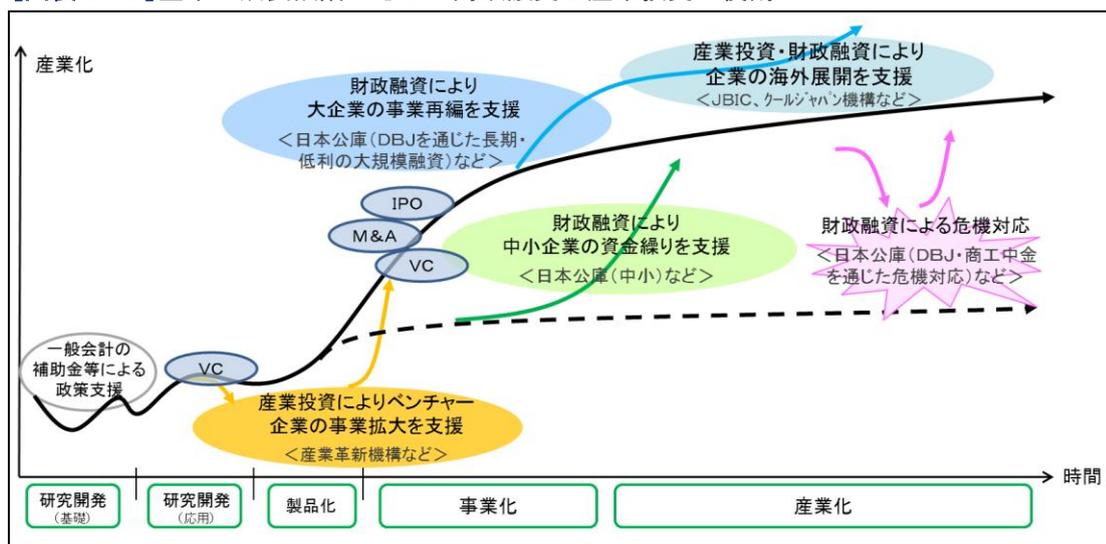
原資	商品性	特長 / 役割
財政融資	確定利付の融資	<ul style="list-style-type: none"> 「確実かつ有利」（財政融資資金法 1 条）とされ、償還確実性が必要 財投債による市場調達を原資としており、政策目的の実現に必要な範囲内で「量的補完」が求められる場合に効果的な役割
産業投資	出資 業績連動型の金利 設定の融資	<ul style="list-style-type: none"> 個々の案件でのリスクテイクと全体での元本確保のバランスをとるポートフォリオマネージメントにより、出資の毀損を回避 資本性資金の供給（エクイティ、メザニンファイナンス）により、民間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



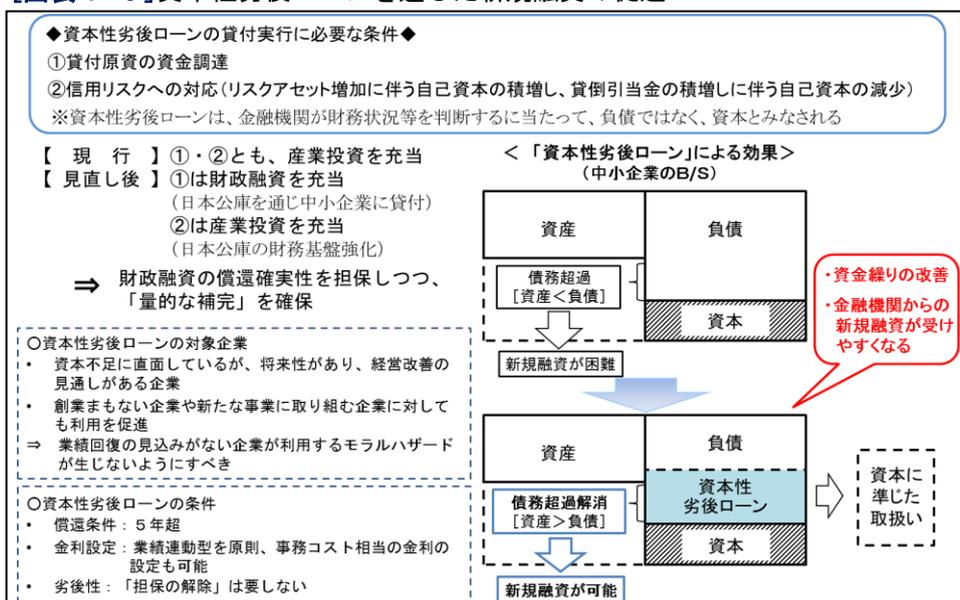
特に資本性劣後ローンについては、現在、産業投資が供給源としての役割を担っている。金融検査上、資本とみなされる本ローンは、民間融資を誘発する効果が期待さ

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。

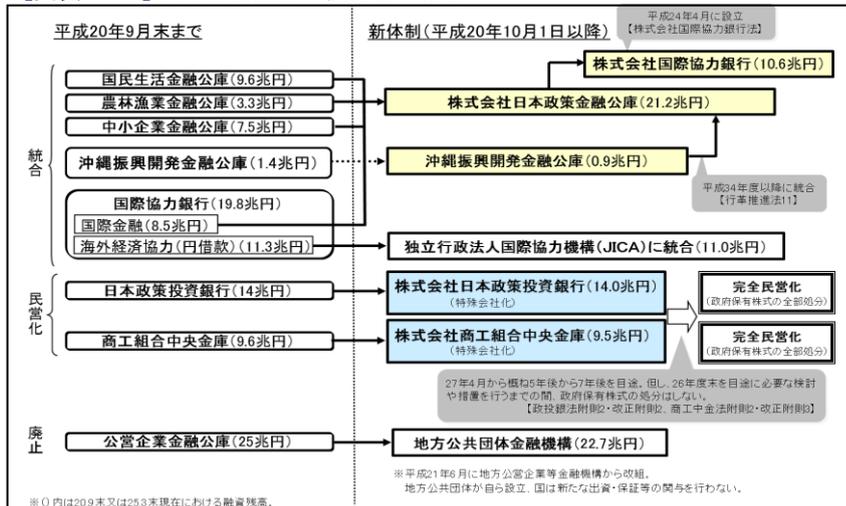
² カバード・ボンドとは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種。質の高い債権で構成されるカバールールを担保とし、投資家は発行体の信用力と担保債権の信用力へ二重にリコースできる。

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。

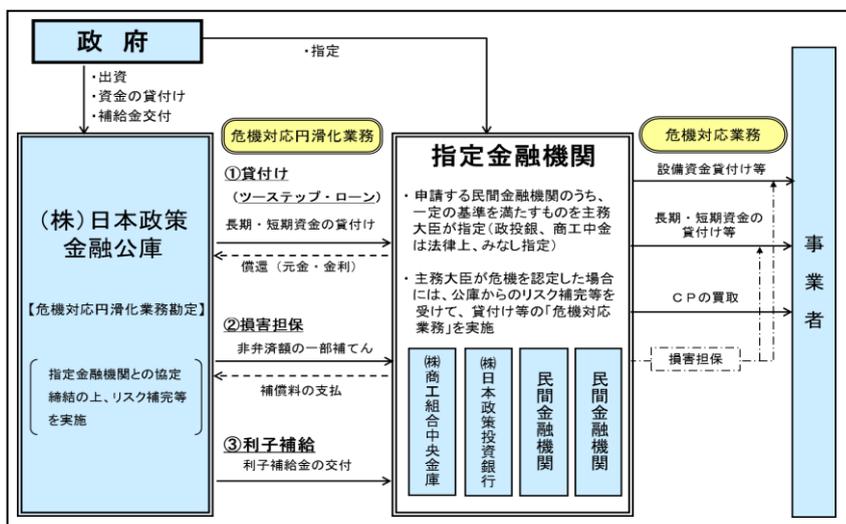
平成20年10月、「官から民へ」の観点から、民業補完に徹するため、例えば中小企業金融（一般貸付）から撤退する等、政策金融⁴として必要な機能に限定し、これを残したうえで政策金融機関を再編した【図表1-6】。

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



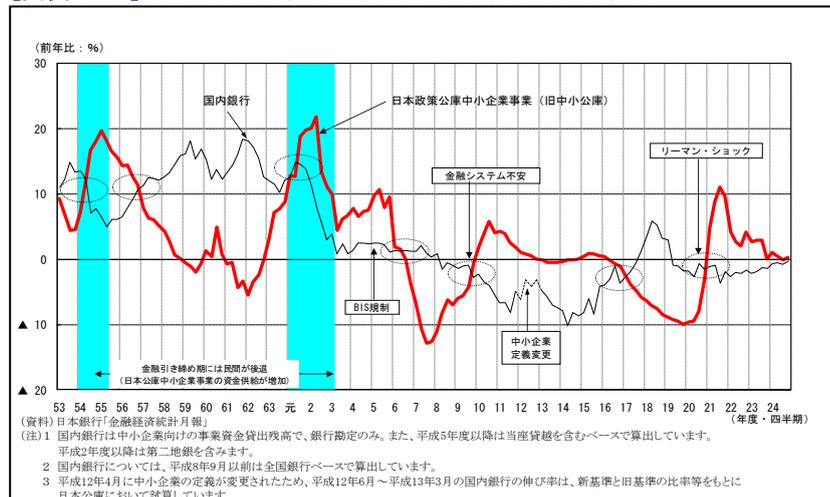
ii. その後の変化

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

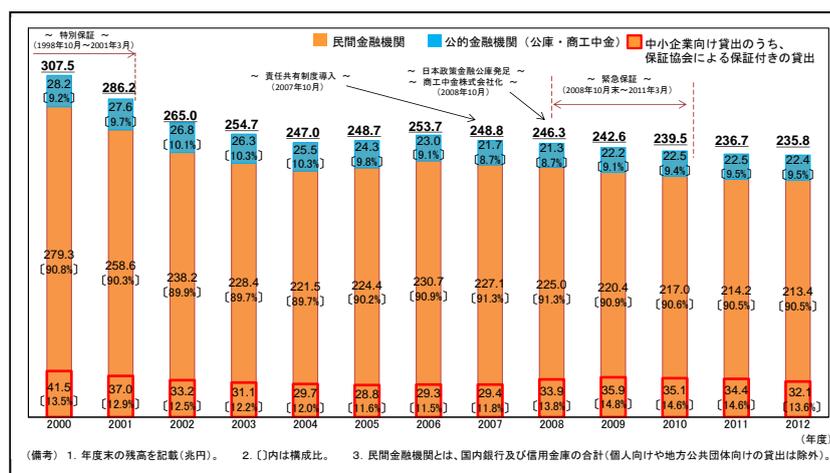
⁴ 政策金融とは、公益性が高いものの、リスクの適切な評価等が困難なため民間金融機関のみでは適切な対応ができない分野において、融資や保証などの金融的手法によって政策目的を達成するものであり、公的金融に内包される。公的金融には、その他に、政府出資のある政策実施機関等（インフラ投資実施機関や官民ファンドを含む）による各種のファイナンス活動がある。

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）

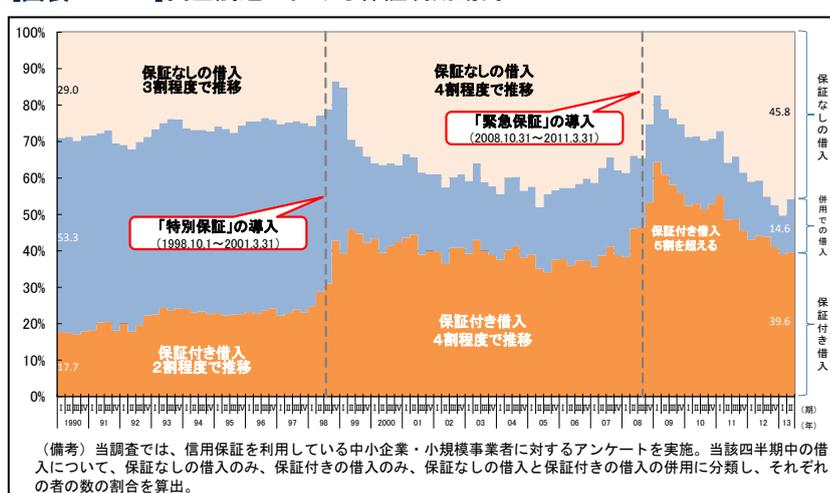


[図表 1-10] 中小企業向け貸出の推移



(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）

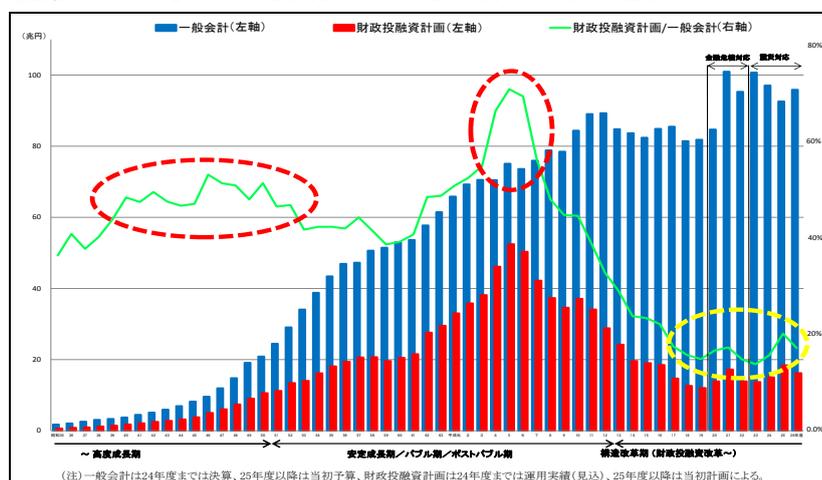
経済の成熟化、市場メカニズムの整備が進む中、2001 年度に抜本的な財政投融资制度の改革（財投改革）を実施した。財投事業についても民業補完の観点から見直しを行った。特に個別事業の見直しについては、2004～2005 年にかけて、政策的必要性及び財務の健全性の観点から総点検した。その結果、2008 年度当初は、フローではピーク時の約3分の1までスリム化が進展した[図表 1-1 4]。

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。