

Articles

論文

証券化を活用した公的金融改革



主席研究員

田邊敏憲

目次

- ・なぜ公的金融見直しは必要か
 - 1. 累積化される非効率性
 - 2. 公的金融の民間機関との競合激化
 - 3. 日本版金融ビッグバン総仕上げにも不可欠
- ・これまでの公的金融見直し論
 - 1. 公的金融機関の民営化・解体論と特殊法人の財投機関債発行
 - 2. 証券化モデルは抜本的な特殊法人改革と最もマッチ
 - 3. 特殊法人に適用できる2種類の証券化
 - ・日本道路公団事業資産の証券化スキーム
 - 1. 道路公団事業資産の証券化の意味合い
 - 2. ファンド型証券化のビジネスモデル
 - 3. 具体的な証券化案
 - ・民営化や財投機関債との関係など
 - 1. 民営化との関係
 - 2. 財投機関債と証券化
 - 3. わが国証券市場の拡大効果
 - ・今後必要なアクションプログラム
 - 1. 関係各界への働きかけ
 - 2. 証券化に向けた法的手当て
 - 3. 証券化推進のための残されている課題解決

要旨

1. 郵政公社化と特殊法人の財投機関債発行で封印されかけていた“公的間接金融”改革が、小泉首相により再び俎上に載せられた。特殊法人の廃止、民営化など市場原理導入の実効性に期待がかかる。こうした動きは一方で、本年度から発行される財投機関債に関する、暗黙の政府保証を前提とした安易な、国債と同等の格付けスタンスを動揺させている。
2. なぜ公的金融改革が必要かと言えば、そもそも経済・金融活動において政府部門ないし公的部門が肥大化することは、費用に見合う効果を生まない「非効率性」の累積化を意味するためである。わが国では欧米諸国ではとっくに放棄したケインジアン的な景気刺激策をバブル崩壊後も一貫して維持してきた。財政投融资のチャネルをもフルに使った、採算すなわち効率性を度外視した巨額の経済対策に大きく依存した結果、非効率性を累積してしまった。
必ず返済することを前提にしている融資に関し、民間金融機関以上に不良債権化が進行しているとの見方も根強い。これ以上非効率性を累積させないためにも、“公的間接金融”への市場原理導入が急がれるわけである。
3. では、抜本的な特殊法人改革の帰趨が定まるまで、市場原理を働かせ得る資金調達手段はないのか。否である。一つは、政府系金融機関の貸出債権を担保とした証券化の出番である。これは、住宅金融公庫や中小企業金融公庫などが保有する、住宅ローン債権や中小企業向け貸出債権を担保とした MBS（モーゲージ担保证券）や ABS（資産担保证券）である。また、道路公団に代表されるインフラ事業財投機関でも、キャッシュフローが確かな個別事業資産のファンド型の証券化が有効と考える。
重要なことは、証券化と民営化との関係は補完的なことである。まず証券化を実現し、この過程で、対象事業資産に関し、企業会計基準によるディスクロージャーが進み、民営化と同じ効果を持つファンド上場によって市場価格が形成される。特殊法人の透明性は格段に増し、民営化に向けた環境作りにもなる。
4. これら証券化商品の実現で、わが国の巨大な“公的間接金融”の効率化、直接金融化も大いに進展する。また、わが国のこれまで極端に国債に偏った証券市場の多様化、拡大をもたらす。
5. 法的な手当てとしては、特殊法人の分割法制、例えば「公的事業資産証券化法」（仮称）が必要となる。また現在、国有財産は個別物件の譲渡毎に国会決議を要するため、ファンド型証券化の場合、ファンド組成時の国有財産譲渡を一括して認める関連法制の整備も必要となる。法制面など越えるべきハードルは高いが、効果も大きいと考える。

Reform of Public Financing by means of Securitization

Senior Fellow **Toshinori Tanabe**

CONTENTS

- . Why should public financing be reformed?
- . Reform plans of public financing to date
- . Securitization scheme of Japan Highway Public Corporation's project assets
- . Relationship between securitization and privatization, FILP Institution Bonds
- . Action programs to be implemented

SUMMARY

1. Prime Minister Koizumi has taken up again the reform of "public indirect financing", which was nearly shelved by the plan of converting the postal services into public corporation and by the issue of FILP Institution Bonds by special corporations. The reform, which will include the disbandment or privatization of special corporations, is expected to give more force to market mechanisms. Meanwhile, such movements toward reform have shaken optimistic rating stances which rate the FILP Institution Bond issues beginning this fiscal year as high as government bonds on assumption of the government's implicit guarantee.
2. Why should public financing be reformed? Because the aggrandizement of governmental/public bodies in economy and finance will inevitably lead to the accumulation of inefficiencies that do not produce effects to justify costs. Even after the collapse of the Bubble Economy, Japan has been tenaciously sticking to Keynesian fiscal stimulus measures, which the United States and European countries abandoned long ago. Prolonged dependency on large-scale fiscal policies that have utilized channels of fiscal investment and loan and which have disregarded economic viability (cost-effectiveness) has been responsible for the accumulated inefficiencies.
There are deep-seated suspicions that a considerable portion of fiscal loans, which are supposed to be repaid without fail just as other loans, has already turned into bad loans at a rate greater than those by private financial institutions. Market mechanisms have to be introduced to the public indirect financing as soon as possible in order not to accumulate more inefficiencies.
3. Is it true, then, that no fund raising measures are expected to make market mechanisms work until the radical overhaul of special corporations comes within sight? No. There is at least one: securitization with government-affiliated financial institutions' loan assets as collateral. More specifically, MBS (mortgage-backed securities) and ABS (asset-backed securities) with housing loans and small business loans held by the Government Housing Loan Corporation and Japan Finance Corporation for Small Business as collateral. FILP bodies for infrastructure building such as Japan Highway Public Corporation will also be able to securitize their assets related to individual projects with healthy cashflows as funds. What is important is that securitization and privatization are supplementary to each other. Once securitization starts, disclosure of the assets will be carried on in the process by the business accounting standards, and the listing of funds, which will have the same effect as privatization, will form market prices. Special corporations will become far more transparent and the road will be paved for their privatization.
4. These securitized products will improve the effectiveness of Japan's gigantic 'public indirect financing' and turn a considerable part of it into direct financing. The securities market, in which undue weight has been given to government bonds, will be diversified and expanded.
5. These kind of securitization and split-up of special corporations will be necessary as a legal step. For instance, a "Law Concerning the Securitization of Public Projects Assets" (provisional name) should be enacted. Since the transfer of an individual piece of national property is at present predicated on approval by the Diet, legislation will also be necessary which will enable the bulk transfers of pieces of national property for fund formation for fund-type securitization. Indeed there are high hurdles on the road including legislation processes, but securitization will most certainly bring about great effects.

なぜ公的金融見直しは必要か

1. 累積化される非効率性

そもそも経済・金融活動において政府部門ないし公的部門が肥大化することの最大の問題点は、費用に見合う効果を生まない「非効率性」の累積化である。当該国の経済・金融の効率性、したがって対外競争力を損なう。その象徴がソ連・東欧など社会主義経済体制の崩壊である。英国や米国では、“小さな政府”を標榜したサッチャリズムやレーガノミクスで経済の効率性を回復した。

翻って、わが国では欧米諸国ではとくに放棄したケインジアン的な景気刺激策をバブル崩壊後も一貫して維持してきた。その経済対策を財政投融资のチャンネルをもフルに使った採算、すなわち効率性を度外視した巨額の公共投資・融資に大き

く依存した結果、非効率性を累積化してしまったものと評価できる。必ず返済することを前提としている融資に関し、民間金融機関以上に不良資産化しているとの試算も多い。これ以上非効率性を累積させないためにも、“公的間接金融”への市場原理導入が急がれるわけである。

ちなみに、1999年度末の公的金融の入口残高をみると、郵貯255兆円、公的年金積立金144兆円、資金運用部資金443兆円、財政投融资414兆円と、わが国個人金融資産の3分の1を占めるに至っている。また財政投融资の運用（出口）では、地方公共団体向け83兆円を別にすると、政府系金融機関では住宅金融公庫向けが74兆円と最大で、その他の政策金融機関も概ね10兆円台である。一方インフラ事業体では日本道路公団向けが21兆円と最大となっている（図表1）。

図表1 財政投融资の残高構成

(1999年度末、兆円)

運用残高		調達残高	
地方公共団体	83	資金運用部資金	328
住宅金融公庫	74	簡保資金	60
郵貯特別会計	59	産投特別会計	3
年福事業団	36	政保債等	22
日本道路公団	21		
日本政策投資銀行	17		
公営金融公庫	16		
国際協力銀行	15		
国民生活金融公庫	10		
合 計	414	合 計	414

財政投融资のフロー構成

(1999年度計画・実績<カッコ内>、兆円)

運用額		調達額	
住宅金融公庫	10(8)	資金運用部資金	44(36)
地方公共団体	8(9)	簡保資金	7 (6)
年福事業団	5(4)	政保債等	3 (3)
国民生活金融公庫	4(3)		
日本道路公団	2(2)		
中小企業金融公庫	2(2)		
合 計	53(46)	合 計	53(46)

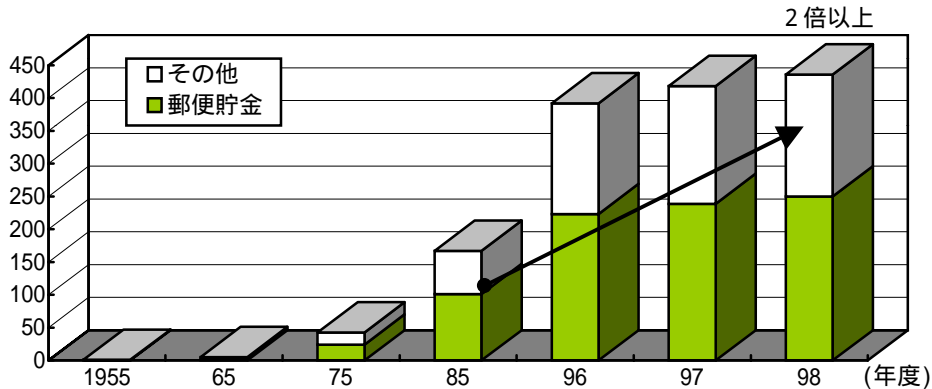
2. 公的金融の民間金融機関との競争激化

問題はこの残高の拡大テンポである。例えば、資金運用部資金残高（入口）では、バブル発生前の85年末の167兆円（うち郵貯預託101兆円）から99年度末の443兆円（同260兆円）と276兆円も増加した。この間、国内銀行の法人預金も含めた預金残高は同じく231兆円（85年末）から478兆円（99年度末）へ247兆円の増加で、公的金融の増加額を下回る。個人貯蓄全体に占める郵貯のウエイトも、85年末の21%から最近では3分の1強に達し、公的間接金融の資金吸収力は強まっている（図表

2）

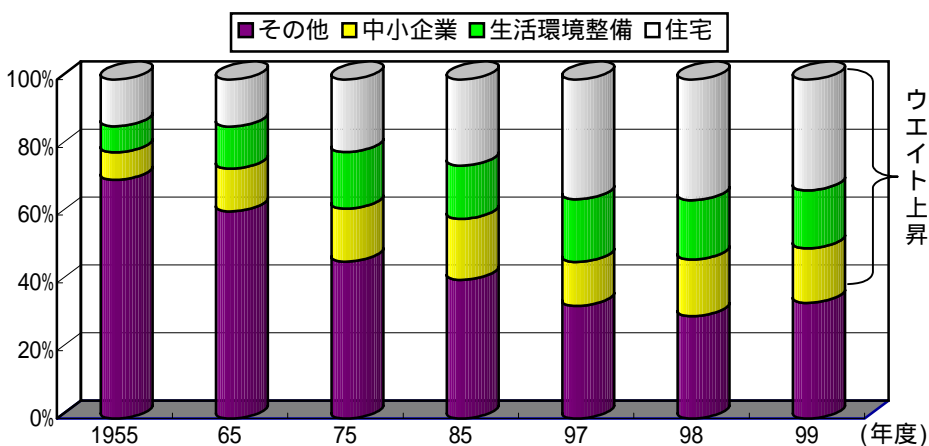
一方、フローの財政投融资計画（出口）では、住宅ローンや中小企業向け融資のウエイトが大きく上昇している（図表3）。これは、大企業の資金調達が資本市場にシフトする中、民間金融機関が主要市場と位置付けているリテール分野での競争が強まっていることを意味する。しかも、政府系金融機関の貸出金利は企業の信用力を問わず低利に設定され、いわばアンカーの役割を果たしている。このため、民間金融機関は信用リスクに見合った貸出利鞘を確保できず、欧米の金融機関に比べても低利鞘、低収益性を余儀なくされている。

図表2 資金運用部資金残高の増加



(出所) 大蔵省 財政投融资レポート'99

図表3 財政投融资計画の変遷



(注) 97、98、99年度の計数については、資金運用事業を除いた一般財政投融资ベース。

(出所) 大蔵省 財政投融资レポート'99

ひいては、不良債権処理能力が小さく、自己資本増強を図りにくいなどわが国金融機関の競争力低下の大きな要因になっている。

3. 日本版金融ビッグバン総仕上げにも不可欠

ところで日本の金融自由化は、米国等に比べて遅れ気味であったが、この差を一気に縮めるために打ち出されたのが「金融ビッグバン」である。金融自由化の総仕上げのスピードアップ政策ともいえる。金融ビッグバンの大原則は「Free Fair Global」であるが、その狙いは大きく2つある。1つは、日本の金融システムを、より多くの国民がリスクを分担する資本市場化、すなわち「直接金融」の強化である。もう1つが、東京市場を、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融市場に拡大することである。

金融ビッグバン政策は外為取引の完全自由化を柱に着実に実績をあげてきたが、課題として残っている大きな項目が、いわば Fair の問題である。郵貯や公的金融の問題は、わが国金融市場全体に大きなゆがみ（ディスティーション）をもたらしており、この点の見直しができなければ、金融ビッグバンも画餅に終わる。

．これまでの公的金融見直し論

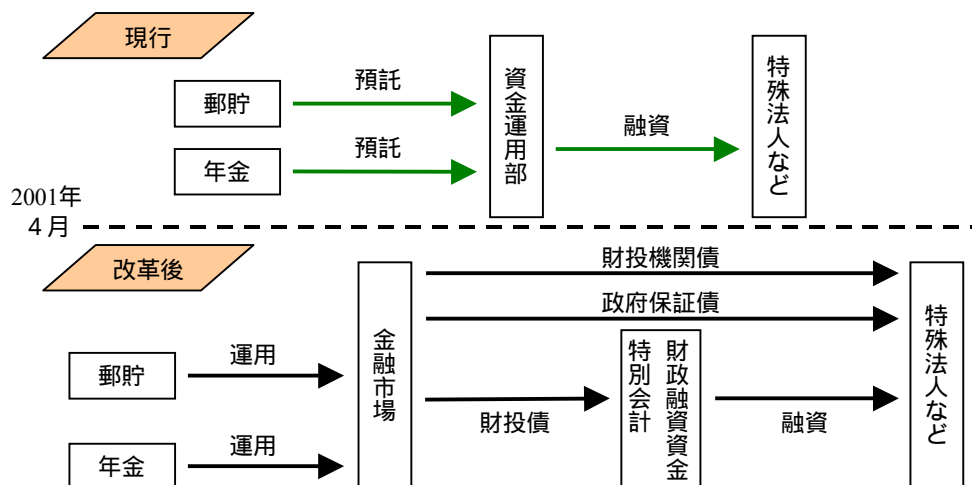
1. 公的金融機関の民営化・解体論と特殊法人の財投機関債発行

公的間接金融の見直しに関し、入口の郵貯民営化論が小泉首相の下で再度議論されることになった。郵貯廃止論さえ出ているが、仮に郵貯の民営化が実現しても、肝心の資金運用能力が疑問視されるためである。10年間新規の預入を認めなければ、郵貯は自然消滅し、ソフトランディングする。郵貯や簡保の民営化あるいは廃止により、この資金は市場メカニズムを通して回り始める。市場原理が働く資金調達、特殊法人の民営化、縮小を促すことにつながる。

一方出口の特殊法人では、新たな資金調達源として20機関で合計1.1兆円の財投機関債発行が本年度から計画されている。財投機関債は、一般事業会社全体の信用力を背景とする社債類似のものであり、本来財務内容等の完全なディスクロージャーを要する。しかし、こうしたディスクロージャーもなされず、結局暗黙の政府保証を前提とした、安易な格付け取得での本年度発行計画となっている（図表4）。

この間、6月に成立した特殊法人等改革基本法

図表4 これまでの公的金融改革の方向



に基づき、政府に特殊法人等改革推進本部が設置された。その「中間とりまとめ」の骨子は、77特殊法人と86認可法人を18類型に分類し、各法人の事業に関し具体的な見直しの方向性を提示するものである。

見直しのベクトル自体は、特殊・認可法人の廃止・整理縮小、民営化、事業統合、独立行政法人化という望ましいものである。しかしここで重要なのは、いかにその実効性をあげるか、あるいは促すかである。

この視点から、金融イノベーションによる具体案たる、「証券化ビジネスモデル」の活用を提示したい。

2. 証券化モデルは抜本的な特殊法人改革と最もマッチ

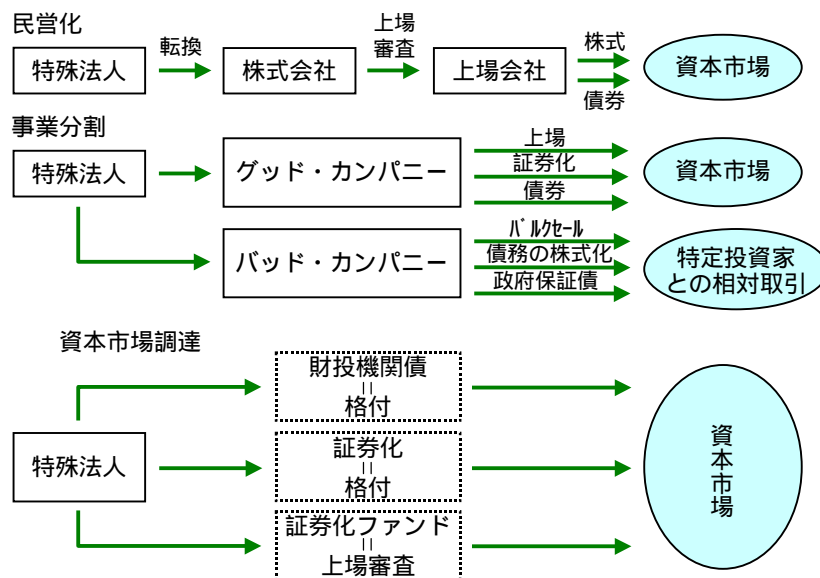
実は、今後抜本的な特殊法人改革が実現性を帯びれば帯びるほど、むしろ証券化ビジネスモデルが有効に働くものと考ええる。すなわち、抜本的な特殊法人改革が進むと、廃止や民営化などは暗黙の政府保証を失わせるため、債券市場には動揺が走ることになる。現に、小泉政権は改革に本気と

のメッセージが市場に伝わるにつれ、特殊法人が発行する債券の価格は下落、一部では値がつかなくなっている。事業基盤が比較的安定している日本道路公団債も、民営化論議を受けて国債との利回り差が拡大しつつある。上述のように本年度から20の特殊法人が財投機関債を発行するが、暗黙の政府保証を前提とした、国債と同等の格付け姿勢も見直しを迫られているわけである。投資家に納得を得られる格付けでないと、買い手がつかないという当たり前の現象が広がっている。

抜本的な特殊法人改革が始まるとなると、もともと相当無理のあった財投機関債発行を特殊法人の資金調達手段の軸に据えようとした、これまでの発想も破綻をきたすことになるわけである。

それでは、抜本的な特殊法人改革の帰趨が定まるまで、市場原理を働かせ得る資金調達手段はないのか。そうではない。まさに、政府系金融機関の場合には、貸出債権を担保とした証券化（ABS）の出番であり、またインフラ事業財投機関では、キャッシュフローを生み出す個別事業資産の証券化技術が活用できる。民間の財務リストラの一般的手法が役立つのである（図表5）。

図表5 財務リストラの一般的手法



図表5 財務リストラの一般的手法(つづき)

	法的問題	実務問題
民営化 上場による資本市場調達 (株式・債券)	<ul style="list-style-type: none"> 株式会社への転換 	<ul style="list-style-type: none"> 上場基準適格性
事業分割 収益事業&赤字事業	<ul style="list-style-type: none"> 特殊法人の分割法制 	<ul style="list-style-type: none"> 企業会計への対応
収益事業： - 上場、債券発行 (グッド・カンパニー)	<ul style="list-style-type: none"> 民営化と同じ 基本的には特殊法人からの倒産隔離の要 	<ul style="list-style-type: none"> 民営化と同じ
赤字事業： - バルクセール or 債務免除 (バッド・カンパニー)	<ul style="list-style-type: none"> 特殊法人破綻処理法制の欠如 現行法制の不備 財投改革の理念との矛盾 	<ul style="list-style-type: none"> 損失処理のコンセンサス 事業再生プランの必要性 事業理念の再構築 政府格付けの低下懸念
資本市場調達1 財投機関債発行(国の保証なし)	<ul style="list-style-type: none"> 特殊法人の法的性格 	<ul style="list-style-type: none"> 格付け取得のための情報開示
資本市場調達2 証券化(ABS発行)	<ul style="list-style-type: none"> 証券化対象資産の倒産隔離の要 	<ul style="list-style-type: none"> 民営化等、事業形態の変化への対応
資本市場調達3 証券化ファンドの上場	<ul style="list-style-type: none"> 国有財産の譲渡関連法制の整備 	<ul style="list-style-type: none"> 事業資産の低い転用・換金性への対応

組織全体の信用を背景に発行される財投機関債の場合、会計処理が民間企業と異なるうえ、各特殊法人が設立根拠法や政令に基づき運営されているため、経営実態を外部から判断しにくいという問題点を抱える。しかし、証券化の場合、個別の貸出債権や事業資産が対象となるわけであり、投資家もそのリスク・リターンを把握しやすい。

しかも、特定の特殊法人を民営化ないし廃止するとの結論付けになっても、証券化による資金調達とは共存できる。むしろ証券化の過程で、一部貸出債権や事業資産が民間企業に適用される会計基準によりチェックされるため、民営化に向けた地ならしにもなる。証券化に向けた作業は、民営化対象として捉えられがちな住宅金融公庫、中小企業金融公庫、国民生活金融公庫や日本道路公団などの民営化を進めるうえでも大いに役立つものと考えられる。

特に、日本道路公団の民営化を巡っては、その抱える20数兆円もの巨額債務の整理が1つの論点としてあげられているが、後述のように、道路公団の事業資産のファンド型証券化によって調達する資金を既存債務に充当できることになる。原資である郵便貯金や簡易保険に穴をあけることにはならない。

3. 特殊法人に適用できる2種類の証券化

ところで証券化という場合、住宅金融公庫や中小企業金融公庫、国民生活金融公庫など金融機関における貸出債権を担保とした証券化がまず頭に浮かぶ。70兆円強の最大の貸出債権を有する住宅金融公庫では、2000年度に500億円の住宅ローン債権を信託する形の証券化(MBS)を、また2001年度にも更に500億円の証券化を実行した。ただ、投資家は住宅ローン債権の繰上げ償還リスク懸念

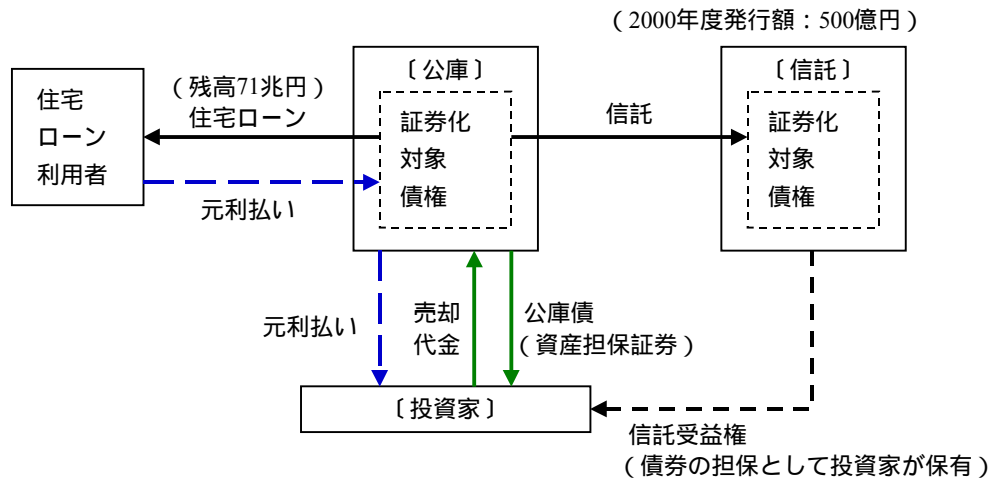
が強く、住宅金融公庫でも、今後の大量の証券化に関しては慎重な見方である（図表6）。

米国では、個人住宅充実のために設立されたGNMA（ジニー・メイ 政府住宅抵当金庫）が、1970年に民間金融機関の保有する住宅ローン債権を買い入れ証券化した商品（MBS）を発行した

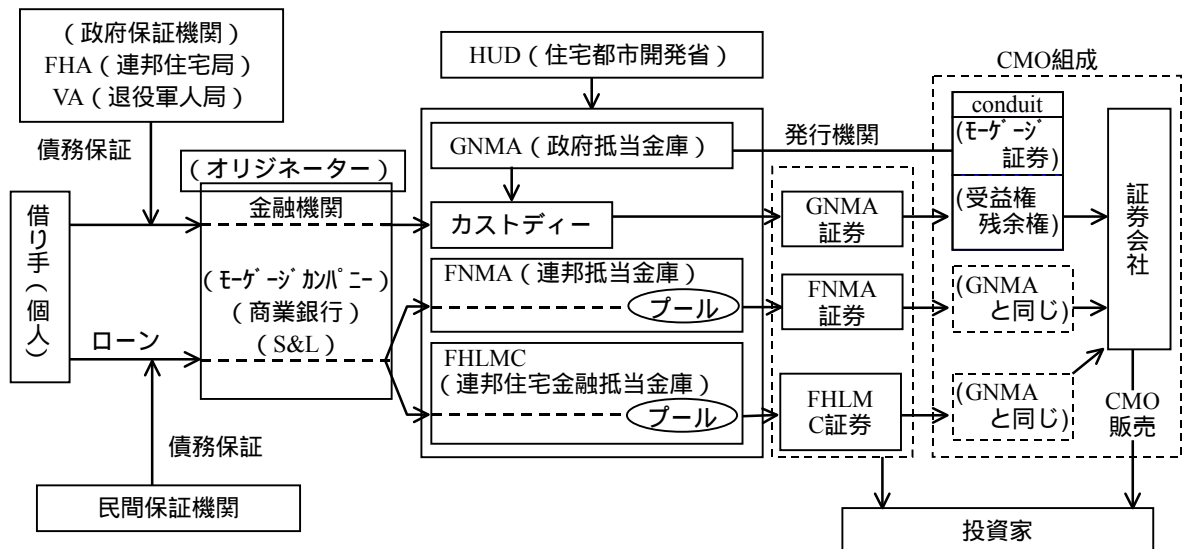
のが嚆矢である（図表7）。その歴史に鑑みると、住宅金融公庫の証券化の拡大が期待される。

ただ特殊法人側のインセンティブという視点からみると、今後、住宅金融公庫は民営化論ないし廃止論を避けるべく、自らの貸出機能を放棄し米国の政府系機関のように保証に徹するとか、貸出

図表6 2000年度の住宅金融公庫の証券化



図表7 米国の住宅金融制度



（注）GNMAはHUDの管轄下にある連邦政府機関。
 FNMAとFHLMCは連邦の特別法に根拠を有する民間金融機関で、HUDの規制監督を受ける。
 FNMAとFHLMCの場合、モーゲージ証券を自ら投資家に販売する場合と、ローンを購入した金融機関に販売し、投資家への販売はその金融機関に依存する場合がある。
 元利払いとサービシングはオリジネーターが行う。
 （出所）野村総合研究所資料

を実行する度に毎月証券化してしまうモーゲージ・バンクのようなビジネスモデルを目指す可能性も十分考えられよう。

この他、中小企業金融公庫や国民生活金融公庫の中小企業向け小口貸出債権の証券化も実現性が高い。大数の法則が働くためである。ただ、対象貸出債権のモニタリングなどのために、当該企業情報のスコアリングなど債券リスク管理システムが整備されなければならない。米国でも、中小企業庁（SBA）の仕様に沿った中小企業向け貸出債権を買い入れて担保とした証券化商品（ABS）が発達しているのが参考となる。

また、これら金融機関において自らの貸出債権を証券化する技術を磨けば、その延長線上に、米国型のビジネスモデルである、政府系金融機関が民間金融機関の保有する債権を買い入れ、証券化商品として市場に販売する機関への転換の選択肢もみえてくる。

さて、ここでもう1つのタイプの、財投事業資産のファンド型証券化を新たに提案したい。日本道路公団の事例でこのファンド型証券化の具体的なスキームを紹介する（図表8）。

・日本道路公団事業資産の証券化スキーム

1. 道路公団事業資産の証券化の意味合い

道路公団の問題点は、建設費見込みと実際の建設費が大きく乖離し、不採算路線の建設推進にチェックが働かないことである。構想日本では、現在の償還計画における料金徴収期限の2044年に25兆円以上の債務が残る（無料化とは債務ゼロの前提）と試算している。その大きな背景としては、

「全国プール制」によるため、高速道路路線毎の採算が不明確なこと、例えば東京湾アクアラインの大幅赤字にみられるように「一般有料道路」計画の前提である通行量の下振れ、一般会計による国道との抱き合わせの措置による有料道路制度の形骸化、「換算起算日」の先送りによる採算チェックの絶えざる先延ばし、が指摘されている（図表9）。

したがって、道路公団の問題点は、「ドンブリ勘定」で国民に実態が分かりにくい全特殊法人の象徴ともなり、民営化の対象としてまずあげられる。ただ、民営化が最も望ましいとしても、旧国鉄の例をみるまでもなく、大変な期間とエネルギーを必要とする。民営化を阻害するものでなく、

図表8 2種類の証券化技術

金融機関：中小企業金融公庫など ⇨ 貸出債権の証券化

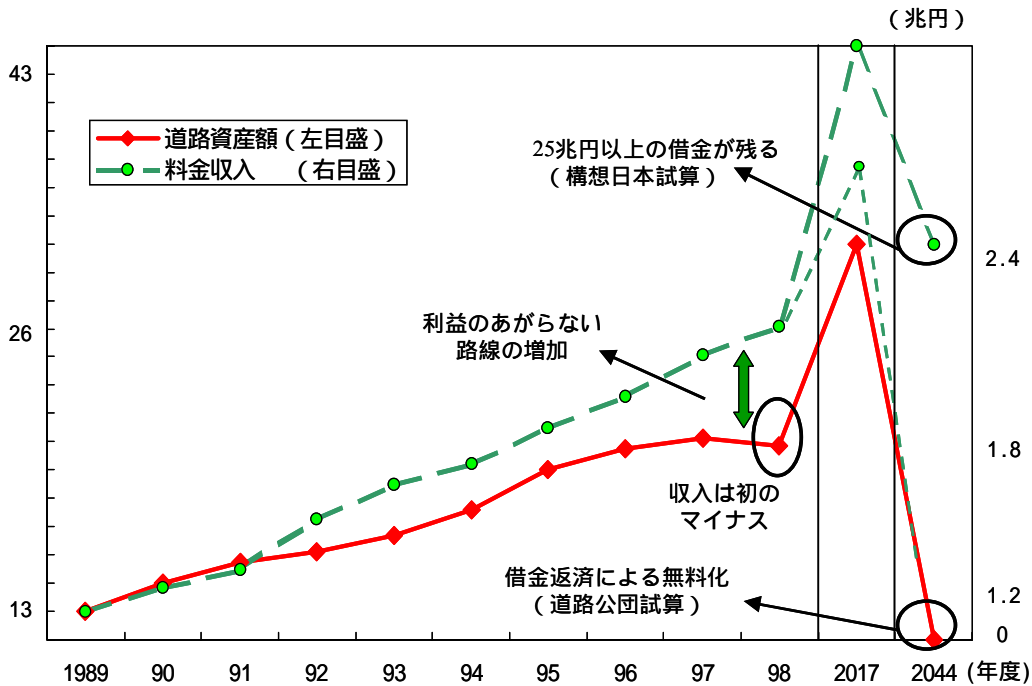
	形態	真正譲渡性	会計処理
担保目的信託型	住宅金融公庫型スキーム	真正譲渡 ×	オンバランス
真正譲渡型	本格的証券化	真正譲渡	オフバランス

インフラ事業：道路公団 ⇨ 道路料金債権の証券化と高速道路不動産ファンド

将来債権（道路料金）の証券化 ⇨ デット調達

転用困難な資産の高速道路不動産ファンド上場 ⇨ エクイティ調達

図表9 道路公団の道路資産（借金）と料金収入



むしろ促すための環境作りのためにも、道路公団事業資産のファンド型証券化が有効と考えるわけである。

また結論を先取りすると、このファンド型の証券化モデルは、下水道事業、都市開発事業、地下鉄事業など他のインフラ財投事業、あるいは鉄道事業、第三セクターでキャッシュフローのある事業など地方公共団体事業、更には電気・ガス事業、水道事業など公益事業にも適用できる。道路公団のファンド型証券化モデルが実現すれば、実に多くの分野に適用でき、これら事業の効率性を図れることになる。

2. ファンド型証券化のビジネスモデル

道路公団の証券化の対象資産としては、各高速道路・一般有料道路の通行料収入と道路不動産がある。通行料収入（キャッシュフロー）は、IT革命の産物である ETC（電子料金収受システム）で、路線毎、インターチェンジ区間毎の把握が可

能となりつつある。

この通行料収入をベースとした ABS を発行するほか、転売が難しく市場価値の低い高速道路用地など不動産部分は、将来も価値があるとみられる都市部の遊休国有地などと交換する契約を国との間で結び、ファンド型の証券化とする。路線や区間毎に、しかも通行料収入や不動産部分の価値が異なる区間を組み合わせると証券化すれば、“いいとこ取り”との批判を避けつつ、広く小口の資金調達ができる。例えば、東名高速道の川崎～厚木区間と九州自動車道の太宰府～鳥栖区間を組み合わせ、まず1,000億円程度のファンド設定という具合である。もちろんその際には、IT活用のファンド・モニタリング装置が必要となる。このスキームにより、個別路線・区間毎の収支が明らかとなり、適正な負債規模などが浮き彫りになる。

3. 具体的な証券化案

具体的な証券化を検討する際のポイントとしては、長期にわたって将来発生する通行料収入の譲渡が法的に認められるか、長期将来債権の譲渡にかかる真性売買性が確保できるか、である。判例で譲渡が認められている最長の将来債権は7年程度である。将来の通行料収入の下振れをどのように回避するか、ヒストリカルデータ及び各経済指標とのコリレーション等の検証による信用補完措置が必要になる。転用困難なゆえに市場価値が極めて低い道路不動産をどのように換金化するか、地震リスク等をどうするか、などである。

ここでは、顕著なモデルとして東名高速道路の通行料収入に依拠したキャッシュフローに基づき、道路公団試算による有料道路無料化期限2044年までのキャッシュフローを前提に種々のタイプの証

券化を検討してみる。

[解決案1：全額 ABS による調達...資金調達額は約4.2兆円]

期待されるキャッシュフローの合計は、年間で2,300億円のため(図表10) 43年分で約10兆円となる。わが国最長期の30年国債利回り(2000年末、約2.9%)をもとに3%で試算すると、調達時価は約5.5兆円となる(実際には、43年間のイールドカーブの形状によっては、更に金利ディスカウント要因あり)。加えて、対国債リスクプレミアム(100bp)や、キャッシュフローの安定性に関するストレスファクター等による劣後ポジション(資金化率90%)を勘案すると、約1.3兆円となり、限界的資金調達額は約4.2兆円となる。

キャッシュフロー調達額がこの規模にとどまるとすると、償還準備金を差し引いた30兆円近い道路公団のバランスシートに対しては効果が薄いと判断も出てくる(図表11)。

図表10 道路公団の主要路線採算

(1997年度)

	年間収入 (億円)	収益率 (費用/収入、%)	利益 (億円)
合計	18,621	57	7,959
東名高速	2,707	14	2,328
中央高速 (中央・名神・長野)	3,076	23	2,369
東北縦貫 (東北・八戸・東京外環)	2,456	33	1,646

図表11 道路公団のB/Sと証券化効果

(2000年度末見込み、兆円)

資産		負債・資本		
流動資産	3.5	流動負債	0.2	
固定資産	39.5	固定負債	27.6	
事業資産	34.1	(道路債券)	(21.2)	} 4.2兆円
(高速道路)	(29.3)	(長期借入金)	(5.0)	
(一般有料道路)	(4.8)	償還準備金	9.5	} 35.4兆円
		資本金	2.0	
		(政府出資金)	2.0	
合計	39.6		39.6	

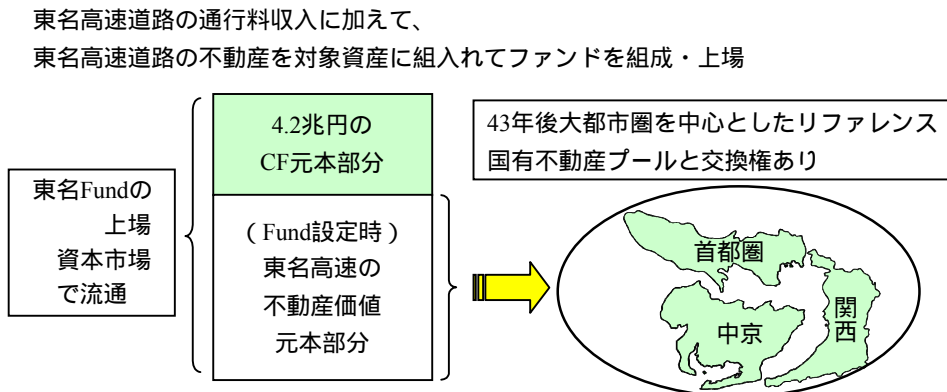
[解決案 2 : 道路不動産も組み入れたファンドの組成・上場]

したがって、東名高速道路の上記通行料収入に加えて、道路不動産を対象資産に組み入れてファンドを組成し、上場する。その場合、転用困難な道路不動産に市場価値を付するため、43年後も価値を有するとみられる大都市を中心としたリファレンス国有不動産プールとの交換権を付する。したがって、ファンドへの投資家は、各々の持分に対し、キャッシュフローに加え、ファンド設定時

に東名高速道路の不動産価値と等価に設定された国有不動産を43年後に交換できる権利を有するものとする(図表12)。

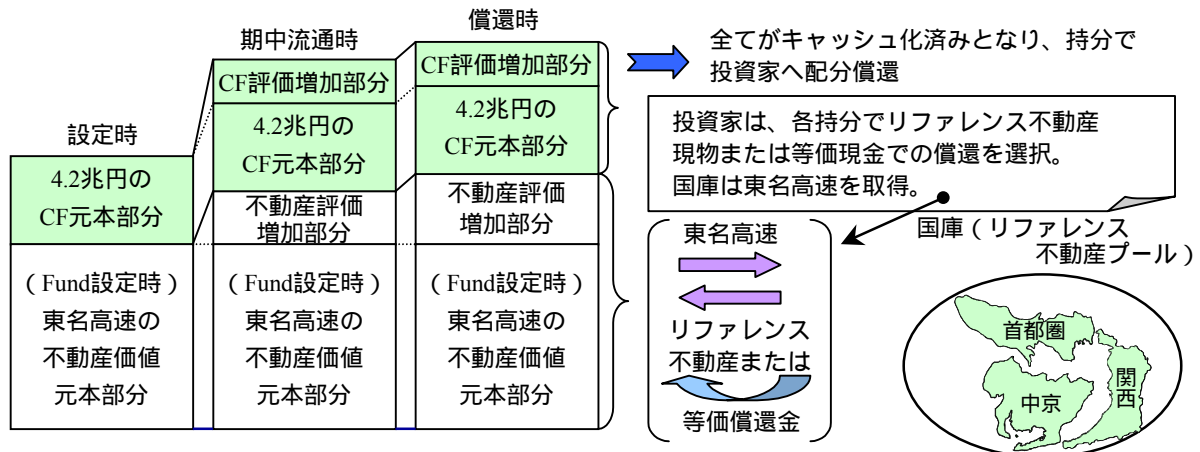
ファンドの設定から償還までの時系列別のイメージ図を示すと、次のとおりである(図表13)。キャッシュフロー評価の増加・減少部分は、予定に比較しての通行料収入の実績増減等に連動させる。また、不動産評価の増加・減少部分は、リファレンス国有不動産プールの時価増減等に連動させる。このファンドの運営に関しては、キャッシ

図表12 道路公団の証券化案(解決案2)



Fund への投資家は、各々の持分に対し、CF に加え、43年後に Fund 設定時に東名高速の不動産価値と等価と設定された国有不動産と交換できる権利を有する

図表13 時系列別のファンドイメージ図



- 不動産評価増加/減少部分は、リファレンス不動産プールの時価増減等に連動するイメージ
- CF評価増加/減少部分は、予定に比較しての通行料収入実績増減等に連動するイメージ

キャッシュフロー部分及び道路不動産部分・リファレンス国有不動産部分のデータベースとモニタリング装置が必要になる。

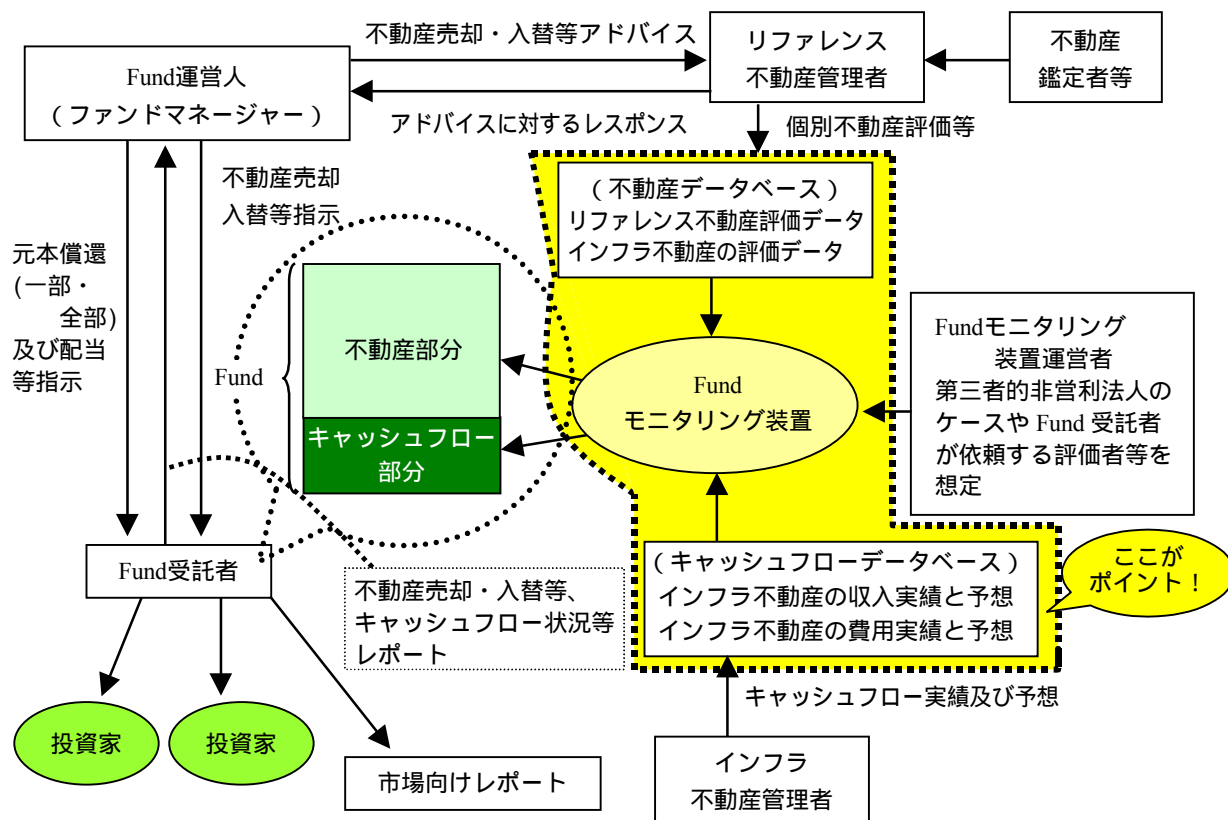
コンピュータ処理を要する点に着目して、2001年3月、日本興業銀行ストラクチャード・ファイナンス部と共同で、証券化ビジネスモデル特許を申請した（図表14）。

このスキームの特徴は、国庫への物納等で膨らんだ大都市圏における国有不動産の潜在的なキャピタルゲイン価値を有効に活用し、当該ファンド投資家への甘味剤とすることである。具体的には、次のような管理となる。東名高速道路の不動産価値が上昇する時（評価には平均地価上昇率を使用）には、対象となる国有不動産プールの価値も上昇する形で対象不動産を入れ替え管理する。期中一定の要件で対象不動産を入れ替え可能とす

る。投資家は各々の持分で、期中のキャッシュフローによる配当と43年後にリファレンス不動産を取得するか、換価手数料控除後でのリファレンス不動産を現金化した償還金を収受する。国は投資家の要望により、ファンド設定時に東名高速道路の時価相当であったリファレンス国有不動産プールを売却、現金をファンドに引き渡し、代わりに東名高速道路を取得できる。事後、日本道路公団にリースバックも可能とする。

これは、いわば国庫とファンド間での、換価した国有不動産と東名高速道路のスワップである。したがって、逆に国有不動産のキャピタルゲインを有効に活用して、東名高速道路への追加的な国庫負担を避ける構成とするのも可能である（図表15）。

図表14 インフラ整備財投事業の証券化モデル（イメージ図）



図表15 中央政府部門のB / S

大蔵省 (国ベース、98年度末<案1>)				構想日本 (国ベース、厚生年金債務を含む、97年度末)			
資産	659	負債A	791	資産	568	負債	1,471
現預金	33	郵便貯金	253	固定資産	173	固定資産	1,429
有価証券	107	民間保有公債	188	(政府出資等)	(34)	(国債)	(248)
貸付金	268	公的年金 預り金	153	(土地)*	(31)	(借入金)	(77)
有形固定資産*	171	保険準備金等	113	(道路)*	(61)	(厚生年金債務)	(780)
投資等	39	その他	84	物品	12	(郵貯債務)	(225)
その他	41	正味財産B (資産 - 負債)	133	債権	289	流動負債	42
合計	659	合計	659	(積立金)	(33)	正味財産	903
				(資金)	(241)	(資産 - 負債)	
				国庫金等	94		
				合計	568	合計	568

	案1	案2	案3
公的年金負債	-	290	797
負債合計(A)	791	929	1,435
正味財産(B)	133	270	776

* リファレンス不動産となり得る

[解決案3 : 東名以外的高速道路ファンドによる資金調達]

東名高速道路ファンドが一定の評価を得られれば、他の高速道路を利用したファンドによる資金調達も可能となる。そのファンドの流通価格は、東名高速道路ファンドと同様に、期中のキャッシュフロー・パフォーマンスに基づく配当と、想定される43年後の道路不動産のキャピタルゲイン・ロスを反映したものとなる。

[解決案4 : 特定区間を区切った小型の第1号ファンド設定が現実的]

東名高速道路全体のファンドは大き過ぎるため、例えば“川崎～厚木”間の特定区間に区切った1,000億円程度のファンド設定が現実的である。この場合、換金価値の低い他高速道路の特定区間、例えば九州自動車道の“大宰府～鳥栖”区間と組み合わせたファンド設定にするのも一案である。採算性の高い路線・区間の“いいとこ取り”と

の批判にも十分耐え得ることになる。

・ 民営化や財投機関債との関係など

1. 民営化との関係

ここで究極的には望ましい特殊法人の廃止や民営化と証券化との関係をみておきたい。結論的にいえば、民営化と証券化との関係は補完的である。民営化のためには、大変な期間とエネルギーが要る。一気に株式会社化する手続の難しさ、膨大な作業をどう考えるか。また、そもそも株式会社化するには株価が上昇する商業的なビジネスモデルにする必要がある。JR各社では、駅再開発による商業施設運営といった多角化が可能であった。道路公団は基本的には長距離貨物輸送のメインチャンネルと捉えると、大量の旅客を対象としたJRとは異なった収益力向上のビジネスモデル提示が求められるかもしれない。

こう考えると、漸進主義ではあるが、早期かつ着実に市場原理のチェックによる経営の効率化を図るには、まず証券化を実現する。この過程で、対象事業資産に関し、企業会計基準によるディスクロージャーが進み、民営化と同じ効果を持つファンド上場によって市場価格が形成される。したがって、民営化に向けた環境作りにもなる。

むしろ、今後抜本的な特殊法人改革が具体化すると、廃止や民営化などは暗黙の政府保証を失わせるため、財投機関債市場には動揺が走ることになるが、証券化ビジネスモデルが助けとなる可能性もある。しかも証券化の場合、ある特殊法人廃止との結論付けになっても、採算のとれる事業資産を担保とした証券化商品に価値は残るため動揺はない。

もちろん、経営形態を引き続き特殊法人としたままでも、市場原理が働く資金調達手段である証券化によって効率性をチェックできる。しかし、民営化のコンセンサス・手続が整った場合には、民営化された経営・運営体制下での、デット型あるいはファンド型の証券化による資金調達と組み合わせればよい。最近、多くの株式会社が事業資産の証券化による活発な資金調達を行っているが、それと同様な資金調達構造となるわけである。

2. 財投機関債と証券化

財投機関債と証券化の関係についても触れておく必要がある。事業範囲を限定した証券化は、その内容・採算についてディスクローズしやすく、事業者と投資家の意思疎通が図れる。すなわち市場価格が設定しやすい。一方財投機関債は、組織全体を対象とし、広い範囲のディスクロージャーが求められる点で、証券化とは異なる。「情報の非対称性」問題をクリアーできる事業範囲はどうかとの発想で、どちらの調達手段を選択するかが決まる。

このように証券化は、個別の事業資産を対象と

し、各資産につき詳細で徹底したディスクロージャーが必要となるが、投資家の納得を得られやすい。したがって全体の資金調達コストを引き下げ得る。また小口化による投資家分散というメリットも期待できる。一方、財投機関債は組織全体の事業資産を対象とするもので、一般事業法人の無担保社債に相当するが、細部にわたる詳細なディスクロージャーが進まないと、大量発行には限界が生ずる。

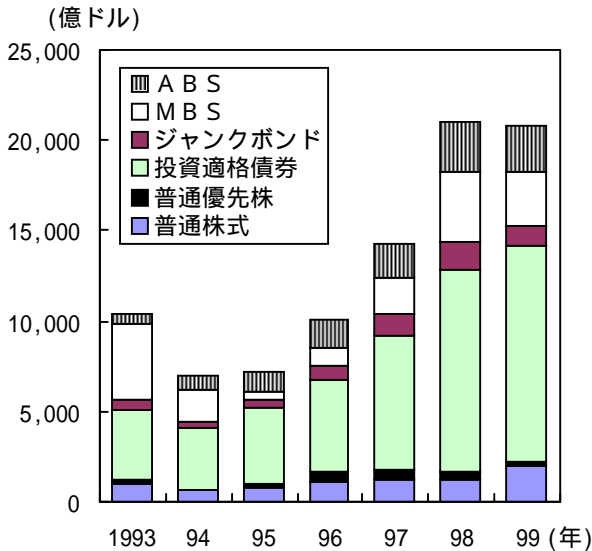
実は、財投機関債と証券化は相反する面がある。すなわち、一旦大量に財投機関債を発行した後、優良事業の証券化を推進すると、財投機関債が劣化することになる。この問題は以前、一般事業会社の無担保社債発行解禁が議論された際にも論点となった。無担保社債を発行した後、特定の優良事業資産を担保に融資が取り組まれると、無担保社債が劣化してしまうという問題である。したがって、財投機関債発行を本気で推進しようとする機関は、証券化を推進するよりは有利との見極めがないと、大量発行にまでは踏み切れまい。

3. わが国証券市場の拡大効果

最後に、特殊法人の証券化推進が、肥大化した“公的間接金融”を直接金融主体に構造転換させる効果を強調したい。また、わが国のこれまで極端に国債に偏った証券市場の多様化、拡大をもたらず。米国のように証券市場（除く国債）で現在4分の1～3分の1もの大きなウエイトを占めるに至った、多様なABS、MBSが存在する市場が形成されることになる。

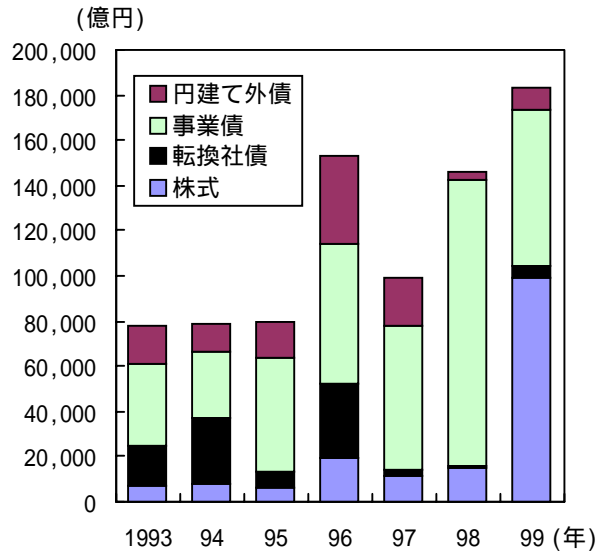
こうして日本にも証券市場の核となるABS、MBS商品が誕生すれば、国民が広くリスクを分担する資本市場形成に向けた良質な具体的ツールの提供にもなるのはいうまでもあるまい（図表16・17）。

図表16 米国証券市場の構成



(出所) 東京証券取引所、日本証券業協会

図表17 わが国証券市場の構成



(出所) 東京証券取引所、日本証券業協会

今後必要なアクションプログラム

1. 関係各界への働きかけ

何と言っても、政策執行機関である財投機関の政府との一体性、すなわち距離の決定権を有する国会、及び政府や当該の特殊法人に働きかけて、理解を得る必要がある。政府としては、経済財政諮問会議を主催する内閣府、財務省、総務省、国土交通省、各地方公共団体等である。更にマスコミの支持も必要になる。

ただ、今後特殊法人の民営化論等が具体化、活発化すればするほど、特殊法人側のインセンティブとしても、証券化の真剣な検討ニーズが高まるものと予想される。

2. 証券化に向けた法的手当て

法的な手当てとしてもデッド型・ファンド型証券化を問わず、特殊法人の分割法制、例えば「公的事業資産証券化法」＜仮称＞が必要となる。また、例えば7年以上先の将来発生債権の譲渡を認める判例がない現状に鑑みると、道路公団の料金

収入など、40年もの先の将来発生債権譲渡を可能とするための特別立法も必要となるかもしれない。

更に現在は、個別物件の譲渡毎に国会決議を要することになっているため、ファンド型証券化の場合、ファンド組成時の国有財産譲渡を一括して認める関連法制の整備も必要となる。加えて、この際の譲渡益の非課税措置も検討を要することになる。

3. 証券化推進のための残されている課題解決

なお証券化を推進するための全般的な課題として、残された二重課税の撤廃、200近い不動産関連法制及び30近い不動産関連税制の簡素化が必要になる。また、格付けやディスクロージャーなど証券流通市場の整備や、証券市場の透明性や信頼性を高めるべく監視当局に米国 SEC（証券取引委員会）類似の準司法権限を付与することなども検討に値するだろう。