

保有・債務返済機構案への疑問点

2002.9.24 川本 裕子

- 他の組織案に比べて保有・債務返済機構が優れていると判断する根拠は何か
- なぜ、保有・債務返済機構が必要なのか
- 保有・債務返済機構と新会社には、債務返済を促進し、民間経営に学ぶインセンティブがあるか
 - 新会社は債務返済の先送りをさせないだけの独立性を保てるか
 - インセンティブが働かない組織を設計することは、法人税の多寡以上に収支に大きく影響してくるのではないか
- 保有・債務返済機構案によって「プール制と償還主義による問題の先送り」と「非効率な経営」という道路関係四公団の問題点は、解決されるのか

組織形態などについての意見 – 1/2

1. 保有債務返済機構のメリットと考えられていた公租公課の減免は有意の差でないことが判明した今、なぜ保有債務返済機構に絞り込めるのかやはり不明

(理由)

固定資産税については組織の形態に関わらないことが分かった

事務局9月24日討議参考資料6によれば、法人税の損金算入問題と優遇措置を勘案すると、債務償還期間が保有機構方式の方が2～3年短いが、40年以上経た後のこの程度の違いは有意の違いと思われず、これを理由に保有機構方式を選ぶことは専門家を含めた国民に対する説得力が薄い。また上下一体(債務返済機構)方式の法人税についての特例措置は絶対に不可能なのかは不明である。基本的に税制技術上の論点であり、この点を理由とすることは「尾っぽが胴体を振り回す」議論のように見える。そもそも、国民の収入である法人税の支払いが少なく、その分返済スピードが早い方がよいという前提に疑問。機構に返済しても新規建設のため資金が新会社に安易に還流する危険も大きい

2. 保有機構方式と上下一体(債務返済)機構方式を客観的に比較した場合、後者の方が民営化の目的に適ったものであると考えられる。もっと発想の自由を持って組織形態を議論すべき

(理由)

民営化の本質的論点である新会社の効率化インセンティブ、上場の現実的可能性を考えた場合には、新会社が資産をもつ上下一体(債務返済機構)方式の方が高く評価される。インセンティブ・ガバナンスが不明確な独立行政法人としての保有機構創設は新たに巨大な権限をもちうる特殊法人創設をすることと同等にもなりえ、特殊法人改革の本旨に反する。機構を独立行政法人とせず、民間会社や会計上の特別「勘定」で整理管理できる可能性もある

新会社が資産利用について自由を与えられなければ、経営陣に投資家への責任を持たせ、効率化やリスクあるビジネスに挑ませる民営化の基本発想は実現しえない。税制上さほどの差がないならば、なぜ民営化会社に資産の保有を許さず、あえて複雑な仕組みとするのか理由が見出せない

民間会社は最適な負債・株主構成を工夫する。資本コストも取り入れ、財務的なバランスを取るよう検討すべき

今後の選択肢として上下一体(債務返済機構)方式を含めてもう少し比較検討すべきである。委員が作業を分担してもいいのではないか

組織形態などについての意見 – 2/2

3. 債務累積という過去の失敗に鑑み、高速道路の新規建設事業は新会社で続けるべきでない

(理由)

高速道路建設の否定ではなく、郵貯・簡保などの民間資金原資での特別な事業としてはこれ以上実施しないということである。国土交通政策として必要な高速道路は今後も国費や地方公共団体により建設すべきである

新会社でおこなう建設の続行は新会社が自力で民間から資金調達できる範囲とすべきである

4. 財政投融资制度全体の改革との整合性を図るべきである。郵貯保有者や納税者に降り掛かるかもしれない将来の金利変動リスクや破綻リスクを直視し、上場時期を明確に設定して、リスクを民間投資家に移転するという金融規律の入ったスキームを検討すべきである

(理由)

保有機構の存続期限や上場がいつどのように可能なのかという視点が事務局ペーパーには欠落しており、「保有機構概念先ありき」の発想のように見える。こうしたスキームの静態的定義にどれだけの意味があるのか疑問であり、リスクの担い手として民間投資家に投資をしてもらえるような新会社設立に向け、時間軸を持った目標設定をして、問題解決へのプランを作るべきである

金利上昇リスクについて「機構」が20年債や30年債という超長期債を発行するという案も示唆されているが、もともと投資家に定期的な消化を望める商品ではあり得ず、10年もの国債でさえ入札未達が起る現況下、市場の消化力を過大評価すべきでなく、リスクヘッジをこの手段だけに頼るべきでない。また、そもそも政府保証債といった公的セーフティネットの拡大は財投改革に逆行する

財政投融资の金融規律が大きな問題となっており、道路関係四公団もまさにその一環である。融資事業の縮小撤退をどのように図るのが住宅や中小企業などさまざまな分野でも今後とも厳しく問われる。道路関係だけ例外という訳には行かない。事業の原資である郵貯の民営化を小泉政権がめざしているなか、財投の運用先 - 四公団の債務返済のプランが長期かつ不確定であると郵貯民営化の足かせになりかねない。郵貯改革との整合性が必要

民営化の本質的論点である新会社の経営インセンティブや自立性を考えたときには、新会社が資産を持つ
 上下一体、債務返済機構方式の方が高く評価されている 暫定的

各組織形態案の評価

↑ 好ましい
 ↓ × 好ましくない

	債務返済				経営インセンティブ			自立性					
	金利負担軽減	法人税負担軽減	固定資産税負担軽減	返済確実性	リスク負担	増収努力	コスト削減	改良投資	新規建設の自由度	収益の安定性	上場しやすさ	自力での資金調達	
保有・債務返済機構方式	A** (=事務局案A) 短期リース契約	×				×	×	×	×	×	×	×	
	B** (=事務局案B) 長期的なリース契約	×			機構			×	×		×	×	
	C 再投資なし	×								×		×	
	D 劣後債切り離し、 デット・エクイティ・ スワップ				機構、 一部会社	×	×		×	×			
債務返済機構方式	E** (=事務局案E) 一部債務承継	×	×	原則課税用途非課税	機構								
	F 国からの無利子融資*		×										
	G** (=事務局案F) 機構債務の株式化		×				機構、 一部会社						
一体会社	H** (=事務局案D) 現状の資産・債務 のまま	×	×	×	× 会社						×	×	
	I 国費投入 上場		×										

* 新会社から債務返済機構への返済は定額で行うものと仮定

** A, B, E, G, Hはそれぞれ事務局討議参考資料7(9月24日)のA, B, E, F, D案に対応

E、F、G案(厳密に対応はしていないが、事務局ペーパー(9月24日討議参考資料7)のE、F案)の方が
A、B案よりも民営化の主旨に合うと判断される

暫定的

各組織形態案の評価(詳細)

□ 好ましい
■ 好ましくない

組織形態	債務返済				経営インセンティブ			自立性			総合点 (36点満点)*			
	金利負担軽減	法人税負担軽減	固定資産税負担軽減	返済確実性	債務超過リスク負担	増収努力	コスト削減	改良投資	新規建設判断の自由度	収益の安定性		上場しやすさ	自力での資金調達	
保有債務返済機構方式	A** 短期リース契約	リース料として負担	リース料を損金算入		資金借換に政府保証をつければ大			改良するとリース料値上げとなるためなし	機構の意思が影響	リース料が改定される(新幹線鉄道保有は2年ごと)ため困難	資産がリースの場合「望ましくない」とされる(事務局を通じた東証ヒアリング)	担保なしのため困難	7	
	B** 長期的なリース契約		支払金利・使用権償却分のみ損金算入		機構			リース料固定のためあり		安定			12	
	C 再投資なし		リース料を損金算入		(ただし財投改革の方向性に反する可能性)			機構解散の予定が決まればあり	将来資産買取となればあり	拒否権あり	リース料が改定される(新幹線鉄道保有機構は2年ごと)ため困難	機構解散後可能		13
	D 劣後債切り離し、デット・エクイティ・スワップ	債務削減のため小	支払金利・使用権償却分のみ損金算入、株式分の金利負担が減るため大		株式分は不確実	機構、株式化した分公司		収益が改善するとリース料が値上げされてしまうため、意欲わかず	機構の意思が影響			将来資産買取となれば可能		8
債務返済機構方式	E** 一部債務承継	負担大	債務切り離し分の金利負担が減り利益が出るため大		資金借換に政府保証をつければ大			事業団への返済額を定額とすれば、インセンティブあり	自らの資産なので今までどおりあり	拒否権あり			18	
	F 国からの無利子貸付	無利子貸付のため軽減	事業団に割賦で返済すると金利分を損金算入できるが、それでも一体会社と同じように大		機構						可能	可能	23	
	G** 機構債務の株式化				機構、株式化した分公司					安定			22	
一体会社	H** 現状の資産・債務のまま	負担大	何も損金算入されないので大		発散の危険性			努力しないと発散するのでインセンティブは強いはず				発散の危険性があり困難	12	
	I 国費投入 上場	債務削減のため小	利益額が大きいのでさらに大		削減済み						可能		23	

* 4ページの評価に基づき、を3点、を2点、を1点、×を0点として計算

** A、B、E、G、Hはそれぞれ事務局討議参考資料7(9月24日)のA、B、E、F、D案に対応

組織設計は何を目的とし、最悪の場合どのようなことが起こるか十分に吟味すべき

暫定的

金利上昇の
場合の発散
の可能性

各組織形態案において最悪の場合に起こり得ること

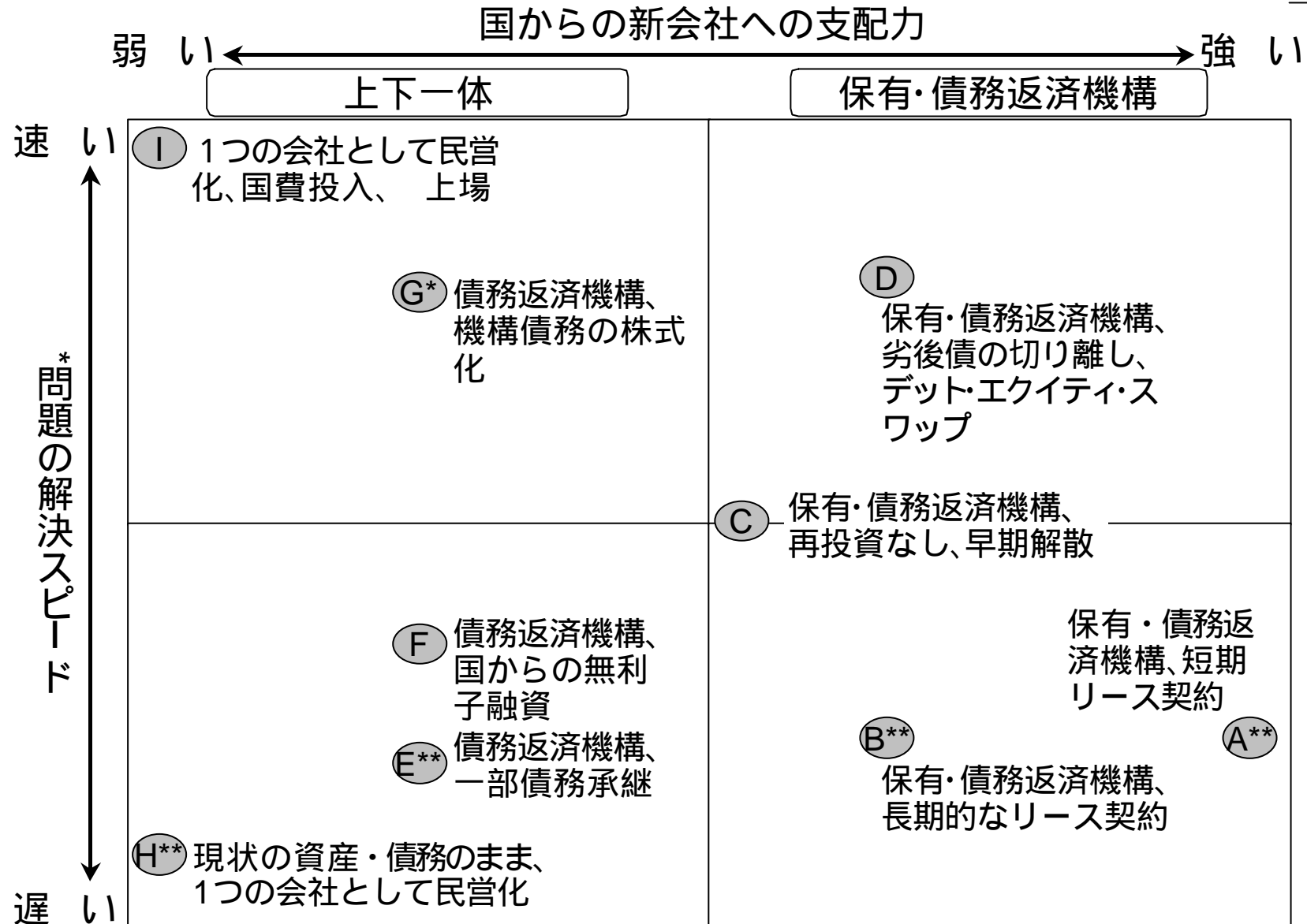
		最悪の場合	
保有・債務返済機構方式	A* 短期的リース契約	<ul style="list-style-type: none"> 新規建設が施行計画どおり行われ、債務額は20年近く減少しない 道路の改良が行われなため、古い高速道の損傷から事故が増える 新会社は利益をリース料として徴収されて経営努力への意欲を失う 	大(6%強で発散)
	B* 長期的リース契約	<ul style="list-style-type: none"> 新規建設が施行計画どおり行われ、債務額は20年近く減少しない 道路の改良が行われなため、古い高速道の損傷から事故が増える 	Aと同様
	C 再投資なし	<ul style="list-style-type: none"> 機構の解散までは、新会社は利益をリース料として徴収され、またほぼ道路運営のみの会社となるため、経営努力への意欲を失う 	
	D	<ul style="list-style-type: none"> 劣後債切り離し、デット・エクイティ・スワップ 新規建設が施行計画どおり行われ、債務額はスワップ分しか減少しない スワップ分は返済が不確実で、財投の赤字となる 	中(スワップの額次第)
債務返済機構方式	E* 一部債務承継	<ul style="list-style-type: none"> 重い法人税と金利の負担から、返済が非常に長期に渡る 	大(6%強で発散)
	F 国からの無利子融資	<ul style="list-style-type: none"> 重い法人税の負担から返済が長期に渡り、返済が遅れる 	小
	G* 機構債務の株式化	<ul style="list-style-type: none"> 上場益が思ったほど上がらず、スワップ分の一部が財投の赤字となる 	小
一体会社	H* 現状のまま	<ul style="list-style-type: none"> 重い法人税と金利の負担から新会社は発散し、残った債務が国民負担となる 	大(6%強で発散)
	I 国費投入 上場	<ul style="list-style-type: none"> 最初に債務を切り離すため、新たな財源が必要 	小

* A, B, E, G, Hはそれぞれ事務局討議参考資料7(9月24日)のA, B, E, F, D案に対応

民営化の目的に対し、各案がどのように位置づけられるのか比較検討すべき

組織形態についての各案が持つ意味合い

暫定的



* 完済年を基準に概念的に配置

** A、B、E、G、Hはそれぞれ事務局討議参考資料7(9月24日)のA、B、E、F、D案に対応

暫定的

(参考)試算結果

(兆円; 四公団一体)

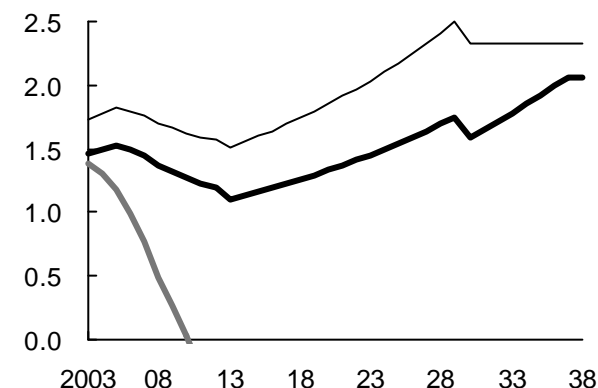
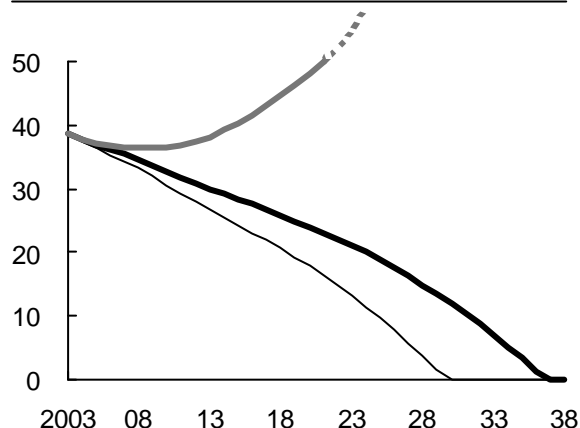
—— 楽観ケース
 —— ベースケース
 —— 悲観ケース

債務/CF
 =10倍に
 なる年

完済年

債務返済状況

営業キャッシュフロー

保有・債務返済機構方式
A

楽観ケース*1

2030

2020

ベースケース*2

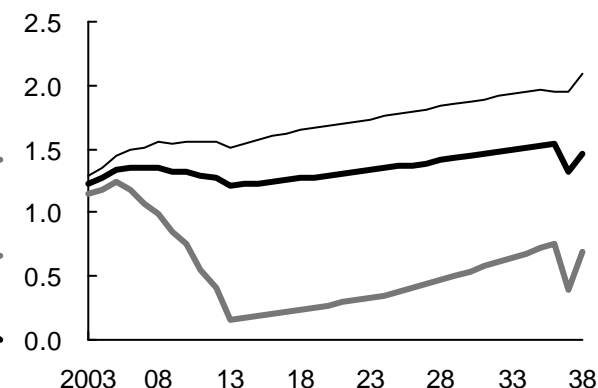
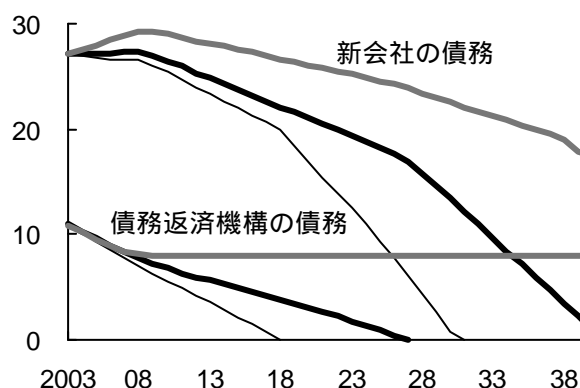
2037

2027

悲観ケース*3

(発散)

(発散)

債務返済機構方式
F
*4

楽観ケース*1

2030

2021

ベースケース*2

2041

2030

悲観ケース*3

2050以降

2050以降

*1 収入伸びあり、金利4%、コスト削減30%、改良投資削減60%、新規建設なし、固定資産税非課税のケース

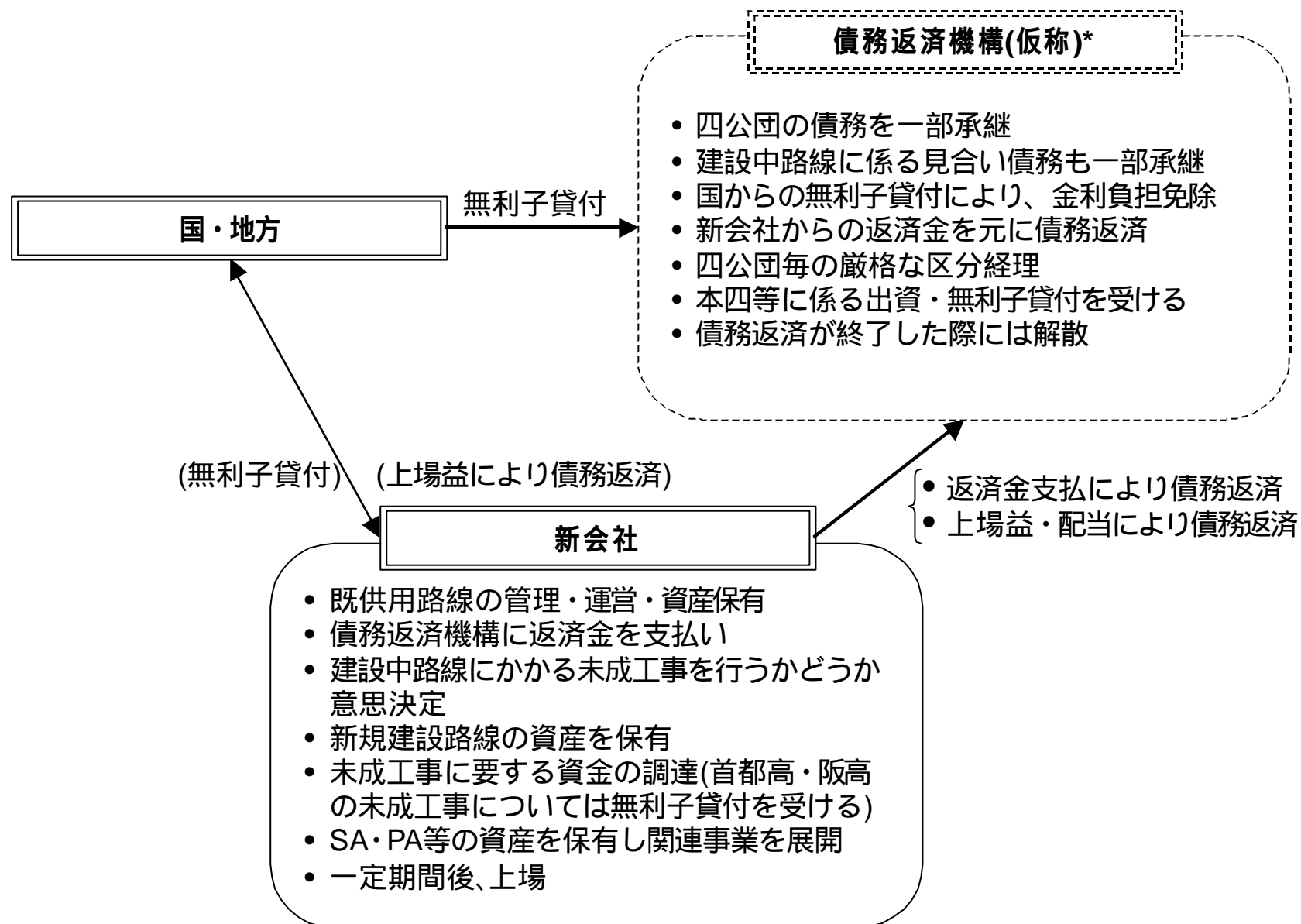
*2 収入伸びなし、金利4%、コスト削減20%、改良投資変更なし、新規建設なし、固定資産税非課税のケース

*3 収入伸びなし、金利8%、コスト削減10%、改良投資2倍増、新規建設なし、固定資産税非課税のケース

*4 国からの無利子貸付を受けて債務を返済すると想定した場合。事務局試算の四公団一体ケースを用い、初年度に11.5兆円(新会社が10年後に債務/営業キャッシュフロー20倍を達成できる額)の債務を切り離し、配当収入によってこれを返済するよう設定したものの

資料: 事務局試算

(参考)組織形態案 – 債務返済機構方式



* この組織は返済のためにのみ存在するペーパーカンパニーのようなものであり、会社としても、また新会社の特別勘定としてもよい