

## 第7回資産債務改革の実行等に関する専門調査会

日 時 平成19年4月20日(金) 10:01~11:34

場 所 合同庁舎4号館 共用第1特別会議室

(八代会長) 本日は、有識者からのヒアリングということで、マッキンゼー・アンド・カンパニーの本田プリンシパルからヒアリングを行いたい。

(本田プリンシパル) 140兆円の規模の資産圧縮のうち、いわゆる金融資産が130兆円と理解している。

金融資産の規模を、対GDP比で海外諸外国と比べると、日本は約115%と非常に高い。130兆円削減してもまだ高いレベルにある。諸外国は、イタリアが日本の次に高いのだが、90年代後半以降、財政改革を実施していて、全国社会保障保険公社、いわゆるINPSの資産の証券化等を進めたに理解している。イギリス、カナダ、アメリカ、このあたりは多分五十歩百歩なのではないかと私どもは見ている。イギリスにおいては、2011年度までに、政府が金融機関を通じて貸し出した教育ローン60億ポンドの証券化を含む政府資産360億ポンドを売却し、さらなる改善の計画があると聞いている。

現状の金融資産規模は大きいと申しあげたが、一方で、政府として削減努力をしていると見ている。財融資金残高は2000年末以降5年間程度で約95兆円の圧縮をされ、2005年末で11兆円あった年金資金運用基金向けの貸出に関しては、平成22年度までに返済の目途がついていると理解している。

財政資金残高のうち110兆円に関しては、事業規模の縮小等である程度めどがついているので、残る20兆円をどうするかが、課題であろう。財務省が現在この解決の方向性として、3つの策を示している。各貸出先における事業の重点化・効率化による縮小と、証券化と、「政府保証の一段の活用」である。最後の「政府保証の一段の活用」は、政府保証を明確につけて、各々が直接調達を行うのかもしれないが、負債がオフバランス化されると、政府のバランスシートはきれいになったように見えるが、政府のリスクは残るので、十分注意して行うべきと考える。

負債額が300兆円とか200兆円とかという単位なので、20兆円というと、いかにも少なく聞こえる。しかし、民間、それも証券化といった、わりと日本ではまだ成長期にある市場に適用すると、20兆円は非常に大きい。我が国の資本市場の実態を踏まえて、証券化などを行うべきである。

次に、政府の貸付金の証券化に関する課題を、述べたい。

まず第一に、情報開示である。通常証券化においては、対象資産からの期待収益、デフォルトがどういったタイミングでどのくらい起こりそうかといったことを含む徹底したデューデリジャーが求められる。一方で、いろいろな債権を混ぜての証券化ももちろんあるわけだが、この債権をリスクにより適切に分類、開示するというのも必要となってくる。

この辺は民間では当たり前のことなのだが、政府の貸付金を証券化するに当たっては、資産からの収益の実績を民間で用いている一般的な会計ルールに則って把握しているのかどうか確認はできていない。また、把握していても、監査法人等による監査が今まで適時になされてきたかどうかともよくわからない。加えて、国は、債権の分類を民間金融機関に非常に厳しく指導してきたが、自らの貸付金に関しては、分類が、どれくらいしっかりなされているかは、非常に不透明である。したがって、証券化に当たっては、きちんとした会計ルールに則り過去にさかのぼって実績を把握するとともに、監査を行い、これから先が大事なのだが、不良債権となる可能性のあるものがどの程度あると当初予測され、結果としてどの程度不良債権化したのかを適切に把握した上で、貸倒引当金を明確なルールのもとに適切に積むことが必要である。ここがいわゆる情報開示である。これは、きちんと行くと結構大変なのではないのか。

第二に、対象資産の質である。通常の証券化対象資産は、格付で言うと、投資適格のBBBマイナスまでである。ところが、政府の貸付金の場合には、民間からの資金調達に難しいところに政府がお金を貸していると考えべきであって、いわゆる格付機関が言うところの投資不適格、ジャンク債に当たるようなものが混じっているのではないのか。グローバルに投資家が認めるような格付機関が投資不適格という格付をしたものに関しては、全額を証券化できない恐れが高い。ただ、全く証券化できないと申し立てるわけではなくて、値段次第では、つまり、高めの金利を払う、ディスカウントで売るのであれば可能である。日本の場合には、ジャンクグレードのアセットバック・セキュリティーズというのは、現在はマーケットとしてあまりないのだが、これをつくるぐらいの気持ちで、非常にディープディスカウントで売るというのも一つの戦略である。一方、資産をある程度まとめ、格付ごとに分類し直し、トランシェを切ると言うのだが、高格付のものから証券化し、格付の低いものは政府で継続して保有するといったやり方もある。ただし、この場合には、政府資産は、基本的にクレジットの悪いものが中心になるので、政府のバランスシートの悪化が当然起こる。

第三に、市場が消化できる規模で証券化を行わねばならない。一方、現在の圧縮目標は20兆円と大変大規模である。現在の証券化市場規模は、8、9兆円程度であり、20兆円を一度にとというのはほぼ無理である。数千億円とか、せいぜい1兆円とか、そのぐらいの規模から始めるのではないかといったような声もある。ただ、これは国内投資家向けに国内で証券化をするといったことなので、海外に出すなど、違う方法でやるということはあると思う。これは後で述べさせていただきたいと思っている。

四番目の課題として、貸出先も政府関連であるから、政府全体としてみた場合の資金調達コストの上昇がある。現在の暗黙の政府保証がなくなれば、資金調達コストが上昇するのではないのかという問題である。通常の証券化においては、資産の質に合ったプライシングが行われる。したがって、先ほど申し上げた投資不適格格付であれば、それに合ったディープディスカウントで、つまり金利が高くなる。現在は実質的に政府が保証をしてい

ると市場は理解しているだが、もしこの保証を外すとすると、資金調達コストというのは上昇する。一方、政府が保証を続けるということになると、確かに資産の圧縮という観点では成功にはなるのだが、オフバランスシート上のライアビリティは残るので、これが本当にいいのかどうかという話は別途していただく必要がある。

次に、売却損の発生がある。証券化は、簿価を下回る価格でされることが多い。売却損がP L上に立つ。また、格付が低いほど、簿価、時価の乖離が広がるので、売却損が大きくなる。公会計で、証券化による売却損を立てる必要があるのかという議論はあると思う。一方、政府としてこれを認識しないというわけにはいかないと思うので、資産の価値が簿価を下回る可能性が十分ある中で、資産圧縮に当たり、どう売却損を出すのか、もしくは売却損を出したくないならば、国が明確に保証をするのかといったことに関して、会計上のポリシー及び実質上のポリシー、リスクマネジメント上のポリシーを明確にする必要があるろう。

まず、証券化の対象となり得る貸付金を見極め、どこを証券化するか決めることとなる。証券化の対象となりうる可能性を、貸付金の分類別にみていこう。

地公体への貸出が 69 兆円あるが、中身がよくわからず、証券化の可能性は不明である。

次に、一般会計、特会への貸出は、基本的に証券化の対象にならないと考えられる。

その次に金額が大きいのが住宅金融公庫へ貸出の 45 兆円だが、住宅金融公庫の事業縮小が予定されているので、まずは事業縮小でどの程度削減できるのかを見極めるべきであろう。その上で、住宅金融公庫の資産は、比較的大数の法則が働く、わかりやすい債権で、かつデフォルトの少ないものもあることから、住宅金融公庫自身が、市場からの直接調達し、貸出金そのものの削減の可能性も高いと考えられる。国から住宅金融公庫に対する貸出を継続し、それを証券化する必要性は高くないのではないか。

国際協力銀行向けの貸出は 9 兆円である。国際協力銀行は J I C A と統合だが、事業縮小の予定と聞いている。事業縮小により資産も減少するだろうし、プロジェクトファイナンスなどによる国際協力銀行による直接調達により、各々の案件を明確にみて、透明性を高めることを証券化の前に考えるべきではないか。

日本政策投資銀行向けにも 9 兆円の貸出がある。これまで、年平均 10%程度ずつ削減してきたが、民営化が予定されていることもあり、事業も縮小すべきだろうし、民営化後は、市場からの直接調達に移行すべきではないか。

一方、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫、沖縄振興開発金融公庫向けは、合計で約 13 兆円強である。これらも統合されるので、事業縮小による資産削減と、市場からの直接調達の可能性の追求をまず検討すべきではないか。

日本郵政公社向けにも 33 兆円の貸出金がある。こんなに多いというのはやや驚きだ。貸付額の削減ができるのではないか。市場からの直接調達の可能性も高い。それが無理なら、全部まとめて証券化を検討すべきであろう。郵政公社に関しては、ディスクロージャーの準備ができているはずである。

道路公団向けにも 15 兆円貸出がある。ディスクロージャーの整備は、郵政公社とは異なるであろう。そのため、どこまで証券化できるのかはよくわからない。また、道路公団向けは、一連の資産の中で、唯一過去 5 年間で貸付金がわずかではあるが、増加している。どういう理由で増加しているかは、本件とは関連がないかもしれないが理由を明確にする必要がある。

年金資金運用基金向けは、先ほど申し上げたように全額返済予定である。

次は、都市再生機構向けに 10 兆円の貸付金がある。都市再生機構は、77 万戸の住宅を保有しているが、不動産賃貸・開発事業なので、自らが市場から直接調達もできるはずである。ただし、賃貸住宅に関しては、空室率が約 10%と聞いており、事業の見直しがその前に必要になるかもしれない。

こういった独立法人が自ら資金調達するのは大変であるという議論がある。しかし、民間は、資金を調達できないとプロジェクトを遂行できない。資金調達できないので、アパート・マンション等の不動産開発を見送るデベロッパーも結構ある。また、市場調達によりガバナンスが効くということもある。そこで、できるだけ市場から直接調達し、その過程で、自身の存続意義を検討すべきではないか。

次は、福祉医療機構の 3 兆円。貸出金が増えているこれが私どもはあまりよくわからなかった。これも事業の縮小の可能性がありそうに見える。

鉄道建設・運輸施設整備支援機構向けにも 2 兆円の貸出金があった。主な資産は、J R 3 社向けの債権である。線路を機構が保有し、鉄道会社に貸している。割賦債権という形で、年率 6.6%という非常に高い金利がついている。J R 向けの債権というのは、基本的に証券化は可能だと思われるが、証券化してしまうと、6.6%という法律で決まっている割賦債権の利率との差異が出る。鉄道建設・運輸施設整備支援機構は、市場から直接調達も一部している。証券化ではなく、2 兆円を削減できないのだろうか。

学生支援機構は、旧日本育英会だと思うが、こちら向けの貸出金は、大きく増加しており、2 兆円ある。デフォルトも最近あると聞く。デフォルト率が、予想と実績でどの程度の差異があったのかが明確にできれば、証券化ではないか。但し、米国では、同様の事業をプライベートエクイティファンドに売却している。事業そのものを官から民に移管する、それをプライベートエクイティを介在させて行うというところまで、解決策を広げて検討すべきではないか。

その他の貸付金が 6 兆円あるが、この詳細はよくわからなかった。まずは、だれにどの程度政府は貸しているのかを開示する必要がある。何度も申し上げるけれども、貸付金が 200 兆ぐらいあると、6 兆円は大したことはない額と考える向きもあるかもしれないが、日本の証券化の市場が 8 兆円程度であるから、結構大きい金額である。

どちら向けの貸付金にも共通していえるのは、最初に証券化ありきではなく、事業縮小や、自らが市場から直接調達を迫り及してから、国の貸出金の証券化を考えるべきである。

先ほど開示が課題と申し上げたが、加えて、貸倒引当金の適切性も重要である。一般会計、特別会計においても、貸倒引当金がたっちはいるが、非常に特殊なものだと思われる。貸倒引当金の比較は難しいが、0.1%。特殊法人を含んでも1.4%である。民間金融機関では、ドイツ、カナダ、イタリアの平均しかとれていないのだが、平均1.2%くらい。あとは開発銀行としてカナダのBDCというところがあるのだが、ここが貸倒引当金を5.8%積んでいる。

政府系の貸出は、基本的に一般の民間からの資金調達になじまないリスクが高いものが多いという本質論に立脚すると、民間金融機関よりも貸倒引当金を高く設定してしかるべきではないか。それを不良債権の把握と相まって、積み上げでこのくらいというのを多分出していく。この開示が必要だ。

次に証券化の市場の規模であるが、日本の証券化マーケットは、90年代に立ち上がって、大きくなってきたとはいえ、2006年度末、残高8.6兆円で、この中で住宅ローンが4.2兆円、不動産関係が1.3兆円、リース・クレジット・債権・CDOが1.1兆円、その他1.9兆円というマーケットであり、20兆円をいきなり証券化は、難しい。

また、証券化に当たってプライシングが大変大事になる。多額の貸出金を証券化するために、ディスカウントしてはならない。そうすると、日本の成熟しきっていない証券化市場がクラッシュしてしまう可能性がでてくる。市場機能を損なわないようにやる必要がある。

また、逆の発想だが、政府の貸出金の証券化により、日本の証券化市場を拡大活性化することもできるのではないか。基盤整備とまでは言わないが、そういった観点でこれに取り込むというやり方も1つである。

クレジットの市場は欧米では大きいですが、日本ではまだ揺籃期にある。アクティブクレジット・ポートフォリオ・マネジメントは、欧米の金融機関では非常に活発であるが、日本の金融機関は着手したばかりである。日本のクレジット市場育成は、財務省なり金融庁なりはもう考え始めていると思うが、それとこの問題をあわせて考えるというやり方もあるかもしれない。一方、日本政府の貸出金の抱える、政府の暗黙の保証を含むクレジットの問題やディスクロージャー不足の問題が大きいので、政府資産圧縮を通じてクレジット市場や証券化市場の育成も行うというのは遠大なテーマとしてはいいと思うが、実質的にできるのかどうかというのはよくわからない。

さて、政府資産の圧縮にあたっては、証券化以外にも、貸出先の事情縮小や貸出先自身による直接調達があると述べてきたが、それ以外の手法も幾つかあり、そういったものと組み合わせできないか。いくつか紹介したい。

1つは、アセット・バック・ローンである。地銀など預貸率が低い金融機関もあり、証券よりローンという形にしたいという潜在投資家が日本には存在する。アセット・バック・ローンという形にせずとも、ローン単体でそのまま売却もある。

次に、DEXIA BANKなどのパブリックセクター向けの長期金融専門機関への売

却である。

海外で証券化、ローンの売却もあろう。海外のリスクマネーの取込みである。勿論、ディスクロージャーがきちんとでき、貸倒引当金をきちんと積んで、グローバルオフリングを行えば、海外には結構大きな証券化やクレジットの市場があるので、そこに売っていくというのはある。

加えて、プライベートエクイティなどへの事業自体の売却もあろう。一定の事業に関しては、国としてある程度のルールさえ決めれば、だれが管理してもいいということなら、可能性がある。

尚、ご参考までだが、地方自治体自身も証券化に動き出していて、少なくとも1,000億円規模の地公体による証券化の実績がある。ただし、2005年以降、CLOやCBOの募集が中断されている。このマーケットに関しては、まだ小さいマーケットなので、地銀とか地方に強い証券会社あたりに話を聞けば良いかと思う。ちなみに、地方自治体の出す債権、いわゆるミニボンドに関しては、ウィズホールディングタックスの廃止を2008年度あたりからするという話を聞いており、であれば、グローバルな投資家からアペタイトが出てくるのではないか。

最後に、日本は比較的イールドの спреッドが薄いですが、国債金利とB B B債の間では、さすがにspreッドがある。勿論、ジャンクであれば、spreッドはもっとひらく。貸出先が直接調達を行う場合に、いわゆる暗黙の国の保証がなくなると、その国の保証コストが表面化する。その場合、貸付先で調達コストは上昇する。

(小手川理財局次長) 基本的なところで間違いがあったので、そこだけ私の方から指摘させていただきたい。

細かいところは別にして、一番大きなポイントは、もちろん証券化という言葉にはいろいろな対象債権を含めるわけで、まさにおっしゃったとおり、不動産の証券化とかいろいろあるが、最初に言われた、政府の目標としてやっている140兆円規模という中で、国有財産の売却のところは、実物資産を売却する、あるいは実物資産を証券化して売ることではあるが、その次の財政融資資金貸付金の130兆円の圧縮のところは、あくまでも財政融資特会といういわば国が債権者で、公的機関が債務者というローン債権を売却するということである。したがって、その後の説明の方で若干入っていた、それぞれの独法が証券化をして、例えば中小企業金融公庫が個別の中小企業に対して貸しているという債権を証券化するという話ではないので、そこははっきり分けないといけないと思う。これは政府関係金融機関とか、地方公共団体に対する貸し付けのローン債権であるので、したがって当然の話であるが情報開示の問題があり、そこで期待収益というのがあがるが、これは株式に対する投資とか、不動産に対する投資、証券化と違い、ローンの場合は基本的に、契約上、何年間で元利が幾らで、毎年これだけ金利が入ってくるというのが非常に明確になってくるので、期待収益の計算は非常に簡単にできるという構造がそもそもある。だから

ら、例えば、銀行の本店を一旦売ってリースバックするときの期待収益とか、その期待収益の計算は非常に難しいという話とは違うものであり、その場合に問題になるのは、結局、貸付先である地方公共団体とか、政策金融機関の格付の問題になってくる。地方公共団体の場合は、今おっしゃったとおり、パブリックマーケットで出しているところが限定されているので明確な格付というのはないが、政策金融機関については、ほとんどすべて格付をとって、非常に高い格付で、AAAやAAということになっているので、私どもも実際に証券化をやる上で、今まで証券会社14社から話を聞いたのだが、大体ほとんどの会社が、財政融資資金の証券化については、そういう意味での格付上の問題は特にないのではないかと言っていた。

それがいわゆる証券化についての私のコメントである。もう1点、貸倒引当金の話が出てきているが、財政融資資金特会という、国が政策金融機関とか地方公共団体に貸している貸付金についてどれだけの貸倒引当金を積む必要があるのかという話と、その先の政策金融機関、中小企業金融公庫とか、国民金融公庫が、自分が貸している先に対してどれだけの引当金を積む必要があるかということをはっきり分けないといけないと思っている。

それからもう1つは、これは欧米を通じてすべての金融機関で共通しているが、基本的に貸倒引当金の率というのは、それぞれの金融機関がまずは自分の内部で、自分のこれまでの実績に基づいて実績率を積んでおり、大体これぐらいがいいという形になっていて、それを日本の場合だと金融庁とか、それぞれの国の金融監督機関が検査に入って、実績率が正しいかどうかということを検証する制度になっている。したがって、カナダのBDCが5.8%という数字になっているのは、実際に昔カナダの開発銀行が貸した案件についてデフォルトがあって、そういうような実績率を勘案してこういう形になっているということだと思われるし、それから、日本の場合でも、日本政策投資銀行とか、国民生活金融公庫とか中小企業金融公庫がそれぞれのこれまでのデフォルトの率に基づいている。特殊法人等も含めた1.4%の内訳として、それぞれの銀行が個別にやっているし、それぞれについては、金融庁が民間の金融機関と全く同じベースで毎年検査に入って、それが正しいかどうかということを検証しているということになる。

したがって、最初の話に戻り、国イコール財政融資資金特別会計がローンを出している、そのローンについて証券化する。それから、その先のいろいろな地方公共団体とか政府の政策金融機関が、さらにエンドユーザーに対してお金を貸しているというときに、実は、今言ったように、政策金融機関が貸しているところについてはデフォルトの実績率があるので、それを不良債権が起こる可能性があると認識して、それでしっかりしたものを積んでいるが、国と政策金融機関の間では、今まで一度もデフォルトがないものであるから、それで非常に低い数字になっているということになる。

では、なぜデフォルトを起こしていないかという、マーケットから見て一番心配なのは地方公共団体が大丈夫かという話だと思うのだが、それは結局すべて交付税で裏打ちをされているというふうな認識があるからだと思う。実際のアメリカの例を見ても、一番有

名なのはオレンジカウンティの一般的にデフォルトと言われているものも、実はあれは2つ特徴があり、1つは結局、ライトオフしていない、いわゆる債権者に負担を結果的には負わせていないことになっている。それはどうしてかということ、結局、オレンジカウンティの収入役は、オレンジカウンティ内にあったいろいろな郡関係のファンドを集めて、それを非常にハイリスク・ハイリターンのデリバティブで運用した。その結果、損失を被ったのだけれども、そのときにスパッとライトオフしたかということ、そうではなくて、そこでつなぎの資金を調達して、リスクをした。非常に長い時間をかけてリスクをして少しずつ返していったということで、ライトオフというのは、明確な形ではあそこは入っていない。どうもいろいろ調べても、一応定義上デフォルトと言われているのが、アメリカの場合に割合としても1%ないようなのだけれども、ただ、そのときに本当にライトオフしたかというのはわからないところがあり、どうも向うの人が書いた論文によると、地方公共団体の場合にはライトオフというのは問題があるので、リスクの方がいいのではないかというようなことを随分言っているようである。そういうことがあって、うちの場合も、国とその先の間では貸倒引当金は積んでいないということである。

それから、対応の可能性について、アセット・バック・ローンとかそういう話は、今回、政府の目標として問題になっている証券化の話ではなくて、仮に政策金融機関とか地方公共団体がいろいろなことをやっていくということにすれば、こういうような方法があるのではないかということで、まさにそういう話ではないかと思う。

あともう1点、細かいが、市場からの直接調達というところについて、実際は既にやっており、いわゆる財投機関債という形、実際上はそれぞれの銀行、公庫等の社債であり、そういう形で調達をしている。マーケットの方がそれをどういうふうにも評価しているかということ、これも非常におもしろいのだけれども、マーケットは暗黙の政府保証があるという了解のもとに、それぞれの銀行、公庫等のバランスシートの内容というよりは、それぞれの時点における政府と公庫、銀行等との関係、その間の距離ということを中心に置いて、それで金利をつけている。したがって、例えば道路公団民営化という話が新聞に載ると、急に金利がボーンと上がるというような、当初マーケットがそれぞれの機関のバランスシートの内容を判断して、それで自然淘汰してくれるのではないかと思った効果が、今のところそういうふうな形で全くあらわれていなくて、むしろマーケットのインベスターは、そういった面の方を見ているという感じになっているのではないかと思う。

ちなみに、さっきおっしゃったように、最初に言った国が債権者になっているものの証券化についても、証券化の全体の規模をしっかりと見ていかないとなかなか消化できないということは間違いのないところで、したがって、19年度については、うちの予算上、2,000億円という枠をとっており、これは大体1本1,000億円で、それをもし間に合えば2本やるという形で考えている。同じく売却損、まず100%出ると思っている。だから、政府の目標の中で、普通だとセールスとコストということで、そこでプロフィットが出るかどうかということが目標に入ってくるが、今回はそれが言えないので、したがって、メリッ



トがコストを上回るという形になっている。問題のメリットをどういうふうに定義づけるか。これは最後は、実際に証券化する時期が来年の1月から3月にかけてということで、通常国会の真ただ中にあるので、政府が大きな損を当然出す。そうすると、その損について説明できるようなメリットがないと、これは政治的に大きな問題になってくるので、これは非常に難しいところである。

今のところ、私どもは、最近、財政融資資金特別会計のバランスシートの両側の平均残存期間はほぼ同一になったが、ただ、個別の投資を見ると、若干はマチュリティラダーについて差があるというので、大体それが大ざっぱにいくと5兆円ぐらいある。それを証券化を使って、できれば完全にマチュリティラダーを一致させて、将来の金利の変化に対しても全くニュートラルでいられるということが1つのメリットとして国会で説明できるかどうかということを今考えている状況である。

最後に1点、対象資産の質について、一部資産が投資不適格である可能性というところで、民間が貸せないものがあるが、実はこれも、私が最初に言った、一部資産というのは、今、国が貸している政策投資銀行等の話なのか、それとも中小企業金融公庫や国民生活金融公庫が貸している先の話なのか、そこは整理する必要がある。仮にこれが政策投資銀行云々という話だとすると、そういうところの一部資産が投資不適格という話ではなくて、むしろ例えば、国民生活金融公庫が貸している先、あそこは人的担保以外は全く取らないということをやっているので、ジャンクボンドという形では、例えばサラ金的な世界の話だと思う。

(本田プリンシパル) ご指摘の間違いを犯したつもりはない。私は国が貸している債権に関して申し上げていたつもりである。情報開示に関しては、約定に書いてあるとおりきちんと戻ってき、デフォルトの可能性が全くないのであれば、それを明言すればよい。しかし、民間の銀行でもローンを出すにあたり、今まで当該貸出先に対して実績としてはデフォルトがない、きちんとタイムリーに返済されている場合であっても、デフォルトの可能性や期待収益は検討する。政府においても同様のことをすべきではないか。それが与信というものではないのか。

2番目に、地方公共団体に対する69兆円の貸付金の質については、よくわからなかった。これが全部デフォルトゼロ、つまり元利払い、一度も遅延がなくきちんと返ってくるということであって、格付が高いということであれば良いと思うが、少なくとも地公債の格付はいろいろで、一部が投資不適格となることもあるのではないかと。

3番目に、市場が、政府資産の大規模証券化を消化できるだけの規模があるかだが、ここは実は非常に難しいところだと思っている。市場の規模に配慮して、1,000億円×2本という発行をご検討だと思うが、そうすると20兆円の証券化には非常に時間がかかってしまう。そこで、非常に憂慮されておられるのだろう。

(桜内委員) 売却損の位置付けと、それをどうコストと見るかという点だが、通常、売却損の場合については、企業会計と同じように、特別損失としてももちろん計上していくとい

うのが公会計としても私はあるべき姿だと思っている。では、その資産を売ったときに、こういった売却損が生じるということは、逆に言えばそのときによく顕在化するというコストであって、実はそれまでもどんどんたまっていつている。そのたまっていつている分を、通常であれば、貸倒引当金繰入という形で経常損益区分において毎期計上していくということをやっている。そういう意味で言えば、マーケットでの債権のプライシングと同等に、毎期、貸倒引当金の繰入、戻入というのを繰り返していると、特別損失が出るはずがない。きちんと債権のプライシングをされているのであれば、特別損失がそこでいきなり生ずるということはない。

そういう意味で言うと、今現在の貸倒引当金の繰入の仕方が実績値に基づくという意味ではいいのかもしれないが、債権のプライシングという観点からすると、本田プリンシパルの指摘のとおり、再考しなくてはならないと考えている。

また、証券化のコストとメリットの比較というときに、売却損というものをいきなり生じたコストとして考えるべきなのか。むしろ、これまでの貸倒引当金繰入が足りなかったというふう考えるべきなのか、そこは議論の余地があると思う。

さらに言うと、メリットについては、確かにマチュリティアダーで説明していくというやり方もあるし、さらに私は、財投貸付金の証券化の1つの大きな目的というのは、資産、負債両建てで政府のバランスシートを圧縮していくということであり、特に国債残高の圧縮という点に力点を置きたいと私は常々主張しているが、国債の残高をより多く圧縮することによって、長期金利をどれだけ安定化させるか、あるいは、そういった点までより広く視野を広げていくと、メリットの計上の仕方ということもまたもう少し大きく考えられるのではないかと考えている。

もう1点だけつけ加えると、規模について、20兆円というのは、現在の証券化市場というものから比較すると大規模に見えるのも確かであるが、政府がこれまで運用してきた、例えば郵貯であるとか、あるいは年金運用基金、こういったものの資産規模からすると、20兆円というのはもちろん吸収可能な金額である。自分の腹案でしかないが、プライシングという意味でももちろん流通市場はある程度厚みがないことには育たないので必要だと思うのだが、20兆円の大半、あるいは、私はもっと金額を大きくしてもいいと思うのだが、債権の直接交換というか、持っている国債とABSを直接交換するなり、幾つかやり方はあると思う。

そういう意味で言うと、政府系の機関投資家というか、郵貯であるとか、年金運用基金であるとか、そういったところとの連携というものをどう図っていくのか、そこを見据えていくと、むしろ20兆円という規模については、さらに大きく考えることもできるのではないかという意見を持っている。

(富山委員) お話を伺いながら自分の頭を整理していたのだが、証券化に関して、常にクレジットの評価という問題が出てくるわけで、当たり前といえば当たり前ののだが、実はクレジットがどうなのかということを議論するときに、特に財融的な世界というのは、

実は非対称性があると思ったのは、市場から見ると、暗黙ないしは明示の政府保証の近さで物が決まってしまうわけであり、したがって、例えばトヨタ自動車の子会社が金を借りたとしても、だれもその子会社のクレジットは見ないわけであり、それは普通トヨタが補うと考えるわけであるから、大体みんなAAAになるわけである。

ところが、今度、政府の視点から見ると、政府の後ろで保証している人はだれもいないわけであるから、これは明らかに借り手のクレジットにエクスポーズされているわけであり、この手の議論というのは、これが結構ゴチャゴチャになって出てくるので、どちらの立場で物を言っているのか、という議論になるのではないかと思う。だから、財投機関債のある意味でパラドックスというのは、まさにそこにあったのだらうという気がする。

だから、結論から言えば、財投機関債の格付が示すように、要するに非対称だということなのだと思うのである。その非対称ということを前提に、少なくとも政府の立場でどうやったら資産債務を圧縮できるかということを考えているわけであるから、結局問題は、借り手側そのもののクレジットはどうなのかというような議論しないと、あまり意味がないのだらうと思った。

また、証券化のしやすい、しにくいということを考えていくと、それを裏返して言うと、その実態はどうなのかと本音が出てくるわけであって、ということは、実は証券化しにくいところというのは、要はそういうものが外れたときに、そんなにいい内容ではないということに多分なるのだらうと思う。とすると、これはまた私の持論に戻ってしまうのだが、証券化しにくいものはきちんとデューデリをすべきではないかと思う。その財投機関債の中身をきちんと精査して、証券化になじまないのであれば、それはその機関自身が資産債務の圧縮をしないと、ずっとさきほどの非対称性の中でトートロジーで回ってしまうという世界に戻るのだらうと思っているわけで、そうすると、地方公共団体、あるいは地方公共団体のゼロ連結的な周りにぶら下がっている独法や特殊法人や公益法人や三セク、これはきちんと中身を見て、産業再生機構ではないけれども、借り手の側から見ないとまずいのではないかという気が改めてした。

だから、この証券化の議論と、そちらの財投機関も手を突っ込んできちんと調べるべきではないかというのは、実は表裏のことであるというふうに頭の整理ができたので、感謝している。

(翁委員) 私も1つ目に富山委員と全く一緒の話をしようと思っていたのだが、結局、国の財投の証券化を進めることによって、独法の改革が進まなくなるというか、財投機関の改革のネックになるというのが一番恐れることだということであって、それは単に、マチュリティアダプターをすごくきれいにしたということだけになってしまう。これをデューデリをせず続けていくということになると、結局、その債権の先である財投の無駄な資産や、財投機関の改革が進まなくなるという問題があるわけで、さきほど1 - 3月と聞いて焦ったのだが、それまでの間に、大数の法則の問題もあって、どれを選ぶかというのは本当に難しいと思うけれども、少なくとも問題があるような先を先行して証券化してしまうと、

その改革が進まなくなるという恐れがあるので、そこをしっかりと見極めて進めていく必要があるのではないかと改めて感じた。

それから、本来、不良債権の証券化であれば、少しインセンティブをつけて、短期に証券化をすればするほどいいというようなことにすれば良いのだが、今回の証券化の目的は、ALMをきちんとというか、マチュリティラダーをそろえるということになっているので、そうすると、いったんマチュリティラダーを固めると財投機関の改革がかえってやりにくくなってしまいう可能性がある。そこが重要なポイントではないかというのが1つ目である。

あともう1つ、貸倒引当金について、国と政策金融機関でリスクをどういうふうに負担するかという議論というのが、本当はもう少ししておいた方が良いのではないかと感じている。今の財投の金利変動準備金というのは、金利リスクに対する対応ということだと考えている。これは質問なのだが、これは例えば、今度、財投の証券化を進めると、ここの部分のバッファというの小さくすることができるのかというのが1つの質問で、もう1つは、金利リスクについては、国は対応しているのかもしれないけれども、信用リスクについてはどういうふうに考えるべきなのかということである。

例えば、民間については、結構バーゼルの議論で、エクスペクテッドロスについては引当金、アンエクスペクテッドロスについては自己資本というような整理がなされているが、それを民間と同じように考えて、財投機関の自己資本で十分なのだろうか、というような議論がよく行われるのだが、実際にそういう観点で国が出資しているのを考えているのかと思う。リスクバッファはどの程度必要なのかということ、そのところはあまり総合的な議論がなされていないのではないかとというような印象がして、そのあたりのことも少し考えていった方が良いのではないかと感想を持ったということである。

(小手川理財局次長) 最初に、まず桜内委員の話なのだが、それは富山委員からも指摘があったように、売却損が出るということは、評価の違いが出るということなのだが、それはなぜ出るかということなのだが、この場合、債権者が、国から一般の投資家に移るわけである。国と一般投資家がどう違うかというと、国の場合は、債務者である住宅金融公庫とか国際協力銀行について、国が株を持っているわけである。それから、国が法律上の監督権限を持っていて命令できるわけである。いわば会社組織でいうと、自分の子会社に貸している形になっているため、そういう意味で、国はある程度のリスクを自分で背負っていける。ところが、一般投資家の場合にはそういうような権限が全くないわけであるから、そこにリスクを感じられるというのは当然だと思う。

問題なのは地方公共団体であるが、そのときには結局総務省が地方交付税の世界でそれをどういうふうにお考えになるかという話だと思う。

(八代会長) その点は、こちらは別途、地方交付税改革でそういうことをやらせないようにしているわけである。

(小手川理財局次長) それで、今回、証券会社の話聞いても、金融系とか貸付先のと

ところで、住宅金融公庫以下のところはほぼ評価が皆さん一致していて、商品の中に入れた方が良いのか悪いのかということで、ほぼ意見が二分しているのは、地方公共団体なのである。おもしろいのは、外資系の金融機関はぜひとも入れたいと言っているのに対して、日系のところは、これは外した方が良いのではないかとやっている。思うに、恐らく外資系の人が考えているのは、これを入れることによって、もう少しディープディスカウントがとれるのではないかと、それを日本国内だけでなく海外で売却できるのではないかと、ということではないか。その前に情報公開の問題があるとは思いますが、どうもそう思っている節があって、そこが非常に分かれている。

それで、まさにそこで今後我々の方でアドバイザーを入札で決定して、実際に商品性を決めてから、来年の1 - 3月でやっていくということで、もし1四半期で1,000億、2,000億できれば、年間で約8,000億円くらいできる。単純計算するとそうなるので、マーケットの中である程度の評価とか慣れができてきたら、そこでもう一回商品性を考えるのではないかとというのが非常に率直な話である。

それから、リスクバッファの問題は、おっしゃるとおりだと思う。ただ問題は、先ほども申し上げたように、当初、役所よりもマーケットの方が専門家だから、そこで何とか判断してもらえないかといってやってきたのだが、それがどうもうまくいかない。そうになると、結局、今やっている行政評価局がやっていらっしゃる独法の何年間かの計画をつくって見直しをするというのがあれで十分なのかどうかということだと思う。

実は、債務者の方は借金だけでやっているわけではなくて、根っこには一般会計の金が随分入っている。それが資本になっているところはまだ良いのだが、資本ではなくてスルーになっているところも随分あるから、本当は借入れだけではなくて、通常のいわゆる資金繰り的な税金のお金、出資金みたいなもの、それを全部ひっくるめて、エンティティとしてきちんと評価する必要がある。極端な話をする、エンティティとして現在価値、アウトプットが国民経済から見て、本当にこれはきちんとできているのかということを考えていく必要があるのではないかとすることは間違いないことだと思う。

(桜内委員) 1点だけ申し上げる。今、小手川次長がおっしゃった中で、債権の評価のところ、貸倒引当金であるとか、その辺の積み方なのだが、債権者がオーナーなのか、あるいはそうでないのかということで、債権の評価が変わるのは、私は会計上おかしいと思っている。むしろエクイティとして子会社に出資して連結するのであれば、資本連結を行う上で出資金の評価は取得原価でいいのだが、デットとしての資金供給については、きちんとマーケットで、特に外部から監査を受けた数字にしていけないと、損失の飛ばしになってしまう。従って、デットに関して債権の評価が子会社か否か、要は出し手が親会社なのか、あるいはそうでない一般のマーケットなのかというところで違いを説明するのは、私はできないと考えている。

したがって、そういった意味でも、売却損というものが本当にコストなのかと私は思っていて、それは、これまできちんと貸倒引当金というものを経常損益区分において計上し

ていなかったから生じたものだと考えている。もちろん、従来の公会計制度というものがそういった引当金の計上方法について、厳格にマーケットのプライシングに合わせてやりなさいというふうな形になっていなかったため、特に税法上の観点からすると、損金算入の限度額以内であれば良いとか、その程度の非常に緩いやり方をやってきたので、それはそれで、従来のものが法令に違反しているとか、そこまで申し上げるつもりはないのだが、こういうふうに証券化なりきちんとしたプライシングを今後やっていこうというのであれば、証券化自体があたかもコストを生じさせるような言い方はむしろよくないというふうに思っている。

（松山審議官） 先ほど来、証券化に伴うコストとメリットの関係で御議論があるわけだが、この専門調査会自身が昨年9月に中間取りまとめを公表した。その中では桜内委員からも御指摘のあった売却損がコストであるというふうには認識していない。要するに、証券化を行うことで、潜在的なリスクを表に出す、顕在化させるということが、むしろ財政投融资の適正な運用につながるということもメリットとして指摘もしているので、そういうところも踏まえて、この専門調査会としては検討していきたいと思っている。

（八代会長） 証券会社を呼んでヒアリングされたということだが、そこで問題になった点とか、それに対するお答えとかというものをもう少し共有するような仕組みというのはないのだろうか。

（小手川理財局次長） それは十分あり得ると思う。実際に今回、アドバイザーの選定をする前に、基本的には証券化に関するいろいろ知見を皆さんから聞くという形で、私どもの方で3回会議を開いた。ただ、資料自体は証券会社の方から、まさに自分たちのビジネスのコアなので、そこは外部に出さないでほしいということだったのだが、全体の議論の概要みたいなものは問題ないと思うので、それは必要があれば、こちらの方で共有していただければと思う。

（八代会長） ここで報告をしていただくというのも1つである。

（本田プリンシパル） 今の御議論を聞いていて痛感したが、基本的に対象資産の理解が明確にされていない。売却損は必ず出るとお認めになったということは、少なくともマーケットプライスではないものが簿価として存在しているわけである。かつ、プロの証券会社から、地方公共団体の債権に関しては、非常に見方に開きが出るということは、ディスクロージャーは非常に重要であろう。資産圧縮を、国債返済との絡みもあって、迅速に進める必要があるのは非常によくわかるが、翁先生のコメントにもあったように、急いでしまったがために、正しい価格で売却をしたのかどうか、合意が形成されないまま進められるリスクが存在する可能性も否定できない。

（小手川理財局次長） 一番のポイントは、何が正しいか、それをだれが判断するのかという問題だと思う。私どもは従来からマーケットは正しいということで、できる限りマーケットにさらそうということで財投機関債をやってきて、ところが、財投機関債をやってみたら、それぞれの個別の機関のバランスシートの問題ではなくて、先ほど申し上げたよ

うに、政府との距離ということになる。

では、もう1つの議論として、まさにメリット、コストの問題をだれが判断するかというときに、一般国民納税者の代表である国会における議論で判断するということである。まさにそのために、これからメリットがコスト上回るということを私どもが主張して、いわば国会の場に引きずり出されるわけであるが、何が正しいかというのは非常に難しいところである。

日本はあまりにも完璧主義者のところがあって、完全なものができない限りはやってはいけない。それから、失敗を恐れてというところがある。そうでなくて、ある意味ではアメリカ的にまずやってみて、その結果を見た上で、もしまずいところがあるのであれば、それを修正していこうという形でないと、今のように周囲の環境が非常なスピードで変わっていく中では、今までの日本的なやり方ではついていけないというのがあって、そこもトライ・アンド・エラーで一步一步やっていくのがいいのではないかと私は個人的には思っている。

(八代会長) それは全くおっしゃるとおりなのだが、トライ・アンド・エラーのところにあらかじめ考えられるリスクはきちっと入れておかなければいけないのであって、この前も会議で野村委員が、安く買ったたかれないように専門家の知見をきちんと入れる必要があるとおっしゃっていたのである。それから、たしか証券化でもある程度バルクというか、投資でもそうだと思うが、まとめることで、より値上がりというか、価値が高まるようなケースもあるとしたら、そういう売り方も必要なのではないかと思う。

だから、例えば売る場合でも、ある程度企画入札みたいなものも当然考えているということの良いのか。

(小手川理財局次長) まさに今、調査会長がおっしゃったことがすべて私どもの、多分近々外部に公表すると思うのだが、企画入札をする際の当方の点数表というか、こういうポイントを見るという中に全部入っている。

それから、もう1つさらに言うと、まさに今日、指摘があったのだが、最後のところで、要するにワット買って、それをマーケットに丸投げしてしまう。結果的にそれは確かに政府にとっては、ディスカウントの率が低ければプラスだけでも、それは結局エンドの投資家は全然買わないということもあるので、ちゃんとそういうことまで見た上でやってもらうような組織とか、そういうものは全部入れている。

(富山委員) 特に売り手側のエージェント、だれかプロを雇うのかということになると思うが、さっきの外資系のスタンスと国内系のスタンスの違い、なるほどとわかったが、彼らも結局インセンティブで動く。例えば、さっきから出ているコストというものがどれだけ発生したかということでインセンティブをすると、基本的には物すごくいいものしか、多分バルク化はしない。絶対いい方から売るといったスキームを組む。それは当たり前である。要するに、認識されるロスというものが大きいほど怒られてしまうわけだから。

私はどちらかということ、まじめなエコノミックスの観点からすれば、本当はセラーズデ

ユーデリをちゃんとやっておくべきで、そうすると、それぞれの想定評価というのがある。こちらがリザーベーションプライシングに対してどれだけ高く売れたかというのを彼らのインセンティブにしてあげないと、頼まれた側としては非常に厳しい状況に陥るのだろう。

逆に言うと、変なインセンティブをつけると、悪い方をむしろたくさん入れたいくなるような変なインセンティブが働くので、ポイントは、本音の評価はこんなものであるというのに対して、どれだけ高く上手に売れたかというのが大事で、その辺の評価なりインセンティブなりということは上手につくってあげなければいけないのと、あと、彼らはどうしても社会的レピュテーションを気にするから、社会的レピュテーションというものが単にグロスで出たロスということで見られるという状況に彼らを追い込んでしまうと、彼らは多分すごく厳しい状況になる。正当な議論は、セラーズデューデリベースの本音のこのぐらいというのに対して、どれだけ上にいけたかというエクスペクテーションに対するマージンで見べきような気がするので、その辺はうまく整理してやっていった方がいいという感じを、小手川委員のお話を伺っていて思った次第である。

(小手川理財局次長) 実は一番悩ましいところは、セラーズデューデリをるところをどうやって選ぶかということで、これは全く新しい分野だから、あまりそこに関する知見を持っているところがないというのが一番大きな問題である。

(本田プリンシパル) セラーズデューデリも大事だと思うが、加えて、国の明示的もしくは非明示的な保証というのに対して、どういうポリシーで今後臨まれるのかの明確化が重要だ。少なくとも、私にはよくわからない。実際問題、財務省のホームページの中で、資産圧縮の方策をあげたなかで、証券化の下に「政府保証の一段の活用」とあったのにはちょっとしびれてしまった。これは今お答えいただけるようなものではないかもしれないが、ポリシーとして明確でない、後々困るのではないか。

(小手川理財局次長) 御指摘はごもっともである。その関係でもう一回申し上げておかないといけないと思うが、一層の重点化・効率化、証券化の積極的な実施、政府保証の一段の活用である。一層の重点化・効率化というのが、まさにそれぞれの機関がやっている仕事 genuinely 国にとって必要かどうかということ、多分数字的にはこれが引き続き一番中心になってくる。政府保証の一段の活用というのは必要ないというのが本当は一番いいと思うが、若干そこにバッファをいただいているということが今回の件についてそうである。

ただ、もう一方で、今まさに委員がおっしゃったとおり、米国政府の政府金融資産が非常に小さいというのは、アメリカは具体的なローンではなくて、政府保証でほとんどやっていることが非常に大きい、アメリカの場合は、その場合、保証料が相手によって違って、ここは国として我々の重たい将来の検討課題ということだと思う。今まではそのところを運良くデフォルトもなかった、全然切実さなくやっていたが、本当にそれでいいのかという問題はあつたことはある。

(八代会長) アメリカ政府が保証料をとっているのは金融機関と同じで、日本みたいにただで無制限に保証しているのとは全然違うわけではないか。



(小手川理財局次長) ただ、アメリカ政府の場合、保証料にどれだけの裏打ちがあるかとなると、一番大きな例だと、アメリカの場合は、航空会社が出すと、すぐに政府が保証をつけて金融をつないでいるということをやっている。

(八代会長) わかった。では、これは一段の活用とは書いてあるけれども、真にやむを得ざる場合は政府保証も活用することもあり得るといような趣旨と理解してよろしいわけか。

そろそろ時間がきたので、本田プリンシパルには感謝する。

それでは、次に、今後の予定についてだが、実は、これまでも専門家のヒアリングを何回も重ねているので、これまでの議論を踏まえて、今後の調査会の進め方についてちょっと発言させていただきたい。

まず、国の資産債務改革に関して、証券化については、今御議論があったように、民間の知見を踏まえて、コストの最小化等を図りつつ、取組みを加速する必要があるというふうに考えている。

国有財産の売却有効活用、フルオープン化に関しては、国民の目から見て最も有効に処分されることを担保するために、類型ごとの処分方針の明確化、活発な民間提案を可能とする情報公開の徹底や企画段階と売却段階の2段階入札方式といった民間提案を生かす仕組みの具体化などを急ぐ必要があるのではないかということである。

専門調査会では、財政融資資金の証券化、国有財産の売却・有効活用、それぞれについてワーキンググループを設置し、財務省等の取組み状況の問題点について具体的なヒアリングを行うとともに、改革の加速に向けて、先ほど述べた課題に取組み、チェック・フォロー機能を強化していきたいというふうに考えている。

それから、今日も御議論があった独立行政法人、国立大学法人の資産債務改革については、国の改革に準じた目標を設定して改革を進める必要があると思うが、その目標について検討していきたい。

また、具体的な資産の処分を効率的に進めるための組織のあり方についても検討していきたい。

それから、地方については、第三セクター等を含めて、同様に国に準じた改革を進めていく必要があるのではないか。国の資産債務改革の目標に準じた目標を設定して改革が進められる必要があり、専門調査会としても検討を行う必要があるのではないか。

それから、地方公共団体の具体的な資産処分や第三セクターの民営化等については、最も有効にこれを行うために、やはり具体的な処分を行う体制のあり方について、政府部内でも検討される必要があるのではないかということである。

大体皆さんのこれまでの意見ということを手勝手にまとめさせていただいたわけだが、これについても今後また議論を進めていただければと思う。

(桜内委員) これまでの議論の経緯からということで、全部完全に確定というわけにいかないと思うが、1点私の方から、独法なり国立大学法人、それから、地方公共団体につ

いても体制のあり方について議論するという点があったが、国本体についても、これまで相当組織のあり方とか体制のあり方というのは議論が出てきたところなので、これもぜひ盛り込んでいただきたいと思います。

(八代会長) それも含めて検討する。私が申し上げたのは結論というよりは、1つの考え方である。

(翁委員) 独法とかに関してのタイムスケジュールとかはどんな感じなのか。さっき申し上げたように、国の財投の証券化とこの話というのはリンクしている話でもあるから、それを進めていくのであれば、ある程度タイムスケジュールも両方にらみながら、どういふことをやっていけばいいのかというのを決めていく必要があると思う。

(八代会長) それは諮問会議でも別途独法改革はやっているし、先ほど議論があったように、何よりも独法で必要性のないものについてどうするかということもある。我々は資産債務の処分だけを考えているわけだが、別途のところでは独法自体の改革というのを進めているので、それと調整しながらタイムスケジュールを具体的に考えていきたいと思う。

(富山委員) ワーキンググループの部分で、ワーキンググループを具体的にどういう体制にするとか、どういうキャパシティとか、常勤か非常勤か、その辺もこれから議論していく感じになるのか。

(八代会長) 適時もう少しそれぞれの分野の専門の方を増やしつつ、広い意味の分科会というような感じを考えている。

(富山委員) 個人的な意見だが、この先へ行くと、特にモニタリングする対象がややディテールになってくるので、どうしてもある程度時間が使えて手足が動かせない、あまりワークしないような感じもややするので、その辺は頭に入れておいた方がよいのではないか。要は、今の我々の仕組みだと、非常に限られた時間で、全部聞いて、全部言わなければいけないという感じなので、その辺のフォーメーションというのは御検討いただけたらうれしいと思っている。

(松山審議官) 今、3委員から御意見をいただいたのは、それぞれごもっともだと思う。

富山委員が最後に触れられた点は、必要に応じて事務局としても、例えば非常勤の形で民間の方にきていただくとか、あるいは常勤もあり得ると思うが、そういう点も含めて検討していきたいと思う。

それから、独法の議論のスケジュールについては、会長がお答えいただいたとおりだが、翁委員がおっしゃるように、かなり急いでやらないといけないという指摘も理解できるので、また御相談したいと思う。

桜内委員のおっしゃった国本体に関する組織のあり方の方針というのが基本的に明示されていて、そのもとでかなり具体化をしてきている。したがって、今日の議論でもあったが、証券化、フルオープン化などの実施段階においてどういうふうにその実効性を担保するかという意味で、独法とか国立大学法人、地方公共団体とはフェーズが違う。それから、昨年、閣議決定された骨太の方針の中で、専門調査会をつくってチェック、フォローをす

るというふうに閣議決定しているという整理の問題もあるが、いずれにしても、御相談したいと思う。

（桜内委員）今の松山審議官が言った点について、私がさっき申し上げたかったのは、例えば専門調査会の役割、ミッションというか、担当する任務の範囲というものについても、これまで、こうあるべきだとか、もっと狭いとか広いとか、いろいろ議論があったところなので、最初からチェック・フォローということに限定して、まさにこれから実行段階に入っていくのであれば、それをどう担保するかという体制はきちんと議論すべきだということ为先ほど私は申し上げたかったわけで、何もつくらないというふうなことであれば、それはまずいということで申し上げた次第というのは1点しておく。

（八代会長）どこにどういう形でつくるかということは、これから議論していきたいと思う。

それでは、議論、どうもありがとうございました。本日の専門調査会はこれで終わりたい。