

第1回資産債務改革の実行等に関する専門調査会
金融資産に関するワーキンググループ

日時 平成19年5月16日(水) 15:11~16:53
場所 合同庁舎4号館 共用第1特別会議室

(八代会長) それでは、「第1回金融資産に関するワーキンググループ」の方に移りたい。

これから、ワーキンググループを始めるわけだが、専門調査会の委員の方で、このワーキンググループに入っていない方もそのままいていただければありがたい。ワーキンググループ間の振り分けは、負担を考えて分けているもので、両方出たい方がおられたら、それは自由である。是非よろしくお願ひしたい。

金融資産に関するワーキンググループの運営規則について、事務局の方から説明する。

(井上参事官) それでは、お配りした資料1と資料2をご覧ください。資料1が金融資産に関するワーキンググループの運営規則ということで、専門調査会の運営規則に準じた形で準備した。

一般的な運営規則であり、第2条に書いてあるように、主査を置くことになっている。それから、メンバーの欠席については、代理人による出席はできないということであり、もし欠席される場合には、書面等による意見の提出は可能という仕組みになっている。

1枚めくっていただき、議事については、出席メンバーの過半数をもって決するという事となっている。

議事内容については、主査は、ワーキンググループの会合における審議の内容等を、ワーキンググループの会合終了後、遅滞なく、議事要旨の公表その他の適当な方法により公表するという事になっており、議事内容については議事要旨で公表するという形式になっている。

ただ、第5条の2にあるように、ワーキンググループの決定を経て、全部または一部を非公表とするという扱いが可能である。

実際の公開については、資料2の方で書いており、議事要旨については、原則としてワーキンググループ会合終了後1週間以内に作成し、公開するという事を実施したいと考えている。また、配付資料は、原則として公開である。

ただ、ワーキンググループ会合については、非公開であり、審議の内容については、要請があれば会合終了後に、事務局より説明する等の対応ができるということになっている。

事務局の方からは、こういう形で運営させていただきたいと思うが、これでよろしいか。

(「はい」との声あり)

(八代会長) ありがとうございます。

本ワーキンググループの主査は野村委員にお願いしているが、本日は、野村主査の都合が悪く、ご欠席なので、議事進行について私が代行させていただく。

早速、本日の議事に移るが、本日の議題は、国の金融資産に関わる取組みについて財務省の方からヒアリングを行うことにしたい。

それでは、小手川次長、よろしく願います。

(小手川次長) それでは、私の方から資料に従って説明する。

まず、資料の方の確認だが、資料3-1、資料3-2、資料3-3、参考資料というものが1つ入っている。この参考資料については、今日がワーキンググループの1回目ということもあるので、前回の本田先生との間の主要な議論も踏まえ、一度、従来の経緯等について概要を説明するという観点から準備した。

まず、最初に参考資料の方からながめていただきたいが、1ページを開いていただくと、これが政府としての平成18年7月7日の閣議決定であり、この一番上の最初のボツにあるように「行政改革推進法」に基づき、平成27年度末に国の資産規模対GDP比の半減を目指して、国の資産を約140兆円規模で圧縮するということである。

その内容として、まず実物資産というか、国有財産について、一般庁舎・宿舍、未利用国有地等の売却・有効活用、民営化法人に対する出資等の売却等に努め、今後10年間の売却収入の目安として約12兆円を見込む。更に、情報提供を徹底して、PFIとか、民間の知見、フルオープン化というものが入っている。

次の3つ目のボツと、その次のボツがいわゆる金融資産の部分だが、財政融資資金貸付金については、財投改革の継続に加えて、まず対象事業の一層の重点化・効率化、それから、政府保証の一段の活用、既往の貸付金・保有有価証券の売却・証券化等によるオフバランス化等により、今後10年以内で合わせて130兆円超の圧縮を実現するということ。

さらに、その次の4つ目のボツだが、既往の貸付金等の売却・証券化等によるオフバランス化についても民間の専門家の知見を活用して、メリットがコストを上回る場合、積極的に実施する。

5番目が、まさに専門調査会の役割というか、機能であり、専門調査会が資産・債務改革の実現のための具体的方策について、9月を目途に諮問会議に報告し、その後、この専門調査会に、中立的な金融の専門家等民間有識者を加え、資産・債務改革の実施状況について公正中立な立場からチェック、フォローするということである。

次に、3ページの方に金融資産部門の残高圧縮のイメージ図がある。

スタート時点が、平成17年度末ということで、平成17年度末の規模がストックベースで233兆円程度というものを10年間、平成27年度末までに130兆円超減額していくということだが、実は、上の四角で囲っているけれども、毎年のフローベースの、いわゆる財政投融资の全体貸付規模が毎年減っているんで、現在の規模をずっとこのまま10年間継続していくと、大体、ストックベースで110兆円程度はこれで減額できるということだ。

したがって、残りの20兆円程度の部分がいわゆる追加的な努力ということで、その20兆円程度の内訳として、対象事業の一層の重点化・効率化。すなわち、毎年度のフローベースの抑制。2番目としまして、既往の貸付金・保有有価証券の売却・証券化によるオフバランス化。それから、政府保証の一段の活用という形になっているわけである。

次の4ページでは、前回の会合のときに私の方から申し上げたが、いわゆる財政融資資金が抱えている金利リスクとして、実は平均年限は最近ほぼそろってきているが、やはり個別の年について、こ

の図にあるようなマチュリティーラダーを見ると、まだ完全には、上の回収額の部分と、下の要償還額の部分が完全には一致していないので、ここ的一致していない点に、やはり将来の金利の変動に関するリスクがあるのではないかということで、証券化の一つのメリットの考え方として、このイメージにあるように、右上の部分の回収額から出っ張っている部分を証券化しまして、下の方の要償還額のところとバランスさせるというのが一つのアイデアとしてはあるのではないかということである。

次の5ページ以下に、それでは、実際、証券化の対象になる、いわゆる融資残高というのはそれぞれの機関別にどういうふうな数字になっているのかというのが5ページと6ページである。

やはり一番大きいのは「地方公共団体」。これは、実際には地方公共団体といっても、相手方は都道府県とか市町村で、本当はこれが一つの貸付先ということではなくて非常に多数になるわけだが、一応、地公体ということで括ると、全体の約3割程度がこの分野に入る。

次に大きいのが「住宅金融公庫」、それから「日本郵政公社」であるが、この、 、それから「年金資金運用基金」については、いわゆる財政投融资改革に伴い、それから、先般、決定した住宅金融公庫のいわゆる補償金なしの繰り上げ償還ということで、これから数年のうちに大幅に減少していくので、この部分は実際の数字はあまり対象にならないということである。

したがって、それらを除くと、 の高速道路保有・債務返済機構や、 の都市再生機構、 のJBIIC、 の政策投資銀行、 の国民生活金融公庫等の残高が大きいという状況である。

2ページの方に戻り、前回の会合のときに私の方から申し上げたが、証券化というときに、現在の会議で問題にしているのは、財政融資資金から財投機関、融資系、真ん中の事業系、地方公共団体に対して貸付をやっているが、その貸付金の証券化であり、一方、もう既にマーケットで実行されているものとして、大きなものでは、住宅金融公庫が一般の住宅の保有者とか、いわゆる住宅金融公庫からローンを借りた人に対する債権を証券化しているということである。

したがって、2ページの右の方、財投機関（融資系）と中小企業学生等との間の貸付金というものを証券化するという、これは別の世界であるので、この点について、もう一度2ページに念のために入れさせてさせていただいた。

そこで、この参考資料を離れまして、資料3-1以下に従って、説明をさせていただく。

資料3-1で、財政融資資金貸付金の証券化に関する取組みということだが、私どもはいわゆる昨年の7月7日の骨太の方針にあるとおり、民間の知見を活用するという観点から、この次の資料3-1の1ページをめくると、まずこの上にあるように、財政融資資金貸付金の証券化に関する実務検討会というものを組織して、ここでいわゆる民間の知見をメンバーの先生方からいろいろいただく。

それに加え、その下の「(2)開催状況」というところにあるが、第2回から第4回、それから第6回にかけて、証券会社からのヒアリング及び質疑応答を行った。

第5回では、法律事務所からのヒアリング及び質疑応答。第7回で格付会社からのヒアリング及び質疑応答ということでやってきた。

ちなみに上の名簿のところだが、全部で7名の先生方のうち、いわゆる投資家側の方が2人入っており、農林中金と第一生命の方が入っている。そのほかは大体、大学の先生や、研究所の債権の専門家、及び証券化の専門家と言われている方々である。

第2回から、証券会社にヒアリングをしたが、そのヒアリングについては、3ページの方にヒアリングをした証券会社の名前が掲載してある。

実はこのヒアリングを実施するに当たり、基本的には従来、証券化を相当大規模にやっているところ。これは民間の方で出しているリーグテーブルというのがあり、この実績が大きいところというのも一つ考えたが、もう一つは、この際に広く公開して、このヒアリングを希望する社には全社やってほしいということで、私どものインターネットを通じて、3月29日に、プレゼンテーションの募集を行った。

ヒアリングの大体主要なポイントについてまとめたのが2ページである。

2ページを見ていただくと、商品設計上の工夫についてということで、実は最初のボツの1行目のところで、いわゆる対象債権をどうするかということである。

対象債権につきましては、1行目にあるように、既に格付を取得している財投機関向けの貸付金を対象とするという意見があったし、一方で、より分散を働かせるという観点から、地方公共団体向け貸付金も含めたような銘柄の組み込みを確保すべきという意見があり、この点は大きく2つに意見が分かれた。

次に、具体的商品設計の大きなフレームワークだが、これについては2番目のボツの最初にあるように、期限一括型とコントロールドアモチ型というふうな意見が主要である。

3つ目のところで、いわゆるピークルとしてどういうものを使うかということについては、その次のボツの2行目にあるように、ある程度の証券化の実施規模を前提とした場合には、信託方式よりも特定目的会社形式が望ましいという意見が大勢だった。

4番目に当然その証券化に伴って、1つのポイントの、リスクの分散という観点から、その次の4番目のボツにあるように、債務者数が限定的であり、その点をどうするかという問題意識については2つの意見があり、これまで個別のクレジット評価を元に、格づけも高いので、十分信用力が高いと評価されるので問題ないという意見と、やはり極力分散化を図るということか、例えば地方公共団体も含めた方がいいという意見があったところである。

具体的なスプレッドについては、これも大体皆さんの意見が一致しており、この証券化のスプレッドについては、財投機関債のスプレッドに若干乗るのではないかと、という意見が多かった。

証券化の実施期間・規模だが、まずその実施時期について、中間期末、全体の期末は、是非とも避けてほしいという意見が強い。

証券化の実施時期・規模等については、どうしてもその第4四半期に実施せざるを得ない場合には、これはできる限り早期に投資家へのアナウンスを行って、言わばIR活動をやった方がいいという意見が大勢だった。

具体的な証券化の規模については、第1回目については1,000億円程度が適当という意見が大勢だったが、その後について、発行頻度とか規模を徐々に増加させるということで、将来的に1回当たり2,000~3,000億円ぐらいという規模も視野に入ってくるのではないかと、という意見が多かった。

次の問題として、想定投資家だが、最初のボツにあるように、想定投資家については、長期あるいは超長期のゾーンであれば、生保・系統金融等、中短期ゾーンでは都銀等が主たる投資家層となると

いうことについては、共通をしていた。

将来的には海外投資家、個人投資家も想定するとの意見があった。これは主として外資系の証券会社からあったところだが、その際には希望として、源泉徴収の税金の問題をできれば解決してほしいという要望があった。

今回の証券化が財投機関等の資金調達に与える影響はどうかということについては、影響は皆無ではないのだが、商品設計の工夫等により、商品性の違いを設ければ、これは対応可能ではないかという意見が強かった。

ここには入っていないが、デューデリジェンスについては、どれくらい時間がかかるかについて、これは体制としては、基本的に最初のところで既に格付を取得している財投機関向けの貸付金に対象を限定するのか、それとも、既に地公体でも格付を取っているところは一応存在するが、大部分は地公体の場合には取っていないということで、地公体を入れるか入れないかで、そこは大きく違い、地公体が入らない場合には非常に短い期間で十分であるという意見が大勢で、もう本当に数日あればいいというのが大勢だったが、一方で地公体が入ってくるようになってくると、これは少し長い期間、例えば1か月とかそういう期間が必要だという意見が強かった。

以上が大体の概要だが、それを踏まえまして、資料3-2を見ると、今度は具体的なアドバイザーの選定をするということで、当方から、企画案の募集に関して、インターネットを通じて、公告を出した。

ここにあるように、企画案の募集に関するアドバイザーの募集選定についてということで、これは実施要項は別に付いているが、この1ページ目の一番下の方、「3.『企画案の募集』への参加申込み」ということで、平成19年5月17日の17時30分までに、次の係に申込みを行うこととしている。

その次のページをめくると、2ページ目の方に企画案の募集に関する説明会ということで、今週の金曜日に当方の方で、その企画案の募集に関する説明会をするということをここで公告している。

次に、アドバイザーの選考である。これはどうやっていくかということだが、その点については、資料3-1の一番最後の4ページを見ると、「2.今後のスケジュール」というところで、まず「(1)アドバイザーの選定について」ということだ。

最初のポツだが、今後はその具体的な商品設計を財務省とともに担うアドバイザーを選定するというので、そこでまずこの選定のための基準を、先ほどいった実務検討会において、実際に議論している。

今、申し上げた企画案の募集を公告し、更に実務検討会で議論したこの基準についても、これはインターネットに発表し、この基準についてのいろんな御意見を募ったところである。

以上をやった結果、その最後のポツだけれども、6月中にアドバイザー就任を希望する各社のプレゼンテーションを実行し、さっき申しあげました基準に基づき、アドバイザーを選定する。

具体的なアドバイザーは、恐らくこれはメインアドバイザーとサブアドバイザーという2社を選定することになってくると思うが、基本的には商品設計について、まずメインアドバイザーに商品設計をしてもらい、このメインアドバイザーが作成した商品設計についての意見及びチェックを当方と、サブアドバイザーにやってもらうという頭で、今、進めている。

このところで商品設計が決まってくると、(2)の2つ目のボツにあるように、証券化スキームというのが大体固まってくる。

このスキームが固まったところで、関係システムの整備、実はこれが非常に大変なところで、一応、国庫金であるから、原則は日銀のシステムを使うことになっている。

具体的には個別のローンの契約に関する事項が全部コンピュータシステムの中に入っているが、そのうちのある一部分を今回、証券化の対象をすということ、それらを取り出し、それについて一回一回、個別の商品設計をやっていくということだ。

このシステムが非常に大きな総括的なシステムであるため、通常ベースでやると約半年ぐらいかかってしまうというが、これをできる限り短い期間でやってもらえないかということ、これからお願いするところである。それで、今年の恐らく秋以降、実際にこの証券化を実行する会社の選定に入っていく。

それと並行して、証券化した商品に対する格づけの取得ということだが、19年度については、最大2,000億円ということで、間に合えば、1回1,000億円程度のものを2本やりたいと思っている。

ちなみに、アドバイザーとアレンジャーのフィーだが、これは圧倒的にアレンジャーの方が大きい。

資料3-3は連休前に公表した実際にアドバイザーを選定する場合の選定の基準である。全体で8ページくらいあるが、最後の8ページは日程であるので、大体7ページである。そのうち、審査手順が7ページとなり、内容的には1ページから6ページである。

1ページ目のところだが、大項目だけさっと見ていただくと「1.アドバイザーの支援を求める業務」。

2ページは「2.アドバイザーの募集数」。先ほど言ったように、ここでは2社を選定する。審査の結果に基づき、上位2社を選定し、上位の者を主アドバイザー、他方を副アドバイザーとする。

「3.選定方法」というところで、書類審査及び口頭審査により実施する。なお、ただし書きで、口頭審査を実施するのは、書類審査の結果に基づき、その上位7~8社程度とする。

項目だけさっと見ていただくと、大体そういうことで、7ページの審査手順から「4.募集・選定スケジュール」ということになっている。

もう一度、1ページ目に戻っていただいて、最初に「1.アドバイザーの支援を求める業務」の内容を見ていただくと、「1 証券化商品の設計の支援」、「2 上記証券化の実施に際して必要となる契約、会計処理等の検討」、「3 上記証券化の実施に際しての事務フロー作成の支援等」、「4 上記証券化の実施に際してのシステム対応への助言」、2ページは「5 証券化の実施に際して必要となる各種情報の提供」ということで、例えば定期的な証券化商品市場の動向についての情報が入っている。

「3.選定方法」のところだが、まず2ページの一番下のところで欠格事項があり、ここにあるように、「過去1年間において監督官庁による行政処分を受けている」、「証券化に関する組織人員体制が国内にない」、「業務や関係資料等については日本語によるものとするができない」、「国又は財政融資資金の貸付先と係争中の訴訟案件がある」というのを欠格事項にしている。

3ページ以下が、いわゆる審査の基準であって、まず3ページのところで、書類審査に係る基準で

ある。書類審査においては、主として実績をベースにする。「証券化にかかる実績」ということで、3年間に於いて、国内における金銭債権を担保とした証券化商品について、これは証券化商品の償還年限が5年以上又は証券化対象資産が500億円を超えるものに限る、そういうものの発行に関して、スキーム組成から引き受けまでの業務を取り扱った実績である。

(ロ)にあるように、これは一応別項目として立てているが、過去3年間の住宅金融公庫の証券化商品の引受実績、(ハ)は、同じく過去3年間に於いて、国内における金銭債権を担保とした証券化商品の発行に際して、スキーム組成から引受けまでの業務を取り扱った実績である。ただし、いわゆるシンセティック型のもは除くとしている。

(ニ)は、過去3年間に、海外の政府及び政府関係機関の有する金銭債権を担保とした証券化商品、これは償還年限5年以上かつ証券化対象資産が500億円を超えるものに限定するということである。

第2項目として「財投機関等の資金調達にかかる実務経験」であり、この資金調達に係る実務経験ということ、過去3年間に於ける財投機関債の引受実績、それから、過去3年間に於ける公募地方債の引受実績、過去3年間に於ける国債の落札実績ということである。

「アドバイザー・フィー」だが、基本的にこの中のフィーについては、入札で数字を入れてもらうが、これについては、主アドバイザーに選出されなかった場合において、サブのアドバイザーを希望する場合には、あらかじめサブアドバイザーとして適当と考えるアドバイザー・フィーも別個に登録してくださいということをお願いしていて、評点については、ここにあるように、小項目ごとに1位の社を満点とし、2位以下の社は、各小項目に係る計数の1位の社の計数に対する比率で換算する。

実は次に注があって、～までずっと並んでいる。それが3ページのいろんな項目の中に入っているが、この注の部分は4月末に公表した基準に対して、非常に多数の意見が当方に入った。主として、基準に書いているいろいろな要望の定義についての明確化に関するインプットが多かった。その意見を受けて、今回、最終的に実務検討会を開いた上で公表する部分について、修正した部分が注の～である。内容をそのまま直すというよりは、むしろ明確化するということである。

例えば注の～を見ていただくと、金銭消費貸借の契約だが、不動産関係のノンリコースローンは除くとか、オートローン債権、カード債権、割賦債権、リース料債権、法人の発行する社債、基金債権、劣後ローン・劣後債に限るというようなこと。

では、信託受益権または社債の形態に限っており、アセットバックローンいわゆるローン形態のもの、同様にアセットバックだが非常に短期間のCPであるいわゆるコマーシャルペーパーのようなもの、それから、償還期限が1年未満のものは除くというようなことを入れている。

実際にインプットがあったのは、どうしても証券化をやってみると、1つの銀行グループに入っているような証券会社であると、例えば銀行グループが持っている住宅ローンを銀行の方からやってほしいと言われる。それで随分あるなら組成するということがあるのだが、それについては、当然グループ内なので、割と容易ではないかということで、それを全部除外してくれという話もあった。しかしそれは全部除外すると、ほとんど証券化の実績が存在しないような形になってしまう。そういうことで、結局注～にあるように、件数については、オリジネーターの数も考慮するというので、そういう形でいわゆる金融グループに入っているところ、そうでないところについての考慮を入れている。

4ページ以下は「(3)口頭審査においては、以下の項目を基準とする」ということで、まずが一番重要な点だが、具体的な投資家層を踏まえた中長期的な販売戦略について、一番最初にあるように、証券化についての具体的な商品設計に関する基本的な考え方が口頭審査の一番の中心であって、その内容として、先ほど言ったように、まず、中長期的な販売戦略、5ページだが、具体的な商品設計ということで、これは現行法で可能な措置に限定しているということである。その中で括弧書きにあるように、提案のあった証券化商品の設計は、財政融資資金の金利変動リスクを軽減するといったメリットを実現し得るものとなっているかどうか。対象債権選択の考え方は適当かといったようなこと。それから、商品性についての投資家向けのストーリーとして、財政融資資金貸付金の特性を踏まえつつ、投資家に対しても説得力のあるものを構築できているかといったような観点が入っている。

次のポイントであるが、円滑な販売のための諸準備ということで、販売のため、証券化商品の設計段階において行い得る諸準備についての検討を加えて、それに関する適切な措置が入っているかどうか。

次の項目としまして、第1回目の証券化実施までのスケジューリングということで、財投機関、格付会社、法律事務所、投資家等との調整やシステム対応を含め、明確なスケジュールを描けているかどうか。

その次のポイントとして、第1回目の証券化実施に当たっての上記以外の諸リスク、これはいわゆる天変地異とかマーケットが急に崩壊するといったイレギュラーな諸リスクといったものについて、適切に把握しているかどうか。

次の方で、証券化市場の需給、投資家動向等の適切な把握というものがポイントになっている。

6ページで財投機関等による資金調達への影響を抑制するためのアイデアは、ちゃんと入ってくるのかということである。

6ページの中項目が「当方への支援体制」ということで、随時、面談方式での打ち合わせ等ができる体制になっているかどうか。それから、当方で求める資料作成等が適切・迅速に行える体制となっているかどうか。担当部署の組織体制及び社内における担当部署に対するサポート体制が十分かどうか。担当者の人数、経歴等は、本業務を遂行するに適切なものとなっているかどうか。証券化に詳しい法律事務所、会計事務所等との連携の体制は整っているか、これは括弧書きにあるように、具体的にどのような連携を図っていくのかということで、例えば抽象的に某法律事務所と当方などでこのようにしているということでは困るので、具体的な連携の体制も含め、発表していただくということを考えている。次に、システム対応を支援するための体制は整っているかどうか。業務上知り得た情報や秘密の保持等に関する管理体制、いわゆるコンプライアンスがしっかりしているかどうかということである。

最後に「アドバイザー・フィー」ということだが、アドバイザー・フィーについては、基本的に極力抑制されたものとしつつ、業務内容を踏まえた適切なという形容詞を置いているが、いわゆる1円入札的なものをできる限り排除したいということで、業務内容を踏まえた適切な金額となっているかどうかということである。

7ページは審査手順ということで、は応募者より提出された書類を基に、書類審査を実施して、

口頭審査を行うべき者を選定する。書類審査と口頭審査の配点については、1対2として、この2つの合計値の順位をもってアドバイザーを選定する。

の評点の合計値が第1位の者を主アドバイザーとして選定する。第2位の者を副アドバイザーとして選定する。

であるが、アドバイザーとして選定された者は、後日、財務省ホームページにおいて公表する。なお、個別の審査結果については、公開しない。

以上が選定基準である。

先ほども申し上げたような日程に従って、8ページにあるように、6月上旬に口頭審査の対象者の決定、口頭審査。6月中旬にアドバイザー選定、契約締結、アドバイザー名の対外公表をやっていく。(八代会長)いよいよ具体的な段階に入ってきているので、今、小手川次長から御説明いただいた点のどこからでも結構なので、委員の方々にコメントをいただきたい。

(翁委員) 3つばかり質問したい。1つは今までいろいろ議論してきた中で、例えば地方自治体とか独法の方の資産もこれからしっかり見ていくというプロセスが始まるわけで、財投の証券化というのは金利リスクの観点からやろうしているわけだが、国の資産全体の圧縮ということで考えれば、そういった連結で見た自治体とか、独法の信用リスクというか、行革の観点からの見直しを並行的に進めていく必要があって、もし並行的にやっていく段階で、当然、独法とか地方自治体の方について、事業を見直していった結果、財投の方にフィードバックがある可能性もある。例えば今までやったような繰り上げ償還をするとか、そういったことと並行的にやっていく必要があると思っているが、その両方の進め方の整合性がとれているのかどうなのかということについて、確認しておく必要があるのではないかというのが1つ。

2つ目は、先ほど御紹介いただいた参考資料の4ページでマチュリティーラダーが付いているが、先ほど平均年限は大体同じぐらいになっているという話があったが、ALM上、ここのシャドーになっている部分のギャップがどのくらいあるのか。それによって、全体としてのボリュームがどのくらいなのか。今ディスクローズされているものでは見えてこないもので、その辺の話を教えていただきたい。

3つ目だが、長いところの貸付金を証券化して、キャッシュにしても、多分5年辺りのギャップの部分を縮小しようとするれば、やはり財投債を買入償却するみたいな手段を取るようになるのではないかと思う。現金へのキャリアコストを考えると多分そういうことになってくると思うが、そういったことを考えているか。国債もそういった買入償却とかをやっているが、そういったスキームに乗せていくような形になるのか。その辺を教えていただきたい。

(八代会長) まず、最初の点については私の方から話したい。先ほど民間議員ペーパーを御説明したように、確かに独立行政法人とか国立大学法人、自治体等についても資産債務改革を当然進めていくわけであるが、ペースからいうと、国の方がはるかに先行している。その意味でも、国の具体的なやり方が1つのモデルケースにもなるのではと考えている。

ただ、勿論、翁委員がおっしゃったように、繰上償還等といった別のオルターナティブなやり方も当然出てくるわけで、そのときはまたここでフィードバックして、財務省の方ともディスカッション

ンしたいと思う。

独法等については、まず担当組織の設置を検討すべきであるということが先ほどの民間議員ペーパーにも書いてあるわけだが、それには時間を要するし、まず国の金融資産改革の方が先行すると思う。独法とか自治体の場合、特に自治体の場合は、地方分権改革でやっているような連結決算というのが先に確立しないとなかなか難しいと思うので、それも踏まえた上で徐々に進めていきたい。

(小手川次長) 順番が前後するが、まず第3点目の質問から申し上げたい。当然、先方とまだ話をしていない段階だが、一応、理論的には2つ方法があって、今、翁委員がおっしゃったとおりの買入消却がある。もう一つは、ギャップがある年限に償還を迎える新規財投債の発行の抑制という2つの方策になってくると思う。

第2点目の質問については、まさに今の3番目の質問とも若干関係するが、例えば非常に期日が近いもの、数か月後とか1年後といったところまでをカバーするのか、普通はそういうことは考えないので、もうちょっと先を考えるのかということで、前提がどうかによって、実際に随分数字は変わってくる。例えばこのイメージ図にあるような、10年とまでは言わないが、それに近いような先のものを対象にして、基軸はとつても、3年、4年ぐらいのところを考えるとといった場合には、大体5兆円程度になるのではないかと考えている。

第1点目の質問については、先ほど最初に説明した参考資料の5ページを見ていただくと、ここにあるように、いわゆるストックベースの債務者の方は に地方公共団体、 は住宅金融公庫、 は日本郵政公社等がある。このうち、住宅金融公庫と の都市再生機構については、既に補償金なしに繰上償還を実施済みである。地公体についても、昨年末に総務省との調整を受けて、19年度から3年間の措置として、補償金なしの繰上償還をやることになっている。これは大体財務省の持っている元本ベースで、最大限で3.3兆円ぐらいである。そういう形になっているので、地公体、住宅金融公庫、都市再生機構を除外すると、先ほど言ったように、いわゆる財投改革後どんどん減っている の日本郵政公社や、 の年金資金運用基金、 については日本道路公団の民営化のときに、法律上、全部数字が決まっているので、これも別とすると、いわゆる繰上償還を希望してくるところは、恐らく今のところないと思う。

したがって、今回ヒアリングしたときも、実際にマーケットでこの問題を担当する方から、そういうことは理論上考えられるけれども、そう大きな問題とは考えていないし、仮に若干リスクがある場合であっても、その点については、例えばSPCをつくって、SPCから投資家の方に販売するとき、ある一定程度の劣後部分をつくっておいて、万が一、そういうことで債権債務関係が少し変わっても、まずは基本的に国が負担するところの劣後部分で、そこはバッファとして負担できるという仕組みを投資家の方に説明できるようになっていれば、今のところそれで十分であろうということである。

(桜内委員) 2点ばかり教えていただきたい。1点目が、今、翁委員からもお話があったが、買入消却に関する部分だが、2つやり方がある、買入消却を実施するというのと、それから新規財投債の発行抑制、これはこれでいいと思うが、ちょっと具体的な制度の仕組みについて教えていただきたい。現在、こういった証券化のために、今般、立法上の措置がなされていて、条文を読んでよく

わからなかったので、むしろお聞きしたい。特別会計に関する法律の中の証券化に関する部分で、お手元の資料ではないが、66条2項というのがある、証券化等に関して、仮に売却した場合の代金というのは、財政融資資金に繰り入れるというふうな規定がある。

財投債の負債が帰属するのが、今でいうと、財政融資資金特別会計であるので、ちょっと買入消却というところが、今、言った条文の関係でいうと、どういう仕組みで行われることになるのかということを確認させていただきたいというのが1点目。

2つ目は、こういったアレンジャーとか、そういった仕事をやっていないものであるからイメージを教えてくださいののだが、資料の中でアドバイザーとアレンジャーのフィーのところ、説明としてはアドバイザーよりアレンジャーの方が大きいという説明があった。仕事の内容からして、説明いただいたように、アドバイザーの方が基本的に商品設計等を行うとのことである。一方で、アレンジャーは通常の引受販売ということで、国債と比較するのは、いいかわからないけれども、言わばアレンジャーの方については、結構国債の入札に近いのではないかというイメージをこれまでに抱いておった。そちらの方がアドバイザーとしてスキームを設計する方よりも高いフィーを取るところのイメージがなかなか湧かない。アドバイザーとアレンジャーとの役割分担と、そこから導かれるアドバイザー・フィーがそこまで高いと想定される、その辺の理由について教えてください。

(小手川次長) まず、第1点については、実は、今回まさに委員がおっしゃったとおり、一応、証券化については法律でそのような規定をつくったが、買入消却については、現在の法制度でもできるということで、実際にやっている。

第2番目の質問については、一番の違いは、アドバイザーになった会社は、自分でリスクを全然取らないわけである。一方、アレンジャーの方は、アレンジャーとなった以上、その対象となった債権を一旦自分で抱えて、それを投資家に売るといことなので、自分でリスクを抱えるというのが大きな違いである。

したがって、その関連で当然アレンジャーとしては、非常に準備も周到しないとけないということから、報酬であるとか、費用、それから引受手数料が随分差があるということだと思う。勿論、そもそもマーケットの費用が高過ぎる、証券会社がもうけ過ぎではないかという意見もあるし、実際にやってみたときに、例えばリピテーションを取りたいので、損を覚悟で入札してくるということも当然考えられる。

(桜内委員) 追加で参考までにお聞きしたい。例えば国債の入札の際の、そのときの引受手数料のようなものが、どう発生しているのか私はイメージが付かない。通常発行している国債の場合であると、引受手がどのくらい手数料を取っているのかというのを参考までに、もしわかれば教えてください。

(小手川次長) 私は、実は国債の方の担当をやっていないものであるから、これは早急に調べて、追って報告させていただく。

(村岡委員) まさにアドバイザーの使い方がすごく重要だと思う。その際のポイントの1つは、アドバイザーに何を求めるかを整理することと、もう一つはその目的にふさわしいアドバイザー

をどうやって選ぶかというポイントだと思う。

まず、アドバイザーに求めるもの。これは言葉の問題でもあるが、多分、目的に照らして考えると、証券化のアドバイザーというよりも流動化という方が一般的には正しい言葉ではないかと私は理解をしている。今回の目的というのは、国の資産のオフバラ化であって、証券化商品をつくり出すこと自体が目的ではないとすれば、証券化という言葉よりも、より広い、広義の定義として一般的に使われている流動化というのが多分正しいのではないかと思う。つまり、国の債権をオフバラ化するには、必ずしも証券化商品ではなくて、例えばローンでもいいわけである。そうだとすると、似たようなローンプロダクト、先程アドバイザーの資格審査の際にローン関係の取引は項目から外すというような話もあったが、ローンの実績について、いわゆるストラクチャードローンというものも実績に勘案してもよいということにもつながってくる。それが1つ目のコメントである。

もう一つは、先程のフィーの話で、やはりアドバイザーにいかとうまく働いてもらうかによって、長期間で見たときの国のコスト、あるいは目的の到達具合がすごく変わってくると思うので、端的に言えば、アドバイザーにもっとお金を払ってでもいいから、いい仕組みを最初につくってもらうのがよいのではないかと思う。

したがって、アドバイザーのフィーについても固定額で決めるのではなく、場合によっては、何らかのインセンティブが働くような仕組みを加えてもよろしいのではないかと思う。

例えば、アレンジャー・フィーが下がった分だけ、場合によってはアドバイザー・フィーとして上乘せで取ってもらってもよいし、あるいは発行金額が期待よりも増えた場合には、アドバイザー・フィーを増やすというようなインセンティブを与えてもよいのではないかと思う。

これは、市場一般で行われていることであるので、市場慣行から照らし合わせてもおかしいことではないと思う。

最後に、アドバイザーの方にしっかり働いてもらうためには、アドバイザーに何を期待するのか、あるいはアドバイザーが何をしてはいけないのかということも、できるだけ明確に伝える必要がある。なぜならば、アドバイザーにとって最大のコストは時間であるから、どれだけの人と時間をかけなければいけないのかというのがしっかりわかる説明をすることが重要ではないかと思っている。例えば、最初にアドバイザーをした人は、アレンジャーの入札のときに参加してもいいのかどうかといったルール、これはしてもいいというルールもあり得るし、やはりコンフリクトの問題があるのでしてはいけないというルールもあるので、いずれもルールの決め方をしっかりしてあげればよいのではないかと思う。

(八代会長) 今、村岡委員がおっしゃったように、まさしくアドバイザーとアレンジャーの両方を兼ねていいのか、いけないのかという点は、かなり重要なポイントだと思う。

(小手川次長) アドバイザーとアレンジャーを一緒にやってもいいかどうかということについては、これは実は激論があった。うちの中でも相当いろんなシチュエーションを設定して考えたが、最終的な結論としては、当初からアドバイザーになった人は、アレンジャーになれないという条件を付けてまで除外する必要はないのではないかとこのところに議論の結果落ち着いた。従って、結論としては応募できるということである。

それから、インセンティブの仕組みについては、これは非常に仕組みが難しいとは思いますが、今の委員の御意見もあるので、また、いろいろと実際の話を参考にして、今後、検討させていただきたい。

また、ローンについては、これは実際に証券会社の方からも提案もあったし、財務省内でも相当内部で議論したが、例えばローンについては格づけの問題があって、そこには現時点ではハードルがあるので、これはそのまま入れない方がよいのではないかとということがある。

(田村政務官) 5月8日の諮問会議で八代会長が発表されて、そのときの議論になったが、官房長官の方から強調してほしいと言われたのは、何のためにやるかというところで、将来の国民負担を減らすのだというところを明確に訴えてほしいということがあったので、更にそれを訴えていただきたいのと、そういう視点から考えていただきたいというのが1つ。

そのときに、外貨準備の運用の話も議題に上り、尾身財務大臣の方も、そういう決定をこの場でしてくれるのなら、そのことも考えるし、そういうことも含めて専門調査会で議論しようという仕切りが大田大臣の方からもあったので、金融資産の中に外貨準備とか、もう一つGPIF、公的年金、独法改革の中で、年金運用の話ともう一つはガバナンスの話、あそこは前よりもガバナンスが効かなくなってしまって、監督と執行を同じ人がやっているというような状況になってきたので、運用のプロは一人もいない。未納、未加入や少子高齢化よりも深刻な問題を抱えているので、この組織の在り方、運用の在り方も含めて公的なお金は全部議論してほしいというような話があったので、是非こども議題にしてやっていただきたいと思う。よろしく願います。

(富山委員) 証券化の話というのは、ある意味でかなりテクニカルな議論に入っていているので、ある意味では、目的もはっきりしているし、目的が共通化されているので、多分どれだけ少ないフィーで、どれだけ少ないコストで証券化して迅速にたくさんやるのかということになる。

であるから、さっきのアドバイザーのインセンティブの設計は、ある意味で目的、後はテクニックの問題だと思っているので、できるだけみんなの知見を寄せ合って、同じ目的に向かっていこうということだと思う。

一方で、今、政務官が言われた話であるとか、財投機関の側の資産債務改革をどう促進していくかという話は、ある意味で、まだちょっと全然段階が手前の方にあるような気がするので、その辺は例えばこのワーキンググループでどういうふうにアジェンダセットして、どういうふうに取り組んでいくのかというのは、これからワーキンググループの中で決めていく感じになるのか。

(八代会長) その点は、自由に御議論いただければいいと思う。そもそも証券化の意義というのは、勿論オフバランス化も、また、マチュリティーラダーを改善するということも大事であるけれども、それ以外にも、やはり隠れた負債の顕在化というもっと幅広い観点からも議論されてきたわけである。これは前身の調査会で18年9月22日に取りまとめられた中間整理においても強調されてきたことであり、今、小手川次長に御説明いただいた非常に具体的なことと同時に、政務官もおっしゃったような幅広い観点を同時にどんどん議題に挙げていただければいいと考える。

外貨準備の運用に関して言えば、今、政務官がおっしゃったとおりであるが、財務大臣からは、やはりリスクが怖い、それによって損失を被るおそれがあるということも御指摘になった。しかし、金

融資産の運用には、すべてリスクとリターンは関連するわけで、そこは最小の負担で、リスクを極力防ぎつつ、収益を上げていくという形から何ができるかというふうを考える必要があるのではないかと。そういう問題についても時間を取って、別途議論するというのも当然考えられる。

(富山委員) 例えば証券化の議論をするときに、この中に割とかたそうなものだけ入れるべきか、あるいは地方公共団体まで入れるべきかという議論がある。

それで、これの具体的な範囲を決めるのかということに、どういうふうに絡むのかということとも重なるが、例えばそもそも隠れたものを浮かび上がらせるという意味で言えば、これはできるだけ幅広くカバーしておいた方がいいわけである。

ただ、そうすると、見かけのコストは膨らむように見えるのだが、それは要するに実は存在しているコストを顕在化するだけで、私は別にそれで構わないと思っているのだが、例えばそういった専門調査会の視点からのフィードバックというのは、今後、専門調査会にかけていく感じになるのか。

(小手川次長) まず、今、富山委員の議論については、1つの方法として、専門調査会の方に格付機関の人を呼んでもらい、当然こういうものについて実際に格付けをやっているのかというのが1つ参考になると思う。それぞれの会社でいろんな考え方があるのだが、相当ヒントになるようなことをやっているのか、それも一つの方法ではないかと思う。

それから、まさに政務官の御指摘を受けて、私もはっと思ったが、実は先ほどの村岡委員の質問で、1つ私の答弁が抜けているところがあって、それは、まさに村岡委員の方からアドバイザーにちゃんと正しい役割を認識してもらおうということをおっしゃったのであるけれども、実は、この点がやはり一つの大きな問題になっていて、それで、いろいろ議論をした結果、やはりこの基準のペーパーを見ていただくと、いろんな項目をうちが見ますよということを書いている。結果的に、ややもすると、それぞれ個別の項目にとらわれてしまって、まさに、今、村岡委員がおっしゃったような一番重要なところが抜けてしまうおそれがある。そういうことで、いろいろ議論した結果、資料3-3の5ページ一番上のポツのところ、証券化商品の具体的な商品設計についての部分なのであるが、証券化に伴うコストを抑制する仕組みが具体的かつ実現可能性を踏まえたものとなっているかということ、とにかくこれはしっかり押さえていく必要がある。

まさに、資産債務改革としては、オフバランス化してスリムになる、スリムになるときに、当然コストは出るものであるけれども、それに見合うようなメリットというものがあるはずで、そのメリットのうちの1つとして、さっきいったマチュリティーラダーの話があるけれども、とにかく中心のテーマは証券化に伴うコストを抑制して、一般国民にとって、これがプラスになるということと、それをそのまましっかり中心にすることが重要である。

(松山審議官) 翁委員がお話しになった、財投の対象機関の業務の見直し、そういったものをどのように資産・債務改革にフィードバックしていくかということは重要と考える。

また、1つ申し上げたいのは、6月中・下旬ぐらいに、諮問会議で、いわゆる骨太の方針をとりまとめることになっているので、その中でこの資産債務改革を、先日の民間議員ペーパーをベースにして、どのように盛り込んでいくのかということがある。また、そのプロセスで、独法改革や、地方公共団体については、地方分権改革、地方の財政健全化といった改革をどのように進めていくのかに

についても骨太の方針の中で整理されると思う。

それを踏まえながら、このワーキンググループでやっていただくのがいいのか、専門調査会本体でやっていただくのがいいのかわからないが、いずれにせよ、そういうところも見ながら、その後の専門調査会、ワーキンググループのスケジュールを具体化していく必要があると思っている。

(小手川次長) もう一点、先ほど村岡委員の方から証券化という言葉についてのお話があった。従来から証券化という言葉を使っていたので、今、こういうことでやっているんであるけれども、おっしゃるとおりサブスタンスとしては、基本的には流動化して行って、それでスリム化するということだと思うが、ヒアリングしていて、当方が全く予期しない形で、むしろ民間の方からお話があったのは、最後のレートを決めるときに、実は証券会社で証券化担当の部署が担当するのか、それとも公共法人部という国債を担当しているところが担当するかでレートが全然違うという意見があり、びっくりしたのであるけれども、それはどうしてかという、マーケットの通例として、どうしても証券化商品を担当している部は、アセット・バック・セキュリティーズのマーケットにおける中心的なレートを基準にしている、そこがプラス、マイナスで考えると。

一方、公共法人部の方は、基本的に国債のレートを中心にしている、それにプラス という形で考えるので、そもそもの出発点が全然違うものであるから、どこが担当するかで全然違うという話があった。まさにそれが今、委員がおっしゃった証券化という言葉のところに関係してくるという感じがしている。

(翁委員) コストというときに、証券化に伴う証券化のスキームのコストを下げるのか、それともそれが将来の国民負担を本当に下げるのかという議論がごちゃ混ぜになってしまっているような感じがする。

本来、本当に最終目的が将来の国民負担の最小化ということを考えるのであれば、本来デューデリにももっと時間をかけて、本当であったら財投機関の資産そのものをきちんと見てからやるのが筋であるし、であるから、そのところをスキームのコストと将来の国民負担ということに峻別して議論していかないと、訳がわからない議論になってしまうかなというのが、気になるところだと思っている。

(桜内委員) 今、翁委員がおっしゃったことと関連するのであるけれども、前回5月8日の諮問会議に出されたペーパーの中にも、コストを適正に評価するとともにという文言を入れていただいている。やはりここで議論しているコストの抑制という場合のコストの定義自体が、人によってやや食い違いが生じているのではないかという指摘が、これまでもあったのであるけれども、いまだにまだ続いているのかなと。

この点については、翁委員もおっしゃったとおり、将来の国民負担の最小化という観点から、一体何がコストで、何がメリットなのか、勿論、メリットとコストが裏腹の観点もあるので、そのところを一度きちんと整理した上で議論すべきではないかと思っている。

特に、先ほど小手川次長からお話のあった、今回のアドバイザーの募集、選定の基準のところ、証券化に伴うコストを抑制と。勿論これはこれで非常に重要なのであるけれども、先ほどからお話に出ているように、既に発生しているコストが単に顕在化するだけであって、むしろそれはメリットだ

という意見がたびたび出ているところでもあるし、またメリットとしては、将来の国民負担を抑制すること、将来のコストを減らすこと自体がメリットだとも言えるので、メリットって一体何だというときに、例えばオフバランス化によって、国の、特に国債のクレジットを向上させていく、それによって金利を抑制するなり、そういった効果も考えられると思うので、そこまで含めてより幅広い観点でメリットも見ていく必要があるかと思う。これは、以前も意見表明の場で言ったことがあるけれども、特に単なる資産側のオフバランス化ということだけではなくして、その裏側にある国債の圧縮ということまで踏まえて、それによる国債のクレジットの向上ということをメリットとして再度強調しておきたいと思う。

(富山委員) 今の議論をテクニカルな地平で申し上げると、我々も産業再生機構のときにいっぱい政府が間接保有している資産を売却したわけであるけれども、そのときに今の本質的なコストの問題と、トランザクションコストの問題とを、どう考えていくかということと言うと、やはりある程度セラーズデューデリのなりザベーションプライスをこちら側で持っていくというのが基本になっているわけである。

そうすると、仮に私たちが100億円で買った資産が80億円になってしまったとしても、そのときに20億円の差額分のうちの、もともとリザベーションプライスとして85億であれば、それは85からスタートする議論なのである。そのときのトランザクションコストは5億なのである。

そうすると、確かにごちゃごちゃな議論をすると、100億で買ったものをできるだけ100に近い価格で売るのが正しいことになってしまうわけで、ところが、マーケット・トゥー・ザ・マーケットにおいて現時点で80億なもの、こちら側でリザベーションプライスで持っているものが85億で売れたら御の字なのである。実質的には大変国民負担を軽くしているわけである。

であるから、そこはものの考え方として、このアドバイザーのフィー設定も、ただ単にとにかくコストを絶対値として下げなさいということになると、恐らく当然ディスカウントができるだけ起きないものだけ集めてきて、これだけでやるという商品設計をするインセンティブがきっと働く。

逆に、ある程度セラーズデューデリのなりザベーションプライスを決めておいて、そこからできるだけ落ちないようなアレンジしなさいというのは、多分違う商品設計になるはずである。

ここは割とアドバイザーを使うときには結構クリティカルな問題なので、その辺は最初のうちは比較的、普通はいい方から始まっていくのでいいのだろうけれども、だんだん先に行くと良くないのが入ってくるので、良くないのが入ってくると、多分その問題は物すごく大きく顕在化するので、そういう問題はちゃんとフィードバックしていかないと、今のごちゃごちゃな議論というのは出てきてしまうのかなという感じがした。

(松山審議官) 先ほど会長がふれられた、この専門調査会の前身の専門調査会が昨年9月にまとめた中間整理については、財務省ともいろいろ意見交換をし、その上でまとめたものである。

その中で、先ほど会長が言われたように、潜在的なリスクを顕在化させることに伴って、足元では国民負担が発生することになるけれども、将来的には金利変動リスクの軽減など、長期的な国民負担の軽減等のメリットがコストを上回るという場合に証券化をやるのだということが、はっきりと書かれている。

桜内委員が前からおっしゃっていることであるが、メリットとして金利変動リスクの低減ということだけでなく、金利水準も下がるのではないかと御指摘されている。これは我々も問題意識として持っているが、非常に難しいと思っているのは、国債は減額されるが、一方でABSが増えることになるので、国債にどういう影響がでるのか。今日の小手川次長の御説明の中でも、ABSを組成することによって、財投債に対する影響が出てくるかもしれない。これはむしろ上昇する危険性があることをおっしゃったと思うが、その辺をどう評価するのかというのは難しい問題だと思う。新しい論点であるので、これからも検討していきたいと思っている。

(桜内委員) 今、松山審議官が御指摘になったのに1点追加すると、さっきの私の言い方からすると、オフバランス化によって国債のクレジットを向上させて、そこを通じて金利の抑制とかを図ろうということであるので、クレジットの向上というところをオフバランス化のメリットとして、まずはとらえていくことが重要ではないかと考えている。

単にマーケットの信用需給だけで考えると、国債が減った分ABSが増えるではないかという話で、変わらないのではないかとあることであるけれども、オフバランス化することによって確実に国債のクレジットは間違いなく上がるはずである。そのクレジットが上がったことによって金利を抑制するというふうなロジックであるので、そのところは単なる市場の需給だけではないということを申し上げておく。

(八代会長) 今までいただいた意見は非常に貴重で、こうした意見を参考にまた次に議論してはどうかと思う。

特に最後の点は、かなり難しいことで、私の理解が不十分かもしれないが、例えばここで証券化して売ったお金を、小手川次長はたしか財政投融资資金会計に繰り入れるというふうにおっしゃったが、別の考え方としては、国債整理基金に繰り入れるという方法も当然あると思う。つまり、どっちも国の会計だから同じだということであるが、財投に入れるとまたそれが融資となって出てくる可能性がある。他方、国債整理基金の中に入れれば、それはもう完全に国債の償却という形で、国債のクレジットが上がる形に完全に使われるという違いもある。

実は同じようなことであるが、外貨準備の話を諮問会議でやったときも、伊藤議員から似たような議論があった。得たものをどこに入れるかによって、いろんな違う結果が出る可能性もあるということ、そこは是非、ここでも単に議論するのではなくて、幾つか共通の委員コメントみたいなものを適時作成しておいて、どこかの時点でまとめて発表することになると思うが、普段から意見をまとめておき、小手川次長とのすり合わせるといったことを進めていった方が建設的ではないかと思う。別にすり合わせる必要はないのであるが、意見の違いを明確化して、事実誤認ではないようなところを是非やっていったらどうかと思う。

(小手川次長) まさにそうだと思って、基本的に今、会長の方から話があったことについて、財務省としては基本的に国債の減額というか、財投債の減額にするので、それでスリム化することである。

さっき申し上げたのであるが、いわゆる国債、財投債のクレジット、それぞれの財投機関のクレジットについても、結局それは論者、学者によっていろんな意見はあるのであるが、結局マーケットが

どうやって見るかという、最後は格付け会社の評価で見ざるを得ないというのが今の現実であるので、そういう観点からもペーパーでベースをつくられた上で、それを格付け会社に実際にぶつけてみるというのが、1つの方法ではないかと思う。

(桜内委員) 最初に発言した点が、先ほど八代先生がおっしゃった、財投債の消却ということに関係してくると思うのであるけれども、ちょっと立法論になるかもしれないが、私が気になっているので繰り返しで恐縮であるが、特別会計に関する法律 66 条 2 項で、要は A B S を売却した代金を財政融資資金特別会計の中の財政融資資金に繰り入れなければならないという文言があるが、これが買入消却の妨げになるのではないかと、素人ながらあの文言については懸念している。単なる懸念であればいいのであるけれども、そういった点、別に今日ではなくていいが、そこから国債整理基金に更に繰り入れるであるとか、あるいは財投債を消却するためには、まず財政融資資金から一旦財政融資資金特別会計に繰り戻ししなければいけないとか、その辺のテクニカルな部分もあると思うので、ご教示いただきたい。

(小手川次長) 法律上は、まず財政融資資金特別会計の方に入ってくる。したがって、そこで消却してしまうということで、今、おっしゃったような特会の方に入れる仕組みにしているので、そこは全く問題ないと思う。

(桜内委員) 手元がないのであれであるけれども、特会から、むしろ財政融資資金に繰り入れるという文言があったので、そこも問題視しているのである。

(小手川次長) それは、最後、資金とのつながりを法律上付けておかなければいけないという、まさに法律上だけの問題で、当方の考え方としては、それはもう全部消却してしまうということであるので、そこは全然問題ない。

(八代会長) そこも技術的な点で、できれば今の桜内委員の疑問に対して、文章や表みたいなものでも御説明いただければ、もっとクリアーになると思う。

(村岡委員) 先程議論されていたとおりであるが、国民負担の最小化という目的に沿ったアドバイザーの選定をどうやるか。あと方法論のところだと思うので、この要項のところでも明確になっているかという、確かにわかりにくい部分があるから、そこを今から変えるのか、あるいは何か口頭の説明で補うのか。

選ぶ際の採点のやり方について。過去の証券化の実績を、例えば 50 件やっているのと 100 件やっているのと、今回のアドバイザーとしてのふさわしさが変わるかという、多分変わらないのだと思う。それよりも今の財投機関の問題を、どれだけ正確に把握しているかであるとか、国としての問題をどう理解しているか。その辺の定性的な部分の方がより重要だったりするから、その辺は採点される上での比重づけの問題で勘案すればよいと思う。 もう一つは技術論であるけれども、証券会社を 2 社選ぶのではなく、証券会社 1 社と、もう 1 社は別の目線でこの問題にアドバイスしてくれるような方を選ぶ。例えば監査法人系の会社であったり、あるいはどこかの総合研究所のようなところであったり、そういう組み合わせでアドバイスを受けるというのも、技術的にはあり得ると思う。

(八代会長) 後者の点はいかがか。証券会社 2 社から来ても同じことを言うだけではないか。

(小手川次長) 私ども証券会社に限定しているわけではなく、さっき言ったように、インターネッ

トを通じて、あらゆる会社に、もし希望するところがあったらどうぞということを行っている。

(八代会長) ただ、先ほどから言われているように、何のコストを最小化するかというのが、受注者側にどれだけ理解されているかどうかである。むしろ、総合的な判断という意味では、この手の業務はシンクタンクなどの仕事ではないかと思う。

(翁委員) さっき富山委員も問題提起されたけれども、こういった財投機関をカバーするのかとか、そういったスキーム自体が、国として何を目的にして、どういうふうにやっっていこうかというところを示すものになっていくのだろうと思う。

(八代会長) それは、小手川次長ご提出の資料3 - 2「『企画案の募集』に関する公告」というところにある程度なのではないか。

(小手川次長) 資料3 - 1の1ページを見ていただきますと、まさにそういう観点もあって、日本総研の河村さんに入っていたいている。

(富山委員) 目先のコストが一番小さくなるものについて、商品化、証券化ということを提案してくる形になるかなという感じは正直する。であるから、そこをどういうふうに考えるかというのは難しい。

(八代会長) 入札方式にすると、まさにこういうことになるわけで、財投の在り方も含めて入札するというのは、かなり無理な企画でもある。その点は、逆に言えばここで考えないと無理である。その点についても次長の方にお考えがあるか。

(小手川次長) まさに今の富山委員の御指摘を考えて、こちらは資料3 - 3の5ページのところで、証券化商品の具体的な商品設計のところでメリットを明確に出してほしいということである。

(八代会長) 今日はそろそろ時間も来ているが、大分問題点が明らかになってきた。勿論、小手川次長がおっしゃるように、この資料にもメリットといった記述が含まれているわけであるが、より大きな観点から考えるのがこのワーキンググループの目的である。入札でこういうふうと考えられることは当然ながらそのままでもいいと思うけれども、少しお時間をいただいて、こちらとしてはもう少し幅広い観点から、あるべき姿を議論し、また諮問会議にも必要があればフィードバックするという形で、一種の複数の主体で異なる視点から議論することで、結果的により幅広い議論ができるのではないか、と思う。また、民間議員ペーパーの加速するという記述に関して、財務大臣が諮問会議でおっしゃったように、単にプロセスをもっと早くしろと言うのかということに対しては、そうではなくもっと幅広い観点からこちらでも議論するのであるというふうにお答えしたわけであるが、まさにそれをここでやってみたいと思う。今後ともまた小手川次長と御議論したいと思う。

それでは、繰り返しであるが、各委員におかれては、今、口頭で発言されたようなことを簡単なメモでもいただければ、こちらでまた次のあるべき議論の姿を考えるときの参考になるので、よろしく願いいたしたい。

それでは、本日は熱心な議論を長時間いただき、ありがとうございました。また、ヒアリングについては、小手川次長から御提案があったような、格付けの方もヒアリングも考えていきたいと思う。