

## 序文

慶應義塾大学経済学部教授 土居 丈朗

財政投融资制度は、2001年度に抜本的改革が行われ、それから20年が経つ。かつての資金運用部資金は、財政融資資金と名を変え、郵便貯金資金や年金資金に付されていた預託義務がなくなり、原則として財投債（財政投融资特別会計国債）によって資金調達することとなった。改革前は預託義務の下で資金供給を受けて受動的な資金調達だったが、改革後には財投債で必要な資金を確保する形で能動的な資金運用が可能となった。

抜本的改革直後の財政投融资は、小泉純一郎内閣の下で、資産負債改革につながる形でスリム化が進んだ。かつての「入口」であった郵便貯金や簡易生命保険資金については郵政民営化、「出口」の財政投融资対象機関については特殊法人改革、行政法人改革、そして政策金融改革へと波及した。財政投融资の資金調達が能動的にできることで、財投機関への投融资も以前より柔軟に精査できるようになった。

財投改革はまさに、土居（2009）で詳述しているように、政府の資産負債のオフバランス化を可能にした。つまり、政府が資産を保有すると同時にその資金を負債で調達して、バランスシート上両建てで保有し、それだけ政府がリスクを抱えた状態を解消できるようにした。それだけ、道路公団民営化を含む一連の小泉構造改革の実行は、容易になったといえる。

ただ、財政投融资のスリム化の先に何があるかが問われる。2007年2月に、今後の財政投融资の在り方を検討すべく、財政投融资に関する基本問題検討会が設置された。同検討会では、2008年6月に「今後の財政投融资の在り方について」を取りまとめ、今後の財政投融资の資金調達や役割と対象分野について新たな方向性

を打ち出した。さらに、地方公共団体向け財政融資について議論を加え、2009年7月に「地方公共団体向け財政融資に関する報告書」を取りまとめた。

これらの取りまとめで打ち出された方向性を編者なりにまとめると次のようになる。今後の財政投融资には、企業の生産性向上やイノベーション創出に向けて、規制緩和を進めつつ、人材育成やコーポレート・ガバナンス（企業統治）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期待される。そこで、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、財政投融资を含む政府が行う投融资活動の役割を見出すことができる。財政投融资は、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発揮しつつ、中長期的な視点から、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が考えられる。

そこで、財政投融资の役割として、官民の適切な役割分担を果たすべく、平時に果たすことが期待される機能として、市場の失敗の是正がある。たとえば貸し手が借り手の能力について情報がないために貸し渋るといった情報の非対称性や、産業基盤の確立や発展に寄与する基礎研究や都市再開発における外部経済効果など、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が起こりえる。そうした状況に対して、財政投融资は、民間金融市場を補完するなど民間では担えないリスクを負担する役割が挙げられる。平時では、民間金融機関のリスク許

容力があるため、市場メカニズムに基づく民間金融が主体であり、民間での市場形成ができたから公的金融機能は撤退するのが基本である。

この方向性に沿って、財政投融资では、融資や出資や保証などの金融的手法を活用した政策手段を、目的に応じて有効に使い分けることが求められる。財政融資は、長期的な貸借関係を継続することから、資金の借り手の財務状況を監視して、融資した資金が確実に回収できるようにしておく（償還確実性の確保）といった対応とともに、短期的に赤字になっても長期的には費用を回収できる事業には忍耐強く貸し続け、借り手が冒険的な経営をせずにリスクを回避するように債権者（負債）から規律付けるのに向いている。

リスクマネーを供給する産業投資は、出資という手段を用いる。出資者たる国は、政策目的の実現と出資の毀損の回避という2つの観点から、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ように出資者からの規律付けを適切に行わせることが重要である。

産業投資は、近年、官民ファンドに対する出資等を行っている。官民ファンドとは、特定の政策目的のために国と民間が出資して時限を決めて設立した機関で、目的に沿った民間の投資先に対して出融資を行い、その配当や収益を回収するものである。存続期間が予め決められている官民ファンドは、期間内で民間投資を誘発し、業務の完了により解散する予定となっている。

官民ファンドが民間の投資先に出融資する際には、公的資金を活用していることに鑑み、政策目的に沿って効率的に運営されているか、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、民間のリスクマネー供給との関係や役割分担が適切かといった観点を重視して投資を実行することが求められる。

こうした財政投融资の今日的役割を踏まえ、本特集号「マクロ経済及び社会資本整備における財政投融资の果たす役割」が企画された。企画は当初、2021年2月21日に他界された池尾和人先生（慶應義塾大学名誉教授・立正大学教

授）が編集責任者となる予定だった。池尾先生は、財政投融资に関しても深く関わられた。その詳細は土居（2021）に譲るが、池尾先生は、財政制度等審議会（財務大臣の諮問機関）の会長代理兼財政投融资分科会長として現職のまま亡くなられた。そして、2020年12月18日に開催された同分科会で、分科会長として司会をされたのが、池尾先生の最後の公務とみられる。

その後、池尾先生の企画をほぼそのままに、編者が編集責任を引き継いだ。

第1論文である光定洋介・川北英隆「我が国における公的エクイティ性資金の機能の状況—官民ファンドの可能性とリスクについて—」は、産業投資が関わる官民ファンドについて、3つの仮説を立てその正否について考察している。3つの仮説とは、（1）官民ファンドには政策目的と収益性を追求できるような投資案件があり、呼び水効果を生んでいるか、（2）官民ファンドへのガバナンスは働いているか、（3）官民ファンドが投資人材の育成に寄与しているか、である。検証にあたり、先行研究調査、統計や文献調査による実績データ分析、有識者へのインタビューなどを行い、官民ファンドの現状分析、民間ファンドと官民ファンドの違いを明らかにした点が、光定・川北論文の特徴的なところである。その結果、仮説（1）は、実績では呼び水効果も生んでいる一方で、政策目的の裁量的解釈、民業圧迫リスクが存在していることも示唆された。仮説（2）は、累積損失が悪化した官民ファンドの見直しが早めに着手されていること等から、政府の官民ファンドへのガバナンスが一定程度は機能している一方で、官民ファンドの設置期限（サンセット条項）の延長が行われていること等から運営組織のガバナンスが必ずしも十分機能していない可能性が示唆された。仮説（3）は、投資人材育成については、官民ファンドの卒業生が民間で活躍している傾向がみられることなどを明らかにした。

金融危機期における政策金融や信用保証の役

割を検証することも重要である。第2論文である後藤康雄「政策金融としての信用保証による経済・金融への影響」では、わが国の信用保証と短期の経済変動の時系列的関係について検証した。その結果、景気等の実体経済から信用保証への因果性は存在するが逆の関係は乏しく、総貸出等の金融関連変数との関係もおおむね同様であったことを明らかにした。また、保証債務を持つ企業では持たない企業よりパフォーマンスの悪い企業が少なかったという検証結果から、わが国の信用保証はオーバー・プレゼンスの状態とはいえ、総じて実体経済を補完的に支援する範囲で推移していると評価している。

第3論文である中田真佐男「農業分野における資金供給の効率性向上に向けた課題」では、わが国金融市場の成熟が進んで市場の失敗が深刻化する分野が限定されつつある中、公的金融による市場の補完が依然として機能しうる数少ない分野として、農業に焦点を当てる。わが国で農業を成長産業にする上では、民間金融機関からの資金供給の量的拡大が不可欠となることから、今後は融資・投資の両面において、政策金融が民間金融部門との間で情報共有・ノウハウ移転も含む連携を強化していく必要性を、分析によって明らかにしている。

わが国では、高度成長期に集中的に整備したインフラが一斉に老朽化しつつある。第4論文である根本祐二「インフラ老朽化対策と更新投資ファイナンスに関する考察」は、老朽インフラの更新の在り方について考察する。インフラの更新投資の財源を、国債増発や増税で調達するのではなく、公共施設再編（広域化、ソフト化、集約化、共用化、多機能化）や、予防保全、リスク・ベース・マネジメント（RBM）など更新投資規模を削減する様々な知恵を実施する必要性を説いている。そして、これらの効果を試算したところ、更新投資必要金額を40%削減できることを明らかにした。そして、財政投融资には、ファイナンスが円滑に進むように、

リスクテイクのできる専門的な金融機関への資金供給あるいは専門的なファンドの組成を含むリスクマネーの供給という役割があることを明らかにした。

地方公共団体向け財政融資も、財政投融资の中で大きな位置を占めている。次の2つの論文は、地方公共団体向け財政融資に関するものである。第5論文である富田俊基「財投改革と地方債」は、財投改革との関連で、地方公共団体の財政運営の自律を促すという地方分権改革の目的は達成できたのかを検証している。財投改革で示された市場からの資金調達拡大は、市場公募債の発行団体の拡大、共同発行公募地方債の発行によって進められた。しかし、こうして市場からの資金調達が増大したからといって、地方公共団体の財政運営に市場からの規律付けが機能するわけではないことを明らかにしている。加えて、市場からの規律付けが働かない中で、地方債の償還確実性を担保するために、いかなる規律が必要かを、臨時財政対策債と下水道事業債を例に検討した。そこから、国による地方財政への財源保障の在り方にも規律を設け、国の財政の持続可能性を高める必要があるという含意を導出した。このため、地方財政計画において一般財源総額実質同水準ルールを遵守するとともに、臨時財政対策債について満期一括償還地方債を発行した各地方公共団体は減債基金への積立ルールを守る必要があることと、下水道事業債については、公営企業が独立採算制であることを基本として、一般会計からの基準外繰入の禁止にとどまらず、基準内繰入の大幅な縮減が必要であることを説いている。

第6論文である大野太郎・石田三成・小林航「財務状況把握の財務指標から見た地方公共団体の資金繰り状況」では、前掲の「地方公共団体向け財政融資に関する報告書」に基づいて活用されることとなった地方公共団体向け財政融資における財務状況把握の財務指標を用いて、地方公共団体の資金繰り状況を考察している。

## 序文

近年、地方公共団体は積立や実質債務の状況が改善する一方、収支状況を表す行政経常収支率が低下し、資金繰りの厳しさが高まりつつあることを明らかにした。その背景には、物件費・扶助費・補助費等による歳出増が寄与していることを解明した。そして、財務状況把握は地方公共団体の資金繰り状況を捉える上で効果的で

あり、学術的にも有益な指標であることを示唆している。

結びにあたり、本特集号を、池尾和人先生に捧げることにしたい。そして、本特集号で導出された政策的含意が、財政投融资の今後の運営において活用されることを願う。

## 参 考 文 献

土居丈朗（2009）「小泉改革における経済学の専門知—政府の資産負債のオフバランス化改革—」，久米郁男編『専門知と政治』，pp. 31-81，早稲田大学出版部

土居丈朗（2021）「追悼 池尾和人先生と財政投融资」，『経済セミナー』2021年8・9月号，pp. 47-53