

郵政公共事業投資銀行化の提案



提案者

慶応ビジネススクール 教授

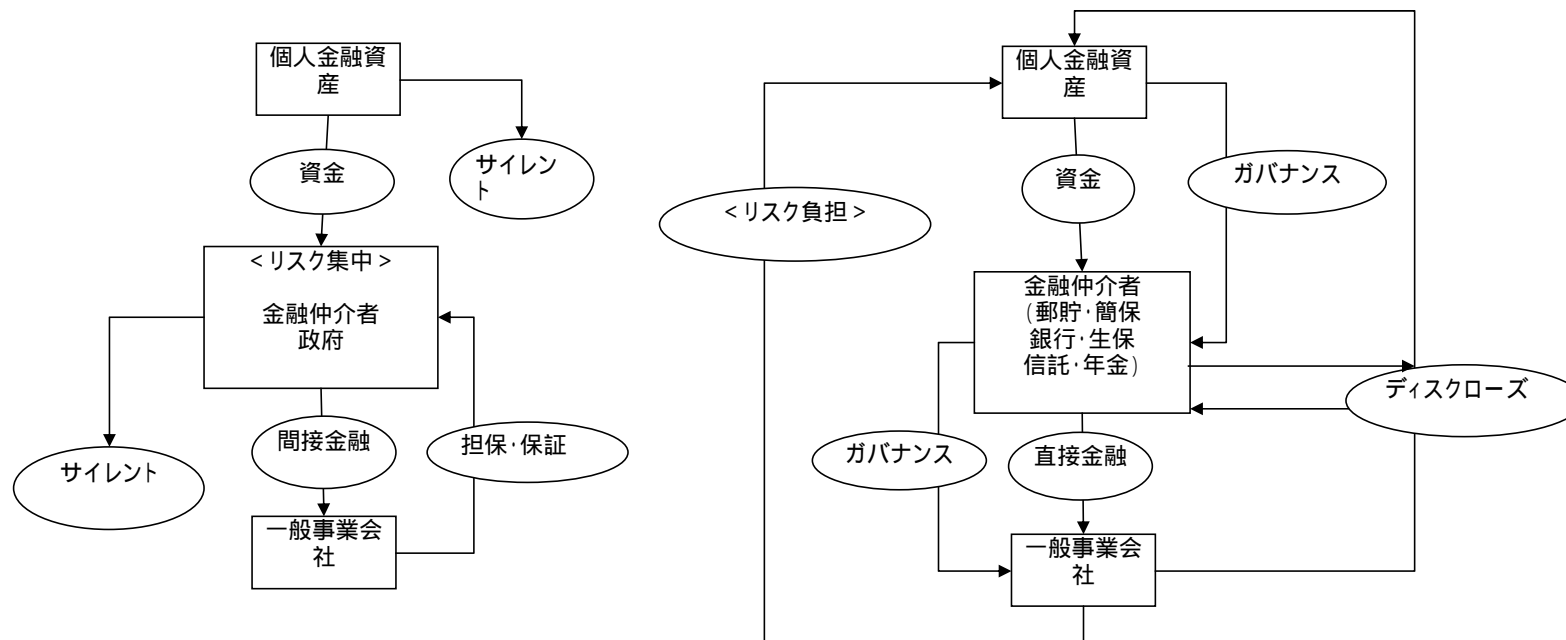
許斐義信

本提案の概要

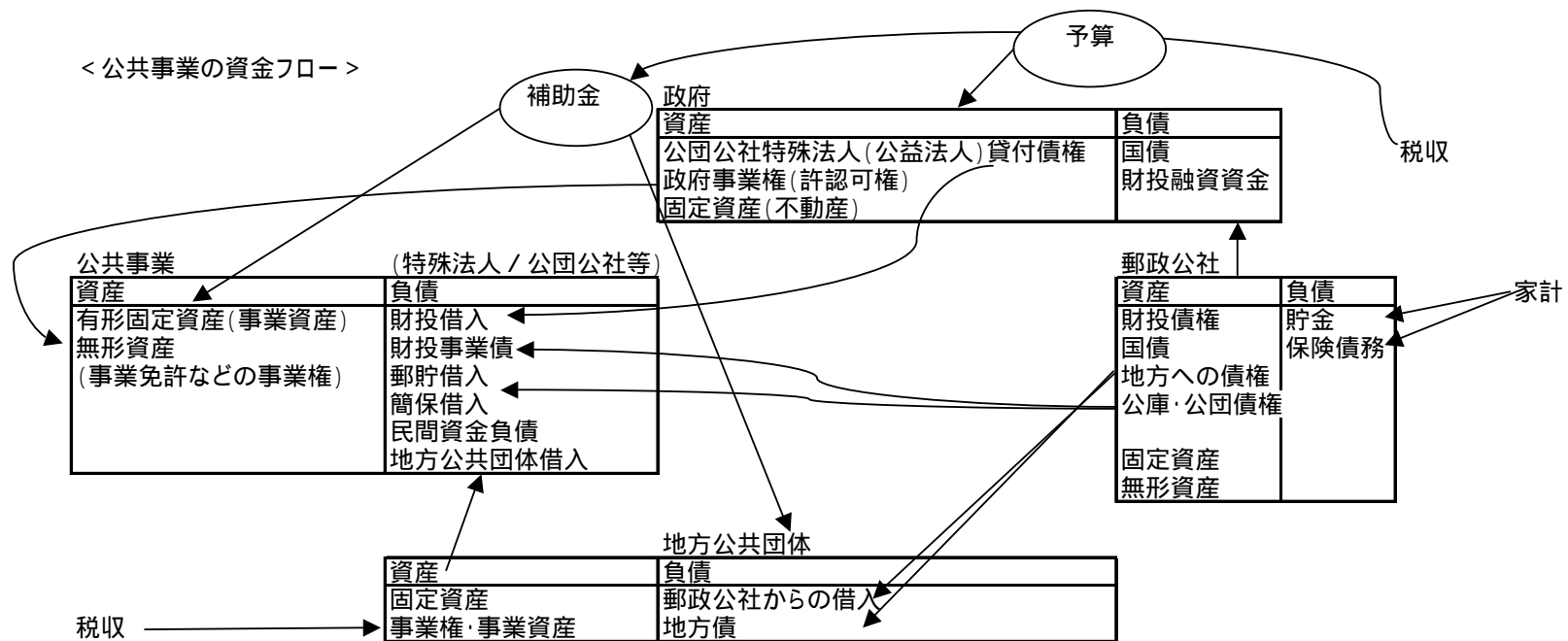
- ⌘ 一般国民から長期資金を収集し、公共のインフラに投資し再生させる金融会社となる。
- ⌘ 大量の国債発行に伴う金利上昇リスク、財政難の緩和を郵政民営化と並行実施。
- ⌘ 公共事業の民営化・効率化を促進
- ⌘ 産業活性化・証券市場活性化
- ⌘ (金融技術のイノベーション、公共サービス手法の発展)

提案の根幹となる概念：資本の民主化

< 資金提供とガバナンス・情報開示 >

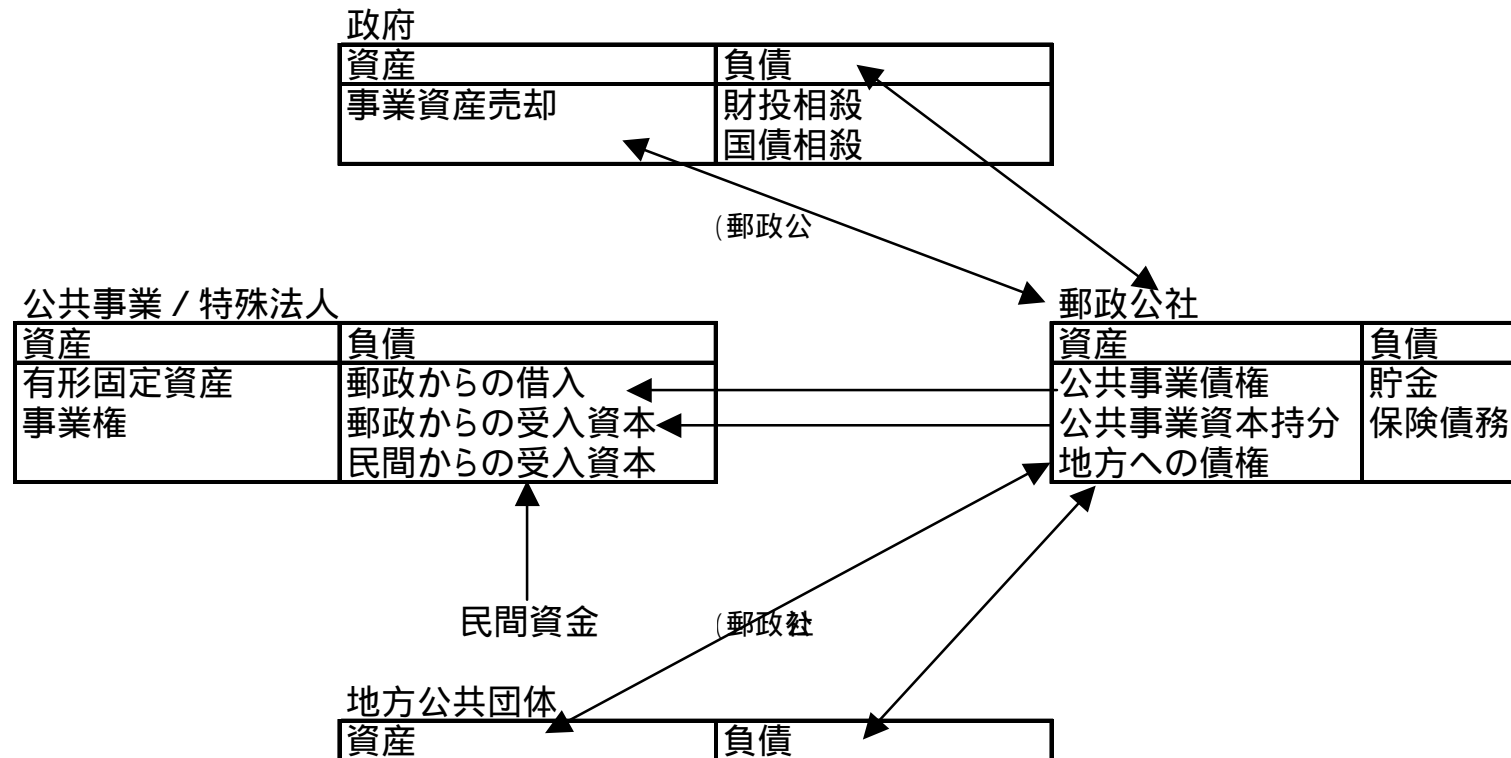


資金の財政化脱却と郵政民営化 (現行の資金循環)



民主的資金循環 (本提案の主旨概略)

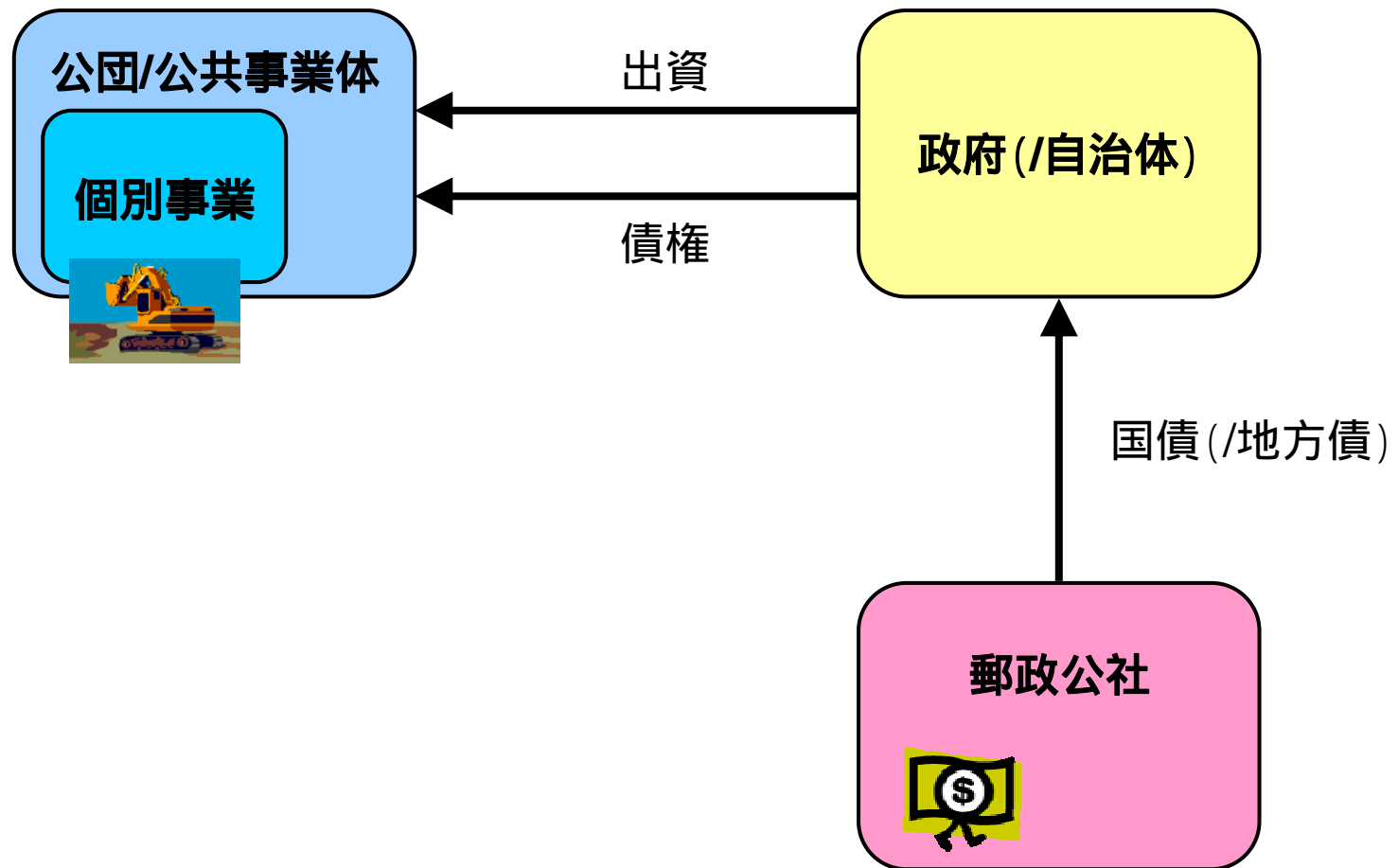
< 公共事業の郵政公社への譲渡と資金フロー概略 >



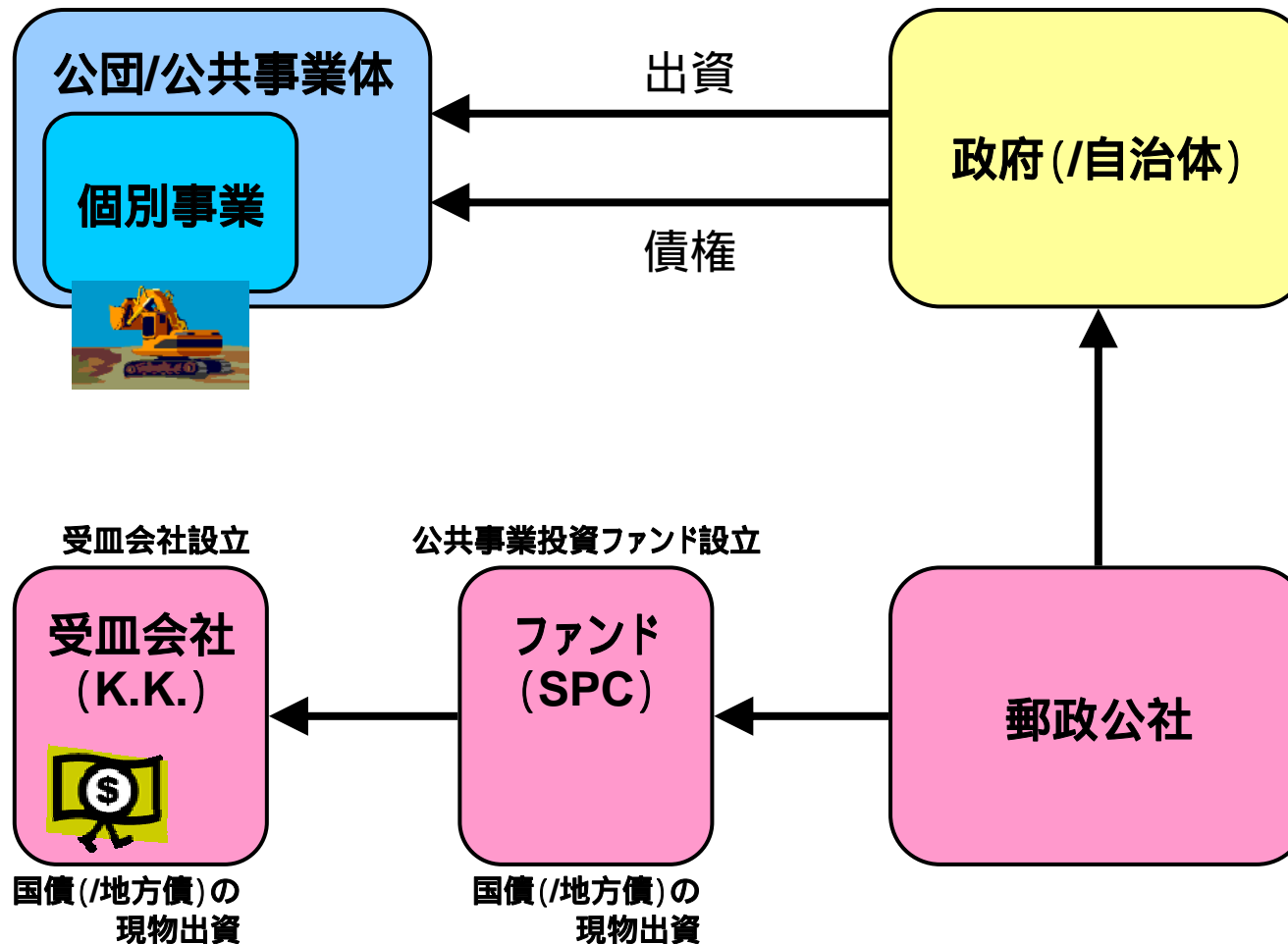


1、営業譲渡：具体的スキームの紹介

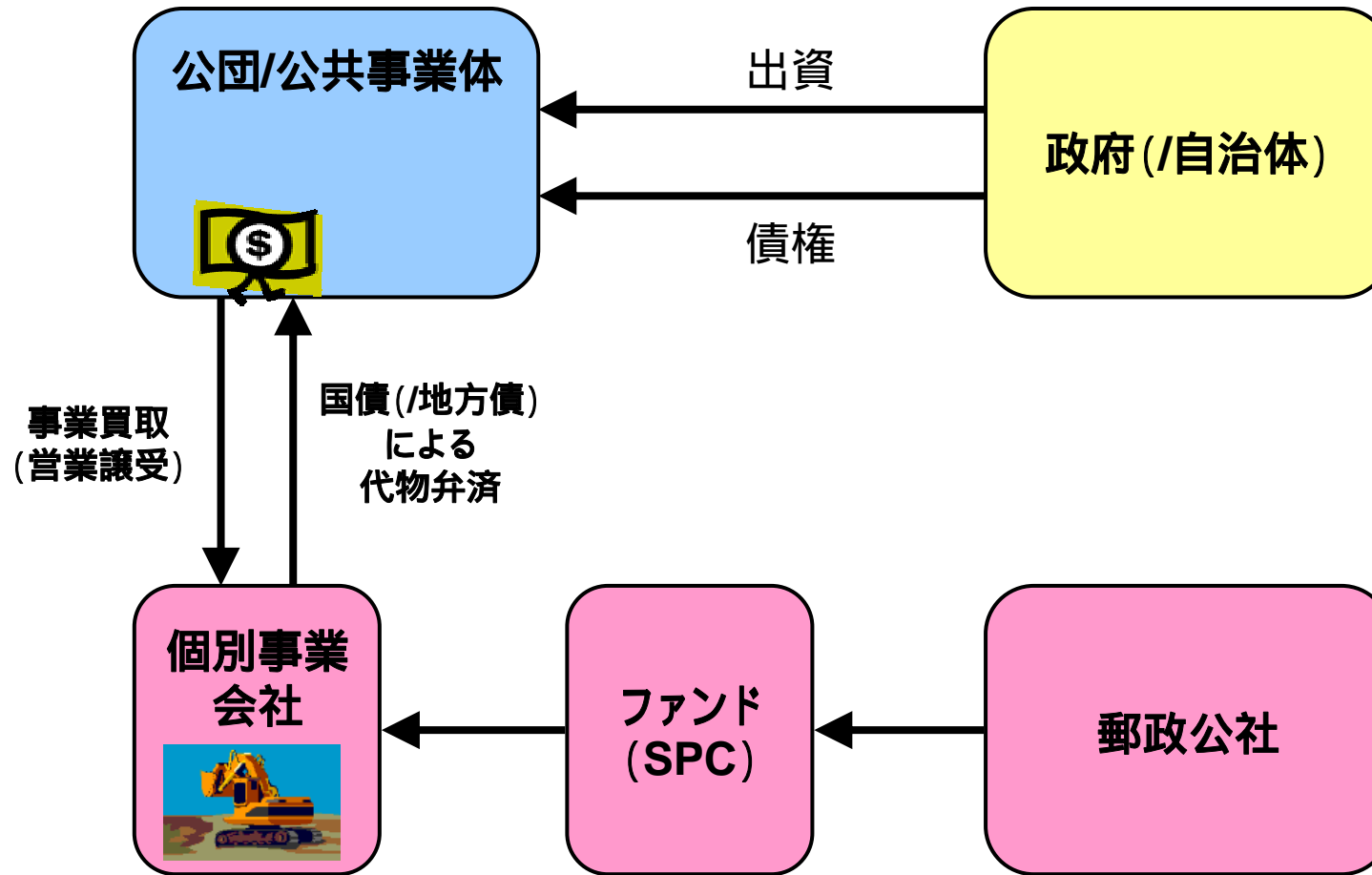
現状



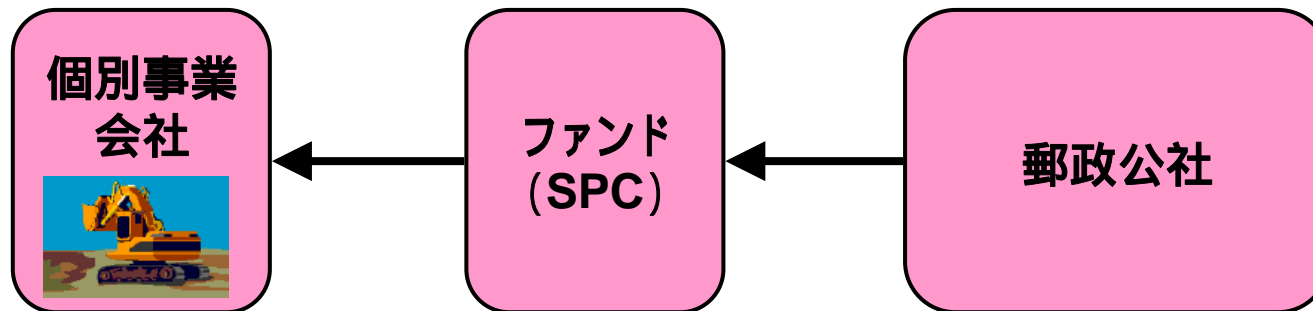
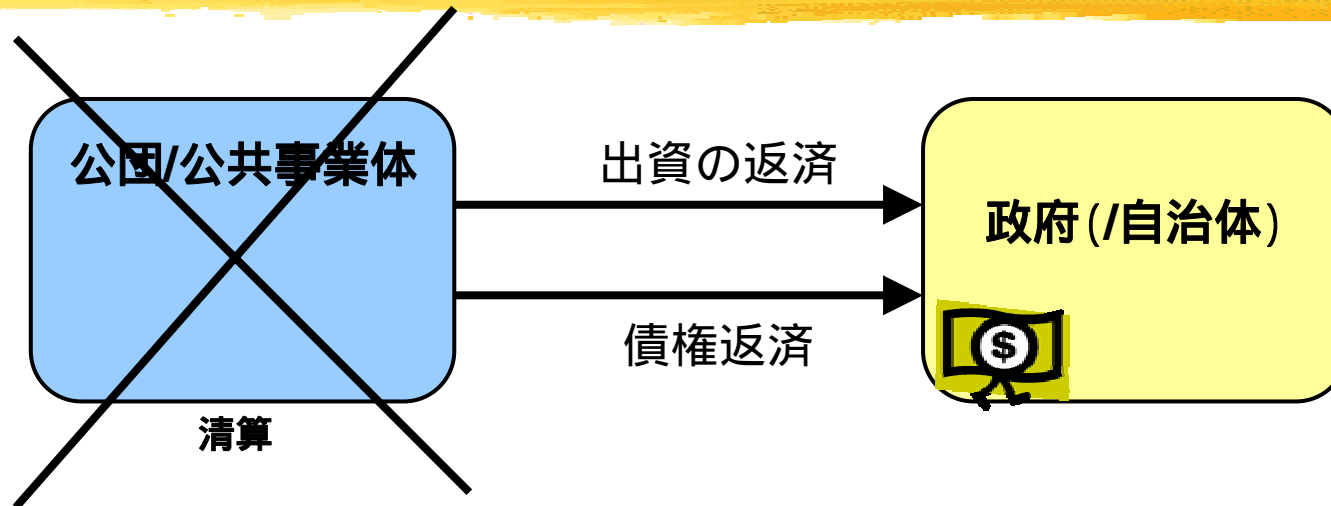
第1ステージ



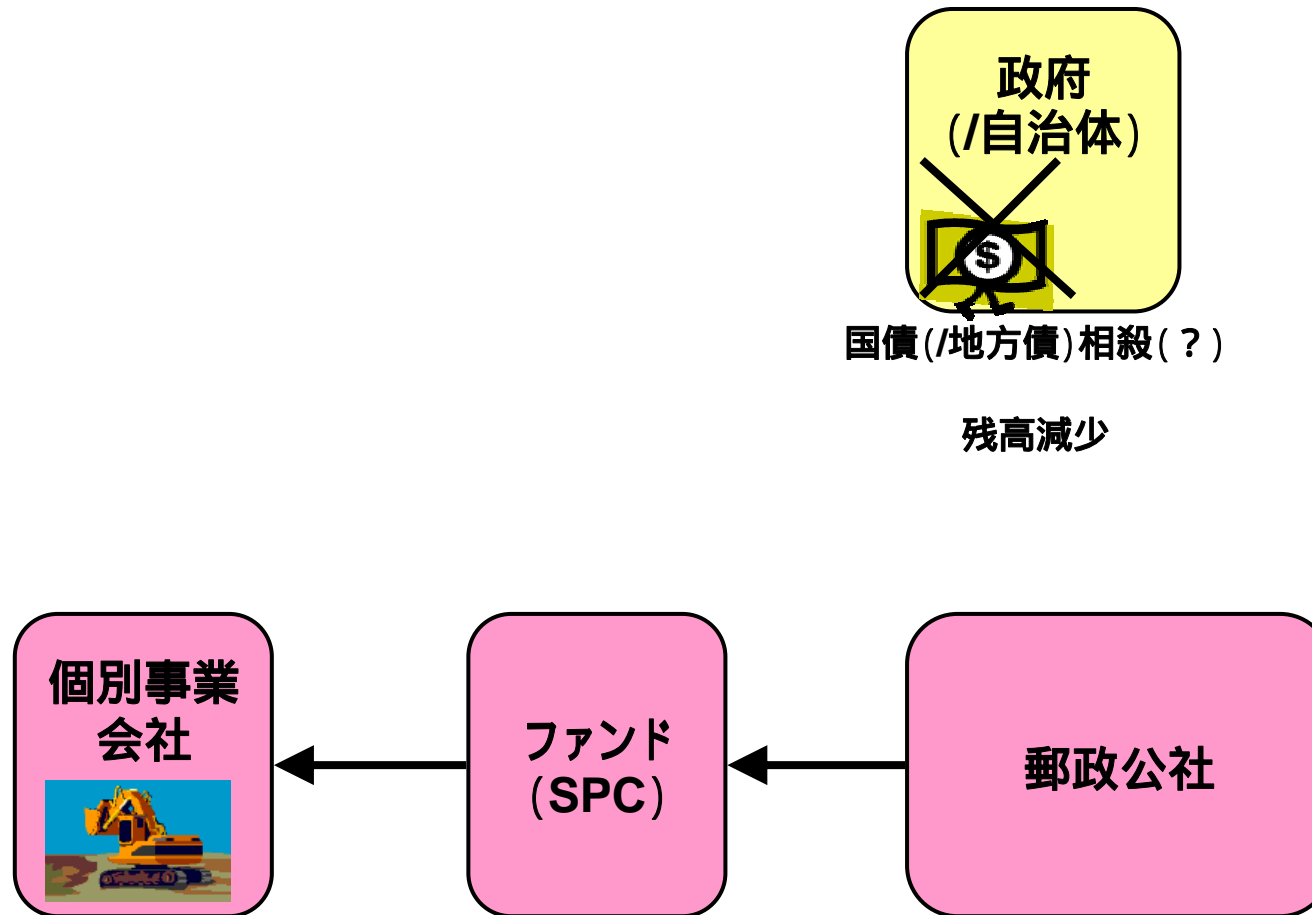
第2ステージ



第3ステージ



第4ステージ



ファイナンス・スキームの追加考察

⌘ 国/自治体による出資とコントロール

国/自治体から必ずしも完全に事業を切り離さず、これに一定のファンド持分・事業会社持分を保有させ、また、事業運営会社に参加させるなど、一定のコントロールを及ぼすことを認めることも可能。これによって、国/自治体によるサービス低下防止などのガバナンスが可能。

⌘ 国/自治体のキャピタル・ゲイン

このように国/自治体が当該事業の持分を一部保有することにより、将来に当該事業が株式公開などした場合に、当該国/自治体はキャピタル・ゲインを得ることも可能

⌘ (公共事業版)再生機構

当該ファンドを、いわば産業再生機構の公共事業版の投資会社として構成することにより、買い取る「公共事業」の再生・再建を進めることも考えうる

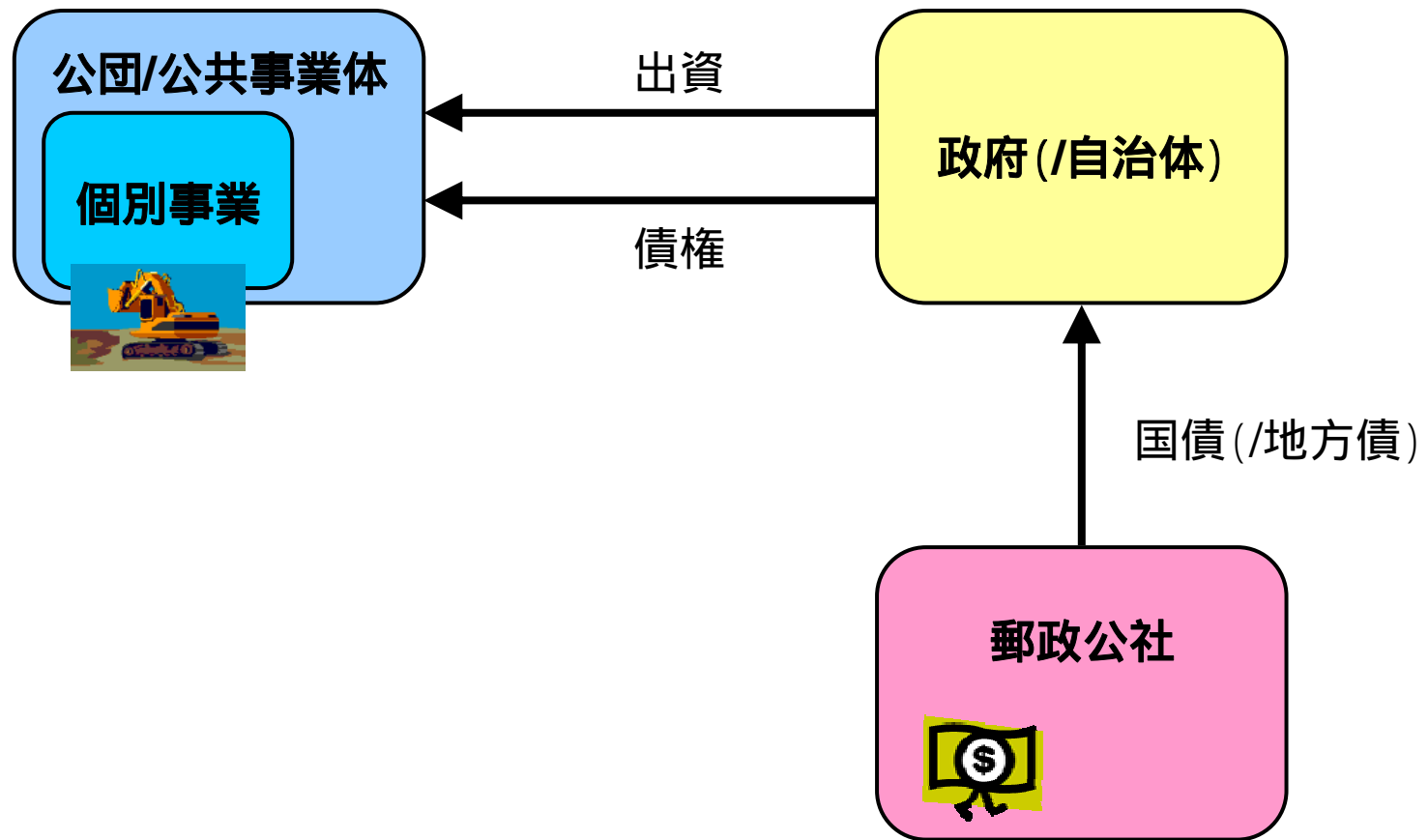
⌘ 保険(シュワティ・ボンドを含む)

買い取り公共事業のクレジット・リスクに対して、保険(シュワティ・ボンドを含む)を付保することにより、一定の事業リスクを回避することが可能

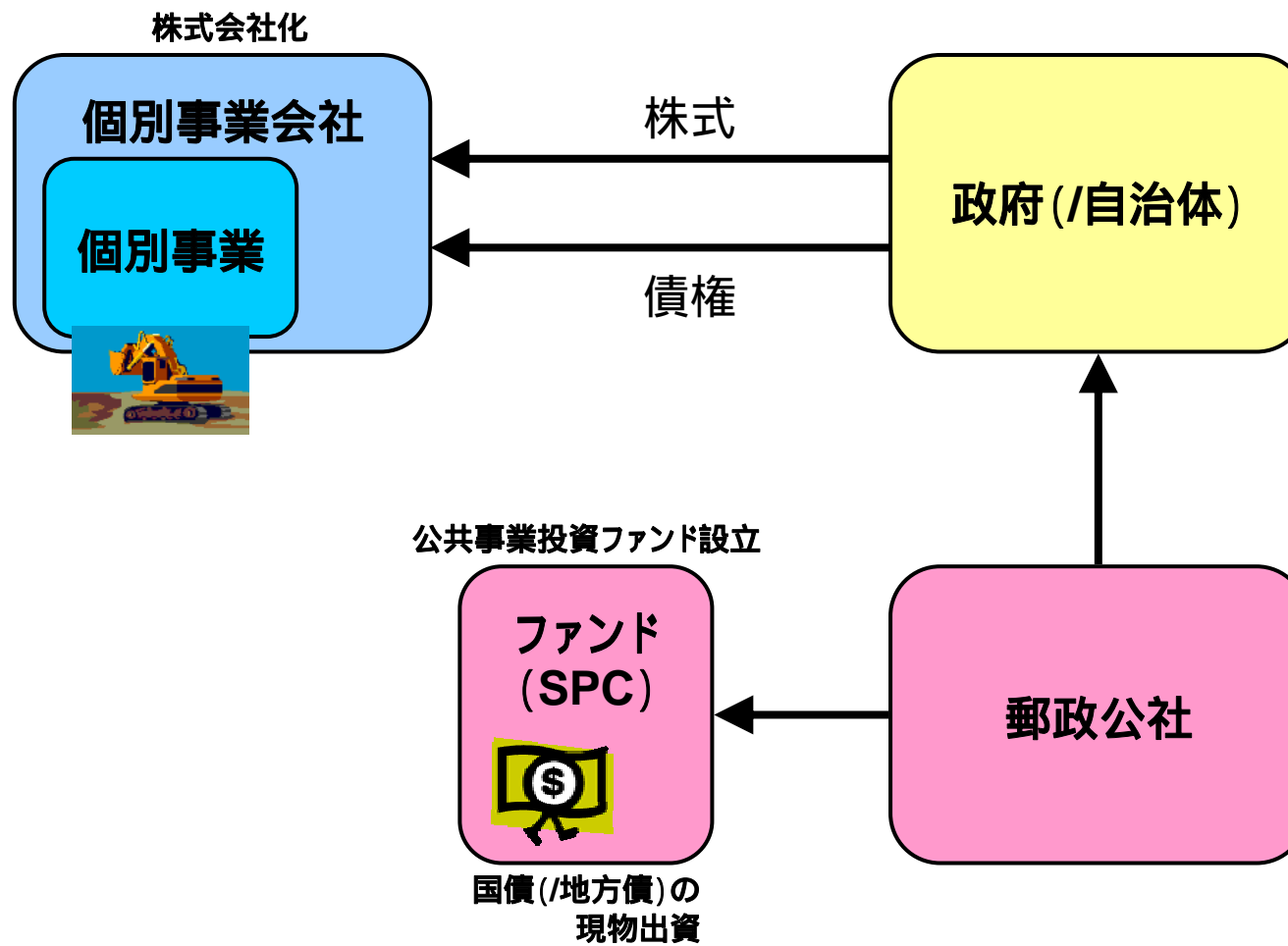


2、株式買取スキームの紹介

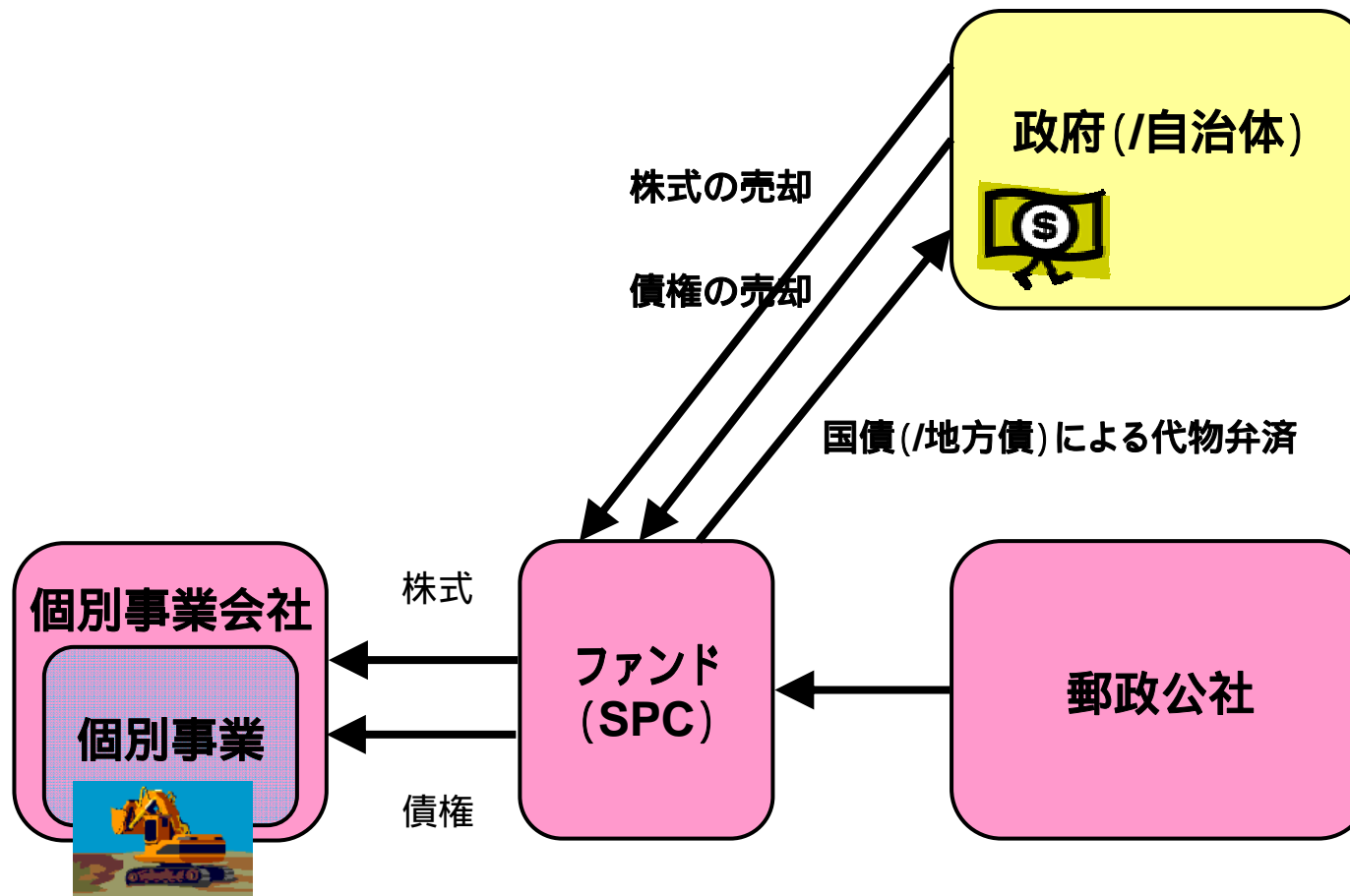
現状



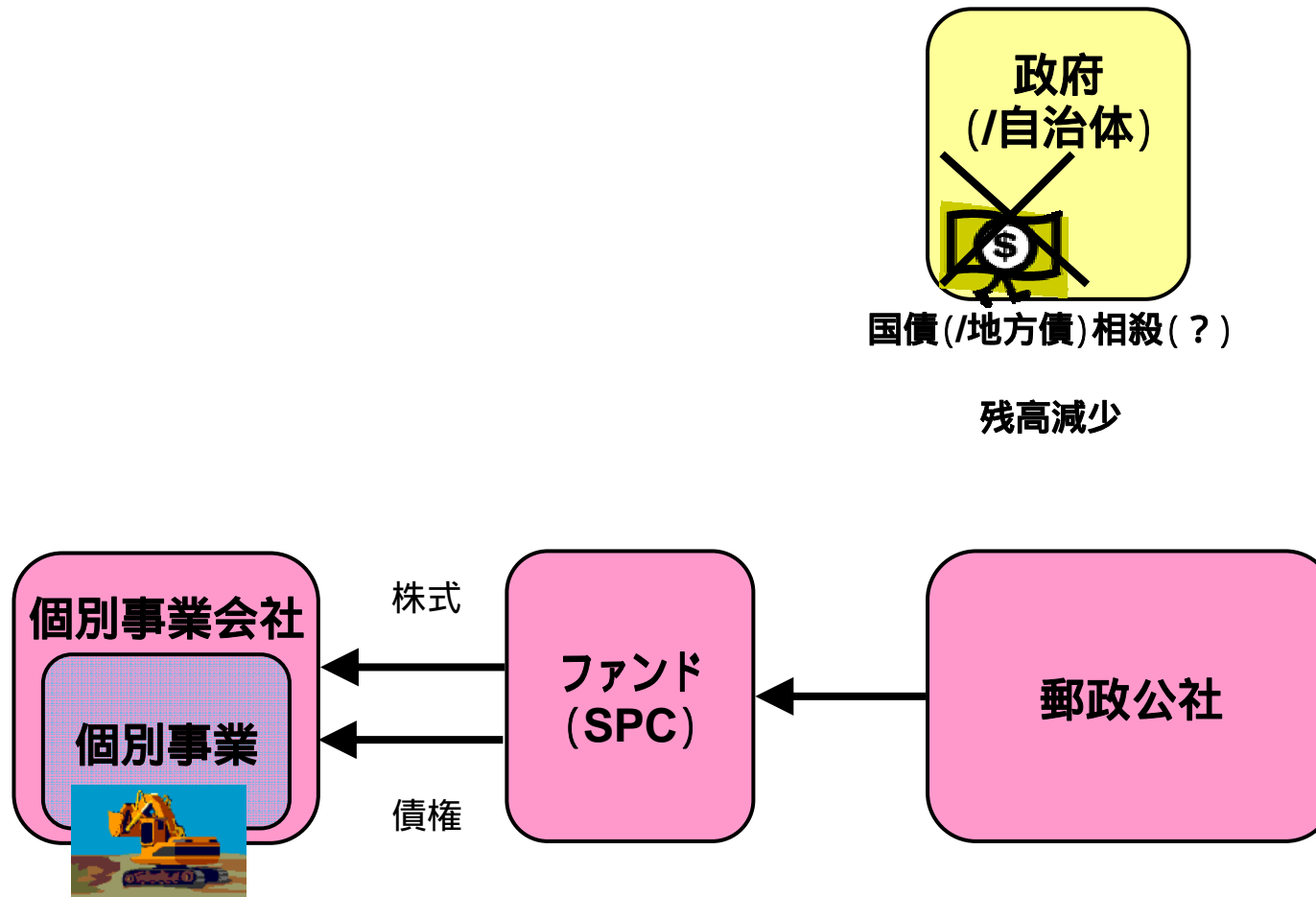
第1ステージ




第2ステージ



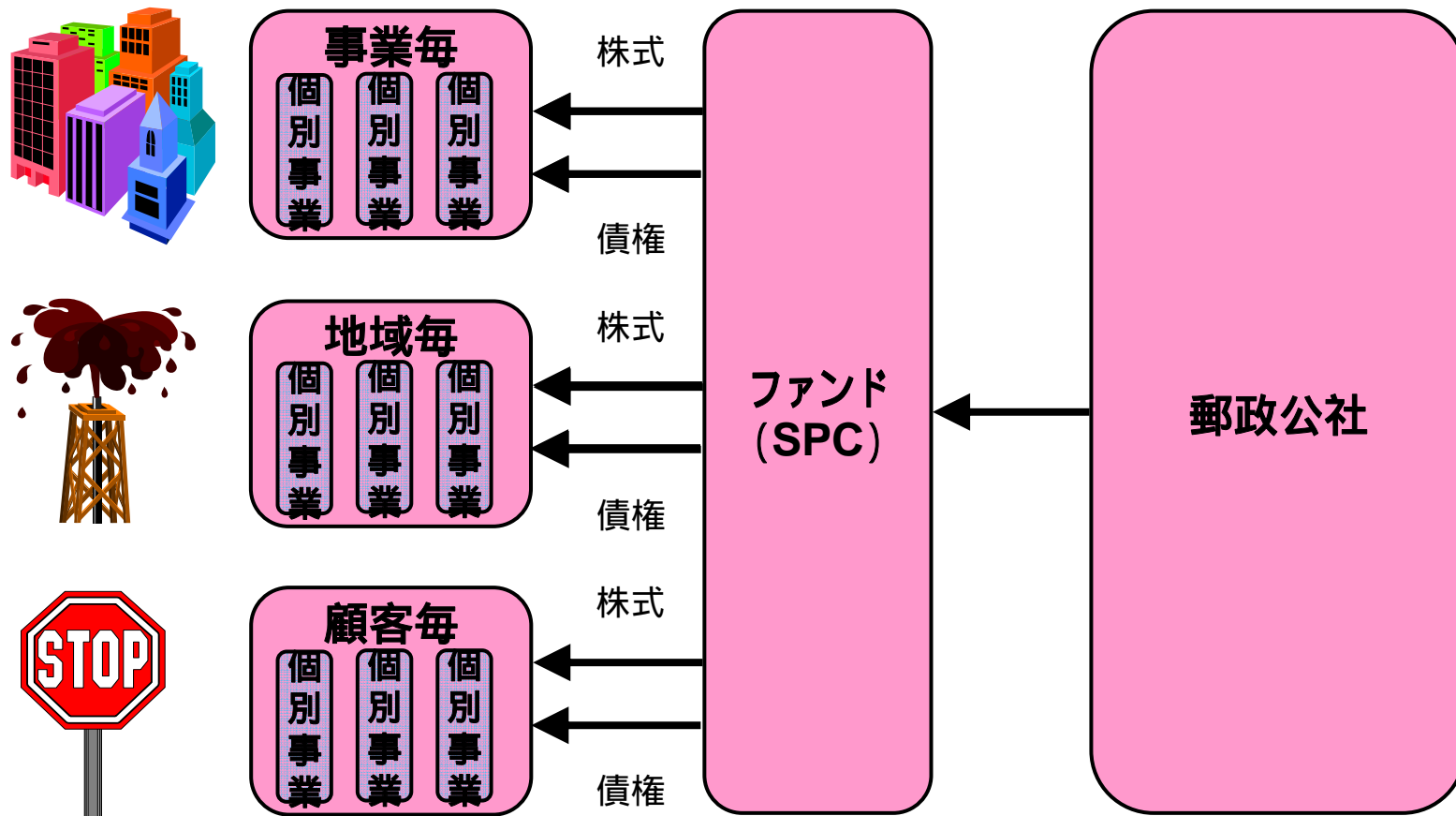
第3ステージ





ファンドの構成についての考察

相乗効果を生む買い取り方法を採用






⌘ 事業保有会社による相乗効果

すなわち、ファンドの下に事業保有会社をぶら下げ、ここが保有事業に関して相乗効果を発揮しやすいように(サービス内容ごと、地域ごと、ノウハウごと、または、それら複数の要素を加味して)、買い取りをおこなってゆく。

(ゴルフ場に関するGS、アドバンテッジ・パートナーズによる製塩事業会社2社の買収、DENONの米音響会社複数者の買収なども、この方法により成功している事例である。ロールアップM&A戦略?)

民間転換スキームのケース



⌘ 営団地下鉄のファイナンスと民転

営団地下鉄(東京地下鉄株式会社)

B/S(2003/3) (単位:億円)

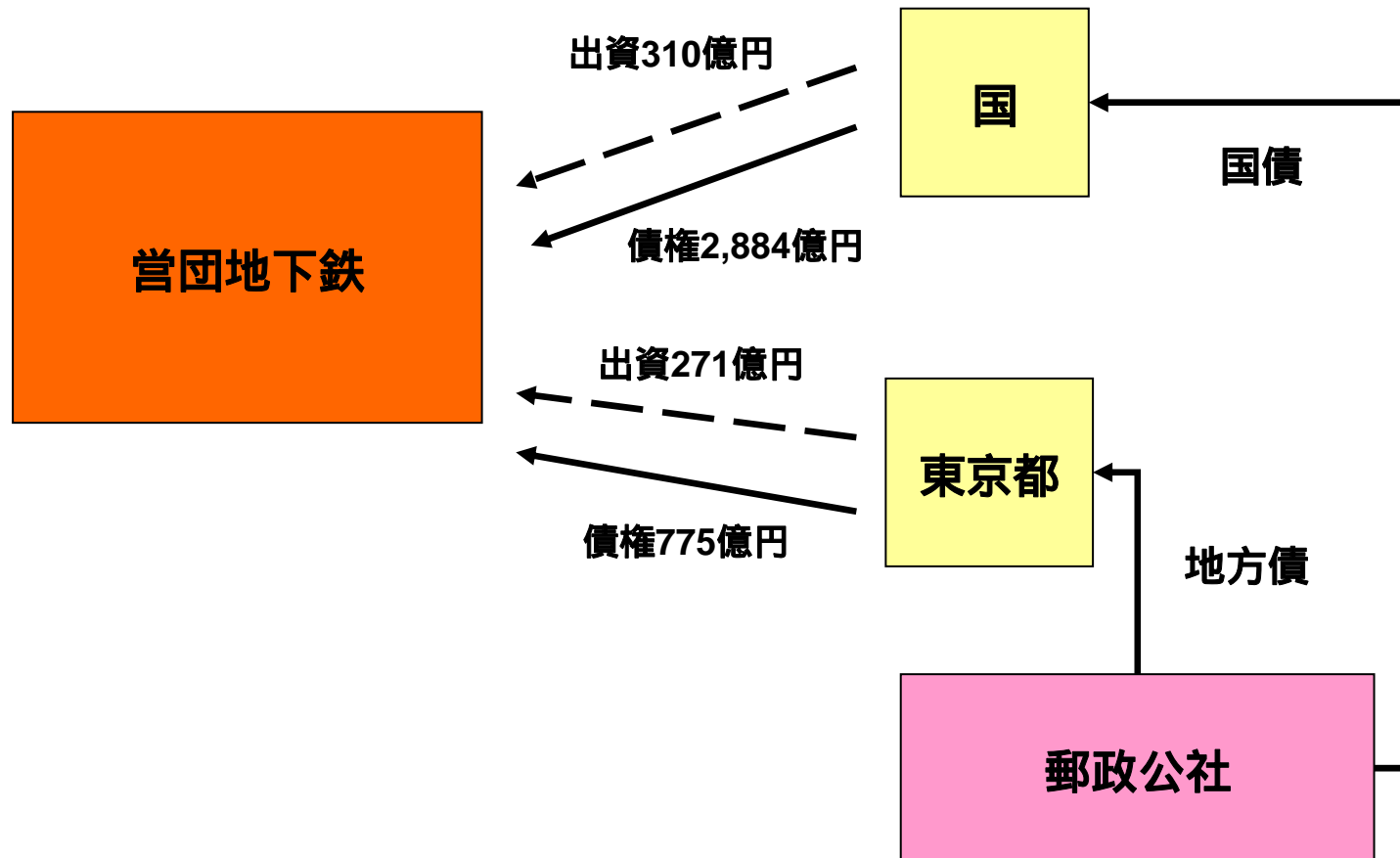
P/L (単位:億円)

流動資産 384	流動負債 1,959
固定資産 12,666 (うち鉄道事業 固定資産10,975)	固定負債 11,911
繰延資産 0	資本1,139 (うち資本金581)

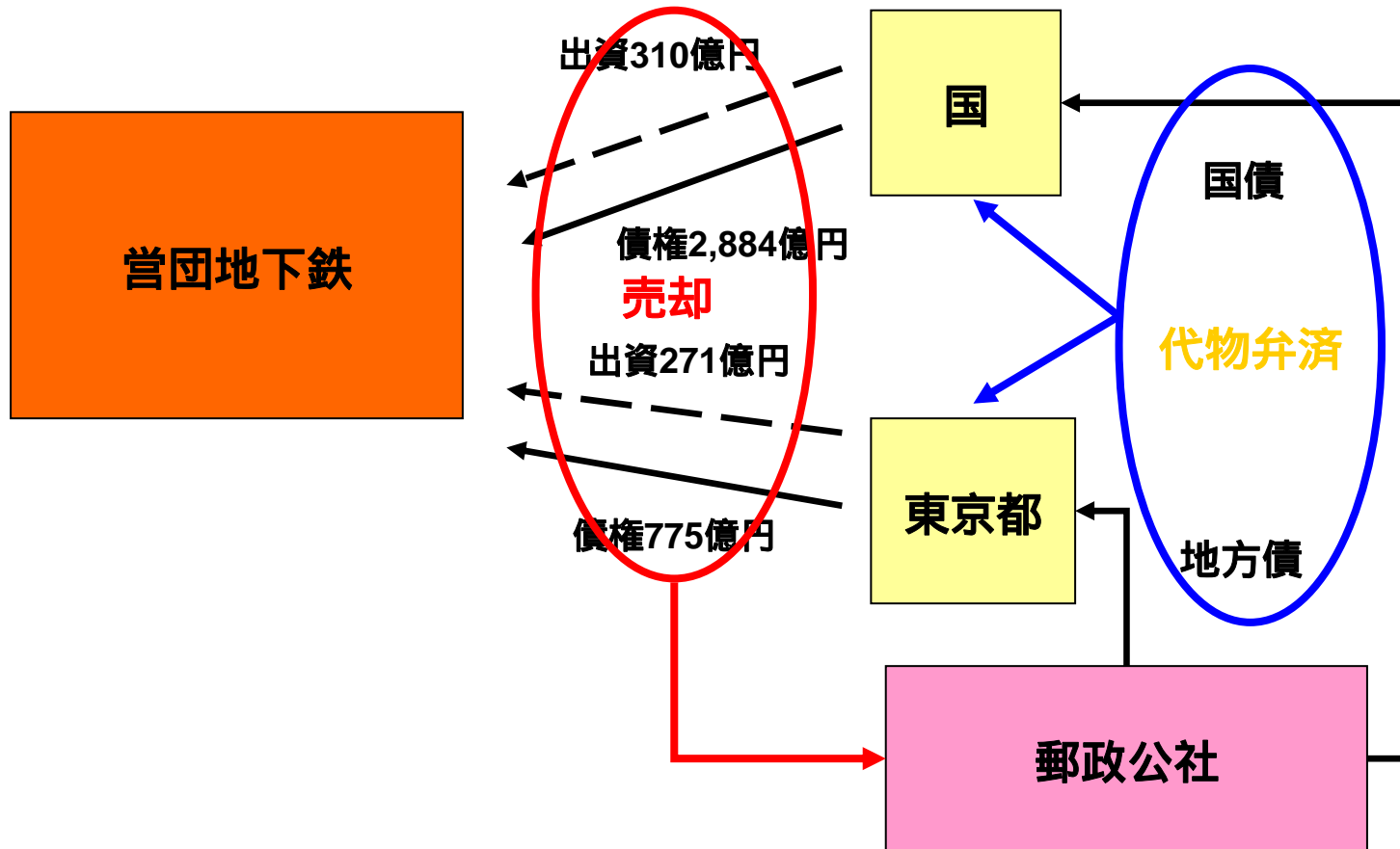
借入金内訳		営業収益	3,172
交通債券	4,498	経費	2,800
長期借入金	5,046	(うち減価償却費)	614
財務省	2,884	営業利益	373
簡保	514	営業外収益	
運輸施設整備事業団	775	営業外費用	303
東京都	775	(うち支払利息)	293
市中金融機関	93	経常利益	94
年金資金運用基金	6	税引前営業CF	987

出資内訳	
政府	310 (53.4%)
東京都	271 (46.6%)

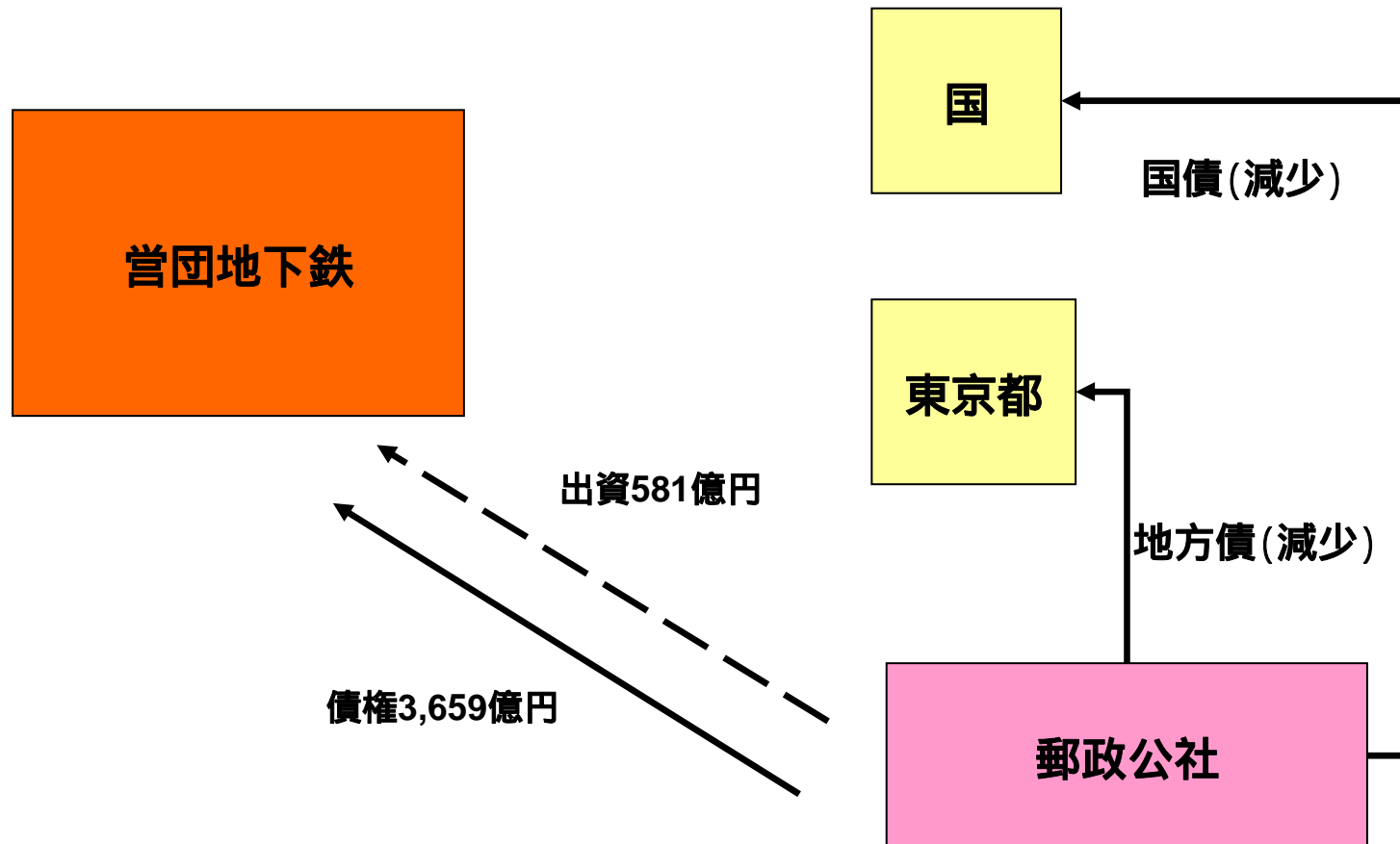
株式・債権売却スキーム



株式・債権売却スキーム



株式・債権売却スキーム



株式・債権売却スキーム

検討事項

➤ 株式売却価格の算定

コストアプローチ、収益アプローチ(DCF)、マーケットアプローチ(類似業種)から総合的に判断
国民の納得が必要


➤ 補助金の継続性の有無

路線拡大による設備投資に対する補助金

➤ 郵政公社によるガバナンス

➤ 株式公開に向けた対応

当該プロジェクトのメリット (ファイナンス・スキームの側面から)



- 1、郵政民営化における論点
- 2、本提案のメリット
- 3、本提案の追加検討事項
- 4、本提案の備考事項

1、郵政民営化における論点

⌘ 後掲記事のように、郵政民営化における論点は、主として、下記のように整理できる。

- ⌘ 職員の雇用問題
- 業務の非効率問題
- 国債の消化問題
- 政府保証債務の非保証化問題
- 事業の民業圧迫問題
- ナショナル・ミニマム(特に郵便事業)

現在、既存資金(保有国債)にどのように対処してゆくべきかという議論は少ない。

また郵政事業と特殊法人民営化を分離して議論しているために、常に政府がファイナンスとガバナンスに深く関与し続ける構造を打破していない

郵政民営事業での 一般的議論

1. 特殊会社
2. 3事業維持する完全民営化
3. 郵貯・簡保廃止で民営化

上記はいずれも外郭的議論 この観点から民営化議論をスタートすると、
具体的な金融サービス上の議論に終始してしまう。
資金循環・国家的経済戦略の観点が欠落する

郵政民営化の 金融サービス面の議論

1. 地方小口融資
2. 投資信託販売
3. 確定拠出型年金取り扱い
4. 定額貯金の商品改廃・政府の貯金保証
5. 個人国債の窓販

論点が具体的だが資金循環改革には直結しない

2、本提案のメリット

⌘ 当該プロジェクトによれば、これらのうち **を解決することが可能**

☒ **国債の消化問題**

- 国債(公共債)を対価とした公的事業買取であるため、その発行残高自体を減少させる(国債を通じた公共事業が郵政公社からの直接ファイナンスによる公共事業へと転換させる)ことが可能。

☒ **政府保証債務の非保証化問題**

- ファンドの事業運営会社によるガバナンス、オリジネーターに劣後出資を保有させることにより、政府保証なくとも、元本リスクは、一定程度、回避可能。

☒ **事業の民業圧迫問題**

- 郵貯および/または簡保の資金は、もっぱら、公共事業投資に向けられるため、金融機能の面で、民間金融機関と棲み分けが可能。

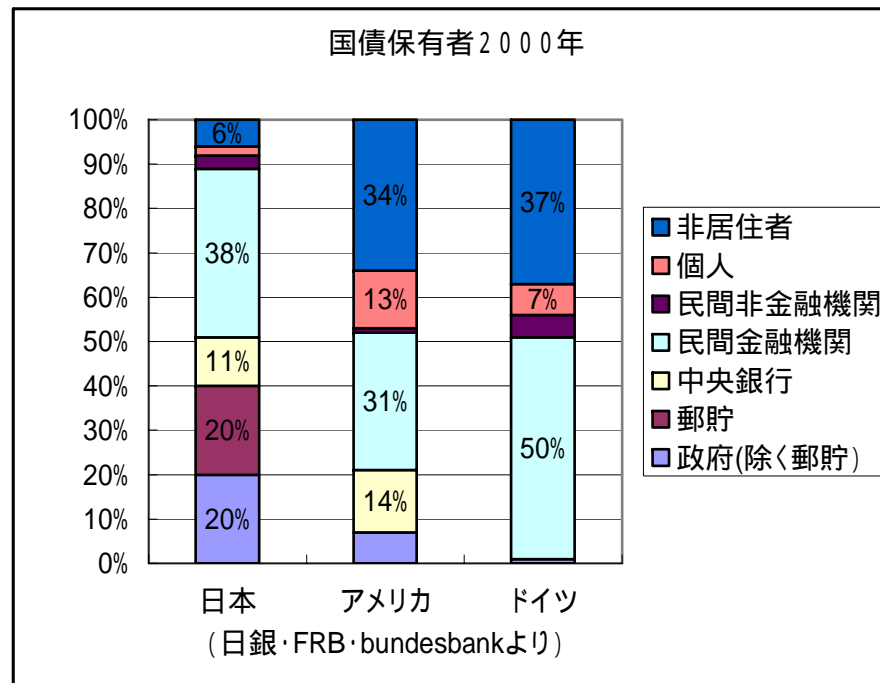
☒ - 調達機能に関しては、当面、現状維持とし、買い取り公共企業のExitの進行に応じて、その都度、徐々に見直しを行う。(貯金、付保上限規制の順次見直し)

- なお、業務の非効率性は、それ自体が許されることではないため、組織改革を進めることが必要である。

3、本提案の追加検討事項

- ☒ **どの程度の国債(公共債)が償還できるか**
 - 買い取り価格評価において、事業の価格評価が低かった場合、代物弁済される国債(公共債)の総額が低い結果となり、結果として、相殺により償還される国債(/公共債)の総額が比較的低いものとなる可能性がある。
- ☒ **不動産を一体として買い取る**
 - 買い取り公共事業が国(自治体)から不動産を賃貸などしていた場合、当該不動産自体をも買い取りすることにより、代物弁済額を高くすることも検討を要する。
- ☒ **自治体に国債で支払った際の取り扱い**
 - 本来、自治体より公共事業を買い取る場合は、当該自治体の発行する公共債で代物弁済すべきところ、国債に比較して小額の発行残高にとどまる公共債が全て相殺により償還された後は、国債により当該公共事業を買取することとなるものと思われるが、自治体が保有するに至った国債が最終的にどのように償還されるべきか検討を要する。

資料: 国債保有者と郵貯



資料: 郵政公社の保有資産

2001年度末 <郵貯>
(億円)

資産		2957835	負債		2941913
日銀預託金	7968	0%	通常郵便貯金	480372	
財政融資預託金	2076492	70%	積立郵便貯金	5308	
預金	1901	0%	定額貯金	1907636	
国債	526878	18%	借入金	533500	金融自由化対策資金
地方債	98513	3%			特別勘定除く 2424335
公庫・公団債	25204	1%			
社債	32675	1%			
外国債	38406	1%			
貸付金	7239	0%	その他	15097	
寄託金(簡保事業団へ)	105401	4%	積立金	6922	
その他	37158	1%	利益金	9000	
合計	2957835		合計	2957835	
うち政府への債権・国債	2603370	88%			
うち地方公共団体への債権	98513	3%			
うち簡保事業関連の債権	105401	4%			

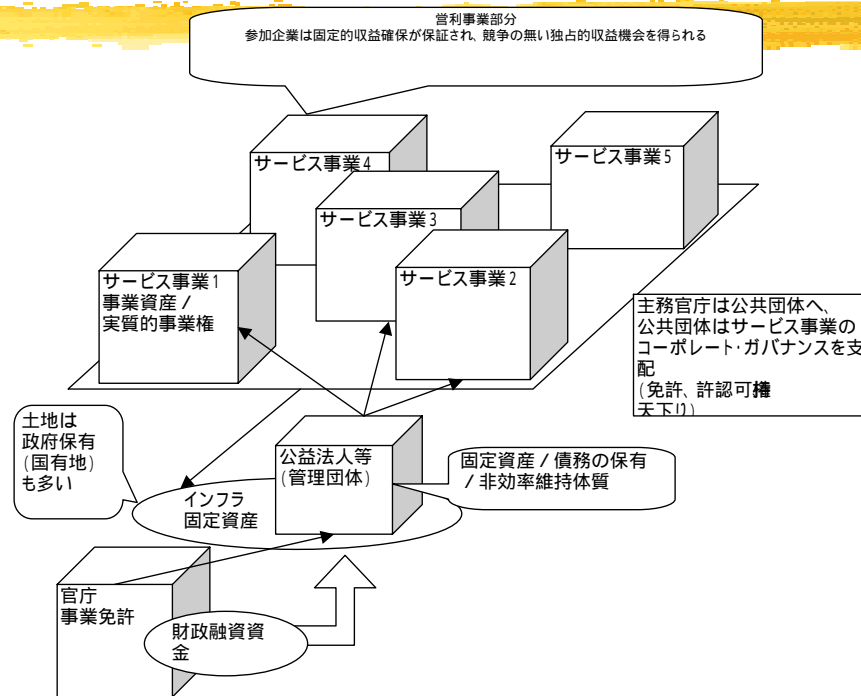
2001年度末
(億円) <簡保>

資産		
国債	367488	29%
地方債	71747	6%
公庫・公団債	216464	17%
社債	39939	3%
外国債	25037	2%
国・公庫貸付	61032	5%
地方貸付	184403	15%
簡保福祉事業団貸付	32700	3%
契約者貸付	25939	2%
運用寄託金(簡保事業団へ)	130311	10%
預金	53129	4%
財政融資預託金	30428	2%
国庫	9000	1%
合計	1247617	
うち政府への債権・国債	458948	37%
うち地方公共団体への債権	256150	21%
うち簡保事業関連の債権	188950	15%

<うち簡保財投運用>

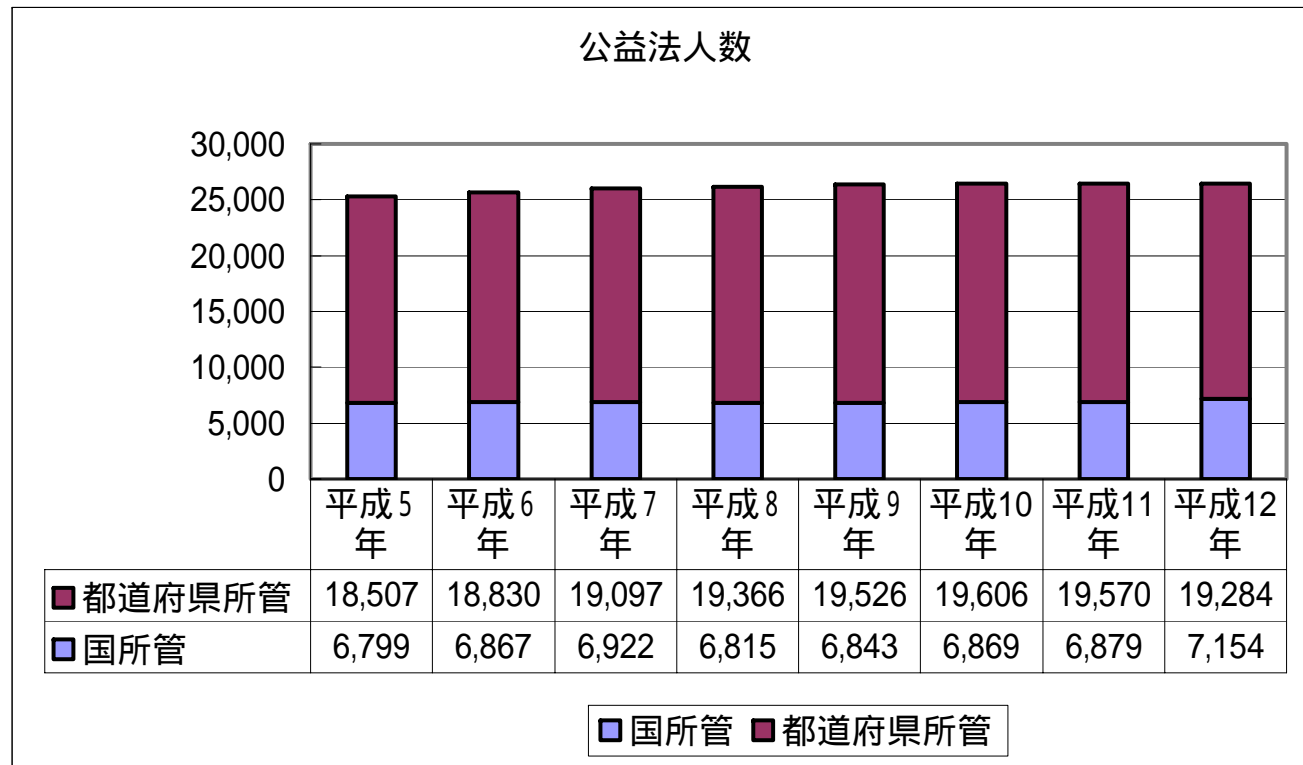
財投内訳	
一般財投	
(国・公庫公団)	245438
(地方公共団体)	184368
財政融資預託金	30428
財投合計	460234

公共事業の構成モデル



- 事業を何処で分割するか？ (収益事業資産と固定資産)
- 政府資産を民間譲渡する制約条件は？
- 免許・事業権の評価、収益性の改善効果、様々なイノベーションの可能性

資料



4、本提案の備考事項

- ☒ **公共事業の財務諸表の準備**
 - 財務諸表の存在しない公共事業は買い取りが不可能
- ☒ **公共事業の価値評価**
 - 適切なヴァリュエーション方法の存否、評価価値が比較的低いものとなる場合、買取の合意が進まなくなる
- ☒ **郵政の運用ノウハウ**
 - ファンド管理会社、郵政版再生機構の組成、オリジネーター(国/自治体)も持分保有により、解決可能。
- ☒ **公共事業運営主体の移動**
 - オリジネーター(国/自治体)も持分保有することで、一定のコントロールを継続可能。オリジネーターとファンド運営会社・郵政版再生機構と適度な緊張の下、公共事業の再生・再建を進めることができる。
- ☒ **公共事業の再生**
 - また、当該ファンドまたは当該事業保有会社に民間の資金をも入れる、または、ファンド管理会社・郵政版再生機構に民間の人材を入れることにより、民間の資金や民間の事業運営手法の導入が可能であり、再建・再生が促進される。

関連する問題議論

- ⌘ < 郵政民営化にまつわるこれまでの許斐研究室議論 >
- ⌘ 1．資金循環：国債の大量発行 民間資金の財政化。金融機関の金利リスク上昇。財政悪化。
- ⌘ 2．証券市場へのリスクマネー供給減少 潜在的な新規事業投資資金需要の低迷・・・経済産業活動停滞
- ⌘ 3．長期金利で金融サービス利用者（貯金者）の富は減殺。
- ⌘ 4．証券市場不調で個人金融資産は低金利でも元本保証の預貯金ウエイト上昇。
- ⌘ 5．金融機関規制で機関投資家の果たせる受託者責任は限定的でしかない。資金提供者の意思は投融資に充分反映していない構造。近年の経済環境が複合的に影響して金融仲介者にリスク集中する構造を招く。
- ⌘ 6．金融再生議論が産業投資活性化策と密接に結びついた観点での議論が他にない。
- ⌘ 郵政民営化では郵便、郵貯、簡保事業のエリアや民間事業との兼ね合いなど、サービス面に終始した議論しかなくされていない。郵貯マネーの巨額資産運用を以下に国民経済に影響させるかといった視点での研究は皆無。

郵政民営化で公共事業民営化誘導による メリット・デメリット

⌘ 民営化公共事業の効果

- ⌘ (ア) 低廉で良質な公共サービスの提供
- ⌘ (イ) 政府財政負担軽減
- ⌘ (ウ) 民間の事業機会拡大
- ⌘ (エ) 民間のスキル・ノウハウ活用・・・画一的でない新サービスの発展など、事業のイノベーション進展へ。
- ⌘ (オ) 官民の交流で行政のありかたの改革（協働）
- ⌘ (カ) プロジェクト・ファイナンス導入であたらしい金融市場創設；証券市場活性化、銀行・生保マネーの参入を促しやすくする効果。

⌘ 民営化公共事業の問題

- ⌘ (ア) あらたな規制体系の必要性。政府によるサービス水準などの監視機能の必要性発生。
- ⌘ (イ) 官僚機構の構造改革
- ⌘ (ウ) 事業の選別と政府補助金・保証の必要性・・・収益高まる可能性ある事業と恒常的不採算事業。利用者のサービス・コスト負担上昇するケースも存在し得る。
- ⌘ (エ) サービスの地域間格差など公平・平等性の確保困難さ。VFMとの軋轢。
- ⌘ (オ) 政府の介入と資金負担、民間の裁量権と資金負担の適切なバランスと事業の特徴を分類する必要性。JVの手法はどのように適用可能か？の検討

⌘

許斐研究室提案と 一般的な民営化議論の比較 (まとめ)

point	一般的な郵政民営化の議論	許斐研究室案
財政への影響 郵政民営化と政府保有の公共事業関連資産 財投など政府負債 国債・地方債 資金循環	郵政民営化と遮断 実質的に従来通り 財政改革に直結していない 民間資金の財政化改革は弱い	民間事業・SPCへ現物出資・譲渡・売却 削減 早期償還により既発 巨額民間資金を事業投資へ転嫁(350兆円)
郵政公社の地位と業務 政府関与 消費者サービス 取扱い上限 組織 資産運用 受託者責任実施 提供商品	高い・あるいは政府関与が遮断されると民営圧迫 ユニバーサル・サービス(郵政事業のナショナル・ミニマムと躊躇・簡保の補充) 上限設定と上限廃止 全国ネット(特定局)・3事業兼営維持・提携 公共債・民間債権・株式・投資信託・中小企業貸付(地域還元) 公共債中心となり不透明 個人国債窓販・投信・DC年金・変額年金	低まる 同左 上限は商品によって考慮すればよい 完全民営化で民間と提携 公共事業専門の投融資機関 公共事業の高収益性追求で責任遂行 同左
民営圧迫 商品提供 取扱金額 資産運用 エリア 事業規模 事業範囲	定額貯金を残せば民間より有利。多様化で民間と競合 と 上限設定廃止 民間と貸付先獲得の過当競争 根拠法の違いから広いネットワーク 民間を避かに凌ぐ巨大な規模 ユニバーサル・サービスで民間より広範囲(銀行生保兼営)	同左 同左 公共事業に制約することで競合しない 同左 同左 同左
郵政民営化と公共事業民営化の関係 ガバナンス主体 事業の効率性追求(VFM) 公共性維持 財政負担 資金調達 官民の関係 産業活性化・新規サービスの創出力 金融サービスのイノベーション 株式市場	政府 弱い 主目的 巨額・高負担 政府負担維持・不良債権多く民間資金調達はヨワ含み、 官のリード中心 事業免許制や規制、指名入札制などから弱い 持分があるので民営化しても政府高関与で起こり難い(画一的ファイナンス) 影響は未知数だが期待薄。	郵政公社 強化できる 従目的化(新たな規制体系、適格性基準などが必要) 負担軽減 郵貯・簡保マネーとプロジェクト・ファイナンス PPP 公共事業の開放による活性化 PFIによるプロジェクト・ファイナンス発展 公共事業の上場進み活性化へ
比較評価 政府財政再建上の評価 資金循環の評価 郵政公社の地位評価 民営圧迫の評価 受託者責任遂行の評価 公共事業の民営化 総合	× × 従来どおり × 財政資金調達の地位に留まる。 × × × × 劣	政府の負債・国債圧縮 資金の財政化回避 資金運用の独立で地位は上昇 郵政公社の活動次第
付則: あらたな規制体系	金融監督規制とのハーモナイズが必要	投資銀行として独立した郵政公社規制と公共事業規制が必要

問題点はファイナンス・スキームとケースで論じる

慶應義塾大学経営管理研究科 許斐研究室 2004年3月10日