

第3回資産債務等専門調査会議事要旨

(開催要領)

1. 開催日時：平成18年6月28日（金） 18：02～20：16
2. 場 所：合同庁舎4号館共用第3特別会議室
3. 出席者
 - 会長 本間 正明 国立大学法人大阪大学大学院経済学研究科教授
 - 専門委員 跡田 直澄 慶應義塾大学商学部教授
 - 同 江川 雅子 ハーバード・ビジネス・スクール日本リサーチ・センター長
 - 同 関 哲夫 新日本製鐵株式会社常任監査役
 - 同 宗岡 徹 関西大学大学院会計研究科教授
 - 大類 雄司 みずほコーポレート銀行証券部調査チーム上席部長代理
 - 小島 邦夫 経済同友会副代表幹事・専務理事
 - 小林 泰三 経済同友会企画グループマネージャー
 - 高木 勇三 公認会計士
 - 松浦 克己 財務省理財局総務課調査室長
 - 向井 治紀 財務省主計局法規課長

(議事次第)

- 1 開会
- 2 議事
 - (1) 特別会計、証券化等に関するヒアリング
 - (2) その他
- 3 閉会

(配布資料)

- 資料1 小島経済同友会副代表幹事・専務理事提出資料
経済同友会「バランスシート改革のための6つの緊急提言」による資産圧縮案
- 資料2 大類みずほコーポレート銀行証券部調査チーム上席部長代理提出資料
証券化の取組意義に関する考察～民間・公的部門と海外事例
-

(概要)

(井上参事官) 本日の会議を開始したいと思う。それでは、関先生、お願いいたします。

(関会長代理) 今日は第3回目ということだが、政府資産の証券化と特別会計等について、いろいろな各界の方からヒアリングをして、そして議論をするということで進めさせていただきたい。

まず、資産債務等改革に関する同友会提言というのがあり、小島経済同友会副代表幹事・専務理事からプレゼンテーションをしていただく。

小島経済同友会専務理事にプレゼンテーションしていただいた後、質疑応答を行うということで進めさせていただく。

(小島経済同友会副代表幹事・専務理事)

まずお断りしなければならないのは、お手元の「バランスシート改革のための6つの緊急提言」をまとめたのは3月のため、その当時手に入る数字を前提にまとめたものである。

また本日のテーマは証券化についてだが、我々の提言において証券化を取り上げている部分の一部であり、バランスシート改革の中で財務諸表を小さくするために何をすればいいのかということを議論した中で証券化を取り上げたものである。

それから考え方を整理するため数字を付けたが、これが余りひとり歩きするのは、我々としては本意ではない。それでは資料1に添ってご説明させていただく。

資料1をご覧いただくと、総額175兆円ぐらい圧縮できないかという議論をした。その中で、資産売却等で11兆円、これは大変厳しいことを言っているかもしれないが、庁舎についてもなるべく売って、むしろリースバックする方がいい。宿舍等に関しては、民間企業は社宅を相当縮小していて、入居条件も厳格化しているということが現実である。民間との対比では、やはりまだまだ公務員の宿舍は多いのではないかと。

そのほかにも民営化できるものがまだ残っているのではないかとということで、東京国際空港、つまり羽田の民営化をあげた。

2番目は出資の売却等で4兆円、これはむしろ少なめな数字かもしれないが、郵政公社、政策投資銀行、商工中金は一応民営化が決まっているので、そういったものの出資をなるべく前倒しで売却していく。それから出資先の剰余金の活用1兆円、これは民間流に言えば、例えば中央競馬会のバランスシートを見ると、非常に多くの剰余金を抱えており、昨今の株主の方々からは、必ず配当を増やせ云々という話が出てくる。むしろ配当をもっと出してもいいのではないかと議論である。

残りが有価証券の売却、貸付金の回収、証券化等である。有価証券の売却については、NTT、JTは現状は国が一部保有することが法律上も決められているが、情勢がかなり変化をしているので、いつまでも国が持ち続ける必要はないのではないか。政府出資の義務づけをやめるように法整備すれば売れるのではないか。

民営化機関からの貸付金の回収というのは、財投会計から郵政公社及び政策投資銀行に貸している資金である。郵政公社は郵政公社からの財投会計の借り入れと見合っているようだが、バランスシートを考えると、両建てで残していく意味があるとは思えないし、むしろ縮小した方がいい。政策投資銀行については、民営化すれば貸し付け資金は民間から調達することになるので、これは回収可能なはずである。

さらに独立行政法人からの貸付金の回収、政策金融機関からの貸付金の回収が並んでいるが、財政融資特会からこういうところに貸している資金については、回収できるものは回収した方がいい。それから、回収できないものについては貸付金を証券化することによって、財投会計の融資が減り、財投債も減るはずである。

若干、細かく説明すると、独立行政法人への貸付金の回収については、自分で調達するか、ないしは福祉医療機構とか日本育英会については、むしろ新しくつくる政府金融機関で融資業務を吸収すれば回収可能であり、そういうところの貸し付けの回収を進めれば貸付額は減っていくはずである。

提言書の4ページをご覧くださいと、都市再生機構は、大量の遊休地を抱え老朽団地があるというようなことから、資産売却や非効率な業務を廃止すれば回収が可能になるはずである。

医療福祉機構については、ここでやっている医療貸付、福祉貸付は、社会福祉法人向け貸付は補助金と一体となって行われている部分があり、機構以外への担保提供が禁止されており、独占して金を貸しているというような状況にある。こういった仕組みそのものに問題がないだろうか。こういったところに対する貸付金を政策金融機関に移すことを通じて、もっと合理的な処理が可能になるのではないか。

旧日本育英会向けの貸付けについては、実は奨学金の回収状況が非常に悪いということがあり、むしろ政策金融と一緒に扱うことによって、例えば国民金融公庫は奨学資金的なものを貸していることから、それと一体化を図ることによって、債権管理、貸付金の回収を一体として進めることが可能なのではないかというふうに思われる。そういうことで、これらについてはむしろ政策金融機関と一体化を図ることを通じて削減することも、可能ではないだろうか。

有価証券の証券化の9兆円という数字は、財政融資資金特別会計で保有している満期保有目

的の有価証券であり、これは縁故債のままでは売却できないだろうが、証券化をすることによって、売却可能なはずである。

最後の貸付金の証券化の93兆円だが、これはさっき申し上げたように、財政融資資金特別会計が財政投融資機関に貸しているお金であり、貸付金を一部回収すると同時に、証券化して売却することによって、財投会計の貸し付けが減り、その分財投債の発行が減るのではないかということである。

(関会長代理) ただいまのプレゼンテーションについて、ご意見、あるいは質問等お願いしたい。

(跡田委員) 私自身も資産売却のところで空港の問題というのは、真剣に考えるべきじゃないかと思う。ここでは点々になっているので、考慮対象ではあるけれども、幾らになるかということをお考えになるのは難しかったと思うが。

(小島専務理事) 我々の方ではちょっと計算できない。

(跡田委員) ちょっと調べたことがあって、羽田の今現在の空港管理会社というのは物すごい利益を上げていて、それで関連会社が二十何個くっついている。その中には賃貸住宅をやっているようなところもあるというふうに数字が出ており、羽田空港は全国から飛行機が飛んでくるので、確かに離発着料も入ってくるわけだが、空港自体の収入、航空機収入というものよりも空港ビル会社の収入というのも結構あり、こういう民営化できる可能性のあるものは、空港特会から外していく必要がある。もう一つは伊丹も一応ちょっと公害の部分を取り除けば何とかかなという数字があるし、あと地方空港でも結構ちゃんとしたところがあるので、できる部分はやりながら、少し残ったところを助けるようなシステムは何か必要なのかもしれないが、これ以外では何かお考えになっている大きなものがあるのかどうかというのがひとつお伺いしたい。

あとは政策金融改革に関連して、貸付ということはやっていない、石油・天然ガス機構のようなものがまだあると思うが、ああいう信用保証をするような形で政策金融をやっているところは、証券化というようなことが可能なかどうかというのを研究の中で議論があったら、ご紹介いただきたい。

(小島専務理事) 伊丹については、伊丹自身を将来的にどうするかということが決まっていらないではないか。もし伊丹空港をずっと続けるのであれば、それは民営化して売却することが可能だと思う。提言の11ページにも「大阪国際空港(伊丹空港)の今後については早期に結論を得る」ということだけ書いている。

それから、このほかに、独立行政法人の鉄道建設・運輸施設整備支援機構についても貸付金は2兆7,000億ぐらいあるので、貸付金を証券化をするというような筋道を提言に書いている。それから、地方に対する貸付については、証券化の中には含めて考えていない。

(関会長代理) 東京都区内だけの国家公務員の皆さんの社宅が2万2,000戸ぐらいあって、これを1万5,000戸ぐらいにしようということで、行動計画をつくって具体的に売却だとか利用を考えていっても、これでやっても5,000億円台しか出ない。ここで見ると、11.7兆円、これは数字にはこだわらないということだが、どういうことで進めれば、これぐらいの数字になるのかわからないが、昨日の伊藤先生の話では、大した金額にはならないというのが結論だったような気がする。その辺はどうお考えなのか、聞かせていただきたい。

(小島専務理事) 社宅については、確かに11.7兆円というのは、庁舎も含めて我々は議論しているので、大きな数字になっていることは事実である。

社宅については、戦後非常に住宅事情の悪い時代にかなり社宅を手当てして、これは民間企業も同じだと思うが、やってきたけれども、関さんのおられた新日鉄でもほとんど売ってしまった。住宅事情がかなりよくなっている中で、公務員についてだけ社宅を置いておく必要があるんだろうかというのが基本的な疑問である。

もう一つ、民間の場合だと、独身寮であっても30歳になったら出してしまう。30歳というのはいろいろな基準があるけれども、独身寮さえも入れておかない。まして家族寮的なものは入居資格を相当制限しているというのが現実にあるので、果たして公務員だけいつまでこれやっていくのかというのが一番基本的な疑問である。そういうところをもし止めても短期的には大した金額にならないが、後々の営繕で結構人手がかかっていて、しかも公務員の方がやっているというのも現実にあるのではないだろうか。だから、単に5,000億円ですねという話ではなくて、もうちょっと広がった話になるのではないかなと私どもは思っている。

それから庁舎については最近建てかえのときに民間から借りて入っておられる官庁が結構ある。ああいったことも含めて考えると、果たして本当に国が全部資産として庁舎を持ってなければいけないのかどうか。もちろん民間に命じて建てさせて、それをリースバックすることも幾らでも可能なので、そういうことを含めて議論する必要はないだろうか。

確かに、借入料を払わなければいけないので、かえって高くつくという議論があるが、例えば10年間ぐらいの財政を考えたときに、ゆとりのない状況の中で、果たしてそういう資産を持ち続けることがいいのかどうかということを考えてみる必要があるのではないかと思う。

(関会長代理) 宗岡先生、どうか。

(宗岡委員) バランスシート改革という枠の中で言うと、バランスシートというものをただ単純にとらえると、資産と負債が両建てになっていれば、ある意味で言うと健全かのごとくに見えてしまうという面がある。しかし、パブリックから見ると、できる限りキャッシュフロー化していくというのも一つの手だと思う。だから、リースバックというのは、予算制度がキャッシュフローのインとフローで成り立っているということから言えば、むしろ固定資産を持つという形よりは、それを賃料という形で毎年の予算に起こしていくというのが本当の政策コストを把握する上では優れた方法かもしれないという感じがする。そういう政策コストをきっちり把握するという意味においては、むしろ一石二鳥の手という感じがしている。ただし、この場合、これだけの資産を全部売却するとなると、きっと、今までの日本における政府の役割を180度転換させないと、これだけのものは売れないように思う。その意味においては考え方を根本から変えるものである。したがって、非常に大胆な提言であると同時に一つの方向性として考えていかないといけないと考える。

(小島専務理事) 庁舎とか宿舎の営繕のために、国交省で1,200人、財務省で1,700人の公務員が関わっているという現実もある。

(跡田委員) 今の提言の中での証券化100兆円というものについて、どのぐらいの期間でこういうものが達成可能だという、そんなような目安みたいなものは議論されたのか伺いたい。

(小島専務理事)

そんなに一挙にできるとは我々も思っていないし、実はそういうタイムスパンの議論は今回は議論していない。ただし、これは証券化だけではなく、宿舎の売却や全部含めて、それなりに時間のかかる話ではあると思う。

(関会長代理) 次に進ませていただきたいと思う。大類みずほコーポレート銀行証券部調査チーム部長代理から、政府資産の証券化についてプレゼンテーションをいただきたい。

(大類みずほコーポレート銀行証券部調査チーム部長代理)

私自身、証券化のビジネスに関わって10年ちょっとになるが、初期のころは海外の投資家と組むことが多かったのが、その後は国内の市場で証券化の商品の開発等に当たり、昨今はパブリックセクターの方々が証券化という枠組みを使って財投に代替して市場から調達されるというようなことを始められるのをお手伝いすることが増えてきている。その中で一番長いお付き合いをさせていただいているのが住宅金融公庫ということになる。

では、まず民間における取り組みについて、大きく証券化という市場というのは、金銭債権と不動産と大きく2つに分かれる。この2つはかなり異質のものであるというふうにとらえて

いただくべきだと考えている。金銭債権というのは、一定のキャッシュフローというお金の流れがあるので、これをどのように投資家に説明するかということであり、不動産というのは、不動産の値上がり、値下がりというものを見込んだ上で、そのリスクを織り込んでどういう利回りで投資家に評価していただくかということで2つの異なる目線がある。その中でも金銭債権の方も一般的なABSと言われるものからRMBSと言われる住宅ローンの証券化までさまざまあり、主に債権の数が多ければ多いほど統計学的に言えば分散がきいてデフォルトしにくく、数が少なければ、その分だけ個別の証券化されている中身をよく見なければいけないということである。なかんずく住宅ローンの証券化については分散が小口で、個人のお客様であり、本数も多いと、かつ担保もついているということで、極めて証券化に向けた資産というようなことになっている。

次に証券化の流れということについて説明したい。

銀行自身はかなり一時期たくさんの信用コストを抱えており、これをいかに自分の中に抱え込む形ではなく、市場の方に買っていただくということを通じて、資産のリストラクチャリングをし、かつ資本の健全性というものを高めていくというプロセスをとってきた。そのためにさまざまな枠組みを法制度を含めてご提供いただいたというのが日本のこの10年ほどの証券化の歴史であった。1990年から2000年ぐらいまではそういう流れであったと理解している。

一般的な証券化の目的・効果（金融機関）についてだが、最近の証券化では圧倒的に金融機関によるものが増えているというのが現状である。昨年の証券化市場8兆円と言われているうち、約4兆円が住宅ローンの証券化であり、そのうち2兆円ぐらいが住宅金融公庫の枠組みになるわけだが、こういったものが大量にマーケットに供給されてきていて、もはや事業債の規模を上回る規模まで迫ってきているという状況である。

では、なぜ金融機関がこういう証券化を行うのかという点だが、大きく分けて5つが主なものである。まず資産側については、資産のオフバランス化というのは、貸出債権をバランスシートから切り離してバランスシートを圧縮することによって、資本の割合を高める。要するに、自己資本の充実を図るということ。それと、さらにリスクアセットのコントロールということで、バランスシートの中に眠っていた信用リスクというものを外部化することによって、実際の信用リスクというものをさらけ出して、自分の持っているリスクの量というものを明らかにして、結果としてそのリスク見合いの自己資本を積んでいるということ明らかにすることで自己資本の比率を改善するといった枠組みである。これはまさに不良債権問題について銀行が取り組んできた動きであったと理解するところである。

一方、実はこういう証券化というのは最近銀行も元気になってきたので、これが主軸ではないという時代になってきた。今は比較的負債の方の話である。資金調達手段の多様化ということで、銀行というと普通は預金で預かった資金でお貸出をするとか、あるいは社債を発行して資金の長期化を図るといったことをやっているわけだが、証券化の商品というのは基本的に資産の長さに合わせた形での調達が可能になるわけなので、例えば住宅ローンであれば35年とかという資産で35年の調達ができるというような機能を持っており、これで資金調達の多様化を図ることができるという機能がある。もう一方で、格付けをとりにいくので、例えば銀行はAとかという評価であったとしても、証券化商品にすれば劣後を抱えた上ではあるが、AAAということで、その部分についての資金調達のコストを下げることができるというような考え方がある。

こうした流れで、証券化などの形で資産を外部化してどんどん回転させていくような形でビジネスを回していくという発想があってもいいのではないかと、という、市場型間接金融と言われるビジネスモデルが唱えられるようになってきている。新たなビジネスモデル構築として、資産を売って資金を調達して、それでまた資産を取得してというような形でバランスシートを使ってなるべく収益を稼げるような、いわば証券会社に近いようなイメージだが、そういうビジネスを模索する動きも最近はだんだん出てきている。

ただ、これは今までの金融機関のあり方からすれば、まだまだ黎明期ということであり、最近の案件では基本的にはALMリスクのコントロール、すなわちALM (Asset Liability Management) という資産と負債のバランスをいかにうまくとるかというところで最も機能を果たしていると言っていることができるかと思う。

例えば、住宅ローンの証券化の場合には、これが最近の証券化の大半を占めているわけだが、お客様は金利が低いうちに固定金利のものを借り入れ、それを銀行のバランスシートで持っているとは35年間持ち続けなければならない。しかし、住宅ローンというのは、お客様は基本的にはなるべく早く返したいので、期限前弁済する。そうすると、当初は35年のなだらかな三角形だったものがどんどん短縮化していくような形になるので、実はそれとあわせて資金を調達したつもりが資産と負債のマッチングが非常に難しくなってしまうという事態が発生してしまう。こういった資産は預金とか、あるいは固定的な社債なんかで調達する機関が持つよりは、もっと長い期間で資産を有している、例えば生保であるとか年金であるとか、そういったところが取得した方が長期の資産を持っていられるので、それに転売する形で固定の住宅ローンを実現する道が開けてくる、といったものである。このように、証券化がALMリスクのコントロー

ル手段としてだんだん使われるようになってきたというのが実情である。

このALMリスクというのは、足元の環境では、先程申したように、固定の金利でお金を借りたいという方がまだまだいることを前提にして考えた場合、その固定の金利を実現するためにどうやって変動の金利が預金とか調達の主体である銀行がやっていくかといった見地から説明される場合が多いわけだが、銀行はこうした金利リスクというものをどういうふう考えているのかということ、銀行の規制環境をふまえて簡単に説明する。

もともと銀行というのは、バーゼル合意という、バランスシートに持っている資産と資本の割合を一定の割合に保つことによって、健全性を保つということが規制の柱としてあった。これは基本的には銀行が持っている貸出資産というものに信用力を一定の掛け目を掛けて計算して、それと資本とを比較することでやっていくということだった。

このときに、今のALMとか金利の問題ではどうだったかというと、まだ88年当時というのはそんなに金利が激しく動く時代ではなかったもので、それほど注目されていたわけではなかった。金利リスク規制についてはその後もいろいろ議論されたが、バーゼル委員会なども銀行が貸出の資産と負債とのバランスについて、それが十分リスクへの備えになっているかどうかということについては、あえて規制の中には入れてこなかった。

一方で、だんだん市場金融化というか、短期の金融資産であるとか、あるいは国債も短いものとかがどんどんマーケットに出てくる中で、銀行もディーリングとかを行うようになってきた。ディーリングの部分については、きちんとリスク管理しているものとして、かなり高度な金融技術を使って計算してリスク量を把握しなさいということが言われるようになったというのが、この市場リスク規制というところで書いてある内容である。マーケットが非常に激しく動くような取引については、常に値動きを見ることができるといえる環境があることを前提に、こういう技術が発展してきた。

一方では、貸出資産というものは別にこれを売り買いすることを当初は前提にしているものではないので、そこについて市場のリスク量みたいなものを把握するようなことまでやらなくてもいいというのがこのときのスタンスだったということである。会計の理論でも貸出の資産というのは別に時価評価というのは必要ないということになっているし、一方、市場で持っているものについては、常に時価評価をしてリスク量を把握しなさいということになっているところとも平仄が合っている。

今度バーゼル という新しい銀行の規制の枠組みというのが適用されるようになったわけだが、これはもっと信用リスクをきちんと細かく把握しなさいということが第1の柱として言わ

れている。第2の柱というところで、信用リスクだけではなくいろいろなリスクを銀行は抱えていると考えられるので、そうしたリスクについても、計算できるものはどんどんした上で、それでリスク量に見合った資本が必要であればそれはちゃんと積みなさいと言われている。第3の柱は、開示の充実である。

第2の柱に関連して、金利リスクというものについて、パーゼル委員会がどのように言っているかということ、基本的にはこういうやり方で金利リスクというものは把握しなさいということは決めないということである。ただし、激しく金利が動いてしまったときに、それで自分の収益に穴が開いてしまうような事態が発生する可能性があるところについては、それをちゃんとリスクとして認識した上で、穴が開くであろうと想定される部分の自己資本をちゃんと積んでおきなさいというような指導を受けるようになった。極端な例でいえば、例えば全額預金で調達したにもかかわらず、例えば全額20年とかの融資に充ててしまって、固定の金利で塩漬けにしている。金利が上がったときにどうなるか分からないような銀行であってはならないということである。

銀行としては、お金を貸して固定してしまった後、金利が変動したことによって、どれだけリスクが存在するのかということについては、これはいろいろ考えなければならないということになるので、そこについてはさまざまな金融技術を使った分析をするというようなことになり、そこでのリスク量を見積もった上で自己資本を積んでおく、といったことが基本的な考え方になっている。先程も申し上げたように、そのリスク量が測定するのが非常に難しいもの、例えば住宅ローンのように資産の期間構造が変わってしまうようなものについては、これは持ち切れないからどんどん外に出してしましましょう、証券化しましましょうというような流れになっているということである。

私どもが証券化のご相談を承るときに、もちろん相手は銀行だけではなく、ノンバンクもある。あるいは公的金融を営まれている方で、かなり長期の固定の貸出をされていて、一方で固定の長期の負債を持っているのだけれども、その両者が完全にマッチングしていないような方々がいた場合について、そのリスク量は自分たちは基本的にどうやって考えらいいのかと、あまり資本は持っていないのだけれどもと、こういうような話を承る機会が非常に多い。

そういう場合に、よく簡単なポンチ絵で説明していて、こういうA3の絵をお出ししているが、具体にご相談に預かるとき、例えば上の黄色い三角形というか、なだらかに落ちてきているもの、これが貸出の資産の量だと思っていただきたい。下が負債で、例えば15年の固定の借入をし、10年の固定の借入をし、5年の固定の借入をして、こういうシンプルな資産、負債構

成だった場合に、この方々というのは将来にわたってどういう収益の見込みが立っているのかということで、それについてはどういう利息収入があって、どういう利払いをしなければならないかというのを見えている部分を固めて、見えてない部分をリスクとして洗い出すという作業になる。

真ん中で丸い柱を建てているが、これがそれぞれの金利だと思っていただきたいのだが、上の部分が貸出の資産によって、利息収入として得られる見込みの立っているものというイメージになる。下がそれぞれ15年の固定の借入、10年の固定の借入、5年の固定の借入、負債でそれぞれ発生する支払いの利息である。この両方を並べていって、当然双方でお金はどんどん回収されるのに、まだ借りてなければいけない約束をしているようなものがあつた場合には、その場合には別に運用に回さなければいけないので、例えば預金に回すとか、ちょっとリスクが高くても配当のいいものに回すとかということで、なるべく配当収入を得ようかと思うわけだが、この部分はどうしても不確定な部分として残ってしまう。これが最初の白い点々の丸で描いてあるまだ確定していない金利の収入のイメージである。

逆に下の方では、貸出は発生しているが、その部分についてはファイナンスの予定が立っていないもの、これはそのときに短期で借り入れをすとか、そういう形でしか対応できない部分になるので、そこは不確定の白い点々として負債の方で立つ。そうすると、今固まっている利息分と固まっていない利息分というのが非常にクリアになってくる。これで一定のいろいろな金利のシミュレーションを置いてみて、どういう金利になった場合どういう穴が開きますかということのリスク量を実際に計算してあげるといふことで、このポートフォリオの持っているリスク量というものの把握ができるということになる。

もちろん、当初より資産の方をどんどん証券化をすることによって、全部の資産と全く負債がマッチングするような形で外出しできれば考え方は容易である。一方で、既往資産については、下の借り入れの条件で得たお金で期限前弁済できるものなのであれば、それでよいのだが、それができなければ当然それは再運用しなければならない。その得たお金で新たに運用しなければならないのだが、下に出っ張っている利息分について、収入が得られる予定が立つような事業計画を立てられるのであればそれでよいが、その部分についてどうしても再運用した場合にロスが発生してしまうようであれば、それは当然証券化のボリュームとかも考えて、リスク量を把握した上でやるべきではないかというようなことをよく検証すべき、ということになる。

こういう話というのは、事業法人やノンバンク、銀行であろうと基本的な考え方は変わらないので、要は適切にリスク量を把握した上で、きちんとした証券化を行うということが重要で

あるということをご理解いただいた上で、やっていただかなければならないという説明をしているということである。

民間の場合には、証券化せず金利変動リスクに対応する場合はどうしたらいいかという、なるべく資本金をためる、ということになるのだが、公的セクターでは資本勘定に積み立てる構造にもともとなっていないので、公的機関にはお勧めできないということもあり、そこはいろいろ工夫をしていく、ということになる。

以上が証券化という枠組みの中で、金利のリスクというのをどう考えるかということの基本的な考え方をご理解いただければと思う。

以下は、簡単に証券化の枠組みとして、最近よく行われている事例を幾つか紹介しているが、ここは駆け足で簡単に説明する。

まず、住宅ローンについてだが、これは非常にシンプルに住宅ローンを信託設定して、劣後の部分を抜いて優先部分だけを欲しい方にお売りする。住宅ローンに関しては、30年超という長いものであっても、かつ期限前弁済をされるような不確定なキャッシュフローであっても買ってもらえる方というのは非常に多い世の中になってきた。

次は中小企業の債権についてだが、これは証券化というのは余り信用リスクの高かつ期間も長いものを証券化すると、どんどん劣後という信用リスクのバッファの部分が増えていってしまうので、例えば30%、40%劣後を抱え込んで証券化するというのは、資金効率上よろしくないもので、あまりお勧めしないということで、普通3年から5年ぐらいの短いものが証券化の対象になるということである。

3番目に挙げたのは、これはちょっと銀行がポートフォリオに持っているものをリスクだけを証券化するというものである。一般的な証券化の枠組みと比較して説明が難しいのだが、簡単にいうといわば銀行が自分の持っている資産に保険というか保証をつけてもらう。その保証をつけてもらう先がたまたま投資家であるといったような枠組み、これをうまく金融技術で証券化商品に転換するといった枠組みである、とご理解頂きたい。こうしたものも最近をよく見られるようになってきた。銀行も極めて高格付けのSPCから保証をもらえれば、その分だけバランスシートが改善するので、そのために必要な対価を支払うための枠組みであるというふうにご理解いただければと思う。

公的セクターにおける取り組みについて説明すると、住宅金融公庫のやっている民間補完機能としての証券化支援というのは、住宅金融公庫が民間のローンを買い取ってかわりに証券化してあげることで、投資家につないで民間がローンを出しやすくすることを枠組みとし

て提案されているものである。次に、中小企業金融公庫の証券化であるが、これは足の短い3年から5年ぐらいのローンを信用リスクをばらばらにして、いろいろなリスクのものに分解することで、投資家様から見た場合に適切なクレジットコストというのは何かと、そのコストで借り入れができるような枠組みを提供しようという、そういう機能である。

最後、参考として海外における事例というものを幾つか紹介させていただく。

海外ではご承知のとおり、日本のような財政融資資金制度といったものはなく、もともと証券化市場から政策的な資金、例えば住宅ローンのような足の長い金をうまく引っ張ってこれる枠組みをつくらうということで、20年から30年ぐらいかけて発展してきたので、やや日本の今の証券化の状況とは成り立ちが違うのだが、ある意味非常に機能的に動いている事例ということでご理解いただきたい。

アメリカで言うところの簡単にご説明しているのは、Fannie Mae、Freddie Macと言われるもの、そしてGinnie Maeと言われる、これは信用補完のみを行って、証券化商品として市場に同じような性質の商品を大量に供給して、そこで市場取引の機会を増やしてなるべく効率的な資金調達を可能にするような枠組みである。

最近、ドイツのファンドブリーフから端を発してヨーロッパ全域でカバードボンドと言われる枠組みが出てきている。これは、銀行が長くて大体10ぐらいの固定かつ満期一括償還型の貸付資産をポートフォリオに持ったままで、これを裏づけにして満期一括の債券を発行する、といった仕組みである。、資産の信用力も背景にAAAといった格付けをとることにより資金調達コストを下げるといった機能で、これでその原資で住宅ローンであるとか、地方公共団体等にお金を貸し付けるような枠組みである。

最後に、アメリカの中小企業向けのプログラムでSBAと言われるものとドイツのKfWと言われているものをあくまでご参考までにご提示している。いずれもこれは信用リスクを分解して、なるべく中小企業にお金が行き渡りやすくするような枠組みとして提供されているものである。

(関会長代理) それでは、引き続き、同じく政府資産の証券化、公会計について、高木公認会計士よりプレゼンテーションしていただいて、その上でいろいろご議論をしていただくということにしたい。

(高木公認会計士) 資産の証券化による資産債務の両建て削減ということだが、私はこの話が昨年の秋ぐらいのときに新聞紙上で伝えられ、若干困惑があった。最初は政府のバランスシートの資産サイドのものは何でも削減して、債務の方の返済に充てると伝えられたので、非常

に困惑したのだが、先ほど宗岡委員がおっしゃられたように、資産サイドの方はいろいろな性格のものがあ、すべてが債務の弁済に充てられるというような企業のような性格のものではないということで、最近の議論はかなり落ち着いたところで、個人的には安心している。よく国会の議論などでも純資産のところをとらえて2百数十兆円というような言い方をされ、また一方で長期債務という言い方で700兆円あるいは、800兆円弱というような言い方をされるが、純資産というようなとらえ方を私はあまり適切だとは思っていない。

ちょうどお手元の方に特別会計の話というパンフレット、財務省が最近つくったパンフレットだが、これの30ページの私のコメントを載せていただいている。私は政府の資産・負債のコントロールというような意味では、金融資産・負債のところに着目するのが適当であろうと思っている。しかしながら、残念なことだが、このような発生ベースの数値というのがまだ試行段階と言えるところなので、このようなとらえ方というのが一般にはなっていないということ、を、まず申し上げておきたい。

それから、また長期債務という言い方はご存じのように主として税財源で弁済されるということ、を前提とするという金額であるわけだが、税財源で弁済されない金額まで含めると、8百数十兆円はあると、これはまず財投債もそうであるし、それから寄託金と言っているものも、これも100兆弱ぐらいあると、そういったものを合すると8百数十兆円ぐらいの金額がことしの3月末現在であるはずだと思う。そういうような膨大な債務ということなので、私も債務の削減についてとりわけ関心を持っているわけだが、本日資産債務の両建て削減という観点から、ちょっと私のコメントを述べさせていただく。

まず、資産サイド、債務サイドそれぞれの方からどのようなリスクの軽減効果があるだろうかというところを絞ってみた。

最初に債務の方だが、いろいろ証券化によるところのメリットが伝えられるが、政府の場合のリスクの軽減効果としては、私は金利リスクの軽減効果と借換えリスク、市場における消化リスクのことだが、これらのリスクの軽減効果、この2点にほぼ絞られるのかなというように考えている。

一方、資産の方だが、これは信用リスク、キャピタルロスのリスクの回避というところがあるかと思うが、しかしながら信用リスク、これは財政融資に焦点を当てて考えると、地方に対する貸付の問題があるが、それ以外の財投機関に対する貸出に関しては、財投の分科会の方のいろいろな努力もあって、今現在かなり整理されているのではないかというふうには思っており、そういった意味では信用リスクという部分というのはあまりないのではないか。それで、

キャピタルロスという話はキャピタルゲインの方と表裏一体ではないかと思っているわけで、私はリスクといった意味では債務サイドの方のリスクに着目するのがよいのではないかと考えている。

その他の効果ということで、当初伝えられたのは、例えば財投機関に対するコントロールが貸出によって行われるというところに着目しての話とか、あるいは民の部分が入ることによって、経済活性化という話もあったけれども、この辺の部分については改めて今年出された文書を読み返すと、特段両建て削減のところでは言及されてないというようなことが言えるのかなと思うし、また個人的にもそれほどの効果がこの部分についてあるのかなと、若干の効果はあるにしても、それ以外のところの効果というのは、それほどあるのかなと思っているので、このところについては私の方から特段今申し上げることはないというところである。

それで、リスクという観点に着目して証券化ということを考えることとした場合に、証券化対象となる可能性のある資産というのは、よく取り上げられているように、財政融資、これが270兆円ぐらい。それから、先ほどの経済同友会さんのご説明にもあったように、特別法人債権、政府関係機関債権、これが9兆円ほど。それから、またその他の国有資産というようなことである。その他の国有資産に関しては、今未利用国有地が確か6,000か7,000億円ぐらいで、このうち売却困難と言われているのが3,000億円弱というふうに伝えられているが、もしかすると売却困難というふうなものについて、パルクみたいな形で証券化ということは考えられ得るのかなというふうに思う。

一方、セールス・アンド・リースバックでまた証券化という話もよくあるし、先程、宗岡委員もセールス・アンド・リースバックというような手法に関しまして言及いただいたわけだが、私は個人的にはセールス・アンド・リースバックはむしろ国民負担がふえるのではないかなという危惧を抱いている。

私はよく民間企業に対して、3次産業において本社は自前のものを持たない方がいいということで申し上げている。3次産業においては規模の拡大に応じてすぐ本社機能、すなわち面積も拡大していかなきゃいけないという性格を持っているということから、そのようなことを申し上げている。政府もある意味で3次産業と言えて、そういった意味からすると、リースでよいのではないかとというように受けとめられるかもしれないと思うのだが、秘密保持の問題であるとか、いろいろな問題もあるので、業務管理の観点から、リースが適当なのかどうかという分類を明確にした上で、その上でセールス・アンド・リースバックの手法によることが適当なものなのか、そうでないのかという、そういった区分をするということがまず必要なのでは

ないかなと私は思っている。それで、セールス・アンド・リースバックのままでもよろしいのだが、そういったところでいろいろまたさらに証券化というような話なども活用が可能だと思う。

それから、特別法人債権、政府関係機関債権の方は、経済同友会が、あるいは自民党の財政改革研究会の方で提言されているわけだが、こちらについては確かにご主張のようにこれらをまとめて証券化というのも非常におもしろい手法ではないかなと思っている。

財政融資に関して考えていく場合に、私はコストというものが非常に重視されると思っている。財政融資は、財投債と財政融資とが収支相償という言い方をよくする。実際の水準を見ると、収支相償とは言えないような状況があるのだが、もし仮に収支相償であるとする、証券化によって積み上がるコストそのものが直接、国民負担につながるということである。

コストの内容は、信用、流動性、それから仕組み、イベント、それから信託等の手数料というようなことだが、財投の融資を行う場合には、信用と流動性プレミアムは、今の財投機関債と国債とのベースポイントでの乖離、20から30ぐらいの乖離、これで考えればよろしいのかなと思っている。

あと財政融資の場合だと貸出が低減していくので、一定期間の弁済部分を対象に証券を買い足すと、遊びの部分が生じる。その部分をどのように取り扱うかということがあり、それがプレミアムというふうなところに跳ね返ってくる。

それから信託手数料等、大体70ベースポイントか60数ベースポイントぐらいの手数料ではないかと思うが、以上の4つのところをひっくるめて考えると、1ポイントぐらいのコストがかかってくるということになると言える。

それで財政融資がもし収支相償であれば、直接、1ポイントのコストが毎年かかってくる。仮に10年間の部分について証券化するというふうにすると、単純にディスカウント・キャッシュフローではなくて現実のキャッシュフローで申し上げると、10%だと。1兆のものを証券化すると、1,000億円のコストが10年間で要するという計算になると言える。しかも今の財政投融資の、財投特会のところを分析すると、ちょうど今から5年後から10年後内の貸出金の弁済額と財投債の返済額とがほぼイコールで、せいぜい1兆円か2兆円ぐらいの差しかないような状況で、収支相償というような状況を示していて、その間のところについて証券化すると、先ほどの1ポイント掛ける年数の国民負担というのが直接、発生してしまう。しかも先ほど申し上げたように、収支相償というようなことであるので、金利リスクはその期間について生じていないということも指摘される。

一方で、10年後以上のところになると、財投債ももうわずかな金額しか10年以降で弁済を迎えるものがないので、まさにその部分については金利リスクがあるというふうに言えるが、例えば15年の証券を発行したとすると、先程の1ポイント掛ける15年ということで、1兆円発行すれば1,500億円のコストが発生するということは考えなければならない。要は1,500億円のコストと金利リスクとの見合いでどのように考えるかということではないかというように、15年債権というものを発行するとした場合には考えるということではないかと思っている。

そのようなコスト分析であるけれども、コスト・アット・リスクの分析だとか、みずほの方で先程、A3の資料でお示しいただいたポートフォリオの分析、こういったところで総合的に先程のようなコストとの比較を行っていくということが適当だと思う。

では、証券化したところをどうやってさばくかという話だが、市場規模については2005年のところで8.6兆円、最近は9兆円まで行っているような話も聞いている。それからまた、2004年から2005年のところで3.5兆円という急激な伸びを示しているというようなところであるが、ABSという形態をとった場合に、こういった市場の中で消化ということを考え、これだけで考えるという話では必ずしもないのだが、考えるというようなことがまず検討されるということになるかと思うので、この金額を考えると、なかなか難しいのかなと思っている。

少々、私がそういった意味では、総合的に考えて悲観的な感があるけれども、他の選択肢もあると思うので、金利リスクだけを回避ということであれば、ことしの1月から普通国債の方で金利スワップを始めている。そういった金利スワップの使用だとか、あるいはオプション取引、金利キャップとか、そういったオプション取引を活用するという手もあるかと思う。

それからまた、財投機関債をどんどん発行させて、それによって融資の弁済を受けて、それで債務の削減を図るという方法もあるかと思うし、私はそちらの方が国民負担も少なく王道なのではないかなと個人的に思っている。

他の選択肢というところでその他いろいろ考えられるかと思うが、証券化につながる手法の一つとしては、民営化の部分がある。NTTの株式の売却だとかJTの株式の売却について、昨年、売却できたけれども、それまで数年間、売ろうと思ってもなかなか売れないという局面にあったと思うが、何も民営化という場合に、すべて株式化してかつ上場するという手法だけではないのではないか。

そこで思いついた手法というようなことで申し上げますと、株式化して、それを信託などの形で譲渡して、それを債権化する。その債権化した内容が、例えば5年後以降、その会社の株式に交換できるというような、いわばCBみたいなものの変形というようなことであるというの

もいかがかと。このような手法でやると、政府の方は一気に資金を得られる、株式を現金化できるという利点がある。それからまた、あらかじめそのようなスキームであるというようなことを市場に流すことにより、市場は絶えず売り圧力をずっと受けるというようなことになるが、それが政府が行っている売り圧力という批判をある程度回避できるのではないかというような利点もあるのではないかと思う。

あと事務局の方から公会計ということも記載されているので、簡単に公会計改革についても意見を申し上げておきたい。

先日、財政審の合同小委員会の方で、分析活用というようなことでプレゼンさせていただいたが、その結果、改めて思ったけれども、基本的なツールは省庁ベースのところにおいては整備されたというふうに感じている。IPSASという国際公会計基準のところと比較しても、減損会計とっている部分が用意されていない程度の相違と言ってほとんど間違えないというように思う。しかしながら、いろいろまだ改善すべき点は残されている。

ということで、何より制度化がもう求められる段階に入ったと思う。試行錯誤的な段階はもう過ぎたと言えるのではないか。私も先ほど申し上げたように、財政審の方で分析活用というようなことでいろいろ見ており、かなり使えるということを確認できている。ただ制度化に当たって、次のようなことも一緒に考慮したところで組み込んでいただくということを提言させていただきたい。まずこの制度化といっても、段階的、計画的な進行と、工程表という言葉で最近はやりがあられるけれども、例えば5年間ぐらいのところでは1年目に何やる、2年目に何やる、それで5年目に何が完成するという計画的、段階的な進行が、やはりこの部分については必要だと申し上げておきたい。

アメリカにおいても、1990年の主席財務官法では、それから最初の財務諸表を出すまで約8年を経ている。イギリスの方の資源会計と言われているものについてもかなり年数を要しているというのが、諸外国における現状である。そのようなところから段階的、計画的な進行というようなことをまず申し上げておきたい。

それから、公会計基準設定主体の組成とディスクロージャー目的の明確化というようなことだが、公会計基準設定主体の組成に関しては、答申を出す、第三者機関で独立した立場ということ意見をかなり出されるのだが、イギリス、アメリカの例を見ても、例えばイギリスでは、財務省中心にこの辺の設定主体をつくっている。アメリカの方もOMBだとか財務省の合意の中で会計基準設定主体をつくっている。後ほど触れるが、予算との絡みが極めて多い。ということで、予算と完全に切り離れた制度ということは考えにくいというようなことがある

ので、やはり財務省外しみたいなお意見が多いが、それは非常に適当ではないだろうというふうなことは申し上げておきたい。

それから今と同じ意味で、予算制度との同調性を重視した制度構築、予算制度を離れたところで発生ベース会計をつくっても、効果的なもの、あるいは効率性向上に繋がるものは絶対つくり得ないので、その点は是非とも申し上げておきたい。

それから、アカウントビリティといった場合に、報告主体の方がみずから説明するというところで、紙ベースのところでは基本的に考えられている。ということで、情報量としてはそれほど多くのものが想定はされていないのだが、Webの社会になってきて、劇的にディスクロージャーのところが変わってきているというふうに感じている。インタラクティブな状況というのがかなり可能というような状況になっているので、これまでの財務報告的なところは一般に公表するとしても、詳細なものもWebにおいていつでも見られるというような2段階のディスクロージャー制度を構築するのが適当ではないかと考えるところである。

それからアカウントビリティ、先ほど説明責任ということで申し上げたけれども、のみならず管理目的に適合した会計制度設計、これはアメリカ、イギリスの方もこのような考え方でつくっている。

それから特別会計の整理について。これはこの後、ご説明いただくようだが、分析をしてもやはり壁にぶちあたるのが特別会計のところである。特別会計のところにいるいろいろな性格のものが入り込み過ぎているということが1つあるのと、1つの特別会計の中にいろいろな勘定があり、それがまた複雑な様相を呈しているということがあり、分析に極めて時間を要するという構造になっている。

例えば一般会計、特別会計の合計で考えるということであったとしても、年金特別会計のような自己完結型というか、一般政府の方に絶対戻らないようなものについては区分して考えなければいけないのだが、そういった整理ができにくいというところである。

それからさらに会計のところを整理していくと、政策評価と融合したようなディスクロージャー制度をつくらなければ意味がないというように思うし、効果をもたらすため、政策立案段階から終わりの政策評価、さらに会計検査、実地監査、このところを一気通貫な形で整理する必要があると。これによって、発生ベース公会計を制度化するところの効果というのはかなり得られるだろうと思っているし、この辺のところまで整備がうまくいかないと、それこそアカウントビリティぐらいの効果しか得られないのではないかと思う。

それからあと、宗岡委員も先ほどおっしゃられたけれども、発生ベース公会計というのはど

ういものなのかという説明というか解釈論みたいなものが十分にされていない。二百数十兆円の純資産をとらえて、政府は、財務省が7、800兆というような金額を言うけれども、これだけ資産があるじゃないかという見方につながってしまいがちだが、そうではないんだという説明を会計的な意味合いからきちっとやっていかないとならないだろう。これら一連のところを制度化するに当たって、全部一緒にしてやっていくということが適切だろうと私は思う。

なお、予算制度改革についてだが、昨年、経済財政諮問会議の骨太の方針で予算制度改革が掲げられ、非常に期待しているが、政策との関連性重視に基づく改正、これは今、予定されておるわけだが、ここにとどまるのか、NPM的な運用、これは第1回の議事要旨で本間先生のご発言の中にもあったが、そのような運用を前提とした制度改革にまで発展されるのか。ご承知の方も多いと思うが、フランスはこのような形の改革に踏み切っており、1年遅れで来年ぐらいからということになっているのだが、そういうところに踏み切るのかどうかというところの決断を、国として、政府として行うということがぜひとも求められるところではないかと思うところである。

(関会長代理) それでは、先ほどの大類さんのお話と今の高木さんのお話とを含めてご議論いただきたい。

(宗岡委員) お二人の意見の一番の違いは、証券化のコストのところであろうと思う。高木先生はかなりコストがかかるだろうとおっしゃっている一方で、大類さんはどちらかという海外の取り組みの中のFreddie Mac、あるいはGinnie MeaとかFannie Maeというような形のもの、そういう形の信用補完機構の話をされている。Fannie MaeとかGinnie Meaというのは、それ自体が一種の法律に基づくもので、信託の報酬は別になくても済むだろうし、なおかつそういう信用補完という面から見ると、必ずしも国の保証を受けているわけではないのに、事実上国とほぼ同じような信用力を持ったものとして常に流通してきている。そういう形が日本でもなり得るのかどうか。そうなれば、わざわざ信託を使わなくてもそういう法律をつくってしまえば良い。そこにあえて特別なコスト、プレミアムがあるのかどうか。Ginnie Mea、Fannie Maeを見る限りではプレミアムもないし、コストもかかっていない。そういう面ではかなり安い流動化が行われているというふうに考えられるのだが、実際どうなんだろうかというところが一番知りたいところである。

(大類部長代理) まず、Fannie MaeとかFreddie Macというところのやっている証券化というのが日本と一番違うところというのは、日本の場合の証券化というのは、AAAをとるためには原則として必ず劣後というものを持たなければならない証券化であるということである。

逆にFannie MaeとかFreddie Macというのは、自分たちがA A Aだから自分たちが保証している証券化商品はA A Aなのであるというロジックでやっている仕組みである。

Fannie MaeとかFreddie Macは何でA A Aなんだといった場合に、もともとは政府が支えてくれるからつぶれないからA A Aだというロジックがあった時代が長かったが、それではもはやもたないということで、実はFannie Mae、Freddie Macというのは株式会社であり、Fannie MaeとFreddie Macはほぼ一緒なので簡単に説明すると、Fannie Maeというところは民間が出した住宅ローンを買って来て、証券化する。証券化をするときに、自分が保証するから保証料を少しもらう。保証料をもらってちょっとマーケットに出すのだが、すぐ自分が投資家になってそれも買い取る。それで自分のポートフォリオを保有する。その際に、なるべくそのポートフォリオをうまく調整して、結果、うまくいったらその配当を株主に払うということで、株式会社という機能と公的なマーケットメイクの機能を両方兼ね備えているような形になっている。

常々、資本不足じゃないかと言われて、この間、あちらも公会計的な問題があって、結局、蓋を開けてみてやっぱり資本不足だったのではないかと、ということにはなっている。一方、これまでそういうとらえ方を受けるときに劣後債を発行したりして、自分たちの財務力はA A Aなのですということをマーケットの信任を得ようとしてやってきているという次第である。

なので、広い意味で言えば、そういう形での補完を効かせる形で全体としての信用力を何とか実現してこようとしており、ある意味財政コストを自分のポートフォリオの中に抱え込んでいる存在であるというふうに説明できるのかなと思うが、決してそのコストは安いものではないと私は認識している。配当コストが当然かかっているんで、かつアメリカはもともと金利が高い国なので、そこにかかっているコストというのは、当然その一部として吸収できてしまっているというのが実態なのだろうと思う。

日本の枠組みというのは、どちらかというと非常に今、金利が下がってきた中で、なおかつその中で効率的な資金調達をしなければならないということになっている。例えば、住宅金融公庫が出しているMBSというのは、Fannie Mae、Freddie Macと同じ性質の商品性だが、35年のこういう三角形を10年ものに直したときのスプレッドはA A Aで約40ベースだが、大体そのほとんどがいつでも投資家が、ひょっとしたら期限前弁済を受けなければならないかもしれないというオプションコストであるので、正味の財投機関債としてのプレミアムはわずかであり、極めて効率的になっている。もちろんその内側でいろいろな財政面で今まであった形によって支えられている面から、そういうプレミアムでも享受できているということではあるけ

れども、その意味では、効率的な市場というものは、アメリカと比較しても今の日本の枠組みの中でも十分達成できていると言うことはできる。

ただし、それが今はせいぜい年間2兆円、3兆円の規模だが、10兆円、20兆円になったときに果たしてマーケットで消化できるかどうかということについては、これはむしろマーケット・インフラの問題であるので、今は非常に投資家が買いに入りやすいが、金利がどんどん上がっていったり、あるいはほかの外貨建資産の方に魅力が出てきたようなときでも常に買ってもらえるような環境をつくらなければ、こういうプレミアムは維持できないだろうと考えている。

(高木公認会計士) 宗岡先生の方で感じになられたというような点に関してなのだが、まず今、財政融資についての証券化という話に関して言えば、Freddie MacとかFannie Maeのところは、そこが第三者に貸しているという構図があるわけだが、財政融資に関しては、中央政府が財投機関に貸しているという構図があるので、この部分の証券化というのは、財投機関債に財投債の衣をかぶせてちょっと異なるものに仕上げたと言えるのではないかなと思っている。

それで先程のような議論のためには、まず財投機関についてどこが縮小されるべきか、民営化されるべきかという議論をまず行って、それで分離して、その上でそのところで証券化という話ではないかなと思う。必ずしも最初から証券化という話ではないのではないかと私は思っている。

(関会長代理) 今のコストがかかるということについて、同友会の方はどういうふうに整理されているのか。結局、証券化しても国民負担が発生するだけだというような議論については、同友会はどのように整理されているのか。

(小林経済同友会企画グループマネージャー) 同友会の方でも、コストがかかるという認識はしている。従ってまず証券化ありきではなく、政策金融改革、独立行政法人改革を先に進めて貸付金を圧縮する。圧縮した後に残ったもの、将来的にわたって政府が関与する貸付金は必ず残るはずだから、そこに対する財投機関に対しての出資は残して、例えば政府補償、利子補給等何らかの政府の関与があるとすれば、そういう機関に対する格付はかなり高いはずだから、その貸付金を最終的に証券化すれば、それほどコストはかからないのではないかという考え方である。

(関会長代理) 江川先生、どうか。

(江川委員) 今すぐにまとめて証券化といっても、本当にできるのかという意味ではハードルが大きい。特に財投機関債の問題点もあるので、どこが政府として本当にやっていくべきも

のなのか、そうではないのかという仕分けをきちっとやって、そこからやっていくというのが重要だと思う。

それから、先程、高木先生からご指摘があった国債に国が持っている株式の転換権を付けて売るというアイデアというのは、昔からよく証券会社の間で国債にNTTの株式を付けるとよく売れるだろうとあって、多分いろいろな会社が提案していたと思う。10年ぐらい前もバラデュール債というのが国会で話題になって、たしかそのときに、法律的にできないということ言われたような覚えがある。逆にいうと法律を変えればできるということであり、今ここで議論している100兆円の証券化よりは現実的だという気がしたので、ある程度そういうこともフレキシブルに考えていってもいいのではないかと思う。

(跡田委員) 今、お話を伺っていて、コストがかかるというのはどんな形でも起こるんだろうと思うのだが、トートロジーのような気がするのが、政府がやっているがために今証券化しても結局国民負担になるおそれがあるので、今はやめて、もう少し改革が進んでからという点だ。これは確かにそういう議論はあるのかもしれないが、民間になってからやってコストが発生しないのかと。これは確かに国民負担は発生しないかもしれない、税での直接的な負担は発生しないかもしれないが、リスクというのはどこがやるとしても起こり得るものだと思う。その点で、なぜ今やることを躊躇するのかというのは、やはり国民の税負担が直接起こるということに危惧しているのだろうとは思いますが、しかし、そんなに危ない橋を渡っているわけではないと思うが、その辺どのぐらいリスクを評価しなければいけないのか。通常かかるコストであれば別に構わないと思うが、ちょっとその辺、教えていただきたい。

もしどうしてもかかるようだったら一気にすべて民営化する方向にもう一度議論を立てなおさなければいけないわけだが、今回、中小企業金融公庫等はほとんどまだ改革せずに残っている。その部分についての議論としては、ちょっと後ろ向きな議論が強過ぎるのかなという気がするのだが、その辺どうお考えなのかというのをまずちょっとお伺いしたい。

(高木公認会計士) 金融技術というのはしょせんリスクを他に転嫁するということであり、いずれにしても、何らかの金融手法をとることによって、リスクは他に移転するということだというふうに言えるかと思う。

それで、時間に関しては、マーケットの消化の問題もあるので、国債がたしか昨年度は160兆円か170兆円の消化があったが、国債みたいな消化ができないとなると、なかなか消化自体が難しいようなこともあるので、いずれにしても、かなりの時間は要するというふうに言えるかと私は思う。一気にそれこそ10兆円、20兆円がぼんと証券化というようなことでできるかと

いうと、せいぜいその程度なのだろうと、そこまでできるかなという感じを持っているので、いずれにしても10年ぐらいのスパンで考えることが適当ではないかというふうに思っている。

（大類部長代理） 一金融機関の人間として考えれば、証券化市場が広がることは我々にとっても基本的にはビジネスの裾野が広がることになるので、それはそれでありがたい話だと思っている。

ただし、基本的に証券化といったときに、まず金がない主体から金がある主体にリスクを移転する形で、合理的なファイナンスができるということがあるのであれば、その結果として得たキャッシュを有効に使えて、先程言ったようなギャップ等々も発生させずにうまく吸収していけるのであれば、それは一つの経済行為として合理性があるのであろうと思うが、証券化と言った場合に、やはりいつも思うのは、証券化というのは決して打ち出の小槌ではないので、マーケットでそれを吸収してきちとした価格が立てられるような状況というのが望ましいと思う。発行体側は、私も発行体側に近いのですが、放り出してあしもと売れているとどんどん売れるからいいねという思いになるのだが、やはり投資家からしてみると、証券化商品というのは定期的にお金が返ってくるし、会計処理も面倒くさいし、非常に売り買いもしにくいし、時価も立てにくいしとか、まだまだ難点がいっぱいある代物であるので、やはりそういうものを売り買いしやすい状況をつくっていくことをともどもにやっていかないと、せっかくの証券化の市場というものが育たなくなってしまうという点にいつも危惧を感じる。

アメリカは30年かけてそれを創ってきたわけである。日本は、いろいろな意味で、技術力という意味でも、金融技術力でも、あるいは携わっている関係者のレベルからいっても相当高いレベルから始められるので、30年ということはないと思うが、やはりそれはそういったインフラも見据えながら、十分消化できる規模ないしはそれによって得られるキャッシュの使い道も含めて、きちんとしたあり方をつくっていかないと、逆にマーケットを壊してしまうだけになることは、逆に懸念するところかなというふうには思っている。

（高木公認会計士） 先程、あまりにも消極的に受けとめられたかもしれないので、言葉を付け足しておきたいと思うが、私は、10年なら10年の期間の中で、着実に改革を実行していくということが必要なのであって、小泉さんの言葉じゃないが、後戻りはしないと、前にだけ進むという構造をいかにつくるか。その中で何が適切な手法かというようなことをきちんと議論して、吟味して、工程の中にきちと据えつけると、こういうふうなことが必要だと。そのための議論が今回の議論でもあるというふうに理解しているということは改めてつけ加えてさせていただきます。

(本間会長) この経済同友会や自民党の資産圧縮額は100兆円を超える一方、財務省の案は11兆円ぐらいと大きなギャップがあって、その差の多くは貸付金等の証券化にかかわっている部分である。そこで実現可能性という問題は、マーケットのセットアップの問題なのだろうか。または市場が立ち上がっても証券を吸収し続けることができるかどうかということか。金融市場の多様化、厚みという点で、証券化が民間経済においてもどの程度諸外国と比べて進んでいるのか、また、その一つの対象として公の部分がどのようにその中に入れ込まれるだろうか。そうした少し広範な問題意識がないといけないだろうと思う。その際に、官で持っている資産の証券化に伴うリスクの部分も官と民との中でどのようにシェアしていくのか。

跡田委員が言ったように、あまりコストかかる、コストかかると言い過ぎると、インファン・マーケットとしての証券化市場の育成に対して逆流するような話になってはいけない。政府の抱えている資産債務のリスク管理の問題と財政資金の関係を少し視野を広げて整理しておく必要がある。財務省の考えを松浦室長に聞きたい。

(松浦財務省理財局総務課調査室長) 結局、証券化にしても目的というのは資産を減らすためにやりますというところだと思う。そのほかの手法は、先ほど高木先生がおっしゃったけれども、まずは官でやるものを整理する、そこを縮小していくというのが王道だと思う。それで足りない部分を証券化とかいろいろなその他の手法を考えてやる。証券化については、当然、先ほど高木先生おっしゃったようにコストがかかるが、そのコストに見合うメリットはあるのかどうか、結局、そのコストとメリットを比較して、メリットが上回るのであれば証券化をやっていくという整理ではないかと思う。

(本間会長) そのとおりなのだが、どちらが頭でどちらが尻尾かというような問題があって、順序論でやるとなかなかこの問題は進まない。並行的にどういう方向で持っていくんだという前向きに考える必要がある。何年ぐらいかけてマーケットの整備も含めて、ボリュームはどうかといった証券化市場の見通しは考えられるのだろうか。

(大類部長代理) ちょっとその証券化が具体的にどういう形かによるという部分はあるかと思うが、一つの目線として、今回の議論の対象になっているものの原資産は何かといった場合に、一方で財投機関であったり、地方債であったり、その混合体であるかもしれないということとで考えた場合に、そういう財投機関債のマーケットの立ち上がり方というのも、やはり5兆円、10兆円という規模というのが目線に入るのだろうと思う。

証券化というものも最初に出したときというのは、理解してもらうまでは非常にコストが高かったんで、これを消化してもらえようになった規模というのは、やはり5兆円とか10兆円

とかその辺のオーダーからなのではないか。

では、その5兆円というオーダーにどうやって早くたどり着けるのか。5兆円とか10兆円とかいうオーダーにいかにか市場の消化というスピードがついてこれるようにするかということを考えるのが証券会社なり金融機関の目線である。

ただ、新しい形のものを根づかせるためには、それはそれなりのIRというか、投資家の納得を得る形も必要になると思うし、何よりもそれを、ある一定期間だけやって終わりということは、これは決してマーケットの育成にはならないので、やるのであれば恒常的にやれるような枠組みでないと、市場の資金を吸収し得るような形で永続的に続くという信認がないと、なかなか辛い部分はあるのかなと思う。

住宅金融公庫がやられているのも毎月発行しているからこそ逆に投資家がついてきているというのが実態だと思うので、そういった面はあると思う。

(関会長代理) もうちょっと聞きたいのだが、今のマーケットは大体8兆円か9兆円だけであろうが、これをさらに5兆円くらい増やしていきたいというときに、何ができれば5兆円くらいのマーケットができるのだろうか。そもそもマーケットそのものに制約があるということが一つあると思うが、問題は、証券化というか、魅力ある金融商品をどう作るかというところにネックがあるのか、あるいはもう少し市場インフラを整備するというようなところにネックがあるのか。つまり、我々がここで議論をして政策提言をするようなときに、何をどうすればマーケットが広がるのか。メリットがあるかどうかということはちょっと別にして、証券化をさらに5兆円くらいをこの数年、5年くらいでつくるといったときに、市場整備というようなことなのか、あるいは金融機関が努力して、ここで同友会でも例がざっと上がっているわけだけれども、こういうものを証券化して、本当にみんなが買ってくれるというようなアトラクティブなものにできる、それができればもうずっといくものなのか、その辺の我々がこういう場で議論して提案する、何をブレイクしようとするのか、公も民間も含めて。その辺の整理がちょっとできないかなという問題意識があるのだが。

(大類部長代理)

非常に重たい立場にあるようで、ちょっとお答えしづらい部分もあるが、これはもうあくまで個人的にということでも申し上げるが、私は、一番重要なのは、やはり市場インフラでは常に売買できる状況をいかに確保するのかということに尽きると思う。あまり適切ではない例かもしれないが、ドイツのファンドブリーフ債というものについて申し上げたい。これはまだ金融市場が発展していない段階では、抵当銀行といった専門銀行が個人向けに発行して資金を安め

に吸収し、それを原資にして固定長期のローンを出す枠組みであった。これは、正直スワップマーケットが育ってきた中では、資金調達力としてはそんなに運用の魅力がないということで負けつつあった。この時にどういう行為を彼らがとったかということ、発行規模をなるべく一銘柄の規模をそれなりの規模で大きくして、日本円で700~800億円ぐらいの銘柄のものにして、かつ値付けを常に証券会社に、プライマリーで引き受ける銀行が常にいつでも売って、いつでも買う値段を提示してといった形で流動性を高めて、かつ共通銘柄化をするというプロセスで売買をしやすくすることで機関投資家に受け入れられて、コストが安くなって、結果として資金調達の主流になったという、こういう育ち方をしたということである。

アメリカのモーゲージについても、そこは地道に、日本でもやったけれども、無券面化を進めて、オンラインに乗っけて、かつ売買するときの値付けみたいなことを証券会社が常に値をクォートするようにした上で、銀行が住宅ローンを束にした瞬間にいつでも転売できるし、先日付で売値をヘッジできるようなマーケットインフラを育てるという形で、常に証券化商品をすぐにマーケットに売り出せるような状況をつくってきたという工夫をしてきているという歴史がある。

やはり、プライマリーとセカンダリーというものをいかに一体化させて、透明な価格のものを安心して買ってもらえて、それを持っている人間がいつでもそれを時価評価できる、ないしは価格の価値が把握できるようなインフラをつくるかということやっていかないと、こういうマーケットというのは育たないのかなというふうに思っているところである。

ただ、ファンドブリーフの場合というのは、結局、満期一括債なので、AAAをとった満期一括債の銀行社債みたいなものだが、この延長線上で行った場合に、日本で言うと国債よりもいい商品というのはなかなかできにくいという部分もあるので、果たしてコストでそういう新しい商品をつくるのが日本のマーケットにおいて必要なかどうかという点もあわせてご検証賜りたいと思う。いずれにしても、そういうマーケットにおいて吸収してもらえるよう、過去にさまざまなプロセスをたどってきた海外各国の例がある。日本では一番の問題は証券化商品で売買がほとんど見られないことだ。常に値が立っているのは住宅金融公庫債だけだと思うので、証券化が発展したと言っても、信託受益権形式で出るものというのは、開示制度上もまだまだ不十分なところであるし、私募形式で出たものについては十分な開示もされていない。値付けも証券会社が常に値付けしているという状況にはないので、そういった関係も含めると、やはりなかなか流通性という点を含めた場合に、先ほど流動性プレミアムというお話が高木先生からもあったが、大量に消化しようと思う場合には、そうした点がやはり問題化する可能性

はあるのかなと、正直なところ個人的には思っている。

（本間会長） 中央大学の富田教授がよく言われているが、日本の場合には、国債が一番安全面ですぐれた北極星だと。暗黙の政府保証にみんな乗ってリスクが小さくて資金調達できればいいということで、日本は財投機関債などについてもあまり発行するのを嫌がってきた。

ところが、このように金融の多様化が進み、北極星がリスクをこうむったときに、多様なチャンネルがないと混乱が生じてしまう。そこで一体どういう形で多極化をして、多チャンネルにしながら分散化をしていくかという問題意識がないとだめだと思う。

理財局は証券化について何かの暗黙の数字を念頭に持っているのか。

（松浦室長） 資産規模対GDP比2分の1を達成するためにあと数十兆円資産を圧縮するという意味だが、その数十兆円というのに国有財産はほとんどないので、財投でやるしかない。では、財投でどういうことをやるのかとなると、そのオプションの一つとして証券化も当然検討していくということで、数字的には仕分けはまだしていない。

（本間会長） いずれにしても、そこまでは議論が来ているわけだから、証券化も一つのチャンネルとしてマーケットメイクも含めてどのぐらいの期間の中でデザインしていくかという議論の設定の仕方が一番妥当だ。コストやリスクの管理の問題もあるから、一挙にというのはなかなか難しいと思う。

（跡田委員） やっぱり5年はかけて整備をしていくぐらいの考え方は必要だと思うが、10年先だとますます勉強していて、5年たってからまた勉強が足りないからというような話になると思うので、ある程度の成果は目指した方がいいと思う。

それともう一つは、恐らく国債を完全に市場化するときの昭和60年ぐらいの時点での国債の残高、多分50兆円ちょっとぐらいだったと思う。単年度の発行が5兆円を超えるぐらいになってきたとき、そのときやっと本当に一人前のマーケットができ上がったというか、財務省が思い切って市場化を進めてきて、やっと市場での値がつくようになった時期だと思う。その点からすると、こういう証券化できちんと市場ができるには、分厚さとしてはそれだけないと完全な今の国債並みにはなれないと思う。20兆円、30兆円のオーダーだとまだ十分な値がつくだけのマーケットにはなり得ないのかもしれないが、やはりその辺、新しい取引の手法が進んでいるから、マーケット化にある程度、20兆円、30兆円のオーダーでもできるのではないかなと。そういうところをむしろ検討していただきたい。

ついでに申し上げるならば、この政策金融のところの資産債務の縮小という点では、バランスシートから落とすもう一つの方法として信用保証という手法もある。これは結果論としては

欄外に注記して書く必要性は当然あるので、実質的にバランスシートから落とすということにはならないのかもしれないが、しかし、金融手法として政策金融の手段としてはやはりその面も考えて議論をしていただけたらと思うが、ちょっと今までここの中には入ってきていなかったもので、またご検討いただきたいというレベルで一言申し上げたいと思う。

(本間会長) 独立行政法人化とか政策金融機関の改革を今やっているわけだが、同友会の提言の中では、国際協力銀行の貸付金の回収とか、さらには政投銀への貸付金、出資金の回収とかが上がっているが、これは政策金融改革とも関わってくる。デューデリをどうするか、資産は新組織に対してどのように割り振っていくか、民営化していくときの資本金をどうするかとか、そういう問題に絡んでいく問題だ。

同友会の提言は、政府の関連している貸付金等は、全部1度回収して、政策投資銀行にしても民間で資金調達しようということか。

(小林グループマネージャー) 民営化機関に関しては、最終的には自分で調達して自分で貸すというふうに考えている。政策金融機関は別である。

(本間会長) では、商工中金と政策投資銀行については回収するということが。

(小林グループマネージャー) そうだ。

(宗岡委員) アセットバック債の特徴というのは、リスク・リターン特性が単なる国債と違うことだと思う。そういう中で、さまざまなリスク・リターン特性をうまく組み合わせていく、そういう形でそういうさまざまなリスク・リターン特性を持つ債券が生み出されることによって、マーケットに厚みがつかれていくということは非常に重要なことだと思う。

そういう点からの検討ということが一つ必要なことだろうと思うのと、もう一つは資金の出し手を常に機関投資家だけに限らず、企業は機関投資家かもしれないが、個人とかそういう方々からの資金をどのように調達するかが課題ではないか。そういう中で、リスク・リターン特性がいろいろさまざまなパターンがあるということは、むしろ非常にマーケットがつくりやすくなっていく可能性があるのではないかと思う。

同時に、調達コストも下げることができる、また第1回の会合のときに申し上げたけれども、必ずしも個人向けの場合にはマーケットでない金利をお願いして、いろいろなものをつくっていくことができるようになっていけば、さまざまなものが売れると思う。その場合に、例えば、信託とかを使って完全な分離をする必要もなく、むしろ国債の枠の中である資産からのパススルーにしてしまえば、パススルー国債みたいなものをつくってしまえば、それでかなりアセットバックに近いものができてしまうのではないかという感じもする。そういう手法とかとい

うのはなかなか難しいのか。そういうようなものをつくってみるというのも一つの手という感じがしている。

(大類部長代理)

一つの考え方としてあると思う。やはり投資家が売り買いしやすいことの一つの理由として、何を分析しなければならないかというのがあるので、キャッシュフローの分析と信用リスクの分析と両方やるために、証券化処理に非常に手間のかかるものであるという認識で、あと持っているのにも手間がかかるというときに、本当に移転したいのがキャッシュフローリスクというか、金利リスクだけであるとすれば、それは国債ないしは政府がある程度信用リスクを負担する形でそれを提供して、ただしそれがどういうものにリンクして提供されるのかということ投資家に明示して、キャッシュフローがきちんと予測できるような形でご提供いただけるのであれば、常にそれは値付けが可能になると思うし、売買もしやすくなる可能性は十分にあると思う。

(江川委員) 今、本間先生や宗岡先生がおっしゃった、いろいろなリスクとリターンの特性の債券をつくって金融市場の厚みをつくっていく。それで、それを政府の財政再建にも役立てるといふ、そういう2つを見据えた考え方というのが非常にいいのではないかと思う。

この証券化の議論でちょっとややこしいのは、いろいろな課題があることで、それを整理する必要がある。証券化というのはいろいろな役に立つので、さっきからご指摘があった金利のリスクを軽減するというのもあるし、そもそも政府が負っている債務を減らすというのもある。私自身は政府が負っている債務を減らすというのがかなり重要だと思っている。財投機関債などもいつかは整理していかなければいけないということを考えると、証券化が持っている、プーリングによってAAAがとれるというところが、やはり重要なポイントではないかと思う。それによって、政府の信用によらないで、高格付けの債券をつくって、政策金融のための資金調達ができるというところに注目して、むしろ官民でマーケットをつくっていくぐらいの意気込みが必要ではないかと思う。

そういう意味では先程、大類さんがご指摘になった、当事者がやる気になってつくっていけばマーケットができるということだと思う。アメリカのモーゲージセキュリティをつくったリー・キメルというソロモンブラザーズの人がどういうふうにしたかという話を昔に聞いたことがあって、結局、最初は一人の個人が自分の思い入れだけでやっていたが、それがだんだん育ってきたときに、みんなが土俵に乗ってきて、次第に市場ができてきたというような話であった。一朝一夕にはいかないと思うが、やはり政府の財政再建プラス金融市場、資本市場の

厚みをつけるという目的の両方をうまく見据えた上で、そういう前向きの姿勢を打ち出してもいいのではないかと、今の皆さんの議論を聞いていて思った。

(高木公認会計士) 先程、政府保証をつけるというお話もあったが、民間会計基準で考えた場合には、保証をつけると、倒産隔離という条件がまず金融商品の場合、こういった証券化の場合にあり、譲渡という取り扱いがされない、すなわちオフバランスされないということをご留意いただきたいと思う。

ただ、私も宗岡委員と同じように、何が問題なのか。別にオフバランスにすることが目的では必ずしもないだろうというふうに思う。例えば、金利リスクを軽減するためというふうなことであれば、財政融資については本当に収支相償という形で作り上げてしまえば、金利リスクはなくなるというふうに言えるし、それからまた証券市場育成というふうな観点では、また財政融資を使って証券市場の育成ということもいいと思う。何もオフバランスにすることが第一ではないのだろうというふうには思っていることをお伝えしておきたいと思う。

(宗岡委員) それから、話は全然変わるが、財政再建ということを考えると、資産を売却するという事の中で、今ある資産を売るというだけでなく、新しい例えば権利をつくって売ってしまうみたいなことも今後考えられるのではないかとと思う。

例えば、道路というものがあるとすると、道路そのものは売れない。しかし、道路に面したことによって一定の加算容積率をつけることにして、ある一定の価格で容積率アップの権利を売る、あるいは貸すというような形の新しい権利といったものはどうであろうか。そういう今までなかったようなものを権利としてつくると良い。世の中でいろいろとニーズがある場合に、そのニーズに合わせたようなもの、それが技術的に可能なのであれば、そういう売り方というのも可能なのではないか。そういう新しい別の発想の中で、財政再建みたいなのを図っていくということはできないか。これが行き過ぎると、まさしく通行料とかになってしまう。それは私もさすがに経済に負担をかけると思うが、そうでないニーズがあるものについてならば、ある程度考えられるのではないかなと思うので、そういう検討もしていただければと考えている。

(跡田委員) 今のご意見、大賛成で、潜在的な資産になり得るもの、売れるものというはまだかなりあると思う。特に今の時点ではまだ表面化していないが、やはりイギリスなんかでやったように電波を国有財産として売るということは真剣に考える必要がある。今、地上波が持っている電波というのは、私なりにいろいろな方から聞いた限りでは大き過ぎる。余分な電波を持ち過ぎているので、それを一旦返却させて、入札して、国有資産の一部として売るかどうかは別にしても、貸す際にも一定の料金をとっていくというようなことは考える必要があると

思う。道路に関しては、道路というのはまた難しい定義があると思うが、例えば橋なんかとか堤防なんかはある程度余裕があるので、そういうようなのを考えて、特区でもいいから、観光地としてベッキオ橋なんていうのは橋の上でいろいろ商売しているわけだが、日本ではあれは絶対認められない。ですから、観光地の中にはそういうことをやった方がいいところもあるはずなので、そういうのは十分に検討に値すると思う。

それから、先ほどのご議論の中で、資産債務を減らすことが目的ではないというふうにと考えると、ところもあると思うが、現在考えている構造改革というのは、一つにはやはり政府が本来やらなくてもいいことをやり過ぎた部分があるので、その部分については、資産債務を減らすという議論もやはり目的化はしていないけれども、考える必要があるのではないか。特に現在の政策金融に関しては、役割論からして、余りにも民間ができるはずの金融マーケットに官が入り過ぎている部分があったということで、一たん大幅に民営化をするわけだから、その点ではやはり資産債務の部分ももう1回調整するというか、検討する余地は残っているというふうに私自身は思っているので、ちょっとその辺は検討の余地には入れておいていただきたいということをお願いしたい。

(本間会長) 跡田委員の話を補足するが、財務面ではなく、あるいは金融の側面ではなくて、財政的な資源配分という問題をもう一つのポイントにしている。金融の資産というものが官の領域の中で過大に使われていて、それが原因とリスクの観点で過大ではないかという問題意識が資源配分上の認識としてある。

両建てで保有していればよいではないかとか、金利変動でボラタイルすると政府の財政に対してマイナスではないかという部分均衡的な話と、経済全体の一般的な均衡の中でどのように考えるかという点で、両者がバランスとった議論を整理していくということではないかと思うが、どうか。

(関会長代理) 私も、そう思う。

(高木公認会計士) 私もそのとおり、本間先生のおっしゃるとおりだと思う。

(関会長代理) ですから、高木さんがおっしゃっているような議論は当然あるわけだから、今、本間先生なんかがおっしゃられたようなことも含めて、その辺の考え方をきちんと、総論部分でやっておくということだと思う。

大分時間が過ぎて、今日はこの後、特別会計について向井財務省主計局法規課長からプレゼンテーションをいただこうと思ったのだが、別線で行ったらどうか。

(本間会長) 向井課長からのプレゼンに加えて、資産売却についての包括的なレポートを財

務省に補足してもらおう二本立てで次回の会合を設定して勉強させていただくということではいか
が。

(一同 特に異議なし)

(高木公認会計士) 私、政策金融の方はさらに民営化できる余地がある、縮小できる余地が
あるのではないかというふうに思っていることを最後に申し上げさせていただきたいと思う。

(関会長代理) 大類さんからも大変今日は貴重なおもしろいご議論をいただいと思う。何か
補足してお話しいただけることはあるか。

(大類部長代理)

私も証券化をやってきて、やはり証券化というのは民間では常にブレークスルーするときは
多少プレミアムがはねるが、そこで思い切ってやることになる。。しかしそれがだんだんこ
なれてきて、規模ができたときには、やはりみんなが参加しやすいのをつくっていくことに意
味があるという、その繰り返しなのだろうと、それを技術革新と言うのだろうなというふう
に理解しており、今、公的部門の方々が証券化マーケットに入ってきていただいている部分と
いうのは、ある意味では公的な名前を使って、みんなが取引しやすいマーケットをベンチマー
ク的なものとしてベースでつくっていただくフェーズと思う。さらにその上にまた我々民間の
方でさらに建物を建てていけるというふうに思っているので、ぜひその辺は民間のやっている
ことと常にコミュニケーションしていただきながらやっていただくとありがたいと思う。

(関会長代理) それでは、今日は遅くまでどうも活発なご議論ありがとうございました。