

第2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  
議事次第

日 時：平成 19 年 6 月 25 日（月）

15:30～16:34

場 所：共用第3特別会議室（226）

（野村金融WG主査） それでは、定刻となったので、これより第2回「金融資産に関するワーキンググループ」を開催させていただきたい。

1回目の会合のとき、私、事情があって欠席をさせていただいた。大変御迷惑をおかけしたが、本日から司会を務めさせていただきたい。

まず、本日は6月19日に閣議決定された「経済財政改革の基本方針2007」、いわゆる「基本方針2007」と言われているものだが、こちらに盛り込まれた資産債務改革の内容について事務局から御説明をいただきたいと考えている。

続いて、財務省の方から財政融資資金貸付金の証券化に関する実務検討会における取組みの進捗状況について御説明をいただこうと考えている。

これら2つの御報告を踏まえて、その後、これまでの専門調査会あるいはワーキンググループでの議論を踏まえて、証券化を加速するための考え方について整理をしていきたい。

それでは、まず「基本方針2007」における資産債務改革の取組み、取扱い、特に本専門調査会及び本ワーキンググループでどのように対応していくのかについて事務局の方から御説明をお願いしたい。

（井上参事官） それでは、お手元にお配りした資料1に添って御説明させていただきたい。この資料は「『経済財政改革の基本方針2007』を踏まえ、本専門調査会で検討すべき事項について」ということで、事務局の方でとりまとめたものである。

今回の「基本方針2007」の第3章で資産債務改革について触れている部分があり、ここで表にして整理している。本専門調査会で検討すべき事項ということで、ここは金融、実物ということで分けながら整理をしている。

改革のポイントは3つあり、それぞれについて検討する事項が書いてある。

1については、国の資産についての記述であり、具体的には「工程表」、これは財務省で既に決定しているところである。この進捗状況のチェック・フォローを、金融、実物のグループで行っていくということになる。

独法、国立大学法人については、国についていろいろと決めていく部分があり、

その取組みを踏まえた目標の明確化ということが書き込んである。

特別会計改革、公会計改革等については、必要に応じ、本専門調査会で議論するという仕組みになっている。

それから、具体的な手段として幾つか本文で書かれている部分があるが、まず「(1)民間の知恵をいかした国の資産規模の圧縮」、これは国についての記述であり、本専門調査会では、類型ごとの処分方針を明確化、売却等における民間提案を生かす仕組みについて、平成19年内を目途に具体化するということ、この専門調査会で今後対応を進めていくということになると考えている。

これは金融の方になるが、メリット、コストの考え方を整理しつつ民間の知見を生かした証券化の推進ということが今後の課題ということになる。

国以外の部分についての記述であるが、独法については独立行政法人及び国立大学法人における資産債務改革推進のための担当組織の設置の検討ということが書き込まれている。

なお、独法については、最初の改革のポイントにあるように、国の取組みを踏まえた目標の明確化、これは独法の方にも実際係っているということになっている。

地方の資産債務改革の推進については、国の取組みを踏まえた目標の明確化、これは金融、実物、両方に係ってくることになる。

また、地域力再生機構との連携を含めた民間の知見や人材を活用する方策の検討ということも書き込まれている。

特別会計改革の加速については、必要に応じ、本専門調査会で議論するという仕組みになっている。

(野村金融WG主査) 今、御説明をいただいたことを伺っていると、私どもの方のもともとの専門調査会あるいはこのワーキンググループでの議論というのが、おおむね反映していただいているということはあるわけなのだが、どうしても抽象的な表現になるので、これが実際にどのようなことを意味しているのか、更には、これをこのように書き込んでいただいたことによって本当に進んでいくのかということも、まだ今後検討していく必要があるというふうには思うところである。

さて、このワーキンググループのメンバーの方々の方から、今の事務局の御説明に対して、何か御質問あるいはこの点はこういうふうに理解してもいいのかというような御意見等があれば頂戴できればと思う。

特に御発言がないようなら、今日は財務省の方からも改めてまた御説明もいただくので、むしろ、その具体的な話を伺いながら、今のこの基本方針に合っているのかどうか、更にはより進めていただくべきところはあるのかということをお話しできるかと思う。

それでは、早速ではあるが、財務省の方から「財政融資資金貸付金の証券化に関する実務検討会」というものが行われているので、こちらにおける取組みの進捗状

況を御説明いただきたい。

(小手川次長) それでは、資料2-1の方から説明させていただく。証券化については、資料2-1にあるように、本年に入ってから、いわゆる実務検討会というものを立ち上げた。

メンバーは次の2ページの方に載っているが、開催状況が1ページ目であり、それに入っているように、証券会社からのヒアリングを全部で14社、それから、法律事務所、格付会社からのヒアリングが5社ということで、ヒアリングをすると同時に、まず最初にやったのは、必要なアドバイザーの募集・選定の基準についても実務検討会で議論していただいた上で、この基準を対外的に公表して、その公表された基準に対するパブリック・コメントの結果も最終的な基準に織り込んだ上で、実際のアドバイザーの選定に関する審査を今月に入って実際に実行して、先般6月20日にその結果を発表している。その結果が3ページ目に入っているが、正のアドバイザーとして大和証券エスエムビーシー株式会社、サブとして三菱UFJ証券株式会社ということに決定した次第である。

今後のスケジュールであるが、資料2-1の1ページ目にあるように、このアドバイザーとともに、まず証券化スキームの検討をやっていく。そのスキームの検討で一番重要なのは、いわゆる具体的な証券化の対象になるローンの選定をした上で、基本的にこれはバルクになってくると思うが、1つの大きな観点としては、地方公共団体というものをそのまま入れるかどうかといったような点も含めて、対象の選定等についてスキームの検討をして、そのスキームが決定したら、そのスキームを前提とした上でのコンピュータシステムを整備していく。このシステム整備が少し時間がかかるということで、その整備が終わった段階、恐らく10~11月に、実際のアレンジャーの選定を行う。このアレンジャーの選定は、基本的には競争的な入札方式になってくると思う。

それと並行して、証券化した商品に関する格付けの取得ということをやっている、最終的には来年1~2月にかけて、具体的な証券化を実施していくということになってくると思う。

今日はその点と、もう一点、この資料2-1の実務検討会の第9回のところで「財政融資資金貸付金の証券化のメリットについて」の紹介をしたいと思う。

これは資料2-2の方であるが、最初の1ページ目の方はもともとの18年7月7日の閣議決定である。

2ページ目の方に、18年9月のこの専門調査会における中間整理の部分で、このメリット、コストに関係する部分が2~3ページで紹介されている。

4ページの方に、従来から説明している概念図として、いわゆるメリットがコストを上回るのではないかとということで、いわゆる財政融資資金のマチュリティーラダーが完全に一致していないという部分について、上が出っ張っている部分につい

て証券化をして、これを現金化して、下の方の負債の方で出っ張っている部分については、これを手当するという概念図が4ページである。

5ページの方に、いわゆる2001年の財投改革の前の姿と財投改革後の姿の主要な点について載っているが、非常に重要な点は、5ページの左側に入っているように、財投改革前は基本的に郵貯等からの強制預託ということが財政融資資金の負債側に入っていたので、調達側の期間が主として7年ということに対して、運用側の方が5～30年ということで、ここに大きなミスマッチがあった。

その後、財投改革後は調達について、財投債等によって、年限についてもこれをいろいろ対応するということで、ほぼ、資産側の運用期間と、負債側の調達期間がマッチングしてきたところである。

そのマッチングについては、次の6ページを見ていただくと、2つの概念を使っており、一つめがデュレーションということで、一番上の箱のすぐ下に「デュレーション」の右側に「償還期間ごとに資産又は負債の割引現在価値を償還期間で加重平均したもの」という説明が入っているが、このデュレーションのベースで見ると、現在、18年度末の見込みで資産側が3.71年に対して、負債の方が3.66年ということで、このギャップが0.04年というところまで非常に小さくなってきている。

しかしながらということで、次の7ページの方を見ていただくと、これが具体的なマチュリティーラダーの図、前のページの概念図をもう少し精緻にしたものだが、この図で見ていただくと、20年度を別にすると、22年度、25年度、大きいところでは28年度、それから、30年度から32年度ぐらいにかけて、資産側の部分のマチュリティーラダーの方は出っ張っている。一方、負債側の方は23年度であるとか、26年度のところが出っ張っているということで、ここに将来的な金利リスクというものが潜在化しているというところである。

そこで8ページ以下であるが、ここはまず、今回、2種類のシミュレーションをやった結果が載っており、最初に8ページのところでモンテカルロシミュレーションによるところのEarning at Riskの分析をやっている。

その具体的内容は、次の9ページを見ていただくと、まず資産のポートフォリオとして、資産側が105、負債側が100という前提を置いて、それで資産の方は20年かけて毎年均等に5.25の回収を受ける。一方、負債の方は、初年度から10年度までが毎年5.9、11年度から15年度まではゼロ。それから、16年度から20年度までは毎年8.2ということで、ここではいわゆるギャップというものを一応置いている。

そのギャップを前提とした上で、その次のページの方に、非常に極端というか、わかりやすいように、証券化Aの方を、このギャップを完全になくしてしまう。マチュリティーを一致させるような証券化を実施した場合のEarning at Riskの計算である。

証券化Bの方であるが、これはインテンショナルに、マチュリティーが一致しないような証券化を実施した場合にどうなるかという前提を置いたわけである。

その結果が、次の11ページを見ていただくと、半分から上の方に3つの図が入っているが、一番左側が基準ポートフォリオなのに対して、真ん中が完全に一致させた場合である。それから、一番右の方がむしろギャップが存続するというか、拡大した場合のシミュレーションをしている。

これを見ていただくとすぐわかるように、真ん中の部分では期間損益がマイナスになるというのが、99%の場合から1%まで取っても全くないということになっているのに対して、一番左側の方の、もともとのスタート地点の期間損益で見ると、下から3つ目ぐらいの25%ぐらいでも若干マイナスになる部分があるし、5ないし1%でいくと、やはりここでマイナスになるところが相当出てくる。それから、一番右の方は、やはりマイナス部分が非常に多数の場合に出てくるといった形になっている。

12ページは、今のシミュレーションを基本的に累積で取ったものであり、これは基本的に同じような格好になっている。

14ページの方に飛んでいただいて、もう一つの考え方として、いわゆるパール(VaR)の分析というところで、証券化の前後を比較して、証券化後のリターンの改善あるいはリスク比のリターンの改善が見込まれる場合には、リターンが悪化しない範囲でリスクが軽減されたと判断されて、当該証券化による効果があるというふうに確認されたのではないかとということで、ここに証券化Aで、一応、その前提としてコストが2%という場合から、もっと大きな、3%、4%、5%の場合のパールの分析をやっている。これを見ていただくと、当然、証券化するので、資産平残が105から78.75まで減ってくる。その場合の累積損益というものの平均を出してみても、それと同時にリターンを出し、それから、標準偏差を出した上でリスク分のリターンを出した上で、いわゆるシャープレシオを取ってみると、この場合、2%か3%部分であれば、一番右の方を見ていただくと、これがプラスになってくるということである。それから、右から2つ目のところを見ていただくと、リスクの中のリターンというところが、いわゆる基準ポートフォリオの1.854と比較して、この場合の-1.00%を取った場合に、2%、3%、4%部分では、一応、その数字が大きくなってくるといった結果になっている。

だから、勿論、これを実際にやる場合は、具体的な証券化の対象になる資産等を実際のベースにして、もう一回、同じような分析をしないと、そこははっきりしない点はあるのだが、一応、こういう格好で、そういうふうなケースも十分あり得るという形の試算をやってみて、これについて証券化の検討会に諮って、基本的にはそういうようなケースも十分あるということについて了解をいただいたところである。

(野村金融WG主査) ただいま財務省の方から「財政融資資金貸付金の証券化に関する実務検討会」における取組みの進捗状況を御説明いただいた。特に最後の資料2-2というところについては、先回の私どものワーキンググループにおいても大変中心的な課題となった証券化のメリットに関する御説明をいただいているところである。

さて、そこで、今、御説明いただいたことについて、委員の皆様方の中から何か御質問、御意見等があれば頂戴できればと思う。

(村岡委員) 証券化のメリットの中で、3ページの2つ目、3つ目ののところ議論されていると思うのだが、この証券化マーケットを日本で育成していくことのメリットについてどんな議論があったのか、もう少し教えていただけないか。せっかく今回、国が主体的に証券化をやっていくわけであるから、日本の証券化マーケットを育てていくということも併せてやっていくべきと思っている。

やはり、今の日本の証券化マーケットの現状を見ると、なかなか投資家サイドから見ても使い勝手が余りよくない。それから、金融機関にとっても、まだ利便性が高くないのが現状ではないかと思っている。これは投資家サイドからすれば、本来、証券化商品として流動性の高い商品、すなわち売りたいときに売れる、買いたいときに買える、しかも、情報開示は十分になさされていて、プライシングも適切なものなるべく取れるというようなものが本来望ましいと思うのだが、なかなかそこまで行けていないのが現状ではないかと思う。

今度は金融機関サイドからしても、特に銀行だと思うのだが、ローンで持っているのか、証券化商品でアセットを持っているのか、実態的にあまりリスク管理の点では変わっていない。本来であれば、銀行はリスクの管理のために証券化を行う。それが一つのメリットであると思うのだが、なかなかそういうところまで行けていないのではないかと理解をしていて、その辺りも日本の証券化マーケットに厚みのあるマーケットができてくれば改善に寄与できるのではないかと思う。その辺の議論がいろいろされたのではないかと思うので、少し御紹介いただければと思う。

(野村金融WG主査) 今、御指摘のあったものは資産債務等専門調査会の報告書であり、私は、この中間報告・中間整理が終わった後から専門調査会に参加しているので、こちらの方の報告書自体を承知しているわけではないが、これは財務省がとりまとめたというよりは、この経済財政諮問会議の下に、今、置かれている専門調査会の前身となる委員会のところでとりまとめられているものということである。

そこで、これを財務省にどうかと聞くのも筋違いのところもあるかもしれないので、まず最初に内閣府の方で、ここのとりまとめに当たってどういう議論があったのかということをお説明いただければ、今の村岡委員の方の御質問に少しお答えできるかと思うので、少し御説明いただきたい。

(松山審議官) 主査の整理していただいたとおりなのだが、ここでは、1つは現時点における証券化マーケットの規模が数兆円、10兆円にはなかなか行かないという事実があり、その証券化自体、これは10兆円というのが一つのメルクマールになっているが、国有財産、財融の貸付金の証券化の規模というのがこなせるのかどうか。

更に、それより大きな規模を目指すべきではないかという議論も、この前身の専門調査会の時代にいろいろあった。そういうものが果たしてこなせるのかどうかという議論があって、ただ、現時点のマーケットの規模を所与として考えるのではなく、そういう証券化を行うことによってマーケットを育てていくことにも大きなメリットがあるというようなことで、こういう整理が一応なされたものと思う。

(野村金融WG主査) 私は個人的には、今、村岡委員がおっしゃったことは大変重要なことだと思っていて、まさに、この国においてこのようなマーケットが拡充していくことは非常に望ましいことだと考えている。現状、まさに委員がおっしゃったとおりで、期待に相当遅れているという現状があるかと思うので、それが一つのメリットとしてとらえられるのであれば、より規模の大きな展開をしていくということにもなると思うのだが、財務省の方の今回6月に行われたこの会議では、特段、この辺りのところは議論はなかったのか。

(小手川次長) 第9回の会合ではなかったのだが、第2回から第6回にかけて、証券会社からヒアリングをいろいろした中で、この点については言及されている部分がある。

1つは、鶏が先か卵が先かという問題があるのだが、一つのポイントは、投資家、いわゆる機関投資家も含めて、具体的に投資決定するマネージャーの方が毎年一定の投資の枠を持っていて、なかなかその枠を大きく変更するという事は急にはできない。そうすると、例えばいろいろな株式とか、国債とかにどういうふうな投資をするか、その枠を変更する必要があるわけだが、当然、その枠を変更する前提としては、マーケットにそれぞれの商品がどれぐらいの規模であるかということが一つのポイントになってくる。したがって、今回の証券化の結果、証券化という商品のマーケットが大きくなっていく。当然、投資家の方もその枠を大きくしてくるということで、全体、非常にマーケットが活発になってくるということがあるのではないかとということが中心的なテーマであったと思う。

そのためにはということで、我々が考えているのは、1つは、第1回目の商品についてはいきなり数兆円ということになると、これは非常にマーケットに対してむしろ混乱要因になってしまうので、大体、皆さんの話を聞いたところでは、1本1,000億円ぐらいで入っていくのがいいのではないかとということで、今年度中には1本1,000億円のものが、もし時間的に間に合えば2本、最低1本ということで考えている。もう一方で話があったのは、その後、これが定期的にマーケットに出てく

るといことが非

常に重要で、やはりシリーズ性がないと投資家の方としてもそういうような枠を維持していくということが難しいので、是非とも継続的に発行してほしいという話があったところである。

それから、具体的な買い手、投資家の層としては、今回、証券化の商品の設計にもよるが、大体意見が多かったのは、期間の長いものを10年というふうにと考えると、やはり生保とか年金が主要な投資家だろうし、一方で、短い方、3年とか5年とかということであれば、地銀などが多分興味を持ってくるのではないかというような議論があったところである。

このほかに、この証券化商品の位置づけにもよるのだが、言わば国債とほぼ同様なものというような意識を持つのであれば、今、円建て資産を欲しがっている海外の投資家も興味を持ってくるのではないかというような意見があったところである。ただ、海外の投資家については、税の源泉徴収の問題があるので、これが直ってこないとなかなか難しいのではないかという意見ももう一方であったところである。

(野村金融WG主査) 翁委員、どうぞ。

(翁委員) 前回は議論があったけれども、この証券化スキームにおいてどういうローンを選定していくのかということに関して、今、どのような議論が行われているかについて教えていただきたい。

(小手川次長) まさに、その点は今後、私どもがアドバイザーと相談しながら決定していくことになると思う。

証券会社からのヒアリングでは、大きく2つに分かれており、半々というか、若干多数が地方公共団体は最初は少なくとも入れずにスタートした方がいいのではないかと、一方で、残りほとんども最初から地方公共団体なども入れてスタートすればいいのではないかとということであった。

一応、その理由としては、まず後者の方は、やはり証券化の一つの目的というのは、分散化投資によるリスクの回避であるので、そうすると、財投機関だけだと全然数が少ないので、その点、地方公共団体だと非常にいろいろな団体があるため、そういう面でも良いのではないかとというのが一つの意見である。

一方、前者の方は、地方公共団体については実はまだ市場公募で資金調達できているところが非常に全体的には少ない数である。したがって、それを新たに引き込もうとすると、例えば新規に格付けをしないといけないということも非常にケースとしては多いので、非常に時間がかかるのではないかとということである。それから、財投機関だけであれば、これは現時点で既にほぼすべての機関が極めて高い格付けをもらっているため、そうすると、時間的にも非常に短期間でできるし、証券化商品としても非常に高い格付けがまず間違いないので、そういう意味で国にとっての



コストが低いのではないかというのが主要な意見であった。

(翁委員) 今後、どういう道を取るかが非常に重要だと思うのだが、そこはアドバイザーと、ここの検討会で議論する方向で、今、お考えになっておられるのか。

(小手川次長) 現時点では、この対象資産の選定については、全く白紙の状況で、これからその点についてはまさに一番中心的な問題として検討していきたいと思っている。

(翁委員) 要は、財務内容に留意が必要な対象先債権を証券化することに伴うコストの顕在化について、それを是として進めるのか、それとも、それを短期的にはマイナスであり、回避して進めるのかという、そこは証券化のスキームをどういうふうに考えるかということに関わってくる、重要な論点だと思っている。

(野村金融WG主査) まさに、そこはクルーシャルな問題だと思うが、何かあるか。

(八代会長) まさに、翁委員がおっしゃったように、若干、目的が小手川次長としては最初だから慎重に安全なものから売っていくというのは、最初はそれでいいと思うのだが、長期的に見れば、やはりリスクのあるものも売らないと、適切なポートフォリオはできない。翁委員がおっしゃったように、リスクをきちんと評価していくことが大事だ。

だから、地方公共団体だけではなくて、やはりほかにもいろいろあるであろうが、そういうようなものを、この研究会でも当然スケジュールには乗ってくると思うが、そこは是非、時間の方はまた別だと思うが、白紙ではなくてやるという方向で是非お願いしたいと思う。

(小手川次長) 実は、まさにその点との関連で、いわゆる具体的な信用リスク等のことについては特に余り議論はない状況である。実際にどれぐらいコストが生じてくるかというのは、実は具体的な商品の問題で、格付けにかかっている。

実際、今回、私どもは全部で5社、要するに全社のヒアリングをして、非常に新規の発見という感じも随分したので、一つの方法としては、格付機関についてはこちらの方で一度呼んで話を聞いてみるのも、非常にいい機会だと思う。

(野村金融WG主査) いずれにしても、ここでの議論というのは、常にメリットというものをどういうふうにとらえるのかという話があって、また、コストも顕在化することを恐れずに大きく出していく可能性もあるのかということも議論しているわけであるが、残った時間を費やして、できれば委員の皆さん方からも、引き続きこのメリットとコストの話をしていただければというふうに思う。

とりあえず、今までもここで議論があったように、必ずしも数値化できないメリットというようなもの、先ほどのマーケットの育成とか、こういうものも含めて広くメリットをとらえていくと、多少お金がかかっても、ここで一気にやるべきこともあるのではないかという議論はたくさんあると思う。それに対して、やはり財

務省の方から出ている今までの御説明というのは、極めて精緻化された数値上の評価の下に、これが合理的な範囲であるという御指摘であって、これは両論あり得ると思うわけである。

ただ、それを国民の立場に立って何が望ましいのかということを検討していくのは、ここの私たちの専門調査会でもあるし、ワーキンググループでもあると思うので、少し議論が平行になるかもしれないが、今、この機会にもう少し、このメリットとデメリット、あるいはコストの話を委員の方々の知見でお示しいただきながら前に進めていきたいと考えている。できれば、やや時間も限られているので、それぞれの委員からその点についてお考えがあったらお示しいただければと思う。

(富山委員) メリットのうちの一点で、さっきの分散化の議論に戻るが、多分、このタイプのローンに関して、プールをつくったとき、ほかの分散効果があるかという、あまりマーケット・トラックレコードというのはない。多分、この辺が一番難しいところで、ヒアリングされた方もトラックレコードがないので、どのぐらいリスク・リターン・フロンティアでフロンティアが上に上がれるかというのは、多分、よくわからないと思う。わからないと、やはりどうしてもやや保守的な方向に答えが行くと思う。

ただ、これもさっき小手川次長が言ったように、鶏と卵みたいなところがあって、普通に純粹理論的に考えると、一般の財投機関と地方公共団体は基本的にはリスク・プロファイルは一致していないので、勿論、信用率に関しては似たような、金利に関しても同じ方向に向かう。しかし、ほかの要素に関して普通は別の方向に向かうはずなので、マルコビッツ的に考えると、やはり本当はプーリングした方がいいという議論に、あるいは後でむしろ違うプロファイルに入れようとする、むしろ地公体とそうでないものを組み合わせた方がいいということにもなると思うが、この辺、例えば、それこそ海外とか何かそういうもので実際に似たような組み合わせのときに、どのぐらいリスク・リターン・プロファイルで上がれるのかという、その辺はだれかからうまく聞けないのか。

(野村金融WG主査) 何か情報をお持ちの方はいるか。

(富山委員) 少なくとも、株式の世界では明らかにフロンティアがあるわけである。これは明白にそうであるわけで、実はそのメリットが一番大きいから、みな証券化されるわけである。

(村岡委員) それは、マーケットの人間に聞いて、海外のデータを取るということは可能だと思うが、ただ、いずれにしても、やはり類似の事例を持ってきて、そこから推測をする。日本の今の地公体のようなリスクを入れてポートフォリオを組んだ場合に、どの程度のリスク分散効果が出るのかは本当に推測の域をまさに出ない。

話は変わるが、恐らく、分散効果の問題よりも、現実的に大きいのは取引コスト

の方ではないかと思う。取引コストの方は、時間軸をどれぐらいで見るかによってメリットの判断の仕方が大きく変わってくる。要は、当初の1～2年間で見れば、当然、取引採算が合わない、メリットが出ないような水準であったとしても、3年、5年、10年、あるいは更に大きな長い時間軸で見れば十分にコストが合ってくる可能性というのは十分にある。

取引コストの中で大きな部分というのは、先ほど小手川次長の御説明にあったとおり、格付機関による格付けコストと、それから、アレンジャー等に払うアレンジャー費、この辺が一番大きな部分だと思うが、これも、時間軸をどのように前提をおいてヒアリングをするかによって水準が変わるし、どれぐらいの規模になったときに、果たしてどれぐらいのコストまで下げられるのか。その点をマーケット関係者からヒアリングをした上で、判断をするのが望ましいのではないかと思う。

（野村金融WG主査） 今、富山委員あるいは村岡委員からお話のあった辺りは、財務省としてはどうか。

（小手川次長） 基本的にそうだと思う。まさに、委員がいったとおり、いわゆる証券化というのは、本来は例えば景気に強いところと景気に弱いところというのが全部バルクの中でうまくちりばめられていていいということだが、特に地公体の場合、いろいろ格付機関の話聞いていて、ある意味でびっくりしたというか、私はアメリカで勉強したこととは全然違うという感じがしたのは、要するに地公体にとっての一番のリスクというのは、いつ国が制度として地方交付税というものをなくしたのかという制度的なリスクというふうに格付会社の方は把握していて、例えば個別の地公体の財務内容がということにも、そういう制度的な面になっているというのが一つポイントではなかったかと思う。

もう一点、今回、いろんなヒアリングを通じて感じたのは、確かにマーケットはマーケットだが、マーケットは本来、エフィシエントなはずだが、マーケットの中に一定のノームというのができていようところがあって、例えば実際に聞いてびっくりしたのは、今回の商品を扱う担当部門が、いわゆる公益法人部という、基本的に国債をやっている部門が扱うのか、それとも、証券化をやっている部門が扱うのか。具体的なディスカウントの率、すなわち、政府にとってのコストが全然違ってくるということがはっきりしている。

端的に言うと、公益法人部が扱うと日本国債にプラスの世界という発想になるのに対して、証券化を担当している部門が扱うと、これはアセット・バック・セキュリティーズのいわゆるマーケットにおける基準の金利からマイナス何%という発想なので、どうしても日本国債プラスから行った方がやはりコスト的には全然低いものになってくるといったようなこととか、私たちが従来考えていた以上に実際には存在するノームというものが非常に難しいというか、面白い問題のような感じがして、その点について、この場では格付け機関とか、まさに専門家の話を聞か

れると非常に面白いのではないかと思う。

（野村金融WG主査） 今、次長の方からもお話があったように、そういったような、まさに格付機関なども可能であれば、我々の方のこういうワーキンググループなどでもヒアリングをするということは必要であるとは思ったが、その辺りは可能かどうかも含めて事務局の方とまた御相談させていただこうと思う。

ほかにメリットとして、これまでも幾つも出てきたものがある、特にどういうふうにリスクを分散していくということが描けるのか。そういう話もこれまで出ていたかと思うが、まだ議論が漠然として、精緻化されていない部分もこれまでの議論の中であったかと思う。我々の方の考え方ももう少し深化させる意味で議論を少し深めていければと思うが、この辺り、何かほかにメリットとして私たちが言っていたことについて、財務省が出しているほど数量的な裏づけがないにしても、もう少し精緻に、このぐらいのリスク削減効果があるのではないかと、こういうロジックになっているのではないかとというようなことがもしあったら、いかがか。

（小手川次長） それから、今回、実際に審査をやってみて、証券化自体のメリットということではないと思うが、一つの発見としては、やはりどうしても証券化ということになると、実際にやるのは証券会社だが、証券化の基になるアセットというのは基本的に銀行から出てくる例が大部分なので、そうすると、今、日本で証券化を一生懸命やっている証券会社というのは、銀行とグループを持っている、あるいは銀行と特定の連携の関係があるというところが一生懸命やっている。証券会社の単体のところというのは、あまり証券化について今までやっていなかったという傾向があるということは非常にはっきりしたので、まさに、この証券化をやっていくと、その辺についてそれぞれの金融機関のトップがどういうふうに経営の問題として考えるかという問題が当然出てくるのではないかという感じがした。

（野村金融WG主査） 委員の皆さんで、何かほかにメリットの面についてはどうか。

当初、私どもの方のイメージとしては、ざっくりと言えば財務省から出ているマチュリティーラダーをベースにした最初の取っかかりとして示されている数字というのはちょっと小さいのではないかというイメージがあったわけだが、そうすると、どうしてももうちょっと大きくということになってくると、小手川次長が前から説明いただいているように、コストの方が表に出るという話になっているわけだ。しかし、その規模との兼ね合いの中で、このぐらいでコストが仮に見た目のコストがあったとしても、それを凌駕するだけのメリットが説明できるというものがあれば、もう少し前に進めるというのもあるかと思うが、そう極端に、ものすごく大きなロットでやると、これはむしろマーケットを破壊するし、そんなことはだれも期待していない。

しかし、今、出ているのは小出しにし過ぎるのではないかという意見もある中で、

その辺り、我々はどう、今の財務省のスタンスを評価していくのかというのがあると思うが、その辺りで何か、多少、このぐらいコストが出てもらった方がいいのではないかというのではないのか。

やはり、財務省としても将来的にはなるべく荷物は小さくしていった方がいいわけである。だから、それを可能であれば少しでも早目に前倒しして、荷物を下ろしていくという加速化という問題もあるかと思うが、その辺り、富山委員とか何か意見とかはあるか。

（富山委員） 多分、この議論は限界効用が一番高いところから手を付けたらこうなったという話で、これは異論がなくて、次の限界効用、ステージ2に行くかどうかという議論である。

多分、そこで出てくる話というのは、市場をつくるという議論もあるが、くどいようだが、やはりむしろ特に残余の問題という最終的には借手側の問題なわけで、借手側に対するマーケット・ディシプリンをどう効かせるかという話で、そのために財投機関債という試みもあったと思うが、財投機関債は意味があったか、なかったという議論も、一方でやっているが、学者的にあったか、なかったか、白か黒かという議論は、実はマーケット・リアリズムの観点で一番無意味な議論で、要はガバナンスなどというのは、効くような方法があったらいろいろな方法でやればいいわけである。

その観点からすれば、やはり自分のところに対する貸出債権が市場で流通する可能性がある、あるいは実際流通するというのは、実はすごくいいことであって、日本の不良債権問題が深刻化した問題も、実は背景にはローンマーケットがなくて、結局全部自己査定と金融庁の検査以外に、マーケット・ディシプリンが働かないというのが、やはり問題が深刻化した1つの背景なわけである。

そういった意味合いで言うと、どんな形であれ、その会社の借手の評価というものが、いろんな形でマーケットされるということは、1つより2つ、2つより3つ、3つより4つの方がいいに決まっているわけだから、そういった意味で言うと、財投機関債というのは、その財投機関自体が発行するかどうかを決める、ある意味では選択権があるが、証券化というのは、機関の場合にはこちらが勝手に売ってしまうわけだから、選択権がない。そういった意味合いで言うと、私はガバナンス的なマーケット・ディシプリンによるガバナンス効果というのはある方法だと思っているので、少なくともここであるマチュリティーラダーの問題の領域を超えて、追っ払ってしまう可能性は十分あるというシグナルが出ているということは、少なくとも結構インパクトがあると思う。

実際、一般企業の債権、貸付の問題でも、ある会社に対するローンが市場で流通し始めるというのは、借手に対してすごいインパクトがある。実際、日本リースなどでも、すごい勢いで対日本リースの、特に無担保債権辺りがどんどん売買され始

めると、大体そこですぐ相場というのはマーケットでは出て、どうも10%ぐらいで売られているらしいというのが広がってくると、やはり会社側はすごい勢いでびしっとする。それは私は効果として、実際現実に見てきたので、それによって借手側がきちんと締まるという効果というのは、やはりばかにできないような気がしているので、その部分というのは、大いに評価すべきだと思うので、債券格付け的には比較的低格付けのものに関しても、少なくとも政府としては売却してしまう可能性があった。要するにフェア・マーケット・バリューであれば、売却してしまう可能性があるということは、シグナルとしてマーケットに出しておいた方がいいような気がしている。

(野村金融WG主査) 今のような御意見はいかがか。大変説得力のある意見かと思うが、ほかに何か意見はあるか。

(翁委員) 私も富山委員の意見に賛成で、財投機関債であっても、関空などの財投機関債は流通市場において、財務内容が悪いためどうしてもプレミアムが高くなっているということで、やはりローンのプライシングというか、そういう評価にさらされるという点で、1つのディシプリンが働くというのは意味があると思う。

1つ質問として、八代会長に伺いたいのが、独立行政法人の見直しをしていくわけで、そういう意味では、今ある財投機関についても、例えば組織形態が変わるとか、そういう可能性もあるわけである。民営化や廃止を決めつつ、財投機関向け貸出の証券化を行うということ、どういうふうに全体として整合的にやっていくことになるのか。

(八代会長) たとえ形態が変わっても、資金調達はどっちみちしているわけだから、当然それは継続性もあるし、ここでは当然独法も対象にするわけだから、逆に、富山委員が先ほどいったように、しっかりさせるための道具として証券化をむしろ進めていく。変わったらどうなるかという意味よりも、本当から言えば、先に証券化することによって、もっとしっかり変わってもらうように促進させるということも考えられる。これは早急にまた独法化の問題をやりたいと思うが、まず、今、財務省がやっているものをモデルにして、次にそれを独法化につなげていきたいと考えている。

先ほど小手川次長がおっしゃったディシプリンと言っても、民間の金融機関の方でも二重のディシプリンがある。つまり、国債部とか証券部で違うという市場のひずみというのはどうしたらいいのか。

こちらで選べるのか。どうせどちらの部でやるというのは向こうが選ぶ。

(小手川次長) 実は、今回審査をするときに、当然、そういうことをバックに置いて、どういうふうな考え方で証券化を進めていくかというプレゼンテーションがあって、当方としても、今、言ったようなことは頭に置いた上で選択した。

もう一点、本当にマーケットに任せるとなれば、極端な話は、もう財投機関を全

部民営化して、全部一般会計にお金を抜いてしまうというのが一番わかりやすい。だから、まさにそういうのは政策判断の問題だと思う。

（八代会長） けれども、逆に民営化するかどうかを1つのそれで判断するという形もあるわけである。それは逆か。

（翁委員） 民営化するかどうかの判断は、この証券化ではできないと思う。やはり、政治が決めていく問題である。ただ、財投債権の証券化は事業の効率化に向けたディシプリンとして働く可能性があるということであると思う。先ほど伺ったかったのは、独立行政法人の見直しの作業は今年やると思うが、財投債権の証券化の対象債権の中に民営化が決まるような債権が入ってくる可能性もあるわけで、証券化商品を組成する際に、どのローンを入れるかというところにいる議論があり得るのではないかと、思ったのだが。

（小手川次長） 今のところ、当方としては、民営化が予定されている金融機関も排除しない。ただし、基本的にこの証券化の商品はバルクなものだから、そういう意味では、個別の機関についての判断というのが、市場がすぐには出てくるものではないという限界があると思う。

もう一点、やはり重要なことは、今回の審査でもそこを非常に重点的に見たが、最初から出ている問題として、日本の場合、やはり流通市場がどうしても薄いという問題がある。したがって、今回証券化をすれば、そういう意味での流通市場がもう少し厚くなっていくのではないかと。したがって、今回証券化をするときに、流通市場を頭に置いて、どのような商品をつくり、どういう販売ルートをつくるのかという点については、当方としても、審査基準の中でそこに重点を置いて見たところだ。

（村岡委員） まず先ほどの金融機関の担当部署によってコストが変わり得るという話だが、それは仮に安いコストで一旦証券化ができたとしても、市場で流通する際に、果たして適正なプライスかどうかがポイントだ。言い方を変えると、流通市場で投資家から受け入れられるような適正なプライシングになっているかどうかというのがポイントである。証券化実行時に一番いいプライスを取ることだけが目的ではないと思うので、そこはアドバイザーの方にしっかり判断してもらい、適正なプライスを付けてもらうようにするということが重要ではないかと思う。

もう一つ、先ほどのコストの点だが、一番重要な点は、ガバナンスのポイントをどういうふうにコストで勘案するのか。現状は投資適格の評価は出ていないが、一定の改善をすることによって、投資適格程度の水準に出来ていけて、その結果として証券化のポートフォリオの中に入れられるようになる。そのための改善の努力をしてもらう。これは一定期間かかるかと思うが、それぞれ努力してもらって、クレジットをそれぞれ引き上げてもらう。情報開示を進めてもらうなり、あるいはそれなりの信用の改善に努めてもらう。

その部分というのは、定量的に評価し得る改善項目だと思うので、それに見合うだけのコストはかけてもいいという議論ができるのではないかと思います。

( 富山委員 ) そういう意味で言うと、逆説的な過激なことをあえて言うが、むしろこの低格付けだと売り払ってしまうぞという方が本当は効く。ディスカウントをすごくかけて売り払い、あなたのところの債券はやってしまった方が、本当はプレッシャーがかかる。

実は、民間の貸付債権のローンマーケットのディシプリンはそちらで効いていた。さしもの銀行に売られてしまったらもうおしまいというのが効いていたので、実はそういうところもあるので、政策的に難しいが、そういう加減にはできないということもわかっているが、要は、どんな形であれ、割とこれは多分効く。

そういう意味で言うと、今、村岡委員が言ったようなプレッシャーというのは、実はそういうことが起こり得るともっと効く。要は、小手川次長のところに売り払われないうちに必死になって改善努力をするというディシプリンが働くようになると、本当はいいが。

( 野村金融WG主査 ) もう時間の方も限られているので、今日の議論はそろそろと思うが、私が個人的に思うのは、やはり仮にコストが出たときに、国民に納得感があるかどうかというのが大切だと思う。国民にどういう説明がなされていけば納得感が出るのかが重要だ。

かつて、不良債権問題を処理したときには、例えばりそな銀行に2兆円のお金を入れた。そのときは、結果的には採算がとれるように経済情勢は変わったわけだが、入れたときには返ってくる保証は全くないわけで、結局国民負担が生じるということを経験してもらって、お金を入れているというのがあって、それでもかつて住専にお金を入れたときに騒いでいた国民とは全く違って、何か納得感があったわけである。それはどういうメッセージが送られていたから国民はそのコストを受け入れたのかということちょっと考えてみる必要もあるかなと思う。

今回、やはり証券化するコストの債権は、確かに債務者の問題でもあるが、実は貸手の問題でもあって、貸手の問題というのでも、1つ出てくる可能性はあると思う。

でも、他方において、またマクロ経済環境の変化というのも実はあって、このマクロ経済はいわゆるバブルである。バブルが崩壊したことによって傷んでいる債権というのもあるわけであって、それというのは、何も清算しないまま温存して、ずっと先に送っていくよりは、一気に解決するというのを国民は選択する可能性もあるような気もする。

そうすると、国が持っている債権全体の中に、そういうのがどのぐらいの量があって、どのぐらいの国民がそれを処理してもらいたいと思っているのかとか、あるいはどこにどういう問題点があるのかということクリアーにできるのであれば、その辺りから糸口を見出していくという可能性もあるのかとは思う。



無理かもしれないが、いずれにしても、国民がどういうメッセージを受ければ、多少コストが出て、それは当然国民が負担すべきコストだと思ってもらえるのか。そういうところを探っていく努力がもうちょっとあってもいいのかという感じもする。

（翁委員） 先ほど、地方自治体については、格付けをする必要があるから、時間がかかるかもしれないという説明があったが、こういう証券化をきっかけにして、そういったところの財務をデュー・デリジェンスして、しっかりと格付けをしてもらうということによって、より地方自治体の方にもディシプリンが働く。だから、それを広く対象をかけるということをアピールすることによって、そういった動きにつながっていくと、より望ましいと思う。

（八代会長） そのためには、一定の猶予期間を置いて、やはりアナウンスを事前にしておく必要がある。だから、そういうタイミングの問題のようなものも議論する必要があるかと思う。

（野村金融WG主査） 普通の企業、借手とは違って、実は自分たちが生活していた場所が、無駄遣いをしていた。ひいては、自分たちの暮らしの問題でもあったというのは、国民は実は薄々感じているところもあるわけである。

そうすると、責任論というの、実は自分たちが今までのずるずるとやってきたものが、こういう状態になっているから、そこはある程度、早目に解決してもらった方がいいというロジックが出てくる可能性もある。だから、そこはまさに翁委員がおっしゃられたように、デューデリの問題と、今後は、そういうことを起こさないためにということで、富山委員がおっしゃられたような新しいディスプリンが働くような、そういうような環境に変えて行くということに結構、納得感が出てくる可能性もあるような気もする。是非、その辺り極めて科学的なことも、全く正しいというふうには思うが、ここを一步超える、何かロジックを少し見つけ出していた方法はないのかと、そんな印象を持った。

（小手川次長） 1つの入口としては、今、総務省でやっている、いろいろな情報開示等新しいシステムがどういうふうに、今後、動いていくかということが1つあると思う。

もう一つの入口としては、今、市場公募債が実際に発行されているので、その市場公募債を実際に引き受けているところとか、そのときに、実際に格付けをしているところの方からも話を聞かれて、それについてのインサイトを深めるというのが、1つの方法だと思う。

（野村金融WG主査） ちょっと私の方のまとめは思いつきで余りぱっとしなかったが、今日は大変有益な御意見をたくさんいただいた。今の財務省の議論の進捗状況もわかったし、また、小手川次長の方も格付け機関から意見を聞いたら、いろいろとまた新しい知見があったというお話も御示唆いただいているので、私どもの方

もできるだけ取り入れながら今後の検討を進めていきたいと思う。

私の方にいただいている時間は以上なので、特段ご意見がないようであれば、今日のところは責任を果たさせていただいたということにしたい。