

## 第2回資産債務改革の実行等に関する調査会

日 時 平成19年1月30日(火) 18:00~20:00

場 所 合同庁舎4号館 共用第2特別会議室

(八代会長) それでは、第2回の会合を開催したいと思う。

本日は、新任の各委員からご意見の表明ということで、まず翁委員、桜内委員、富山委員からご意見を伺うということになっている。

最初に、翁委員に、プレゼンテーションをよろしく願います。

(翁委員) 資産債務圧縮の目的について、何が目的なのかということを確認にして取り組む必要があるのではないかとということで、特に公的法人の資産改革に踏み込むのであれば、何が目的なのかということをごきちんとしておく必要があると思っている。

例えば、公務員宿舎といった実物資産の場合は、それを売却することによって財政の改善への直接的な寄与もあるし、また、それを民間が活用することによって、経済の活性化ということも当然期待できる。それから、財投資金の貸付金の圧縮、今、取り組もうとしている証券化の仕組みというのは、むしろALM上の観点からやろうとしているわけで、これはその証券化した商品が国のクレジットに近いものだというふうに見えるのであれば、むしろ国のクレジット自体を圧縮するというよりも、国の金利リスク・エクスポージャーを今のうちから縮小しておこう、これによって将来の国民負担の極小化を図ろうということで行うものだというふう理解できると思う。

仮に、公的法人や、独立行政法人の資産改革ということに踏み込むのであれば、むしろそこはやはり行政改革という視点から見ていくことが重要で、資産債務圧縮というのが目的というよりは、むしろ手段として、そういったことをやっていくという話になっていくのではないかとと思う。

独法の資産をどのように見ていくかについて、大事な視点が2つある。当該事業の政策目的というのが本当に現在も妥当か、妥当でなければ、もうその資産は要らないであろうということである。もう一つは、仮に妥当だとしても、その事業が効率的に行われているかということ。これは、もしかしたら政策目的は今も妥当であっても、民間が行うことによって、より効率的にキャッシュフローを稼げるとか、効率的に行えるという見極めができるということだろうと思う。そういう視点で見ていくということが恐らく重要で、その結果として資産債務圧縮

ということで、財政の改善や経済の活性化、それから公的債務の削減も、図れるのではないかとこのように思う。

私は、小泉政権のときから、特殊法人等改革推進本部で独法をかなりいろいろ見てきたので、そこで得た問題意識というのをこれからお話ししたいと思う。もともと独法などの公的法人は、資産債務を圧縮するというような問題意識はまず何も持っていないということであり、これについて踏み込んでいくのであれば、そういったところの問題意識から変えてもらうという必要が出てくるだろうと思う。

独法の場合は、中期計画ごと、3年から5年といった期間ごとに、業務を抜本的に見直して、要らない業務は見直すとか、やめるとか、そういう仕組みになっているが、多くの独法については、実際にはかなりの実物資産を持っていて、いわゆる箱物も多く抱えていて、これに付随する事業を継続している例が少なくない。事業の見直しといったことは、総務省の評価委員会とか、またはそれぞれの省庁の評価委員会とか、そういったところで提言しているが、横断的に資産の圧縮とか資産の有効活用という課題を掲げ、横断的に不要な業務を廃止し、民間の知見を活用した利用を行うことで、事業を効率的に運営する契機になり得るのではないかとこのように考えている。例えば、政策目的はまだあるというふうに考えられる場合には、官業の民間開放の観点から、市場化テストなどとパッケージでこれをやっていくということも、一つの考え方なのではないかと思う。

具体的な例をいくつか挙げれば、都市再生機構の賃貸住宅、これは10兆円以上の規模で、非常に大きな資産になっている。それから、雇用能力開発機構の保有する雇用政策関連施設、これはアビリティガーデンとか、公共職業能力開発施設というのが全国のあちこちにあり、それから都道府県センターといったような箱物がある。こういったところが有効に活用されているかという、必ずしもそうでもないというような状況であると思う。それから、奨学金をやっている日本学生支援機構も、留学生向けの施設とか会館とか、そういったものをたくさん抱えている。これも、必ずしも有効に活用されているわけではない。それから、国際協力機構が保有する国内宿泊施設、これも全国9カ所ぐらいにあるが、これも必ずしも有効に活用されているわけではない。こういったものを、実物資産の例として、どう見直ししていくかというようなことがあると思う。

ただ、例えばこれが財投機関の場合、どのように考えていけばいいかということを整理しておく必要がある。3ページ目につけたが、財投機関の融資をしているところ、つまり、この各種事業というのは(B)になるわけだが、ここを圧縮しようとする場合には、当然、その見

合いの負債の大部分が財投の貸付金であるわけだが、ここについてどのように考えていけばいいかということがある。1 ページ目の最初に書いたが、見合い負債が財政融資資金借入ということであれば、原則として繰り上げ償還が補償金なしではできないということになっている。当然、財投であるので、繰り上げ償還が生じれば、補償金があればそれは構わないわけであるが、補償金がないと国庫負担が生じるということになる。それから、財投機関についても、補償金を支払ってまで資産を圧縮しようというインセンティブは当然ない。補償金を免除して資産債務圧縮を進める条件をどう考えていくかをもう一度きちんと議論、確認し、進めていく必要があるのだろうと思う。

それから、公的法人の積立金に関して、2006年度の会計検査院の指摘の中で、例えば財団法人、これは補助金が出ているところばかりであるが、全国土地改良資金協会というところで、補助金で造成させた土地改良負担金対策資金について本来必要な支出予定額に比べて余裕資金が非常に多いという指摘があった。それから学校給食研究改善協会というところで牛肉の価格高騰のためにつくられた食肉流通・消費改善基金の残額 1 億6,560万円を返却するように指摘する事例があった。

資金運用も行っている基金というのは、そのほかにも財団法人とか独法とか、たくさんあると思うが、そのレベルが本当に適切なかどうか。実際に政策目的のために必要なものということから考えても、規模の適正性を横断的に見ていけば、相当、無駄にやっている例というのはあるのではないかと考えている。

それから、3 番目に公的法人の金融資産についての考え方ということで、政府系金融機関については、現在 1 つに統合して、そこで融資を証券化していくというような動きがあるほか、そのほかにも金融を行っている独立行政法人がいろいろあり、これらも証券化や部分保証などの方向に進めていくことになっている。なお、資産規模の大きい独法で、鉄道建設・運輸施設整備支援機構の話を、規制改革会議で聞いてみたのだが、資産の中で非常に高いシェアを占めるのは、民間鉄道及び JR 向けの割賦債権というものであって、非常に期間の長いものもあるわけだが、これについては、国鉄民営化にあたって法律で旧国鉄職員の年金の負債に充てる約束になっていたりと、また、証券化するに当たってコストが顕在化するとか、いろいろクリアすべき問題点があるという説明を受け、なかなか容易ではないという感じを受けた。あと、財投の借入れの繰り上げ償還が発生する場合の問題というのは、さっき申し上げたとおりである。

政府系金融機関とか財投機関の融資に関しては、例えば債権の期限到来時に、証券化などによって民間の部分的な信用補完という形で、リスクを負担するように切りかえていき、財政

融資、財投機関の貸付金の両面から残高を減少させていくという方法が考えられるのではないかと考えている。

それから、今回やろうとしている財政融資資金の貸付金自体の証券化というのは、ALM上の観点からやっていくということと思うが、証券化商品を加工する場合のポイントとして、いろいろな論点があるかと考えている。

例えば、債務者である各財投機関というのは、非常に相関関係が強いものだと思うが、そういった中で債権プールをどのように切り出していくのかということ、それから銀行も含めたいろいろな投資家が、ここの証券化商品をどういう信用度として見ていくのか、例えば、与信管理上、自己資本比率規制のリスクウエイトとして、どういうふうにこの財投証券化商品を見ていくのかということや、それから売却の大きさとか、売却のしやすさなどの観点から、どうやってキャッシュフローを切り出していくのかということなども、いろいろヒアリングして考えていかなければならない論点ではないかなと思っている。

それから、さっき申し上げたように、財投機関の資産債務の圧縮を進めていくのであれば、ALMをがっしりフィックスしてしまうと、かえってそれが見直しのネックになってしまうことになりかねないので、独法とか財投機関の資産の圧縮というのをどういうふうに考えていくのか、それを財投との関係でどういうふうに考えていくのかということを事前にきちんと議論した上で、この問題を考えていく必要があるのではないかと考えている。

以上で終わらせていただきたいと思う。

(八代会長) 昔の鉄建公団、鉄道建設・運輸施設整備支援機構では、民間鉄道及びJR向けの割賦債権について、職員の年金資産の負債に充てるものもあるということだが、その場合も、例えば民間に売って、そのお金をまたお金で積み立てて負債に充てるということも、別に考えられる。その点をもう少し、ご説明いただきたい。コストの顕在化というの、こういうことをすれば必ず出てくる問題なので、特にここで難しい理由はどうなっているのか。

(翁委員) 割賦債権については、民間の鉄道向けの割賦債権と、それからJR向けの割賦債権と両方あり、JR向けの割賦債権については、国鉄の改革スキームの中でがっしり枠組みが決められており、その一部が国鉄の年金の費用等に充当されるということが決まっている。それで利率とか支払い期間とか支払い方法とか、そういったものがすべて法令で固定されている形になっており、その元利を合わせた確定額を国鉄の年金費用に充当するという形になっているため、難しいという説明を受けた。

また、証券化に伴うコストという点については、たとえば民鉄の小田急向けとか、そういっ

た私鉄に対して多額の融資があるが、それを証券化し、小田急のクレジットで資金調達しようとするれば、当然、今、AA格の債権の格付が下がって、小田急としてのクレジットで調達することによるコストが顕在化するということが債務者にとってもメリットがない、また公益である鉄道の事業コストが上昇し、国民負担も顕在化するというようなご説明であった。

一方で、都市整備公団についての規制改革会議での議論としては、比較的幾つかの検討項目とか結論というのが出ており、例えば機構の保有する物件のうち、公営住宅階層の居住者が大半を占めている物件については、できるだけ機構本来の役割に徹するべく、地方公共団体に譲渡するなどして機構の業務から切り離すため、当該団体と協議していく、あるいは、老朽化したようなものについて建てかえをするというようなときには、できるだけ周辺とか団地への移転を積極的に活用するということが資産を圧縮していく、そういった回答が得られている。

(八代会長)やはり、特に独法の場合は政策目的自体と当然関係があるわけで、政策があくまでも現在でも重要なものであれば、そのために必要な資産は当然現状のままでいいわけであり、どうしてもそこに、今、踏み込まざるを得ないわけである。私も覚えがあるが、例えば国交省所管の航海訓練所というのがあり、帆船を持っている。それで、規制改革会議のある委員から、なぜ今どき船員の訓練のために帆船が必要なのかというかなり本質的な質問があったが、諸外国でもやっているというだけで、それ以上の説明はなかった。それはまたかなり高度の政策判断かもしれないが、明らかに必要なことかどうかというふうなことも、やはりある程度、考えざるを得ない。

(翁委員)行政減量・効率化有識者会議とで、こういった独法の見直しをやっているのと、それからまた行政改革会議の方でも、恐らく官業の民間開放といったことが議題になっていくと思うので、どういうふうにそこを連携していくとか、そういう話が重要になっていくと思う。

(八代会長)そうであろう。ただ、その点、私の理解では、行政減量・効率化有識者会議の方は、あくまでも独法としての効率化という意識があって、例えば昨年に比べて費用が何%下がったとかということが一つのターゲットになって、それに対して民間開放推進会議の方は、民間と比べてどうなのかという意識でやっているの、観点が違うということと、新しく今度、会議ができるわけだが、そこが実は民間開放という方までやるかどうかというのはまだはっきりしていないので、もちろん翁委員のおっしゃるとおり、そういう点も踏まえてこちらのディスカッションの範囲を決める必要があるかと思う。

この翁委員の提起された問題について、どうか。

(宮脇委員)1点だけ教えていただきたいのだが、この1ページ目のところの公的法人の実物

資産のところ、独法の市場化テストの導入というところだが、この部分というのは、中期計画が何年かごとに変わると思うのだが、その中期計画を新しく立てる段階で、必ず市場化テストを組み込み、そして、組み込んだ結果として中期計画をつくっていくとか、そういったこともイメージされているというふうに考えてよいか。

(翁委員) もちろん中期計画の段階で、市場化テストを入れてできるだけ民間に出していくということを計画の中に盛り込んでよいと思うが、結局中期計画の間だと、何も新たな事業見直しができないという問題が独法はある。新しい業務をやめようとか、新しい業務を変えてこういうふうにするべきといっても、中期計画がかえってネックになってしまって市場化テストや何かができないというような部分があって、そこをどういうふうに解決していけばいいかなという問題意識を持っている。

(宮脇委員) 私も、中期計画の中に市場化テストということを組み込むのではなくて、独法の制度を考えたときに、一つは中期計画を新しくするときには、一定の範囲で必ず市場化テストを受けろべきということと、もう一つ、翁委員が言われたように、中期計画というのが逆にお墨付きをつけてしまって、その間、事業を固定化してしまうので、その間で何らかの見直しができるという仕組みを入れたらよいのではないかと、そういうふうを考えていいか。

(翁委員) そのとおりだ。

(八代会長) 確かに、中期計画に組み込むと、5年計画とか、何か順番にこれが回ってくるので、そうすると、かなり機械的に市場化テストの検討ができるというメリットはある。一方で、そこまで待たなければいけないということもあるが、そういう意味でメリット、デメリットがあるという議論は出ていた。だから、当方としても、そういう中期計画とリンクして考えるというのも一つの戦略かと思う。

(富山委員) 私は、この独法の世界というのはあまり詳しくないので伺いたいのだが、それこそ民間企業で一生懸命やっていた話として、事業としては継続として、事業として必要なものだが、それをオフバラしてリースバックするということは随分皆やっていた。そういったものは、独法のいろいろな法律体系の中ではすごく困難な場合が多いのだろうか。しかし、これが基本的に二律背反と考えると、行政政策目的上、この事業は継続しなければいけないので、その実物資産というのはオフバラできませんというふうになるのだろうか。一番わかりやすい例でいうと、多くの会社が本社ビルはもうみんな売り払ってしまっていて、ほとんどリースバック方式に変わっている。むしろ、BSのものをPLに移しかえても、機会費用的に考えると、実は同じ、ニュートラルである。それは、やはりいろいろな意味で難しいのだろうか。

(翁委員) いや、恐らくそういうことを検討したことがないということだと思う。

(富山委員) そうか。それは例えば市場化テストの中で検討し得るのか。

(翁委員) そうである。

(八代会長) よろしいか。では、次に桜内委員から願います。

(桜内委員) 資料2で、A4横の「提出資料」と書いた資料に従い、私の意見を述べさせていただきます。

では、1枚めくっていただき、まず、政府資産債務改革の位置付けについてというものであるが、先ほど翁委員からもあったとおり、そもそも一体何の目的でこの資産債務改革というのを行っていくのかということについて、私なりに理解するところを3つに簡単にまとめている。

(1)として、経済財政諮問会議においても、歳入歳出一体改革について議論されてきたところであるが、これを単に歳入歳出というフローだけではなくして、資産負債というストックも含めて一体的な改革を行っていくべきであると考えている。その意味で、私は、歳入歳出改革と政府資産債務改革は、ある種、車の両輪のようなものではないかと考えている。特に、資産・負債、特に負債が国債という形、あるいは国債という形以外で非常に膨らんでいるので、政府の財政運営において中・長期的な安定性というか、特に金利の影響を受けやすいという点があるかと思うので、また実際、今のところ政府が進めている上げ潮政策というか、成長をこれから加速していくということになると、どうしても金利がこれからは上昇してくるだろうというふうなことが考えられるので、その際に負債をなるべく早い段階で削減しておくということが、非常に重要ではないかと考えるところである。

(2)として、新たな財政再建目標というものが、いろいろと議論がなされていると聞いている。特に、経済財政諮問会議の方では、2011年度に国・地方の基礎的財政収支、プライマリーバランスを黒字化するという事は既に決まっているのであるが、そこから先の新たな財政目標というものが議論されつつあると聞いている。その際に、必ず政府の資産・負債改革の一環として、債務の残高そのものをどのようにコントロールしていくのかということが議論に乗ってくるのではないかと考えている。

ここに、2つポツをつけている。2つ目のポツが、実際にこれは去年6月に公布・施行されている行革推進法の58条2項であるが、財政運営に関する4つの原則が掲げられている。

として、将来の国民負担を極力抑制すること、として、市場金利の変動その他の要因が財政運営に与える影響を極力抑制すること、として、国の債務の残高を抑制すること、として、

剰余金等が過大とならないようにすること、これは条文の文言そのままである。これに基づいて財政運営を行い、かつ、情報開示を徹底するというふうな文言が法律上あるので、こういったものも加味しながら、資産債務改革というのを進めていく必要があるのではないかというふうに考えている。

(3)として、ストックの面での「官から民へ」ということが必要ではないかと考えている。翁委員の説明の中にあつたとおり、市場化テストというものが、こういったストックの保有、管理及び処分の面においても、ある程度できるのではないかというふうに考えている。

具体的には、次の3ページ目であるが、まず、金融債権と実物資産、2つに分けるとして、まず実物の方から意見を申し上げる。これは去年、相当議論されていながら、なかなかその趣旨が浸透していないと思われる点について、この1枚で若干説明させていただきたい。特に「官から民へ」という意味で、「フル・オープン化」というものは、非常に重要ではないかと考えており、副題として「国有財産の有効活用に関する市場化テスト」と書いている。「基本方針2006」において、ここに枠で囲ったような文言がある。これは重要なので読み上げると、「国有財産については、一般庁舎・宿舍、未利用国有地等の売却・有効活用、民営化法人に対する出資等の売却に努め、今後10年間の売却収入の目安として約12兆円を見込む。さらに、情報提供を徹底し、PFIを積極的に活用するなど、民間の知見を活用した有効活用(フル・オープン化を含む)を推進する」。文言として、「フル・オープン化」というのが入っているが、一体何なのかというのは、これまた世間に全然理解されていないようであるので、簡単にご説明すると、一般の市場化テストが国の行う「事業」に着目したものであるとすれば、これは国が保有する「資産活用」の観点からの市場化テストであるというふうに考えている。具体的には、普通財産、行政財産等の区別を問わず、すべての国有財産を処分可能資産とみなして、それを情報公開した上で、民間から有効かつ効率的な活用方法の提案を募集するといった手続を踏んで、一切のタブーを設けずに有効活用を、いろいろなところから知恵を出していただくというふうなことだと考えている。そういう意味で、この辺を、実物資産の活用についてはどう具体化するかということについても、これからできればこういった場でご議論いただければというふうに考えている次第である。

次に、4ページ目に行き、今度は金融債権の方であるが、一番大きいのが財投であるので、「財投貸付金の証券化等」ということでここに書いている。こちらは、4つ箱が書いてあるが、これはいろいろな見方があると聞いている。どういったメリットがあるのか、あるいはデメリットとしてコストがどういうふうに発生するのか、これは数字で見るとというのがなかなか難し



いところが正直言ってあり、議論がやや水かけ論的になってしまった部分でもあるのだが、私は去年、いろいろとこういった経緯を見守らせていただいて1つ思うのは、最初から「できない」と思ってしまうと、なかなかよい知恵も浮かんでこないというのがあるかと思う。人は自分の見たいと思うものしか事実として認識できないというのだが、自分が見えないものというのは実現することはできないので、逆に、まずはタブーを設けずにいろいろな観点から検討していくということが必要ではないかというふうに感じている。

次のページだが、「財投貸付金の証券化等によるオフバランス化を行いうるケース」として公表されているものを引用した。財政融資資金のマチュリティーラダーということで、確かにこうして見ると、証券化によるオフバランスのメリットというのが金額にしやすい、非常にわかりやすいということで使われているのだと思うし、これはこれで非常にいいものだと思うている。

ただ、下に私のコメントをつけているが、仮に「財政融資資金」単体での資産・債務管理としては、これでよからうと思うけれども、特にこの負債の側に私は着目している。「国債」としての財投債の管理というのは、結局のところ一般会計、特別会計を連結ベースで見るということにつながっていくのだが、普通国債の管理というものと一体的に、實際上、行わざるを得ないという状況にあるので、そういった面で見るとどうなのか。私も、きちんとした結論があるわけではないのだが、単に単体で見えていくというよりも連結で見た場合に、どのようなALM管理というものが必要なのかという点を議論すべきではないかというふうに感じている。

次のページだが、こちらも公表資料をそのまま引用している。「連結ベースで政府資産・債務管理」というものを見る場合に、これは一般会計、特別会計を合わせたところのBSの大まかなものだが、借方側に財政融資の貸付金というものがあり、貸方側に公債、この中に財投債、普通国債等が含まれているわけである。財投の場合、もちろん預託金もあるわけだが、こういった一般会計及び特別会計の連結ベースで政府資産・債務管理を考えた場合に、先ほど申し上げたとおり、国債として普通国債と一体化している財投債の管理をどうやって行っていくのかという点にも着目すべきではないかと考えている。そういう意味で、連結ベースで見るとマチュリティーラダー自体の形が大きく変わってくると言えるのではないか。その場合に、こういった資産債務のコントロールの仕方があるのかということも、議論すべきなのではないかと私は思っている。ここは、非常に論点が錯綜した部分であり、昨年も相当いろいろな方からいろいろなご批判をいただいたりしたところである。

続いて、次のページである。仮に、今申し上げたような連結ベースで債務のコントロール

を行っていかうということを考えた場合に、これは一つの例で、「頭の体操」ということだが、タブーを設けずに考えると、こういうことも考えられるのではないかということでお示している。上側は、一番大きなところと想定される国債の保有者である郵政公社のBS、BSと言っても固定資産は入っていないのだが、金融資産に関するBSを書いている。ただ、これは17年3月期の数字であるので、毎年、非常に大きく変動しているの、これがそのまま使えるというわけではない。下側が財政融資資金特別会計のBSである。

左側の二つの箱から見ていくわけだが、今現在が証券化する前であるので、こういうふうに非常に両方とも大きいBSを抱えているわけだが、仮にこれを証券化しましょうというのが中央の二つの箱である。郵政公社は上の方の箱であるが、国債を170兆円ほど保有している。それから、もちろん預託金も保有している。下の方の箱で、財投のBSで貸付金を仮に証券化してみる。マーケットを通じてすべて売却というと、なかなかいろいろな困難があるかもしれないので、仮に郵政公社と財投との間で直接交換するということを考えると、一番右側の交換・消却という二つの箱にいくわけだが、郵政公社のBSの借方は貸付金ABS274兆円である。他方、財投のBSの色が変わっているところが貸付金ABSと郵政公社が保有していた国債とを直接交換した後だが、消却可能な部分が最大で199兆円ほどある。もちろん、これはBSだけで見ているので、実際のキャッシュフローがどうなるかというのは、マチュリティーであるとか、きちんと見ていかななくてはいけないのであるが、少なくともBSだけを見るとここまで消却が可能ではないか、ということである。そうすると、財投のBSというのが、左側が国債、すなわち政府保有国債が123兆円、これは政府部内で特別会計で保有している国債ということになるので、連結した場合には相殺消去されてしまうという形で、左側に書いているように、理論的にいって、最大322兆円の資産・債務両建ての圧縮というものも不可能ではないのではないか。もちろん、現実には300兆円を一度にできるとも私は思っていないわけだが、少なくともなるべく大きな金額でやっていくべきではないかという議論があり、また、今現在、積み残しになっているというふうに認識している。この辺は、「できない、できない、やりたくない」というだけであれば、話が全然進んでいけないので、少なくとも先ほど申し上げたように、連結ベースで日本の国の債務をどういうふうに減らしていくのかという観点で考えていくべきではないかという一つの例である。

次のページであるが、「公会計情報の作成・活用」として、予算編成・予算執行・決算報告、この3つの段階すべてにおいて、公会計の活用を作成・活用していくべきであると私は考えている。

仮に、予測財務諸表などを作成した場合に何ができるのかということ、大きく3つに分けて書いている。一つ目が予算全体を見渡すシミュレーション機能。実際にこれは、今、システム上もほぼ可能な状況になっている。予測財務諸表等の作成を通じて、フローだけではなくしてストックを一体的にコントロールするというのが、実際に可能となってきている。また、それがシミュレーションという形で、プライマリーバランスであるとか、あるいは純資産の変動であるとか、そういったところで将来世代への負担の先送り等々が、金額として見えてくるということである。

中央にあるのが、「将来世代へのツケ回し額」の明確化。これはまさに財務諸表の財務分析をしないと見えてこない部分であるが、先ほど申した予測財務諸表等、それからシミュレーションというものを行うことによって、中・長期的な部分が見えてくるのではないかというふうに考えている。

それから、3つ目として、リアルタイムの情報公開。これは予算執行、それから決算報告に関してであるが、きちんとこういうふうな財務会計システムというものを整備すると、資産負債というストックも含めて、まさに毎日リアルタイムで見られるようになるということである。

次のページにつけているのが、先ごろ経済財政諮問会議で「進路と戦略」が議論されたところで、今申し上げた公会計の情報に関連する部分を抜き書きしてきた。ここの、 、 というものを、諮問会議でこういった中期的目標の達成のために行っていくということなのだが、

が各年度の予算で、この2行目だが、「予算編成の要所（例えば、「予算の全体像」策定時、予算編成時等）において」、これは恐らく歳入歳出一体改革に関してだと思うのだが、これを点検する。それから、だが、中期目標というのを見ながら、これまた「予算の全体像」等々とあわせて、目標の達成というのをストックも見ながらやっていくということだと考えている。こういったところで、公会計の情報というのは十分活用できるし、さらに、こちらの専門調査会でも議論がこれからなされていくであろうストックのコントロールについても、同じく目標を立てて、途中途中で管理していくということも可能になっていくというふうに考えている。

最後のページだが、これは意見というよりも質問で、内閣府に対して、今日、別に今この場で答えをくれというわけではないのだが、2008年のSNAの改定において、公的企業と一般政府の区別が従来とやや変えられる部分がある。特に、財政融資資金特別会計を一般政府に入れるか入れないかという図体の大きいところに影響してくる。今現在、国・地方を合わせたところのプライマリーバランスということを目標とされているのだが、ここには財政融資資金特

別会計は含まれていない。公的企業という扱いなのだが、それがここの英文で下線が引いてあるところなのだが、要はそういう貸付けを行う主体が、一般政府に属するのか、あるいは公的企業に属するのかということを、負債の帰属で判定するというふうな書き方になっている。この場合、以前の預託金のような形で財投を運営しているのであれば別であるというふうに言って全然問題ないかと思うのだが、あるいはイギリスのように統合国家基金と、それから財投というか、貸付けの基金とを完全に区別してアカウントを持っているというのであればいいのだが、日本のごとく通常の普通国債と一緒に発行して、一緒に償還等を行っている、まぜこぜになってしまう。もちろん管理目的で、内部では勘定を分けているのだが、対外的に国債発行というものでいうと分けていない場合に、これをどう解釈するのか。仮に、財投が一般政府に入るとなると、プライマリーバランスの目標自体、影響を受けるし、さらに先ほどの財投貸付けの証券化というところでもそうなのだが、連結で見ると、あるいは単体で見るといいのかというところにもやや関係してくる論点であるので、今後、内閣府としてどういった解釈をされるつもりなのかお聞きしたい。これは、大学の研究者としての興味として、少しお聞きしたいというところで申し上げた。

私からは以上である。

(八代会長) 最後の点は重要なので、これは研究所に宿題を出して、次回までに回答をもらうことにしたいと思う。

ほかの点について、いかがか。

(野村委員) 前回の会議でも話題になったが、資産の売却等においても一種の市場化テストのようなものを活用することによって、デューデリジェンスなどを民間の力を使ってやるというお話があって、今回3ページのところに、フル・オープン化という形でご説明いただいている。私もイメージは大体わかるのだが、具体的に国有財産を売却する場合、売却する国の側は、もう要らないから売却するわけで、資産の活用にあまり関心がない。そんな中で、その財産を有効活用しようという民間の側を、一体どういう段取りで、市場化テストのような手続に巻き込んでいくのか、あるいは、誰がどのような基準で判定するのか。このフル・オープン化の手続について、もう少し詳しく教えていただけるとありがたい。

(桜内委員) それは非常に重要なポイントだが、実は昨年議論したときには、どこで、だれが、どう判断するのかということも決めなくてはいけないというのが議論された。既存の政府部内での権限と責任の配分を変えるような話で、積み残しになったままということである。今日ここでお出ししたのは、積み残しになっているので忘れないでくださいねというつもりでお

出ししたような形である。

(八代会長) 私も市場化テストにはかかわっていたことがあるのだが、事業の市場化テストというのは、基本的に国が持っている事業自体は別に売却するわけではなくて、その運用を包括的に民間に委託するという形なのだが、資産活用の場合は、同じように国の資産のままでありながら、その運用をやはり包括的に委託するということなのか。

(桜内委員) それは、両方あるかと思う。完全に売却する場合もあるし、あるいはリースバックのような場合もあると思う。それから、買う側からの「こういうふうにする」という要望に加えて、アレンジャーの側から「こうしたら政府にとってもお金が入っていいのではないか」というような提案というのも想定していたところである。

(八代会長) 5ページのマチュリティーラダーの説明だが、これを普通国債と一体的に行った方がいいのではないかというご提案に対して、財務省の方から、それはまずいというような、どういう意味で問題があるかというのをご指摘いただければと思う。

(小手川財務省理財局次長) まず、実際に、国債それから財投債の発行については、マーケットのいわゆる吸収力とか、そちらの方の面については、私ども理財局の国債課の方でマーケット関係者と非常に綿密に話をし、むしろ民間の方の意見も取り入れながら、一番円滑に消却できるような形で今やっており、その関係でいくと、例えば商品も、5年、10年前に比べると、随分多様化している。それから、例えば物価連動債とか、そういうものも入ってきているし、それから海外へもIR活動をして売っているということで、マーケットに対する関係では、今、そのようになっている。

それから、構造上の財投債と国債の違いは、今いただいたばかりで全く個人的な意見なのだが、一般国債の場合には、この図でいうところの要償還額の方は明確に出てくるのだが、上の半分、貸付金の回収額というところ、これが存在しないという問題があるので、そこが一番大きな問題というか違いである。ただ、国債の方でも、この下の方の要償還額については、例えば97年、98年の大きな金融ショックがあったときに、景気の底支えという格好から随分大量の国債を出して、その満期が2008年に集中的にやってくるという問題があったので、その山を前もって平坦にしようということで、いろいろな方法で、例えば10年物をもう少し短期のものと借りかえて山をならすとか、そういう形で今やっているところである。

(八代会長) ただ、国債と財投債という、かなりマーケットから見れば代替的な資金調達をやっているのだから、一緒にやった方がより効率的ではないかというのが桜内委員のお話だと思うのだが、そうではないのか。

(桜内委員) やはり、連結の観点というものも含めて、資産・債務管理ということに生かすべきではないか。もちろん、個々の財政融資資金なら財政融資資金、一般会計なら一般会計で、個別にきちんと管理していくというのは大事ではあるのだが、全体として見るという観点も、入れていくべきではないか。特に、マーケットに対する影響という意味でいえば、別に普通国債と財投債と、件名が違うわけでもないのに、流通の仕方等々から考えても、むしろ統一して管理を行うべきではないかというふうに考えている。

(小手川財務省理財局次長) 実はその点では、基本的に一体的に管理をしており、理財局の国債課で両方、全部統一的に見ているところである。

(八代会長) その部分は、いずれもう少しきちんと詰めるということで、今日は終了する。  
この頭の体操の方は、どうなのか。

(小手川財務省理財局次長) 非常にアイデアとしてはおもしろいと思うが、2つぐらい、これはハードルがあるのではないかと思う。まず証券化のコストである。例えば、これは247兆円だが、恐らく今の国債と財投機関債の金利の差というものを前提にして、非常に大ざっぱな試算をすると、例えばコスト、証券化をして投資家の方が買うときに、ディスカウントしないと買わないという、そのディスカウント比率を例えば0.5%という非常に小さな数字で見た場合に、単純にいくと約1兆2,000億円くらいのコストがかかるということが、コストの問題としては超えていかななくてはならない。

それから、もう一つは流動性の問題で、恐らく投資家たる郵便貯金の方にしてみると、貯金の方は非常にある程度の動きがあるので、資金の必要性に応じて資産側を流動化したいということになると思う。それで、その際に、国債はもちろん流動性は問題ないのだが、ABS、いわば政策投資銀行とか、そういうところに対する貸付金の流通市場というのが、今、残念ながら日本の場合には、国債に比べると少しそこが遅れているので、流動性というもののリスクを投資家の方でどう考えるかという2つのハードルがあるのではないかという感じがする。

(八代会長) では、今度は富山委員の方からよろしくお願ひしたい。

(富山委員) いわゆるアセットマネジメントという観点からすると、当然、アセットの質をどう上げていくかということになるわけで、当然、そこで1つ考えるのは、財務的な健全性をバランスシートとしてどう高めていくか。これは、言うまでもなく健全性というのは、すなわちリスクの問題であるので、リスクをどう極小化するかという観点である。

そうすると、いわゆるグロス債務、資産債務両建てのものの圧縮の意義というのが、理想はネットの債務が減ることが一番いいわけだが、そのグロス債務の圧縮というのは、まさにリス

クに対する対応力を高めるといふ議論になり、これは当然のことながら、マチュリティーミス マッチ部分というのは、丸々リスクにさらされているわけであるから当然である。また、ALM上あるいはリスク管理上、大きいということは決していいことではない。だから、グロスベースでも減らしていくということに意義があるということに対しては私も全く同じ考えで、アセットマネジメントの観点でも、同じ感覚を持っている。

それから、やはり連結的発想、先ほどの議論は横の連結だったと思うのだが、私は縦の連結も重要なのだらうと思っている。「暗黙の政府保証」というワードがあるのだが、よく言われる議論は、財投機関が例えば財投機関債を発行すると、かなりいい格付になるわけで、それは多くの場合、結局、政府がある意味ではカバーするので、純粋な民間企業で同じような財務内容だったらこの格付はとれないだろうなという格付が現実にとれているわけで、そこが実は政府の暗黙の保証があるというふうによく説明を受ける。

しかし、実は「暗黙の政府保証」というのは、市場の期待感としては政府が保証していることを期待しているわけだから、その分というのは保証債務的なわけであり、ある意味では、何かそれがあるおかげで調達コストが安くなると喜んでいてはいけぬ。それは政府からみれば本質的には、偶発的債務としては、あまり債務規模変わらないということになる。これは、企業でいうと、関委員のご専門の領域だが、例えば新日鉄さんのような非常に内容もいい会社で子会社を持っていった場合に、その子会社に対する貸付けに、明示的に保証しなくても事実上保証があるのだというふうに、例えば社債市場は見なすわけである。社債市場の見方としては、要するに暗黙の連結で見られるということが当然あるわけで、したがって、それと同じようなことが当然起き得るわけなので、そういった意味で連結発想、あるいは偶発債務についてはできるだけオンバランス化して見ていくということが、この債務圧縮という観点では重要であると思う。最終的には、信用の出口は政府が発行する証券に全部集約されるわけだから、その観点は重要である。

それからもう1点、アセットマネジメントに出てくるのは、収益性の議論である。どれだけ当該アセットから高いリターンを得ていくか、これは裏返して言うと、コストを極小化するかということになるのだが、私は、恐らく議論として出がちなのは、1つは機会費用、要はバリューを上げればアップサイドがとれるのではなかろうかということである。したがって、ここであっさりと売ってしまうと、その機会を喪失するのではないかという機会費用の概念、議論である。ただ、この議論というのは、1つ間違えると資産圧縮要請との相克が起きる議論であるので、これをどう克服していくのかという問題がある。それから、先ほど小手川次長から議

論があったように、特に金融資産に関しては取引費用というものがどうしても発生するので、この問題をどう克服していくのかというのが、多分もう一つの論点なのだろう。結局、リスク・リターンのフロンティアを追いかけるのは、得てしてこの2つが大体無差別曲線になるのではないかと思うのだが、そういうことをやっていくということなのではないか。というのが私のこの観点からの理解である。

次のページに行っていたきたいのだが、これは政府の側もそうであろうし、財投機関の側、あるいはさっき出ているような公的な法人を含めてなのだろうが、その資産内容をどう見るかということが、当然、最終的に出てくるわけだが、ここで静態的バランスシート論と動態的バランスシート論という論点を、実は常に意識しなければいけないのだろうなと思う。静態的バランスシート論というのは、伝統的な会計学上の資産・債務内容の基本になっている。ここで言う資産というのは、基本的には個別資産項目の「簿価」の積み上げを資産と提示するというのが基本的なスタイルであり、会計基準と確定事実に立脚した不確定要因が入りにくい要素でやっていくというのが、会計の基本原則になる。ただ、こういうやり方をすると、一つの問題点として、有機的、継続的な活動である事業の価値というのは、通常はそこまで余計なことは表現しないということになるわけなので、したがって確実なのだが、ある意味では実態から遊離する場合があります。

一方で、動態的バランスシート論というのは、この間から、今どきでいうM&Aの世界で使われるバランスシート論だが、財務上の企業価値、事業価値評価が基本になるから、当然、「時価」指向になるし、事業指向、あるいは未来指向、未来をどう見るかということが中心になってくる。事業用の個別資産価値はキャッシュフローベースの事業価値評価の内数とみなすから、事業として基本的に使うものは、一々個別には積み上げをやらない。他方、非事業用資産というのは時価評価をしていくということになるわけだが、結局この考え方は、将来キャッシュフローの予測とか割引率を何%に見るか、あるいはEBITDA倍率を何倍にするのかという、極めてよく振れる主観的判断要素が入ってくるわけであり、ある意味では、これは1つ間違ると神学論争に入って、高いの安いのという議論になる。そういった意味では確実性という観点から、比較的最近までの我が国の企業価値評価であるとか債権価値評価、あるいは恐らく金融庁におけるかつてのいろいろな物の見方というのは、どちらかという静態的バランスシート論によっていたわけなので、現在でも、いわゆる報道される債務超過概念というのは、これは基本的には静態的バランスシート論である。したがって、債務超過になったからといって必ずしも会社が破綻するわけではないのは、このせいのである。ただ、一方で、市場におけ



る金融資産の評価のベースというのは、これは急速に動態的バランスシート論に移っているので、債権がどう評価されるかというのは、どちらかというとも動的な視点を加えてみないとよくわからない。もっと言うと、先ほどの「暗黙の政府保証」効果をもし除いた場合に、財投の根源的な例えば実態価値把握には、実は財投機関に関する動態、静態両方からの実務的な精査・検証、いわゆるDDをやらないとわからないのだということに結局なる。

次に、こういったことをいろいろ踏まえた上で、これは民間の感覚で議論しているので、いろいろな意味で当てはまらない議論が多々あるということは承知した上で書いているが、ちょうど政府の側と財投機関の側というのは、我々の仕事でいうと企業側と銀行側に近い。ご存じのように、日本の銀行というのは過去十何年、銀行自身のバランスシート調整に、その資産債務圧縮で苦しんできたわけであり、このときに、それをやっていくプロセスとして、ここに両面的なオフバラと片面的なオフバラということを書いているが、例えば銀行側で引き当てをどんどん積んでいくというのは、ある意味では片面的にオフバラをしているだけあり、債務者側の状況は、実はあまり変わっていない。要は両面的にやらないと本質的な問題は解決しないだろうということになるわけである。そもそもまた、この政府の側と財投機関の側というのは、ある意味ではさきほど言った連結的關係に、結局立っているもので、これはなおのことその観点からすると、両方が一緒にやらないと、実はあまり意味がない部分というのが、どうしてもある。

したがって、実は財投機関、あるいは公的法人とか独法とか、そちらの側が正味でどれだけ余計な資産債務を削れるのかという議論の方が、問題としては当然本質的になる。それが、この に書いた部分で、連結的発想、「暗黙の政府保証」債務の縮小、取引費用・取引ロスの回避上、最も望ましいのはこの両建てで減らしていくという努力になる。ただ、これをやろうとすると、いろいろな障害、ハードルが高いということは重々承知しているのだが、これをとにかくどこまで徹底的にやるかというのが王道であろう。

それから次に、片面的オフバラアプローチなのだが、ここはどうしても効果は よりも限定的になる。また、取引費用・取引ロスの発生可能性もあるが、ただ、さきほど言ったグロス債務の圧縮効果は当然あるので、これはどういうふうにも上手にやっていくのかということが、多分、論点になるのだろう。

それから、 として事業価値向上アプローチと書いてあるが、これは、要は借り手の側の静態的な資産は、先ほどのリースバックも含めてできるだけ圧縮していくと。しかしながら、財投機関側のオペレーティングキャッシュフローをどこまで改善できるかというテーマであり、

これが改善すれば、例えば赤字でも100億円の赤字が10億円の赤字になれば、90億円キャッシュフローは改善するから、それによって当然のことながら返済原資がふえるわけで、それによって本質的な意味で資産の内容がよくなって、資産の圧縮も進むということになる。したがって、そうすると今度は、むしろ財投機関側の動態的な経営改善余地の問題の徹底検証と改善策の実行促進ということになるわけで、これをどうかみ合わせるかということになると私自身は理解している。

次のページであるが、結局この議論というのは、ある意味で圧縮額を増やしていくことによって、これは当然ベネフィットがあるわけだが、ベネフィットのあるところからコストも上がっていくわけで、その効用と費用の関係をどこで上手にコントロールするのかという問題と、その効用と費用がクロスする均衡点、さきほど言うところのリスク・リターンのフロンティアのポイントをどう右上に上げられるかという戦いなのだと思う。やはり一番コストが少なくて効用が大きいのは、さきほど言った両面的にやる部分と事業価値を高めることである。これはだれが考えたって、ほとんどこれはコストがないわけなので、これをとにかくどこまで頑張れるのかということなのだろう。

今、自然減でたしか100兆円という数字があったと金融資産では記憶しているのだが、これは実は全部がこの と ではないというふうに私は理解していて、例えば財投機関債に置きかえるというのは片面的なアプローチだから、できることならば、できるだけこの と の世界で100兆円は達成した方が、コストは上がらないということになるわけである。そういう意味でいうと、実はその自然減の100兆円というのは、ある意味では、これは最近のトレンド線を伸ばしたような100兆円のように私には見えているので、ここは実行する段階で、眺めていて実際にそうなるような感じが、正直言って、あまりしない。我々も本当に、支援先の仕事は何をやっているかといったら、大半の仕事が支援先の資産債務の圧縮の仕事をしているわけであり、支援先の資産債務の圧縮というのは、民間企業なら法律的な規制がなくても、もう総論賛成、各論反対の嵐である。したがって、相当ディシプリンをきかせてやっていかないと、基本的にはスローダウンする力の方が働きやすいと思った方がいいので、これを現実はどう本当に断行していくのか、あるいはそれをもっとふやせないのかというところが、やはり私としては、どうしても関心の主たるところになる。

このときに、例えば政府側から出ているお金を絞れば向こうも縮むのではないかという議論があったり、向こうが頑張らないからこちらは縮まないという議論があるのだが、大体うまくいかないのは、どちらかからやろうとするというのがうまくいかないパターンであるためであ

る。これは両方ともやらないとうまくいかないわけであり、そうでなければ、やはりお互いにお互いの言いわけをつくる、「向こうができないと言っているからできない」という構図をつくるので、これはやはり同時改革でやるしかないのだろうなというふうに思う。もし可能ならばこの専門調査会が、それをうまく推進するような一つのエンジンになればいいなというふうに思っている。

それから、次のページ、証券化のコストベネフィット構造なのだが、先ほどの絵と比べると、微妙にコストの上がり方をもうちょっとさっきよりはリニアにしているのだが、証券化はどうしてもコストが比較的リニアに上がって行ってしまふ。あるところまで行くと急に上がるわけではないので、ややリニアに上がっていく。これは、現実の問題としてそうである。

総体的な効用は、当然、マチュリティーミスマッチ部分が高いに決まっているわけである。技術論としては、プーリング効果と、それから普通、証券化というと、トランシェをつくってリスク区分をしていくわけなので、そのプーリングとリスク区分によって、どうこの限界費用を下げられるかというところである。

しかしながら、ここのところは、あまり抽象的に議論すべき問題ではなく、実際に商品設計をしてみて、その道のプロの人に見積もらせて、かつ、幾つか札を、いわゆるトライアル入札でもB I Dもいいのだが、するのはいかがか。そういうプロセスを設計して、現実にとどのくらいのコストになるのかというのをやってみてしまう方が早いのかなというふうに思っている。ただ、確かに証券化市場というセグメントの中での需給関係の問題はあるので、これはもう当たり前で、市場と対話しながら最大限急ぐとしか言いようがない。ここから先は、多分、実務的な議論をした方が、私はこの分野に関しては生産的だろうと思う。

それから最後に、資産売却における機会費用問題である。特に実物資産に大きく関連するのだが、バリューアップや市況動向によるアップサイドの可能性や機会の価値、広義の機会費用であり、これをどう考えるのだろうか。具体的に言うと、やはり実質的に実物資産というのは、結局フルエクイティーポジションを持っているのと同じことになるので、全部の価格へのリスクを、結局、政府が負うわけだから、財務的にはエクイティーポジションを持っているのと一緒にである。それから、金融資産の中においてもエクイティー的なものが、例えばさっき言った証券化で出てくる場合もあるだろうし、あるいはもともと財投の中で持っているエクイティーもあるわけなので、そここのところではこの問題が出てくる。

これはやや理屈っぽいことを申し上げると、現在価値法的な、要するにD C F的な、あるいはネットプレゼントバリュー的な財務理論では、当該資産の市場価格は、将来の価値変動に関

する合理的期待に基づいて形成されている。したがって、本来アップサイドの可能性と、それにかかわるコストやリスクも織り込まれる。なので、そのアップサイドの可能性が存在すること自体、狭い意味での機会費用は、市場価格での資産売却を妨げる理由にはならない。要するに、普通にB I Dをして市場価格が形成されれば、そういう可能性もリスクも織り込まれている。

しかしながら、ここにオプション理論を加えて考えると、違った議論が出てくる。今の財務理論というのは、この現在価値法的な物の考え方とオプションとの組み合わせですべて成り立って、極論すればこの2つだけで成り立っている。アップサイドを手に入れる「機会の価値」に固有の経済価値があるのではなからうかというのが、ブラック・ショールズ先生のノーベル賞級の研究なのだが、これが存在するという前提で市場が運営されている以上は、「暗黙の政府保証」の存否の議論に近いのだが、そういう期待で皆が取引をしているから、存在しているわけである。

したがって、現在価値法的な経済価値分はできるだけ売却する。ここはさきほど言ったように経済的にはニュートラルであるが、一方で、政府がある意味でオプションバリューを持っている部分に関しては、これをどう上手に利用していくのかという議論なのだろうと思う。

そういう意味でいうと、実はここでも証券化の手法というのは極めて有効なアプローチであって、結局、そのアップサイドのオプションはどこに行くかということ、最劣後のポジションに行く。最劣後ポジションというのは、要するに天井がないエクイティーポジションだから、そうすると、これをうまく使うことによって、アップサイドに関するオプションバリューの留保と政府資産債務の早期圧縮というのは、かなり両立できる部分があるので、この部分でも証券化の議論というのは、ある意味、詰めてみたらおもしろいのではないのかなというふうに思う。

それと、参考資料の「機構の実務運用標準」は、デューデリの議論というのは、こんなことをやっているんだという実感を持っていただくために、提出した。

(八代会長) アップサイドを手に入れるオプションバリューに対しても、マーケットで値がつくわけだが、政府が運用するのとマーケットでの値段というのは、政府が市場で考えているよりうまく運用できるとすればメリットがあるわけで、マーケット並みの運用をするなら、売っても同じことではないか。

(富山委員) そういうことになる。それがフェアに、オプションバリューというものをマーケットが評価できればだが。

(八代会長) そうすると、どうしてもアンダー・エスティメーションがあるから、持ってい

た方がいいということになるのか。

(富山委員) 難しいのは、特にこういう実物資産に関してはリアルオプションになってしまうので、要するに評価する手法がないため、結果的に価値がつかない。これは、普通の東証で上場された株であれば、そこにインプライドボラティリティーが存在して、オプションの取引が行われているので、そこに普通の市場価格が存在するのだが、恐らく例えば官舎で使っている土地のオプションバリューは幾らかとって証券会社に出しても、彼らは頭を抱え込むだけなので、そこはなかなか取引行為としては、現実には難しい部分というのがある。よって、ここはもう価値判断だと思う。

(田村政務官) バリューアップしたものを返済原資にするとかオフバランスするという議論なのだが、バリューアップをどこまでするかということである。それは、バリューアップして売ったもので、その時点で終わるのか。例えば、私がシンガポールで見えたテマセックという会社は、政府資産の売却益を運用している国策の投資会社であるが、そこは、政府資産を売却して出た益を回し、聞いてみたら10兆円を年率18%で回している。一つのやり方としては、出た売却益を国策投資会社みたいなものにプールして、運用して行って、あそこはずっと財政黒字で貿易黒字だから、なかなか返さなくてもいいのだが、できるだけ運用して行って、ある時点でもっと大きくして返すという手もあるのではないかなと思う。だから、バリューアップをどこまでやるかという議論が、1つあるのではないか。

(富山委員) テマセックなども、彼らのバランスシートを見るとよくわかるのだが、結構、彼ら自身、社債も発行していて、うまくレバレッジをかけ、割といいエクイティーポジションをとりながら、デットでリスクを抜きながら非常に高い。18%を上げられているのは、単純に資産のトータルアセットのリターンではなくて、あれはやはり彼らのとっているエクイティーポジションのリターンである。

(田村政務官) 内部収益率か。

(富山委員) そうである。そういう意味で、今、私が申し上げたような議論でいうと、かなりうまくレバレッジを使って、エクイティーポジション、要するにオプションポジションに近いところをとって高い利回りを上げている。この辺の発想になってしまうと、もう本当にアセットマネジメントの議論になるので、それを政府として、どこまで、ある意味で攻めのアセットマネジメントをするのかという議論だと私も思う。

(野村委員) ただいまの富山委員のご説明は、いずれもおっしゃる通りで、納得できるものだった。言い換えれば、やるべき事柄や、その目指すべき方向については、委員の間でもすで

に大方のコンセンサスがとれているということではないか。だからこそ私は、ここでご説明いただいた事柄を実際にやるときの手続というか段取りが、何より重要な問題ではないかと思う。例えば、いわゆる静態的なバランスシートではなくて動態的バランスシートで確認するというのであれば、私としては、デューデリが最優先課題だと思う。先ほどのフル・オープン化の話にからめて発言したことの繰り返しになるが、今、国の財産というものがどういう状況にあるのかということの把握が行われなければ、話は先に進まないと思う。

(富山委員) やや補足すると、公企業、いわゆる会計基準が独法とかにも持ち込まれていて、ある程度、監査法人のいろいろな意見も出ているというふうに伺っているのだが、あれは基本的に静態的BS論である。それで、再生機構に持ち込まれた案件も、上場企業もみんな適正意見を書いていたわけであり、ほとんど名目上、見かけ上、資産超過だったわけで、それでもちろん公企業だから、それに対して結局破綻はしない。政府がカバーしているからと、それはそのとおりで結構なのだが、そこはさきほど言ったように、結果、「暗黙の政府保証」でバランスシートとして反映されている問題だから、実態はこの両方の観点から見てどのような状態になっているかというのは、いわゆる監査法人が入って監査したからということで別に免罪符にはあまりならない部分はあるのだろうと思っている。

(野村委員) 一般の民間企業だと、デューデリはできそうな感じはするのだが、今、例えば財投機関なら財投機関で、出口の方でデューデリをやるうと思ったら、それは何か難しいような感じがするのだが、そういう感覚はないか。

(小手川財務省理財局次長) 一つのポイントは、民間の場合だと利益を上げる、それからキャッシュフローを重視する、それを一定のインターナル・レイト・オブ・リターンを使って現在価値をはき出すというところなのだが、いわゆる政策的な機関の場合に、それはマイナスであっても、例えば補助金とか交付金を出して、それでやるというところがあるので、そこをどう判断するかということになると思う。

(富山委員) ある程度、中身を見るとわかってくるのは、法律のいろいろな規制があるのだと思うのだが、必ずこれはデューデリをやった処方箋というのは2つあって、1本は財務リストラの話で、もう1本はいわゆるPLの事業をどうよくするかという話である。事業をどうよくするかという議論は、これはもともと政策目的があるのだから赤字でもやるということは当然あるわけなので、そこは難しいと思うのだが、財務リストラの問題として、どこまでBSを両建てで軽くできるかという議論は、多分、これはある程度できる議論だと思う。そういう意味でいうと、動態と静態の中間的な領域に財務リストラは入るのだが、そういった意味でのデ

ユーデリ的な話というのはできる。例えば東大が全部、今、あの土地はオフバラしたらどうなるんだとかという議論はできる。また、政府系の金融機関でも、当然、貸している中でクオリティーの高いものというものはある。クオリティーの高いものというのは、よく考えたら、あまり政府機関がやる意味はないわけで、そこは変な話、高格付で証券化して外に出しても良い。したがって、そういった議論は、財務リストラプランのところまでは、何か書けるように思う。(小手川財務省理財局次長) 富山委員が指摘されたことで、両建て、両面的アプローチというところがあるが、先ほどの最初の翁委員の問題提起にも若干関係するので、今、説明しておこうと思う。

実は2年前に、住宅金融公庫と都市再生機構については、まさに現実にそういうことが行われたということがあって、まず一番ポイントは、まさにさっき富山委員が言ったように、機関自身が「それをやらないといけない」という非常にしっかりとした意思があったということだと思うが、それはなぜあったかという点、当時、債務超過状態を解消しないと独法化ができないという明確なルールもあった。その中で、ルールが必要で、例えば銀行の場合だとB I S規制とか、それから金融庁のマニュアルとか、そういうものをクリアする必要性があったということで、それで何をやったかといえば、大幅な業務の削減をした。大体、住宅金融公庫の場合だと、大ざっぱに言って半分近くである。同様に、都市再生機構も半分ぐらいやって、基本的に住宅金融公庫については、直貸しはやめることとした。財務が悪化した原因の一つは、住宅金融公庫が昔バブル期に貸した、いわゆる貸付債権がどんどん悪化したから、それでそういうふうなものを今度は証券化して、それをマーケットで売るということで、自分自身が非常にスリム化した。それから、都市再生機構の方はニュータウン事業、これはよく地方につくっていた昔の地域公団の部分を含むものであるが、多額の繰越欠損金が生じたということで、これを何とかしなければいけないということで、当方としてそれに対して協力したのが、先ほど翁委員がおっしゃった補償金の問題である。これは、特例として補償金なしで、これを繰上償還するという決定をした。

その結果、住宅金融公庫については総額で10兆円前後、補償金免除相当額は1兆円前後の繰上償還を行うこととし、それから都市再生機構については3.2兆円、補償金免除相当額は約9,000億円の繰上償還を17年度に実施済みであり、スリム化したというのが実際の例になっているので、それでその際、これはとにかく一端やってしまうとみんながやってくれということで、これは例外的な措置として、当時4つの要件が満たされた上で透明性のある形で法律に基づいて行うこととした。4つの要件とは、抜本的なリストラを行うとか、まさに産業再生機構でや

ったように、だめな部分はもう全部切ってしまうというぐらいのものをやる。それから、ちゃんとその勘定を分離するとか、それから最終的にそれが一般国民にとってプラスになるというような条件をつかって、実際に実行して、全く同じようなことを、実は来年度から地方債についてやるのだ。これは、うちと、それから公営公庫と、それから簡保が、債権者の部分について合計額面ベースで5兆円、それから、うちの部分は3.3兆円だが、いわゆる補償金ベースでは大体5,000億円ということで、両建てで切ったというのが実際の例である。

それで、結局、将来を考えたときに、今、私が最初に言ったような債務者本人がやはりその気になって、自分がスリムになる。あるいは、主管官庁の方で、債務者たる財投機関とか、それから今問題になっている独法の方で、それをやるという非常に明確な意思がないと、その先が見えてこないというのが一番のポイントではないかと思う。

それから、実はアップサイドの話だが、いわゆるエクイティーのアップサイドではないが、実は今回、今の証券化の法律案を国会の方へ提出しているが、まさにその中で、いわゆる財政融資資金が、今度、債権を証券化するときに、自分でずっと持っておく、いわゆるメザニンの部分をつくれるという規定を入れているので、まさにそちらの分も、少し入れてやろうと思う。

それから、実際のその動きは、まさに委員がおっしゃったとおり、民間のマーケットの方に、アドバイザー等として具体的な提案をやっていただくということを、来年度の早い時期にやりたいということで進めているところだ。

(八代会長) 今の点について、基本的に意見は一致しているということか。

(富山委員) 要は、各省庁がガバナンスをもし持っている、そのガバナンスを持っている側がぎりぎりやっていけば、まだ両建てで落とせるところというのはある。それこそオフバラできる資産というのは、結構いっぱい独法とかで持っているわけで、多分、こういう調査会をやっているのは、きっと省庁にまたがるマターなのでこういう調査会をやっているわけだから、そういう意味ではそうした財投機関なり独法に対しては、少なくとも財務的なデューデリはかけるべきなのではないかと私は思う。

(小手川財務省理財局次長) 2点指摘しておきたいのは、いわゆる財政投融资の投資部分について負うところは、実は法律上、決まっているが、民営化する法人に対する当方の出資、郵政公社、それから政策投資銀行、それから商工中金というのが一番大きいわけで、これはこの証券化云々の問題以上に、非常に規模的に見ても全世界から注目されているような話だと思う。

それから、実はさっき申し上げた地方債の部分だが、これは地方債についても、さっき言ったように厳しい4条件をつけるということで、申請するところは、例えば公営企業とか、それ



から一般会計についても、原則として5年間の財政再建計画をつくってもらい、それでうちの方で全部それを審査するという形にしている。実は、ここが非常にポイントだと思うのは、要するに、実は財政投融资の相当部分、特にストックの部分で大きいのが地方債である。地方債の中でも特に多いのが、期間の長い部分で、この内容は何かといえば、上下水道、地下鉄、それから病院である。

(野村委員) やはり推し進めていくために、財投機関の方の意思が大事だというのは、まさにおっしゃるとおりだが、どうやって意思を持たせるのかということ、次に考えないといけないと思う。先ほどからデューデリの話が出ていて、私が先ほど確認させていただいたのは、結局、自分の手でデューデリをすると、都合のいい結果しかでないという点である。M&Aの際のデューデリは、買う方が対象企業を調べるので、厳しい目線になる。それを自分の手でやらせれば、万が一のときには特別な収益をだせるはずだからなどと言って、本当はもうどうしようもない状態なのに、大丈夫だという結論を導こうとしてしまう。だからこそ、共通のデューデリのスキームをまず決めて、ある程度、財投機関全体に横ぐしを入れるような形でデューデリジェンスをやってもらう。そうすると、水準から見て著しく自分のところは問題を抱えているということが明らかになってくるわけで、その部分については、例えば法律的な手当てをするなどの方法で、先ほどの4要件でもいいと思うが、当てはまるものを見つけ出して、やらざるを得ないという状況をつくっていくという、何かそういうプロセスを描くのが大事なのではないかと。恐らくやるべきことは、皆、認識は一致しているようなので、どうやって進めるかというところを議論した方がいいのではないかと。思う。

(八代会長) 上下水道、地下鉄、病院ということだが、これも基本的に、自治体の方でできるだけ民営化させるようなインセンティブで、少なくとも損切りをするのか。別に、病院は何も閉鎖するわけではなくて、民間に売却するというのも難しいのかもしれないが、そういうことをエンカレッジするような仕組みができれば非常にいいと思うが、このインセンティブ形成というところはどういうふうに考えているか。例えば、先ほどおっしゃったように、向こう側がやろうと思ったら、今はできるスキームが多いわけだが、なかなか思ってくれないと、そう思ってもらうためにはどういうインセンティブというのを今まで考えておられたのかということだ。

(小手川財務省理財局次長) 今回の地方債に限って申し上げると、いわゆる5%以上の地方債については、今回、3年間を限って、厳しい財政状況にあるという団体がしっかりした財政再建計画をつくって、それで審査に通れば、補償金なしでそれができるというのが一つのイン

センティブになっている。

(八代会長) そうすると、補償金が一種のカギになるわけだ。

(宮脇委員) 今言われた地方債の下水道、地下鉄、病院だが、やはり今、自治体の方で、この中で最もインセンティブを持っているのは、病院の部分だと思う。自治体病院は、どこに行ってもスリム化することが必然的に求められたり、民営化することがある。ただ、地方債のこういう問題があって、なかなかそこは踏み切れなかったということもあるので、こういうふうな財政的な規律をかけながらやっていけば、病院については、今の3点の中でいうと一番インセンティブが持てるし、現実に検討しているところなどもあるということだと思う。

(桜内委員) 補償金だが、この場でなくていいが、要は補償金の計算方法とか、ルール化されているか聞くが、貸し方によって、もちろん金額等は変わってくるかと思うが、例えば元利金等で貸した場合のキャッシュフローで見ていった場合に、先ほどの動的なデューデリという意味でいえば、いつ返ってきて、多分、現在価値的には損失というか、負担がどこかで生じるというわけではないような気もする。補償金の計算方法というものも、従来のものでいいのかということも考えていく必要はあるのではないかというのを、お聞きしていてちょっと思った。確認したいことは、補償金の計算方法を今どうやって現実にやっつけらっしゃるのかということと、見直す必要はないのかという点だ。

(八代会長) 特に、それは民間の銀行だって繰り上げ償還のケースがあるわけで、それと比べて財投の場合は、どこが違うのか。

(小手川財務省理財局次長) 基本的には、補償金の場合には民間と同じだ。それから、計算方法については、基本的には将来入ってくるはずであった利子を逸失利益と考えて、それを現在価値にする。だから、変数としては、それを現在価値に割り引く場合の割引率をどうするかというだけの話だが、これについては、平成13年に財投改革で補償金を入れたときに、実は民間の方に外注して、そこでつくったという経緯がある。さっき言ったとおり、そういうことで補償金というのは民間と財投は同じだが、金融機関というアングルから見てちょっと違うのは、民間の住宅ローンの場合には補償金を免除することもあり得るということを前提にして利ざやを取っているわけである。だから、そういう意味では一応バッファがあるが、財投の場合には残念ながら、2001年の財投改革以降は調達金利イコール運用金利になっているので、その中にバッファがないというところが大きな違いである。

(松山審議官) 今日は、いろいろ活発なご議論をいただいたが、証券開発とか金融資産の方が中心のご議論だと思う。桜内委員が今日ペーパーを出した中で、フル・オープン化の議論を

いろいろ検討すべきだということをおっしゃっていただいて、この点について、今日は藤岡次長にも出ていただいているので、藤岡次長の方からも、もし何かあったらご発言いただきたいと思う。

(藤岡財務省理財局次長) 昨年7月の「基本方針2006」、また9月の資産専門調査会の中間整理におきまして、フル・オープン化の推進ということをいただいている。極めて重要な課題だと思う。

フル・オープン化の前提は、やはり情報の開示ということであろうと思う。これについては、既に国有財産情報公開システムで、すべて公開するというので、実はパソコンをいじっていただくと、すべて出てくるという状況である。

ただ、これが使いやすいのかということについては、現在、最適化計画ということで、別途、e - J a p a nの一環で、党でもご議論いただいているが、こういった中でより使いやすい情報開示ができるのかということが必要だろうと思っている。

それから、国有財産というのは固有名詞の世界である。非常に多岐にわたる財産を持っているので、例えば普通財産が5.5兆円、土地であると言っているが、在日米軍の提供資産が2.4兆円、あるいは日比谷公園、代々木公園がそうだが、公園等で地方自治体への無償貸し付け資産、こういう資産・債務管理、売却収入の確保、民間効率化といった切り口だけでは、多分議論できないものがある。そういった意味では、私どもとしては、昨年6月、23区内の宿舍のあり方について議論して、大幅にこれを見直すという報告を出した。引き続いて、本調査会の伊藤滋委員を座長として、有識者会議で現在議論しているということで、これに際しても広範な資料を提供すると同時に、これをまさに民間の有識者に議論していただくだけではなく、非常に密度の濃い議論をして、大きいところではJ Pモルガン、あるいは日興シティだとか、あるいは住友信託、あるいは三井不動産、三菱地所から始まって、港区の宅建協会の役員の方に至るまで聞いている。非常に個別性が強いものであって、一つ一つの土地、東京都内の土地一つとっても、周辺住民の関心は非常に強いということで、他方で都市計画上の問題があるということで、しかし、そういったフル・オープン化の趣旨を踏まえて、伊藤委員のようなプロに話していただくのがいいかと思うが、そういったフル・オープン化の趣旨を踏まえて、現在対応しているということである。

(八代会長) やはり今もおっしゃったように、情報をオープンにするといっても、官の基準と民の基準はかなり違って、例えば時価会計とか、そうでない場合とか、だからやはりなるべく民の立場から見て意味のある情報の方に極力変えていながらオープンにするということ

考えなければならない。それから、今のまま売ってもあまり価値がないけれども、例えば容積率を高めて売れば価値がある公務員宿舎もあるわけで、そこはやはり、もちろん住民の理解も大事だが、民になってからよりも官の資産のときのままの方が、逆に言えば影響力を与えやすい面もあるわけである。そういう付加価値をつけて売るということを何とかできないのかというような点も大事だと思う。

（野村委員） 容積率の問題は、都市計画法だから、都道府県知事の権限である程度緩和してもらえということだが、民間がお願いに行っても、なかなか聞いていただけない。しかし、資産価値を高めるという点では、オールジャパンで考えれば、それが容積率を緩和して、ほかの住民の方にご迷惑をかけるなら別だが、広い土地の中で、そこが一般のルールをただ杓子定規に当てはめているだけだとすると、もうちょっと工夫の余地があるのではないかなと思うところがたくさんあるで、そこはやはりぜひ検討していただきたい。

（翁委員） 今日の議論で、やはり財投と独法、財投機関、両面で考えていくということが非常に重要だという意見が出て、私も本当にそうだと思うているが、まず個々の財投機関に関しては、そうした問題意識が全然ないので、統一的にそういった財投機関とか独法とかの資産圧縮ということが重要な課題となっているということ、まず認識してもらおうということが極めて重要なことである。もう一つ、デューデリを進めていくということは極めて重要だが、やはりやっていこうと思ったら、ある程度重点的にプロセスとしてやっていく必要があって、そういったところの目途を、どういったところに対してやっていくかという議論を次に進めていくということが、極めて重要になってくると思っている。その点では、非常に大きな問題を抱えていると思われる先をどういうふうにピックアップしていくかという次の課題が出てくるというように思っている。

（関会長代理） 今日は、大変重要な、意味のあるご議論だったように私は思っていて、大変勉強になった。

問題は、どういうふうこれから進めるかということだと思っていて、さっき野村委員がおっしゃったように、やはりそれぞれのところでいろいろなことをやられているわけである。だから、実物資産あるいは金融資産、いろいろな分け方があると思うが、対象領域全体が一体どうなっているのかという実態把握、整理をまずして、共通に認識することが大事なのではないか。

それから、なかなかこれはそういう仕分けをするのが非常に難しいと思うが、基準をつくって、例えば富山委員がおっしゃった、事業論は別にして、とにかく財務リストラ論だというよ

うなことに絞るといような幾つかの基準をつくって、それで、もうこれは売却してしまう、だれが見てもこれは売りに出すといようなはっきりしているものも、かなりあるのではないかと思う。一方で、これはもうだれが見ても明らかでこの種の議論の対象にならないといものもあると思う。一番大事なのは、その中間にあるもので、どうやってやるか、どうい条件がクリアできたら何ができるか、とい課題を、設定することなのではないか。

そうすると、恐らく難しいといものも出てくるわけで、その中で、やはり焦点を絞って検討しようといことだと思。そして、実際に全体のスケルトンと工程表のよなものを最終的にはつくって、それをずっとモニターする、そういよなことなのかなといのが、今後の進め方をどうしたらいいのかと思っずっと考えていた結論である。

(八代会長) そのよな形で、いかがか。

(異議なし)

(八代会長) それでは、今の会長代理のご発言も踏まえて、次回以降の会議については、以下のように進めてはいかがかと思。

まず、委員からの意見表明につきましては、まだご意見を伺っていない野村委員、宮脇委員についてぜひお願いしたいといことと、それから非常に時間も限られているので、次回から財務省、総務省からヒアリングを、全部は無理かもしれないが、できる範囲でやっていき、財務省、総務省には、金融資産、実物資産の両面から資産売却有効活用に向けた取組の状況と課題について全体像をお示しいただきたいと思。そのときに、今も議論があったが、国有財産の積極的活用の一環として、フル・オープン化を推進するための資産状況の全面的な情報開示を実施すべきであって、今まさにおっしゃったよに、これができないとすれば、どうい事情があるのかといことも含めてご説明いただきたい。また、独立行政法人とか地方等も含めて、これは党の方でも議論されているネーミング・ライツの取組状況についても話をお願いしたい。それから、各省が保有する行政財産を統一的に管理する仕組みができないか、行政財産を幅広く効率的に活用することができないかとい視点も大事であるし、また、総務省の方からも、多分、独立行政法人の評価や地方行政を所管する立場から、どれくらの資産を地方自治体とか独立行政法人がそもそも持っているのかといことについても、お話をいただきたいと思。そうい形で、次々回から財務省、総務省からも必要に応じて伺うが、その他国立大学法人等の検討課題も含めて、各省等からヒアリングを行っていきたいと思。よろしく願います。

それで、今回は2月19日の朝、それから2月26日の今日と同じよな時間に、かなり集中的

になるが、できるだけお差し支えのない範囲内で、よろしくご協力をお願いしたいと思う。

本日は、遅くまでありがとうございました。