


資産の有効活用等に関する検討会資料

平成22年10月28日
株式会社経営共創基盤(IGPI)
代表取締役CEO 富山和彦

資産債務問題に関する問題意識(1)

アセットマネジメントの観点から

- 財務的な健全性の向上(リスクの極小化)
 - ーグロス債務(資産債務両建てもの)の圧縮の意義
 - ・金利変動リスクの低減(特にマチュリティーミスマッチ部分)
 - ・ALM上、リスク管理上の巨大さの諸弊害
 - ー連結的発想、偶発債務のオンバランス化評価の重要性(特に財投機関が関わる事案)
 - ・財投機関側の資産債務圧縮と政府側の資産債務圧縮は「一体再生型」アプローチであるべき
 - ・財投機関側における「暗黙の政府保証」に起因する高格付けによる低金利調達分は本来、潜在的な政府保証「債務」の一種と考えるのが本筋(本来はこれも圧縮努力対象)
- 財務的な収益性の向上(リターンの極大化(コストの極小化))
 - ー機会費用の発生問題(特に実物資産)と資産圧縮要請の相克と克服
 - ー取引費用の発生問題(特に金融資産)と資産圧縮要請の相克と克服
- リスク&リターンの相克、バランス(資産の活用方法と活用時に国がとるべきリスクポジション)



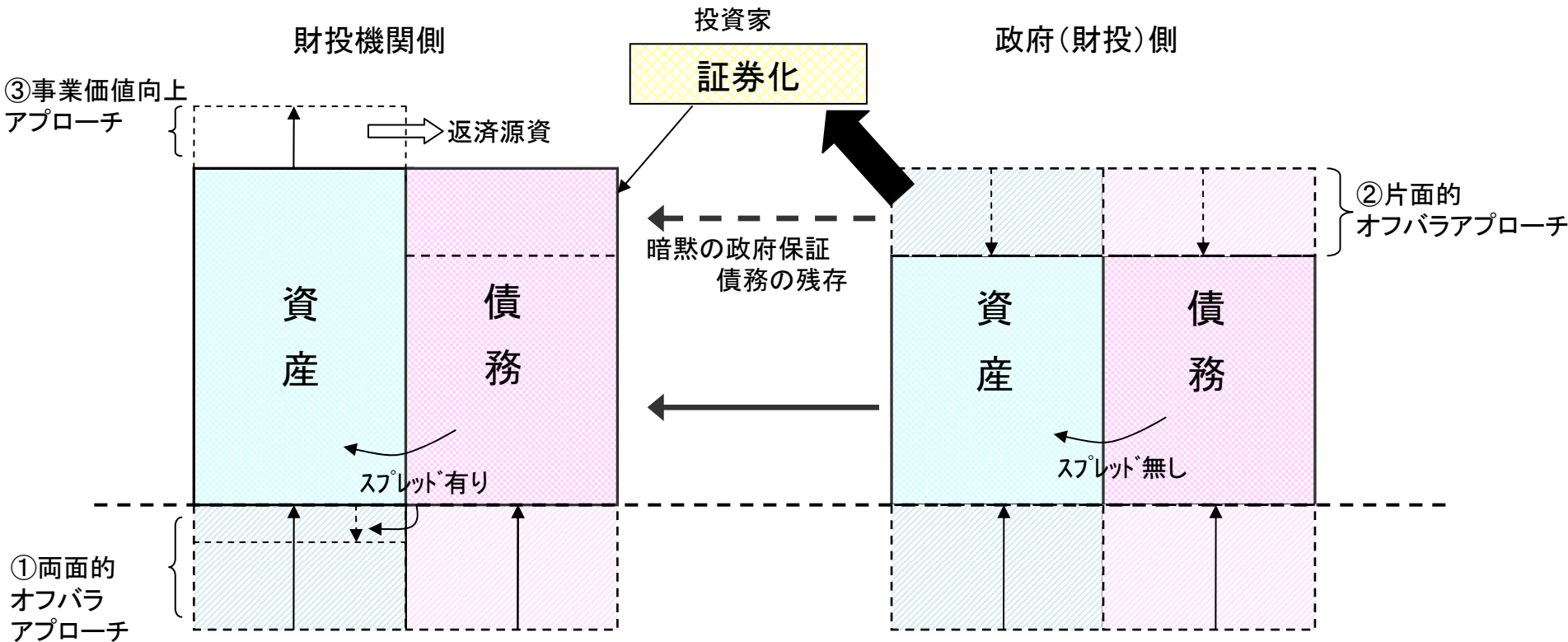
アセットマネジメント品質の向上＝リスクリターンフロンティアの追求

資産債務問題に関する問題意識(2)

実務的観点から

- スコープの拡大(聖域なき資産の有効活用)
 - 財投機関保有資産
 - 裁判所保有資産
 - 国会保有資産
- 市場部門の使い方(したたかに使いこなせ)
 - 市場部門の特性のリアルな理解
 - ・得意不得意
 - ・くせ(ex. 具体的キャッシュフローへの信用<<日本国政府への信用)
 - 政府部門の特性のリアルな理解
 - ・得意不得意
 - ・くせ

一体再生型アプローチ (図は財投機関が介在するパターンを例示)



①両面的オフバラアプローチ

- 連結の発想、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(暗黙の政府保証の顕在化リスクも低減)
- 財投機関側にどこまで資産債務圧縮余地があるのか徹底検証と圧縮促進が必要(静態面、動態面の両方でのDDと圧縮策の立案・実行が必要)

②片面的オフバラアプローチ

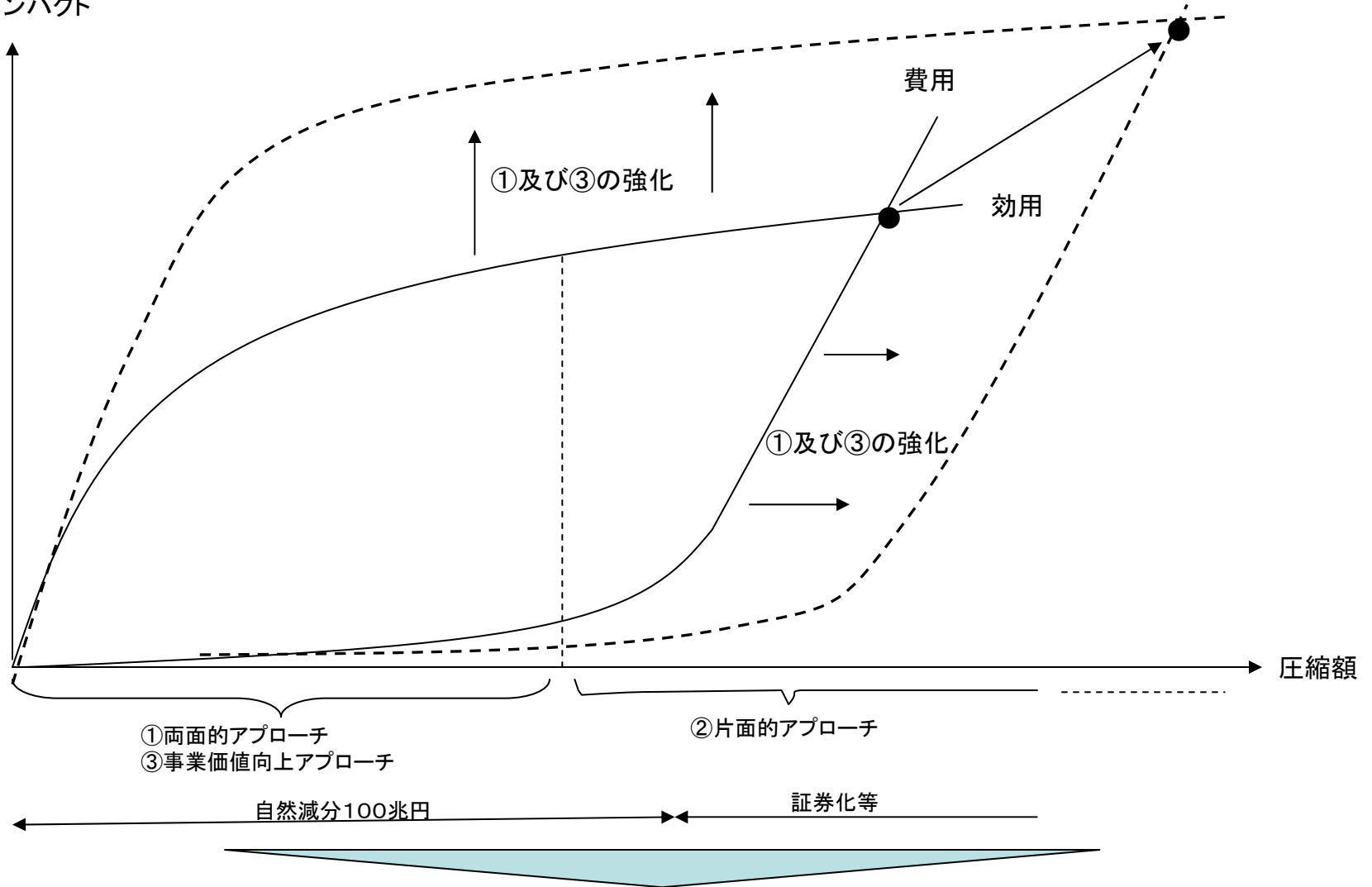
- 効果は①よりも限定的で、取引費用・取引ロスの発生可能性もあるが、政府サイドのグロス債務圧縮効果はある
- コストベネフィットの最大化アプローチが必要

③事業価値向上アプローチ

- 静態的な資産を圧縮しながら資産からのオペレーティングCFを改善する事で、CFの増大による政府収入の拡大及び政府資産債務状態が根源的に改善
- 資産そのものまたは財投機関側の経営改善余地の徹底検証と改善策、活用策の実行促進が必要

金融資産債務圧縮のコストベネフィット構造

圧縮インパクト

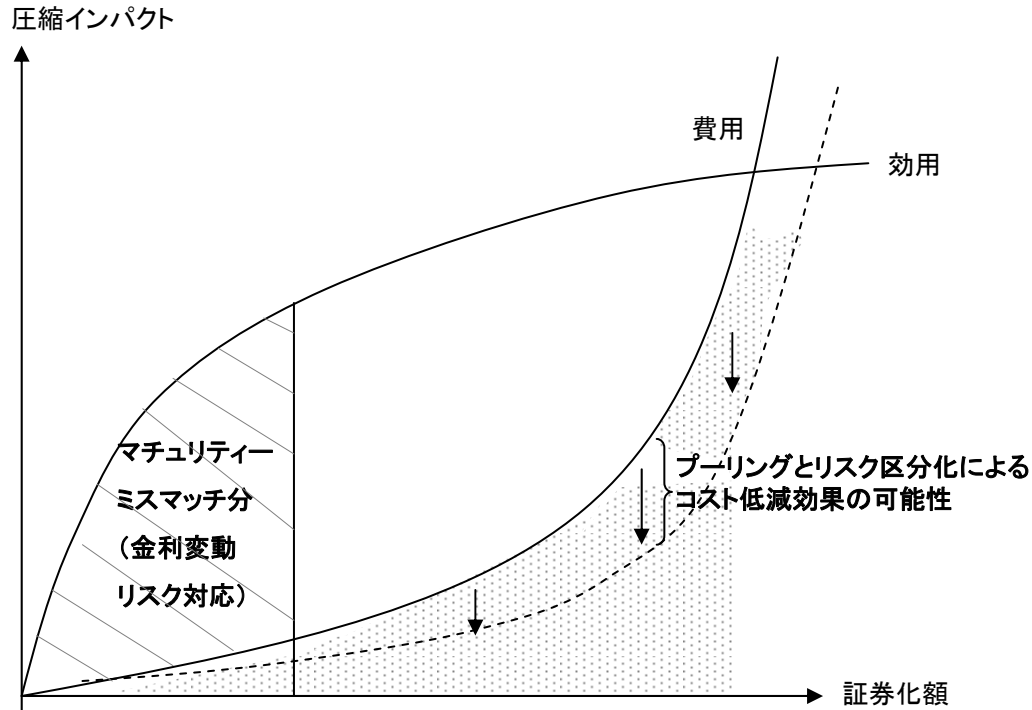


全国的、全国的な次元では財投機関側も徹底的に巻き込んださらなる資産債務圧縮の拡大・加速が必要

— 自然減分100兆円は最低目標とみるべき

— 政府側と財投機関側の同時改革アプローチこそ有効(両方同時に実行しないと相互「言い訳」の罠にはまる)

証券化のコストベネフィット構造

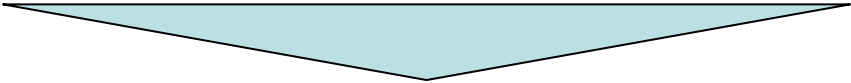


- 効用サイドからみて明確な高優先順位はマチュアリティーミスマッチ分の証券化(実施済)
- 費用サイドからみると本来は高品質な金融資産ほど証券化コストは低い
 - －財投機関の財務内容
 - －「暗黙の政府保証」の強弱
- 他方、多様な債権をプール化、トランシェ化する事で、リスク分散とリスク区分化による証券化コストの低減可能性も存在
- 市場の需給によって証券化コストは変化
 - －短中期的には債務性資金はだぶつき傾向
 - －ただし「証券化市場」セグメントにおける需給に関する注意が必要

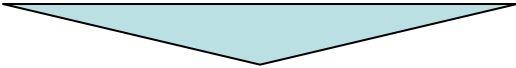
- 現実的なスピード感を重視する立場からは、基本はフルーツバスケット型のプールを作り、マチュリティーミスマッチ解消分を先行させながら、市場と対話しつつ最大限急いで実行
- 実務専門家によるリアルな証券化コストの見積り及び効用との関係での合意形成を急ぐ

資産活用における機会費用問題に関して

- Value Up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)をどう考えるか？
 - －実質的にフルエクイティ的なポジションを保有している実物資産
 - －金融資産の中におけるエクイティ保有分
- 現在価値法的な財務理論では、当該資産の市場価格は、将来の価値変動に関わる合理的期待に基づいて形成される。そこには本来アップサイドの可能性とそれに関わるコストやリスクも織り込まれている。
 - －アップサイドの可能性が存在する事自体(狭義の機会費用)は市場価格での資産売却を妨げる理由にはならない。
- しかしオプション理論を加味して考えると、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(いわゆるoption value)が存在する。
 - －現在価値法的な経済価値分はできるだけ売却する一方で最劣後のオプション的なエクイティポジションは留保する方法の追求
 - －証券化手法の有効性(アップサイドに関するoption valueの留保と、政府資産債務の早期圧縮の実現がある程度両立化可能)



国はState Capitalistとしてしたたかに儲けるスタンスを取るべきか否か？



(私見)国は自らの市場プレーヤーとしての民間プレーヤーに対する比較優位(低い調達コスト、時間的patience≡民間プレーヤーに対する補完性)を活用して、国民資産の価値最大化を図るCapitalistたるべき