

第12回金融・資本市場ワーキンググループ議事要旨

(開催要領)

1. 開催日時：2008年1月28日(月) 16:00~18:00
2. 場所：中央合同庁舎4号館509会議室
3. 出席者：

主査	上村 達男	早稲田大学法学学術院長
メンバー	伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授
同	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
同	大崎 貞和	株式会社野村資本市場研究所研究主幹
同	菅野 雅明	JP モルガン証券株式会社チーフエコノミスト
同	松本 大	マネックス・ビーンズ・ホールディングス株式会社 代表取締役社長CEO
同	安田 隆二	一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授
	加藤 勝信	内閣府大臣政務官(経済財政政策)

(議事次第)

1. 開会
2. 議事
今後の証券化市場の方向性
3. 閉会

(配布資料)

- 資料1 第一次報告のその後の動き
資料2 江川由紀雄 ドイツ証券 証券化商品調査部長提出資料
資料3 赤井 厚雄 モルガン・スタンレー証券 証券化商品部
マネージング・ディレクター提出資料

(概要)

(上村主査) それでは、ただいまより「金融・資本市場ワーキンググループ」第12回会合を開催する。皆様におかれては、お忙しい中を御出席いただき、感謝申し上げます。

本日は、加藤勝信内閣府大臣政務官に御出席をいただいたので、加藤政務官から、一言ごあいさつをいただきたいと思う。よろしく願います。

(加藤政務官) 本日は、大変お忙しいところ、こうしてお時間を割いていただきありが

とうございます。大田大臣は、ちょうど今、平成 19 年度補正予算の質疑が行われている衆議院予算委員会に出席しているため、代わりに私が出席させていただいた。

本日も議論いただき、今後の証券化市場の方向性等の問題は、まさにこれから、特に予算委員会等を中心に、大変大きなポイントになっていくと思う。また、福田政権にとっても、こうした問題にこれからどう対応していくのか、どういうメッセージを出していくのか、大変大きな問題になっているところである。

そういう意味では、ここでの議論を更に詰めていただき、今日は伊藤メンバーもいらっしゃるが、経済財政諮問会議を通じて、更にそれを磨き上げていただいて、これからの施策に大きく反映させていただきたいと思うので、どうぞ皆さんの引き続きの御協力をお願い申し上げ、一言ごあいさつとさせていただきます。

(上村主査) どうもありがとうございます。

本日は、昨年 12 月に金融庁が「金融・資本市場競争力強化プラン」を取りまとめたところなので、その主要な点について、事務方より御説明する。

続いて、今後の証券化市場の方向性について、御審議いただきたいと思う。まず、ゲストスピーカーからプレゼンテーションをしていただき、その後、自由討議に移りたい。

本日は、ゲストスピーカーとして、江川由紀雄 ドイツ証券 証券化商品調査部長、赤井厚雄 モルガン・スタンレー証券 証券化商品部マネージング・ディレクター(MD)のお2人にお越しいただいている。

それでは、まず、第一次報告に関するその後動きについて、事務方から御説明する。

(梅溪審議官) お手元に資料1があると思う。時間をとるのでポイントだけ御紹介する。

このワーキンググループで熱心な御議論をいただき、金融庁が、昨年「金融・資本市場競争力強化プラン」を策定した。それに当たっては、農林水産省、経済産業省の両省からも大変な御協力を得たところである。

このプランの中で、大きなポイントだけ、この会議の議論にも関係するところを紹介する。

取引所の競争力強化に関して、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れのための枠組みの整備について、20 年度中を目途に検討を進め、その後、速やかな実現を図ることとされており、商品先物等を投資対象とするETFの解禁についても、関連法案の早急な提出が図られているところである。また、銀行と証券に係るファイアーウォール規制の見直しについても、関連法案の早急な提出が図られるところである。

市場監視体制の整備については、課徴金制度について、その金額水準引上げや対象範囲の拡大等、関連法案の早急な提出が図られるところである。また、市場監視体制の強化のため、20 年度に証券取引等監視委員会を中心に 30 名程度が増員される予定である。規制・監督の透明性・予見可能性の向上等についても、事業者や関係団

体との対話の充実、ノーアクションレター等の適切な運用、Q&A の活用などの施策が盛り込まれている。

税制については、海外ファンドマネジャー誘致のための恒久的施設(PE)リスクの排除について、20 年度税制改正で取組がなされる。また、上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みは、21 年に導入される予定となっている。

以上に加え、プロ向け市場の枠組みの整備のため、関連法案の早急な提出を図ることや、英文開示の対象有価証券を外国会社等が発行するすべての有価証券に拡大するため、20 年春頃を目途に、政令・府令改正が行われることとなっている。プランの内容は非常にたくさんあるが、エッセンスだけ申し上げると、以上のとおりである。

(上村主査) ただいまのその後の動きについて、それぞれ微妙なニュアンスの差があるかと思うが、ゲストのお二人の御報告をお聞きし、その後の時間に議論したいと思う。

それでは、ゲストスピーカーの方に、それぞれ 10~15 分程度でプレゼンテーションをお願いする。まず、江川部長から、資料2「証券化市場の課題について」に沿って御報告をいただく。よろしく願います。

(江川部長) ただいま御紹介にあずかった、ドイツ証券の江川である。よろしく願います。

日本で資産の証券化が実際に行われるようになったのが 94 年の後半であるが、そのころより、一貫して日本の証券化に携わってきた。リース会社でリース債権の証券化をやった後、日系の証券会社ではアレンジャーとして証券化商品の組成に携わり、格付会社ムーディーズでは証券化商品の格付けを担当した。過去7年間は、証券会社で証券化商品、証券化市場のリサーチを行っている。

これまでずっと日本の証券化市場を見てきたが、日本で証券化が一般の方々の関心の対象になったのは、大きく2回あるかと思う。

1回目は、96年辺りから、98年、99年辺りの、不良債権処理に流動化や証券化が使えるのではないかということが議論されていた時期。

2回目が、まさに昨年からの米国のサブプライム問題に関連して、証券化が盛んに議論されている時期だろうと思う。

本日は、サブプライム問題を振り返り、それから一体何が学べるのかということと、日本の証券化市場に対するインプリケーションについて、私の視点から、若干お話しさせていただきます。

資料の2ページに、昨年以降のサブプライム住宅ローン関連のイベントを主なものだけ簡単にリスト化させていただいた。

「サブプライム」という言葉が、日本のマスコミ等に出るようになったのは、昨年の2月末、あるいは3月の初めごろではなかったかと思う。昨年の2月末に、世界同時株安が発生した。中国の株価下落、次いでロンドン、ニューヨーク、東京とぐるっと回って、世

界で同時株安が発生した。その犯人として、米国のサブプライム住宅ローンという貸し出して間もない住宅ローンが、15%の延滞が発生させているといったことが報道されていたかと思う。これが1回目の波だったのではないか。

ただ、2月、3月に、株価下落や、あるいはクレジットスプレッドの拡大といったものが発生したものの、5月頃には、ほぼ元の状態に戻ってしまった。しかし、6月にベア・スターンズが運営していたサブプライム関連商品、より具体的にいうと、サブプライム住宅ローンを証券化したRMBSを更に証券化したCDOに高いレバレッジをかけて投資していたヘッジファンドの運用資産が非常に目減りしてしまい、債権者から担保処分を迫られたといったことが大きなイベントとなった。

7月には、問題はもうサブプライムにとどまらないものとなった。一昨年からいわゆるLBOブーム、企業買収ブームが発生しており、一昨年では4,000億ドル程度だったが、昨年の中半6月までで一昨年の年間に相当する4,000億ドルぐらい、レバレッジド・ローンと呼ばれるプライベート・エクイティ・ファンド等の投資対象先の企業に対する貸付けがなされた。

このLBOブームを支えていたレバレッジド・ローン市場は、昨年の7月にぱたっと止まってしまい、ほとんど貸し出されなくなってしまった。また、それまでレバレッジド・ローンを貸し出していた金融機関は、そのローンを市場でシンジケーションしたり、証券化して撒くということをもともと意図して貸し出していたわけだが、そういったことができずに、意図せぬローンの在庫を抱えてしまうといったことが発生した。

8月に入ると、フランスの最大手銀行のBNPパリバが、窓口で個人等を対象に販売した組込資産の一部に、米国のサブプライム関連の資産が入っていて、日々、基準価格を出すことが困難である、時価評価は困難であるということで、日々の値洗いと解約を一時停止した。その日に、非常に大規模な短期金融市場での混乱が発生した。すなわち、ABCPが売れない、インターバンク市場で欧米の大手銀行がお互いに与信しない、お金を出さない、そこでFRBとかECBといった中央銀行が市中銀行に大量に資金供給するといったことが起きた。

その後の大きな動きとしては、資料には余り書いていないが、去年の11月に、サブプライム関連証券化商品が、RMBSにせよ、CDOにせよ、大幅に価格を低下させるといったことが起きている。

去年の12月の大幅な価格低下の結果、多くのとっていいのかわからないが、欧米の一部の大手金融機関が、保有している商品に関して巨額の評価損を計上し、今年の決算を続々と発表しているというのが、足元の状況ではないかと思う。

3ページにおいては、過去1年間をざっと振り返って、少し不思議に思うことがあるということで、私の視点から疑問を幾つか書いてみた。

サブプライム関連証券化商品といっても、住宅ローンを証券化したサブプライムRMBSと呼ばれるものが約7,000億ドル、80兆円ほどあり、これの一部を再証券化したA

BS CDOと呼ばれるものが約 1,000 億ドル、10 兆円程度あるのではないかと思う。しかしながら、住宅ローンを貸し出していた会社のほとんどは、ノンバンクであり、銀行ではなく、かつ本社がカリフォルニア州のフリーモントとかロングビーチといった南部にあった。こういったカリフォルニア州の住宅ローン会社が貸し出していた住宅ローンを、ニューヨークの金融機関、インベストメント・バンクがどんどん次から次に買い取っては、R MBSという形で証券化して、またその一部はCDOという形になった。CDOのマネージャーはロンドンにいたり、ニューヨークにいたり、ボストンにいたり、アメリカの東海岸や、ロンドンなどでCDO、二次証券化という形で確保された。

こういったものに、ヨーロッパの銀行や米国のシティバンクが運営していたSIVと呼ばれるビークル、これはレバレッジをかけて、高格付けの証券化商品に投資する仕組みとを考えていただいて結構だが、こういうSIVという仕組みで大量に大手銀行が間接的に投資していたわけである。だが、このSIVへの投資に起因して、例えばドイツの政策金融機関であるIKBであるとか、ドイツのザクセン州立銀行が非常に巨額の損失を出している。こういった銀行は、いずれもSIVをロンドンの出先で運用していた。

こういう仕組みを全体的に見ると、住宅ローンの貸出しが、最終的に例えばSIVだとかヘッジファンドにはまる段階で、非常に高いレバレッジをかけて、アメリカの信用力の低い人に対する住宅ローンに投資していたというスキームができ上がっていたと思う。こういったスキームにどうやって、なぜ皆がのめり込んでいったのかなという疑問が出てくるのではないかと思う。

2つ目の疑問として、震源地はアメリカだと言われ、更に住宅ローンが延滞しているということなのだが、住宅ローンの延滞が、なぜ日本を含め世界各地で株価の下落につながり、また短期金融市場でCPが売れない、あるいは金融機関がお互いにお金を出さないといった行動を引き起こし、米国の銀行のみならず、欧州の銀行が保有している資産の評価損という形で、非常に大きな損失を計上するといったことが起きてしまうのかということがある。お互い無関係に見えるようなことなのだが、なぜこういう現象が起きるのかという疑問が出てくるのではないかと思う。

3番目が格付けである。例えば昨年6月に破綻してしまったベア・スターンズが運営していたヘッジファンドが持っていたようなCDOは、格付けはAAAのものがほとんどだった。また、欧州の銀行がSIVを通じて投資していた証券化商品も、格付けはAAAのものがほとんどだった。そういったものの市場価格が大幅な額面割れになってきていたり、あるいは格付けはAAAであったにもかかわらず、現にデフォルトが懸念される状態になってきたりしているという状況だと思うのだが、こういったことを後知恵的に考えれば、非常にリスクの高いものの一部になぜ格付け会社は高い格付けを与えていたのか。

最後の点は、なぜ日本では類似の現象が発生しなかったのかということだろうと思う。非常に高いレバレッジをかけた金融資産への投資スキームであるとか、あるいは証券化があったからこういう信用力の低い個人に対して、積極的に住宅ローンが貸し出さ

れていたのではないかという指摘もあるが、非常に高い延滞を発生させてしまうような住宅ローンの貸出しといったものが日本で起きていないのはなぜかといった疑問があるのではないかと思う。

4ページに、私の考えている仮説を箇条書きにさせていただいた。まず、2004年ごろからの2年半程度のごく短期間で、800万人もの人に対して、1兆4,000億ドル、150兆円とか160兆円という金額のサブプライム住宅ローンが貸し出されたわけである。このサブプライム住宅ローンは、今や残高の20%が60日以上延滞になっている。サブプライム住宅ローンを借りている100人中20人が2か月分以上お金を払っていないという状況になっている。

なぜ短期間にこれだけ大量に信用力の劣っている人に住宅ローンが貸し出されて、それが証券化され、それが二次証券化されてといったことが起きたのかということなのだが、1つは、消費者の信用スコアを出すモデルであるとか、自動審査ソフトウェアといったものが普及して、住宅ローンの大量生産が可能であったということがある。これにより、証券化する際も、格付会社がつくった過去データを基に最適化したモデルを使って評価していたわけだけれども、皆がモデルを使って簡単に信用力の評価ができたつもりになっていたということが、原因として1つあるのではないかと思う。

また、サブプライムローン問題が、なぜ、例えばレバレッジド・ローンのスプレッド水準を引き上げ、クレジットスプレッドを引き上げ、株価の大幅な下落を招くのかということについてだが、可能性としては、リスク管理手法の発展と普及ということで、世界中の大手金融機関が用いているリスク管理手法が要因の1つと考えられる。統計学的手法を用いてリスク量を算出し、それを基に日々の行動の参考にするといった手法がある。例えばバリュアット・リスクである。バリュアット・リスクというのは、過去3年とか、過去1年の金融商品の市場価格から、ボラティリティー、標準偏差を求め、何営業日では信頼区間99%の最大損失額はいくらであるといったことを算出する手法であるが、こういう過去の価格を基に算出するという特徴から、市場価格が余り動かないときはバリュアット・リスクは非常に小さくても、一旦ちょっと大きく動くと極端に大きくなる。リスク管理上、バリュアット・リスクを一定水準以下に抑えようという行動が起きると、バリュアット・リスクを増大させた原因ではない、全く別の金融資産を売ることによって下げるということも可能であるため、無関係な金融商品の価格が同一方向に動きやすい1つの原因になったのではないかという気もする。

また、市場参加者の多様性がひょっとしたら失われてきていたのではないだろうか。クレジット商品にせよ、証券化商品にせよ、市場参加者は大勢いるのだろうが、価格形成に強い影響力を持っているのは欧米の金融機関であり、欧米の金融機関は、過去10年余りの間に、大手金融機関同士の合従連衡、合併、集約が進んで、個々の金融機関が巨大になるとともに、数が大きく減ってしまった。あくまでも仮説で申し訳ないが、その結果、市場参加者の多様性が喪失してしまって、市場が一方向に動きやすくなっ

てしまっているのではないかという気がする。

5 ページに、米国の証券化市場における証券化商品の発行額の推移をお示している。これは、いわゆるエージェンシー債と呼ばれるもの、またCMBSも含んでいない。米国の証券化市場は、2003 年ごろから一昨年にかけて急激に伸びたわけだが、その伸びの大部分は、サブプライムRMBSの発行額の増加によって設定されているといったことが読み取っていただけるのではないかと思う。

6 ページでは、日本の証券化市場における日本の資産を裏付けにした証券化商品の発行額の推移をお示している。

日本でも、米国よりは歴史が短いですが、既に証券化市場が 14 年目に入ってきており、昨年1年間の発行額は約8兆 5,000 億円、一昨年が 11 兆円という水準である。これはどの程度の規模かという点、7 ページに書いているけれども、普通社債の発行額とほぼ似たような水準である。一昨年は普通社債の発行額よりはるかに多い水準であったし、昨年は普通社債の発行額よりも若干少なかったという程度で、フローベース、発行額ベースでは、日本の証券化市場は実は普通社債の市場にほぼ匹敵してきているということが言えるかと思う。

特徴としては、発行額の約半分が住宅ローンの証券化商品になっている。これはヨーロッパ諸国と似たような傾向が見られるかと思う。

住宅ローンの証券化商品、RMBSに次いで多いのがCMBSということで、昨年1年間では、8兆 5,000 億のうちRMBSが約4兆円、CMBSが約 1.4 兆円といった水準であった。

日本の証券化商品に関しては、米国と違い、これまでデフォルトした事例というのはほぼ皆無である。マイカルの信用力に依存していた特殊なものが、2001 年にマイカルの倒産を理由にデフォルトした事例があるだけで、デフォルト事例というのは、他には過去 13 年余り全くない。

あと、日本の証券化市場の特徴として、現状、投資家層がほとんど国内で、国内の金融法人が中心になっているということが挙げられるのではないかと思う。

8 ページに、日本の証券化市場に関して問題点はないかということで、証券化商品に関して、トレーサビリティ云々というところがちょっと指摘されていたかと思う。米国の証券化商品に関しては、比較的裏付資産の状況について情報が得やすいのに対して、日本の証券化商品に関しては、そういった情報提供が不十分なものが多いといったものが一般的な認識である。

これに関しては、日銀が 2003 年 10 月から 2004 年 4 月にかけて、証券化市場フォーラムという会議を主催したが、その会議の場で多くの市場関係者が指摘した問題である。日銀の証券化市場フォーラムの報告書の中で、こういった形で情報の開示を進めていきたいと思いますという提案が含まれていたのだが、こちらは実際にはごく一部の方がお使いになっているだけで、ほとんど普及していないという状況である。

現在、流動化・証券化協議会という団体がある。これは一昨年の4月に発足した証券化市場の関係者による団体だが、こちらに市場インフラ小委員会というものを設け、一昨年から一応議論をしている。この情報開示に関しては、つい最近、昨年の暮れ辺りから検討を始めているところである。

それから、少し話が脱線するかもしれないが、9ページについて説明する。バーゼルⅡという銀行に対する新しい自己資本比率規制が、昨年の3月期より導入されているが、これによる影響で、証券化エクスポージャーに関しては、格付けによってリスクウェイトが決まるというルールを適用している。したがって、バーゼルⅡの導入によって、今回非常に大きな問題になったようなAAA格のCDOといった、格付けの高い証券化商品に関しては、従来の旧規制に比べてリスクウェイトが大幅に軽減されている。したがって、旧規制と比べると、証券化商品に対する投資を促進する効果があったのではないかということが、1つ言えるのではないかと思う。

また、日本独自のルールとして、ファンドについてはルックスルーせよ、裏付資産のリスクウェイトを足し合わせて原則評価せよ、それが求められない場合は、あり得る最大値で、最悪自己資本控除という扱いなのだが、それを使えというルールがある。これを導入したがために、日本の金融機関の中には、このバーゼルⅡの導入に向けて、一昨年後半から昨年の3月にかけて、ファンドの持ち高を減らしていくといった動きが見られたのではないかと思う。

10 ページだが、サブプライム問題として大きく騒がれている問題ではあるが、実は日本の市場にはそんなに大きな影響はなかったのではないかという認識を持っている。株価は下落しており、クレジットスプレッドといっても、クレジットデリバティブ市場、CDS市場の足元では、かなり顕著なスプレッドの拡大が見られる。しかし、債券市場や社債市場といった現物の公社債市場だとか、あるいは現物の日本の証券化市場に関しては、それほどスプレッドの動きが見られないということで、日本の市場で大きく動いたものは、結局株式市場とクレジットデリバティブ市場ではないかという認識である。

株とCDSの共通点は何かということ、日本銘柄といっても、実際に取引をしているのは外国人投資家で、外国人中心の市場になっているという点である。一方で、公社債あるいは証券化商品というのは、市場参加者がほぼ全員日本国内で日本人である。

では、なぜ日本の証券化市場とか、日本の現物の社債市場に外国人が入ってきていないのか。1つの可能性としては、日本の債券の利子、あるいは証券化商品は信託受益権の形態をとるものが結構多いが、信託受益権の配当に関しては、原則として非居住者、外国会社が保有する場合、利子あるいは配当が日本の所得税の源泉対象になり、また保有者にとって、日本源泉の所得扱いになってしまうということがあり得るのではないかと思う。

最後、11 ページに、今後サブプライム問題を踏まえて、日本の証券化市場に関して何か対応が必要なのかということなのだが、日本では、米国のようにいわゆるサブプラ

イム住宅ローンを何度も加工したような証券化商品といったものが作られなかった。

これはなぜかということだが、極端なレバレッジを効かせた日本の証券化商品は、全くないとは申し上げないが、非常に少ない。例えばアメリカのRMBSだと、典型的には8~12個あるいは16個ぐらい、細かく優先劣後構造でトランシェ分けされていたわけだけれども、日本やヨーロッパのRMBSは、2つとか、3つ、4つ程度にざっくり分けられているだけで、アメリカのように一つひとつのトランシェが0.6%や0.8%といった非常に薄いトランシェをたくさん作るという商品設計にはなっていない。

今、米国のサブプライムローンは、2005年辺りに貸し出されたものが、60日延滞率が30%に達している。これは何を意味するかというと、2005年に貸して、まだ2年半程度しか経っていないのに、10人のうち3人が2か月以上住宅ローンの元利金を払っていないということである。しかし、こういった住宅ローンは、日本ではあり得ないと思う。

アメリカのサブプライム住宅ローンは、日本の住宅ローンとどこが一番大きく違うか。住宅ローンを見る大きな指標には2つある。1つはLTV(Loan To Value)である。これは担保価値100に対して、住宅ローンが70出ていたら70%という表現をする。もう1つはDTI(Debt to Income)である。これは住宅ローンを借りている方の年収に占める年間の住宅ローンの支払額の比率である、月収でも同じ比率になる。

日本では、DTIがせいぜい25%止まり、典型的には20~25%といった水準が多いと思う。住宅ローンの貸し手にはいろいろな業態があるけれども、大体30%ぐらいを上限の目途にしているのではないかと思う。一方で、LTVは、日本では100%を超えることも珍しくない。

米国では違う。米国ではLTVが80%以下というのが1つの目安に結構なっているが、一方でDTIは60%まで貸す。サブプライム住宅ローンと呼ばれているものは、DTIが40%、45%といったところが中心ということで、住宅ローンの借り手は、計算上、収入の半分近くを住宅ローンの支払いに充てなければ回らないという状況になっている。

日本で大きな問題にならなかったということは、これはちょっと突拍子もない解説かもしれないけれども、証券化市場の参加者が事実に節度を保つようなメカニズムがある程度あるためではないかという気がしている。というのも、先ほど少々申し上げた流動化・証券化協議会のような場で、様々な立場の証券化市場の参加者が顔を合わせて意見交換をするような場が日本にはある。したがって、ある程度問題は発生しても、ひょっとしたら自律的に市場が解決策を自ら導入していけるのではないかという気がしている。

私からは、以上である。

(上村主査) たくさん御意見、御質問はあると思うが、赤井 MD の報告を先にお聞きしてからにしたいと思う。よろしく願いする。

(赤井 MD) それでは、私の方から、時間も限られているので、直接に内容の方に入り、かいつまんでお話をさせていただきたいと思う。

私は、94年からモルガン・スタンレーで証券化商品の市場業務の日本とアジアの統括責任者をしている。それ以前は、ニューヨークの投資銀行で証券化商品の売買業務、組成、特にこれは金利の証券化商品とCMOということをやっていた。

94年の末に日本に帰って来てから、日本で最初の、いわゆる住宅金融公庫の原型となる固定金利の住宅ローンの証券化や、日本で最初の不良債権の証券化、あるいは不動産デットの証券化ということをやってきた。

そういう中で特に注意してきたのだが、初めてのものというのは、前例がないわけであるから、どういう商品をつかって、どんな資金をそこに引っ張ってきたらいいのか、どれが一番自然であるか、ということ念頭に置いてやってきた。

現在では、私は、それ以外に不動産の証券化のCMSAという国際組織の中で、国際諮問評議会という国際的な目線合わせや調整が必要な事項を審議する組織の副議長をやっており、今年6月からグローバルの議長をさせていただくことになっている。

そういう意味で、各国の状況、その他もフィードバックを受けながら、日本の市場をどうやったら拡大させていくのかということを考えている。

同時に、こちらのワーキンググループのレポートの中でも言及していただいた国土審議会の不動産投資市場検討小委員会の委員も務めており、そちらで特に資金循環という観点に重点を置いて、取りまとめに参加させていただいたところである。

資料がたくさんあるが、今、江川部長からかなり事実関係については丁寧に言及していただいたので、そこから見られるインプリケーション、どういう点を読み取っていったらいいのかということについてお話をさせていただきたいと思う。

私の資料の3ページを見ていただくと、まさにこれは視覚的に御覧いただけると思うが、この黄色がサブプライムローンのABSの証券化の発行のグラフである。そして、水色がCMBS不動産によるものである。

どちらも不動産をベースにしたものだが、個人の信用力により力点を置いたサブプライムと、個人の信用力というか、不動産自体のキャッシュフローに力点を置いた証券化であるCMBSが、両者大体同じぐらいの規模の証券化商品の市場を成していたわけである。これが、2000年を超えたころから相当ペースに変化が現れ、サブプライムのABSの証券化が、大体不動産の証券化の3倍ぐらいのペースで拡大をしてきたところである。これが全米で発生したわけである。

4ページでは、一体どういう資金が裏付けになって、そういった急激な拡大が可能だったかを示している。2006年の1つの例であるが、一番下のサブプライム住宅ローンの8,000億ドルという新規の発行額のうち、証券化によって資金を調達したものが5,400億ドルある。しかしながら、それはいわゆる保守本流の通常の証券化ではなく、半分以上の3,000億ドルが証券化商品をもう一回加工した、二次証券化という、ABCPあるいはSIV、ABS CDOというルートによって担われたということである。

これをフローで見えていくと、この二次証券化商品の急激な拡大が、サブプライムの証券化商品の拡大を支えたといっても間違いではないと思う。

もう一つの遠因としては、実はかなり歴史的な流れというのがある。5ページになるが、実はこういった低所得者向けの住宅ローンというのは、従来アメリカでは政府が担っている分野であった。この上のグラフの中で、水色の部分がFHA、連邦住宅局の保証のローンであるが、この比率が減少している。黄色のVAは、退役軍人局。ここも保証のローンが減少している。

それに対して、プライムの比率は実は余り変わっていない。市場規模は伸びたが、全体に占める比率は余り変わっていない。これと入れ替わったのが、この民間のサブプライムであり、ここに短期の流動性が二次証券化を通して急激に流入したことによって、たくさん資金があるということで、貸し出しの現場で過当競争が起こり、今日のような事態を招いたというのが私の理解である。

先ほど、江川部長からもお話があったレバレッジをかけた商品、これは特にCDOという二次証券化を通して、プレーンバナナなもともとの証券化商品にレバレッジをかけるわけであるが、その背景は、次の6ページに示している。つまり、広い意味でのアメリカの経済の健全性というものが前提としてあった。この青い棒グラフは、アメリカの上場企業の財務レバレッジの推移であり、これが上にいけば借金が多い、下にいけば借入れが少ない、会社としては財務上安定的であることになる。これが、実は2002年ぐらいをピークとして、急激に減少し、企業のバランスシートの健全化が相当進んだ。これが進むと、資本市場では、当然リスクが低くなったということで、それに対するリターンであるクーポンが減少してくる。これを何とかしたいというのが資本市場の1つの大きなテーマであり、社債のクーポンも減ったけれども、下のところにもう少し細い線が出ているが、証券化商品も押しなべてリターンが減少してきた。したがって、資本市場においては、レバレッジをかけ直すということが1つのテーマになり、それを行うための1つの手段として二次証券化というものが進行したのである。

7ページについては、余り細かく言及するつもりはないが、こういったCDOという形でたくさんいろいろな資産を集め、左側の資産を右側のCDOに組み替える。左と右の違いが1つ、もう一つエッセンスのような、スパイスのような添加物があって、これが「価格変動リスク」というものである。レバレッジをかけることによって、もともとの原債権のクレジットリスクに加えて、価格変動リスクというものがそこに組み込まれ、したがって、投資リターンが上がってくるという仕組みである。この点は意外に認識されておらず、支払い延滞率が上昇したことがすべての諸悪の根源と言われているが、もう一つ、ボラティリティが予想以上の高くなったために、こういった商品の破綻が起こったということがある。

同じようなことは、8ページのもう一つのルートであるABCPコンデュイットやSIVと言われるところでも起こっており、大体5年位の期間の住宅ローンに対して、半年位の資

金を次から次へとパッチワークのようにつないでいったという部分がある。これは永久にこの短期の流動性が続けば、長期の資金と同じように見ることができるのだが、通常考えると、これはバランスが非常によろしくない形であって、この右側の部分の半年ごとの繰り回しができなくなると、左側の資産を保持できなくなってくるということになる。ここに相当程度依存をした、短期の流動性の長期にわたる継続というものを前提とした商品の設計というものがあつたのかと考えている。

では、教訓は何かというと、9ページを御覧いただきたい。1つは、CDOに関しては、ヘッジファンドが行ったことであるが、過剰流動性を背景とした過剰なリスクテイク、資金調達構造が脆弱であったことがある。10 ページにおいて指摘しているが、ABCPの場合も流動性の手当が不十分であって、その中で脆弱な資金調達構造があつた。極めて似た構造がそこにあつたと考えている。

11 ページは、先ほどの議論のまとめである。1つ言えることは、左側のところに少し小さな字で書いているが、こうした長短のミスマッチを証券化商品が作り出しているという、資金循環上の不備というのは、実は日本に存在している。これはシステミックリスクがあるなど考えている点である。

もう一つ、サブプライムが急激に拡大した。CMBSはそんなに拡大しなかった。その中で、やはり資金の流入の多寡によって、貸し出しの現場の行動がいかに変わってくるかというのが 12 ページの差である。これは、支払遅延率の、いわゆる商業不動産を担保にしたローンと、サブプライムローンの、同じ時期の同じアメリカにおける数字の違いであるが、実は、商業不動産担保ローンの支払遅延率というのは、歴史的に最も低い水準を今まさに更新している。それに対して、サブプライムについては、先ほど江川部長のお話にあつたように、20%を超えてきている。

その最大の違いというのは、13 ページにあるが、分析の手法として、一番下のところになるが、プールで統計学的にアプローチを採るか、自分で見るか第三者が見るかは別であるが、個別のものを見ていくというアプローチを採るかということにある。特にサブプライムの場合、私の会社でもそういった貸し出しを初期の段階はやってしたが、最近の動きを見ていると、例えば日本でいえばクレジットカードの申込みのように、年収とかあるいは勤続年数というのを枠に書けばそれで済むという形で審査が行われていた部分がある。これはノードックといい、書類がそろっていない。それに対して、商業不動産の場合は、フルドックのもの、ドキュメンテーションがあつて、書類があつて確認を行う方法が必ず求められるので、パフォーマンスの違いとなつて、実は貸出審査の部分で明らかに現れてくるということがある。

14 ページは、先ほどの説明はアメリカのインプリケーションであるが、我が国のインプリケーションということで、手短かに省略してまいりたいと思う。

これは私の理解であるが、証券化というのは何かということだが、様々な資産には、リスクとリターンが混在しており、その中に存在する信用リスクと金利リスクを抽出して、

翻訳し、分解し、再構成し、それをもって直接金融市場のリスク低下に引き渡していくプロセスを証券化と捉えるならば、実態を表しているのではないかと考えている。

証券化というのは、本来、家計とか企業の活動に由来するリスクから資産のリスクを切り離すことによって、実は間接金融だけでは本来なし得ない与信の拡大に寄与する。そういう意味では、システムとしては信用創造機能の一端を担っていると考える。

そういう中で、当然資産を摘出するので、その資産の再評価を行うことになり、資産の価値の向上であるとか、再生というものに、本来的には市場のプロセスを通しながら寄与するものである。

15 ページだが、そういった間接金融の中から、一次証券化という形で証券化商品が出てくる。ここまではいいのだが、実はそれをもう一回二次証券化して、レバレッジをかけるという二次証券化が起こると、これは場合によると過剰なレバレッジであったり、過剰な信用創造であったりという部分がある。

今、非常に問われなければいけない点というのは、これを十把一からげにして証券化悪玉論というのが世の中に出ているが、ここを峻別しなければ、一次証券化も二次証券化も一緒にしてつぶしてしまい、結果的には信用収縮を招き、間接金融に完全に依存をした金融システムというものに向かっていかざるを得ないという、非常に大きなリスクがあるのではないかと思う。

16 ページは飛ばすが、日本では、アメリカと比べ、社債と証券化商品のクーポンの連動性が若干低いために、レバレッジをかけ直してリターンを上げる必要が証券化の分野では余りない。そのため、自動的に二次証券化というのは発生しづらい。であるから、わが国ではまずは資金の接続のところに注意をすればいいのではないかと私は考えている。

17 ページは、まさにそれを少し書いている。本来ニーズのある資金というものを本来資金の調達者をつなぐということを証券化商品の市場は行うべきである。

そういう中で、左側の方に書いたが、年末にも税制改正に絡んで若干議論になったところだが、金融商品取引法によって、新しい適格機関投資家というのが導入された。これはどちらかという、長期の資金を運用する人たちであり、国内の適格企業年金であるとか、解釈にもよるが、海外のソブリン・ウェルス・ファンドや公的年金というものである。これが租税特別措置法では全く外されていたという事態があり、金融商品取引法では前進したのだが、税法で扉が閉まってしまった。これは、実は年末の自民党の税制改正大綱の中では、金商法に近づけるという形でまとまっているので、これは非常に評価に値することではないかと私は思う。

証券化というとデットとエクイティの両方があるが、特にデットの資金というのは返済期限があるため、その足が短いか長いかということによって、資産を運用する人たちの行動がそれに制約されるという部分がある。短期の資金ばかりであると、実は投機性の高い運用というものを助長してしまうというリスクがあり、かつて不良債権の証券化

においては早く結果を求める資金というものが大活躍したわけであるが、今の日本でそれだけでいいのかどうかということで考えると、今般の金商法の動き、税法の改正の動きというものは非常に評価できることではないかと考えている。

18 ページは、最後のとりまとめの部分になるが、これは私の理解であるが、バブル経済崩壊後の不良債権処理のプロセスを経て、企業セクターが過剰に持っていた不動産をオフバランス化する動きもあり、不動産と金融との融合が進展した。

実は、証券化市場というのは、この調整期間の中で日本経済の構造調整を可能にするインフラとして機能した。例えば企業不動産に対する新たな担い手としての創出。それから、その不動産が第三者の手に渡ると、不稼動不動産の再生であるとか、都市のインフラの更新と表裏一体の役割を果たし始めた。

もう一つ、アジアの諸外国と比べて、日本は圧倒的に多くの不動産資産を抱え、更新を求める不動産を抱えている分野である。例えば東京のオフィス市場の面積規模というのは、シンガポール、香港はもちろんもの数ではなく、パリとかロンドン、ニューヨークと比べても2倍あるいは3倍という規模であり、なおかつそういったものがそろそろメンテナンス、更新の時期を迎えており、そこに対するファイナンスという形で、非常に我が国がアジアの諸外国と比べ、比較優位性を有する戦略的な金融ビジネスの分野であると考えている。それは、とりもなおさず、情報集積産業としての要素を得てきているわけである。

このベースを基にした、この強みを生かした一次証券化市場の成長戦略をいかにして模索するかが課題である。年金などの国内長期資金、海外長期資金の投資の受け皿として、これをどう作っていくのか。そういう中で証券化市場というのが安定的に成長していくために、適正な資金循環のシステムをいかにして構築していくのか。最終的には、豊かな国民生活のために、この市場システムを活用する手段として証券化を使うに当たっての規制、監督、会計、税務を含めたグランドデザインをどう持っていくのかという点が非常に課題になってくると考えている。

個別の検討事項について、ここで詳細には述べないが、20 ページを見ていただくと、まず1つは、基礎的なデータの整備・蓄積の立ち遅れということがある。これは国土交通省でデータベースをまずはアンケートベースで来年4月からスタートするということがあるが、その前段として、鑑定評価書の標準化というのが昨年の2月から進んでいるので、それを是非推し進めて、最終的には不動産デリバティブの創設なども視野に入れた市場をつくっていくことが必要ではないか。

21 ページについては、実は先ほどの手前の部分で、国土交通省が大分遠慮されているところがある。私は、もっと能力と意思がある人間が市場の中で自信をもって強力にそれを進めるべきだと思っている。民間で代わりにやってくれるところがあれば別であるが、なければ国がやってもいい分野ではないかと考えている。

もう一つは、証券化商品全体としてのディスクロージャーの遅れがある。これは、せつ

かく19年7月から不動産鑑定評価基準が活用されたのであるから、これをベースにした標準化というのをいかに図っていくのか。グローバルな意味での目線合わせをどうしていくのか。これは私のCMSAでの今年の1つの課題である。

22 ページでは、先ほども申し上げたが、エクイティの投資家はデット資金を調達する際に、どうしても短い資金により依存せざるを得ないということを説明している。結果的に運用が短期に走る。1つ間違ふと投機的になる可能性があるということで、長期の資金をいかに引っ張ってくるのかという意味で、この税制改正が非常に重要だと思っている。

もう一つ、こうして新たに適格機関投資家となり得る人たちの届出期間というのが、今、1月と7月の年に2回しかない。これを通年化するというのが、非常に必要だと思う。つまり、今を逃すと、もう7月ぐらいまでできないということであると、海外の投資家の資金が、日本にはなかなか入ってこない。そういう意味では、こういった手続の柔軟化を図っていくべきではないかと思う。

23 ページは、こちらのワーキンググループのレポートの中でも再三述べられているが、やはり人材育成に対する取組であり、私は早稲田大学の大学院で証券化の授業を大学院の創立以来持っており、今年で5年目になるが、もっとほかの学校でも、専門的な高度な教育を社会人に対して提供するMBAないしは大学院レベルでの教育の機会が提供されるべきであろうと思うし、それをいかにして振興して行くのか。これはすべて達成されると、一番下にあるが、やはり雇用創出効果というものがあるし、国内外からの市場参加者の拡大、特に不動産の場合は、物理的にそこに来なければいけないという誘因があるので、人を集める効果がある。そういう中で不動産市場の国際競争力の強化と金融市場の国際競争力の強化が、証券化市場を通じて誘導できる。

ただ、これについては、産業政策的な視点が私は必要だと思っている。これは若干復古的と言われることもあるかもしれないが、実は例えば不動産の分野では不動産証券化はニッチの分野と思われ、金融の分野では不動産証券がニッチと思われ、それぞれの分野での厳しい監督、検査の中に置かれて、どちらかという、ややいじめられている分野があると思う。これをもうちょっと中心、メインディッシュとしてとらえて、どういった形で正しい方向に成長させていくのかというのは、実は余り遠慮しないで行政が進出して行って、かつての産業政策的な視点を持って、このすべて資産の分野からニッチと思われている証券化、金融の分野からするとメインストリームの金融とはちょっと違うからニッチと言われているものを真正面からとらえて育成していく必要があるのではないかと考えている。

あとの参考資料は、今、私がちょっと触れたもののベースになる話であるとか、後ほど討議の中でもし出てくれば触れさせていただきたいような部分を幾つか材料として付けているものである。

それから、同じような論旨で、論文、その他を最近発表したものがあるので、これはま

たお時間のあるときに、適宜御覧いただければと思う。

以上である。

(上村主査) お二人とも大変周到な御報告をいただき、感謝申し上げます。

それでは、これから時間まで自由討議ということにさせていただきます。どうぞ、御自由に。松本メンバー、お願いします。

(松本メンバー) 3点ほど簡単な確認というか、質問をさせていただきたい。1つ目は、統計手法に頼り過ぎたということであるが、サブプライムローンの証券化においては、多様なものを集めるという分散はもう行われていなくて、サブプライムという1つのカテゴリの中で大量に分散していただけてあって、それは統計的に考えても、コリレーションが高いものを集めてしまったということで、統計手法に限界があったのではなくて、そもそも作り方で、真の意味での分散がなされていなかった、そういうことではないのか。

(江川部長) 例えば住宅ローンの損失率を予想するようなモデルとして、米国の住宅ローンの過去のデータを使ってモデルをつくっているわけだが、説明要因としては、債務者のファイコ(FICO)スコアであるとか、LTVであるとか、DTIであるとか、そういったものを使っていた。あと、アメリカのサブプライムの住宅ローンの貸倒れ実績として、最悪だった2000年に貸し出されたもので、5~6%、それ以外の年では、せいぜい2~3%といった水準だったわけである。そういったデータを使って作ったモデルで、2005年、2006年に貸し出した住宅ローンの損失率を予想すると、4%とか5%になっているわけである。

実際、5%ないし6%貸し倒れるだろうと思って、皆が貸し出して証券化したわけであるが、ふたを開けてみると、多分20%はいくだろうというのが、現状認識だと思う。

そうなった要因は何なのか。先ほど赤井 MD がおっしゃったような、貸出し形態、ノードック(書類省略)と呼ばれるような、審査の方法であったと思う。従来は住宅ローンを貸し出すときに、収入を示す書類を何か出すようにと言う。しかし、フォームW-2(源泉徴収票)の写しや、あるいはタックス・リターン(確定申告書)の写し、勤務先からもらっている給与明細の過去3か月分のコピー、そういったものは要らないといった審査が、2005年辺りから一般化していた。申込書に収入を書くだけ。であるから、私はDTI45%位といったが、実態は、収入を水増し申告していた人が多いだろうから、70%、80%である。

(菅野メンバー) 確かにそのようなフォーマットとか、何か手続的なものはあったかもしれないが、なぜサブプライム住宅ローンの延滞率が5%、6%と高かったかという点、アメリカの住宅価格は一時的に上げ止まったことがあっても、基本的に下がったことがないので、右上がりの住宅価格が前提となっていたからである。そもそも統計の前提となるデータが、住宅価格が右上がりのときしかなかったということであるから、それが永遠に続くという前提がそもそも間違っていたということになる。制度設計以前の問題である。ただ、過去の問題、例えばLTCMの破綻の時ですら、結局、ノーベル賞学者が集ま

って作ったモデルも、要はマーケットが消えるということは想定していなかったために、実際にLTCMの破綻が起きてしまったわけである。80年代の日本のバブルの局面でも地価がずっと上がっていけば、担保の掛けめも120%でもよかったわけである。したがって、この問題はテクニカルな問題というよりも、むしろ社会心理学的な問題で、これはバブルによくありがちな話なのだと思う。

(赤井 MD) 今の点についてだが、私は江川部長の考え方とちょっと違っている。何がどう違うかというと、統計的な手法というのは、サブプライムの住宅ローン自体の質に関わる部分というのと、証券化商品としてのパフォーマンスにかかる部分と2つあると思う。

それで、1つは、アンダーライニングでローンを出す段階においては、統計的な手法というのは何かと、その手法云々ではなくて、要するに事実を確認しないで、インターネット上の申込み記入事項で貸し出しをするというような、そういう意味での統計的なというか、個別に一つひとつ確認をしていくというアクションを取らなくなったというビヘイビアの違いということが、これが非常に私は大きなことだと思う。

もう一つは、統計的な手法ということに関して言えば、私はクレジットの分析においては、実はそんなにひどいことは起こっていなかったと思っている。クレジットというよりも、証券化商品としてつくったときに、そこにボラティリティを入れて、そのボラティリティの予測についての統計的な分析が極めてお粗末であったがゆえに、でき上がった証券化商品が暴れたということではないかと思っている。

(菅野メンバー) ボラティリティの件が問題というのは、具体的にどういうことか。

(赤井 MD) つまり、今、菅野メンバーがおっしゃったように、右肩上がりというのと同じように、ボラティリティの上下というものを、どの程度のボラティリティがあるのか、それによって、どの程度のレバレッジをかけたなら、ボラティリティがこうなったら、こういうふうに価格が動く、したがって、どこまでやったらいいのか、レバレッジをかけたらいいかということである。

これについての、想定が、お粗末だったというのは、言い方は難しいが、要するに、ほとんどボラティリティはないだろうという前提に基づいて商品が設計されていた。

(松本メンバー) 先ほど3つ確認したいと申し上げた3つ目だが、従来、証券化の世界に余り関係がなかった価格変動リスクが昨今持ち込まれているが、格付会社の格付けというのは、価格変動部分は関係ないということではよろしいか。

(江川部長) SIVに関しては関係がある。

(松本メンバー) SIVには関係あるが、それで最終的な商品に関しては関係ない。

(江川部長) 一次証券化商品に関してはない。二次証券化商品も単純なCDOであればないが、SIVにはある。

(松本メンバー) SIVには関係があるとのことだが、通常の商品で、価格変動リスクがあるというときに、これはちょっと興味なのだけれども、どの位の価格変動リスクがある

という前ぶれ、あるいは説明をもってマーケットでは販売されていたものなのか。

(江川部長) CDOのスプレッドに関してか。

(松本メンバー) いや、そうではない。

(江川部長) レバレッジをかけていくに当たって、どこまでのレバレッジだったら大丈夫であると、その前提としてどの程度のボラティリティしかないということを前提としたかということである。

(松本メンバー) 今までの商品に比べて、はるかに価格変動性が高く、一般的な証券化商品のイメージとは全然違う価格変動性を持っていたはずだと思うのだが、例えば格付けはAAAであっても、価格変動制がどの位大きいかということについて、その商品が出ていくときに、投資家、コミュニティに対してどの位説明が行われていたのか、少し興味があるのだが、どのような感じでコミュニケーションされていたのか。

(大崎メンバー) プロの商品であるから、レバレッジを見れば、大体想定はできたのではないか。

(松本メンバー) ただ、今回の一連の流れを見ると、そこで誤解して買っていた機関投資家が大量にいるという印象で私は見ている。

(大崎メンバー) あるいは誤解して売っていた証券会社もある。

(松本メンバー) それもあるかもしれないし、要は格付けと値段の違いは、問題が違うのではないか。

(大崎メンバー) そこが余り認識されないで、AAAだから幾らという売られ方がされていた。

(松本メンバー) そうだと思う。その辺りの事情がどうなのか。

(赤井 MD) もともと格付機関というのは、クレジット・レーティング・エージェンシーといい、クレジットと称するわけだから、市場のことは分からない。その分からない人にそれを判断させたというところに、私は1つのミステイクがあったのだと思う。

(大崎メンバー) ただ、格付機関の人は、実は判断していないといっている。自分は別に価格を保証したわけではなくて、単にデフォルトする確率を言っただけだということ。つまり、SIVについては、少々そこが入ってしまっている部分というのがある。

(安田メンバー) 2つ目は何だったか。

(松本メンバー) 2つ目は1個だけ細かい話なのだが、江川部長の資料で、9ページのバーゼル II で、無格付け証券化エクスポージャーが原則自己資本控除となっているが、ここでいう無格付けというのはBB以下、C以下か。

(江川部長) 標準的手法の場合はそうである。

(安田メンバー) BBで半分、それでCで全額か。

(江川部長) 標準的手法の場合は、BB以下だと思う。

(松本メンバー) 無格付けではなくても、BBBまで下がってきたものが、BBに落ちた瞬間に自己資本控除をしないといけないという理解でよろしいか。

(江川部長) 失礼した。標準的手法の場合は、B以下が自己資本控除で、BBは、たしか 350%、BBBが 100%だったと思う。

(松本メンバー) ここが我が国的にはちょっと気をつけなければいけない点である。格付機関が格付けを落としてしまうと、いきなりどすんと金融機関に影響が来てしまう可能性がある。ここはちょっと注意が必要である。

(菅野メンバー) 赤井 MD の方に、1点質問がある。資料の 11 ページ目で、資金循環上の問題というのを何度か御指摘になったと思う。まず、その資金循環上の不備というところを、御説明いただけるだろうか。私の理解では、どちらかという、短期の資金で様々な資産が最終的にファイナンスされて、言わば最終的にALM上のマチュリティーのミスマッチが大量に発生したということを経済循環上の不備というふうにおっしゃっているように思えたが、それでよろしいか。また、同様の問題が日本に存在するとすれば、具体的に何なのか、教えていただきたいと思う。

(赤井 MD) これは、例えばアメリカのサブプライムの住宅ローンで、エージェンシー保証を持っているものの証券化というものを考えたときに、もともと長いものを切り分けて、別々のものを1つとして、そこに長い資金と短い資金というのを接続していくという手法を取った。

それに対して、サブプライムの証券化の場合というのは、急激に伸びた部分というのは、そういうやり方をせずに、もともとある程度長いものに対して、短い資金を、これは環境の違いなのか、常に短期の流動性があるので、半年ごとに繰り回していく。換言すれば、本来5年であるところ、とりあえず当面は1年の資金を証券化商品で発行するということが行われ、本来、長く存在してしまうものに対して、短期の流動性というのが豊富にあったために、それを吸い寄せるような証券化の手法が取られたということである。

(松本メンバー) バックアップファシリティを外してしまったということか。それは根本的にかつての証券化と違う。いざというときの短期の資金繰りについては、かつては銀行が存在していた。証券化するが、最後は銀行が出す。

(菅野メンバー) 保証したところと、していなかったけれども最終的に本体のバランスシートに戻したところが実際にはあったようだが、やはりそこは銀行が事実上保証していたわけで、その確率計算が間違っていたということだと思う。

(松本メンバー) 投資銀行は保証しないので、コマーシャルバンクがバックアップファシリティというラインを付けるのだが、一連のものでは、全部ではないけれども、大幅に外したということか。

(江川部長) 松本メンバーがおっしゃっているのは、ABCPのことだと思うが、エクステンディブルにして、バックアップラインを付けないというのは、ごく一部であり、大半は銀行がABCP発行枠の 102%のバックアップラインを付けている。一部、CPの満期を最長 359 日先送りできるという条件を付けて、最上位の格付けを取ったものが幾つかあ

る。

(松本メンバー) 一部だったと思うが。

(江川部長) 一部である。SIVは、大半は銀行が発行枠の102%のバックアップラインを出している。大体、SIVは、平均してAAA格のアメリカの証券化商品としていたわけだが、アセットが4~5年である。大体CPを発行してつないでいたが、ライアビリティの方には4か月というものが典型的なものである。

それで、去年の夏に突然CPが売れなくなったため、銀行が肩代わりでローンを出すか、SIVの保有資産を銀行が引き取るかといったことが起きている。

そのドル建てのバックアップラインを出していた銀行が、実は多くがヨーロッパ大陸の大手銀行だった。オランダとかドイツあるいは一部イギリスの銀行もあるが、預金のような米ドルのナチュラルな資金調達源を持っていない、スイスとかドイツとか、オランダの銀行がドルのバックアップラインを出していたという構造になっていたということである。

(松本メンバー) お小遣い稼ぎをしてしまったということである。

(安田メンバー) 2人のお話は、非常に明確で、何が今回のサブプライムから起因した証券化の問題かということがわかった。

サブプライムローンを含む証券化商品が巨大な信用創造をもたらし、今回の世界に広がるリスクを発生させたことへの注意を喚起されているが、同時に、お二人が共通して強調なさっているのは、だからといって、証券化商品を悪玉にする議論は誤っているという点である。証券化が持つ本来のリスク分散効果やローンの流動化効果は、日本の金融市場が間接型市場金融を目指すためには、非常に重要な仕組みであるという主張にはまったく賛成である。

つまり、今サブプライムローン問題で危険性が露呈していることは、通常の証券化商品から発生したものではなく、かなり通常のルールと離れた異質な証券化プロセスによるものであると感じている。したがって、この事件をもって全ての証券化を危ないとする議論は回避しなければならないと思う。

お二人は異質性を3つ指摘された。1つはオリジネーションの異常さである。融資リスクが高いところに、不動産ブーム期間だけの甘い延滞率データに基づくスコアリングモデルで安易に融資を拡大したことである。従来はしっかりしたキャッシュフローが確実なところを証券化することが基本だったはずである。こうしたオリジネーションがなされた背景には、サブプライムローンの提供者に、銀行ではなく、規制と規律が弱い新規の受託ローン会社が多かったこともあると思う。

2つめは、ストラクチャリングのところで、一次の証券化はいいのだが、CDOのような二次の証券化商品になると、どんな金融技術を使っても、本当のリスクが不透明になっていたことであろう。格付け機関も、複雑になると格付けが理論の体操になっていたのではないだろうか。

3番目の異質性は、サブプライムローンが入った証券化商品を購入する投資家が、

世界の過剰流動性を利用して、短期の資金調達でもってし、資産・負債構造に大きなミスマッチを持ったままであったことである。さらに、負債が詰まるといつでも崩壊しかねないような投資家であったことも指摘されている。

ワーキンググループにとって大事なこととして、サブプライムローンの証券化の異質性を知り、そうした異質なリスクが高い市場を回避することを学ぶことがひとつある。

しかし、それ以上に大切なことは、本来の健全な証券化の市場育成のための制度整備を考えることかと思う。

講師の方にお伺いしたいが、世界の証券化市場で見ると、サブプライムローン以外の証券化商品市場というのは、相変わらず、健全に伸びているのか。それとも他の証券化商品の市場までが縮小し始めているのか。

(赤井 MD) ファンダメンタルズにさほどの問題というのは起こっていないと思う。

(安田メンバー) 投資家にもない。

(赤井 MD) それもないと思う。ただし、特にそういった証券化商品の一番リスクの濃い部分というところを、本来であれば、売る必要がなかったのに、そういったABS CDOだとか、特にABS CDOが買ってくれたために、その人たちが買うことを前提として、レバレッジを上げて、ローン貸し付けを行ってしまった。そういうものが、今、実際にリファインランスが付かなくなって、それが実体経済というか、アセットの側に逆にマイナスの影響を与えている。つまり、お金が付かないので、資産が投げ売りされてしまうようになるという部分があって、CMBS についても、延滞率は、今、市場最低を付けているが、一番下のノー・インベストメント・グレード(投資適格以下)のようなところ、これは会社によって、多少濃淡はあるけれども、ABS CDOに売ることを前提として、従来よりも少し多めにローンを出すという形でやっていた人たちが、今、窮地に立たされている。ただ、そういった極端なことをしてきた個別の金融機関は破綻するかもしれないが、金融の流れとして、マーケットが壊れてしまうとか、あるいは商業不動産市場が壊れてしまうというふうにはなっていないと思う。

国別に見ると、実は今、日本は世界的に非常に注目されている。先ほどのCMSAの総会が1月に、年明け5日からあり、私はアメリカに行ってきたが、アメリカのことを勉強するセッションとヨーロッパのセッションと日本のセッションとがあった。日本は、その前まで非アメリカの世界では7%しかなく、アンダー・パフォーミング・ステップ・チャイルドと呼ばれていたが、突然希望の星に今なっている。なぜかというと、日本は昨年 70%伸びたためである。イギリスは 70%減り、ドイツは 30%減った。今、日本は、アメリカやイギリスに次いで世界第3位に付けており、非アメリカ地域におけるCMBSの発行の17.6%になった。

会議では、去年までのイメージがあるため、ヨーロッパに当然人が来るだろうと思って、カンファレンスルームの大きさが日本の倍あった。だが、そこが閑古鳥で、日本のところは、結構外国人の方がたくさん来ていて、質問もかなり活発であった。こういうことを機

会として捉えて、何とかそういった人たちが日本の市場に引っ張ってくるということを、まさにこの機にやるべきだと思っている。

ヨーロッパはどちらかというと、今、申し上げた、SIV だとか、ABS CDOというのが、ローカルマーケットの中で相当拡大したので、それを前提としたハイレバレッジのローンの組成というのが割合行われた。この人たちが、今、困っている。

ただ、アメリカはそこまで踏み込まなかったが、日本は全然そういったことをしていなかったもので、今、相対的に日本市場の存在感・優位性が高まっている。

また、サブプライムを中心に、実は余りにもABS CDOを拡大したために、その裏付けとなる担保資産がサブプライムだけでは足りず、分散効果をねらう意図もあってそれ以外のアセット分野からBB、BBB格の資産を少し見つけようとして、例えばCMBSから引っ張ってきたり、あるいはクレジット債権のようなどころから引っ張ってきたりということもしていた部分がある。そうしたなかで、CMBS でもピンポイントでやられている人たちがいるかもしれないが、マクロ全体では大きな影響は出ていないと思う。

(伊藤メンバー) もともと証券化そのものには問題がないということで、私も外に行ったときには、そういうふうに話している。もともとサブプライムは個人の住宅ローンであるわけで、証券化されないとしたら、ローンを出した銀行が面倒を見るわけである。延滞になれば当然話し合いに行き、どうしようと、あなたは少し収入が少ないようだが、1年経ったら本当にきちんと仕事に就けるのかと、それだったら1年待とうといった相談ができる。あるいは金利もリスクの交渉も相対でできる。多分そういうことをやってきたと思う。証券化するということは、もう自分の手を離れるということであるから、多少危ないかなと思っても、証券化してしまえば、そこでオリジネーターは手を洗えることになる。

そうすると、先ほど言われたように、もう証券化で売れるのだったら、多少無理して貸しても、後のことは知らぬというような貸し方になる。モラル・ハザードもそこで起きるのではないかと考えると、クレジット・イベントが起きたときに、誰がそれを面倒見るのか。ワークアウト・プログラムがあるのか、サービサーがやるべきだという議論があるようだが、本当に借りた人の親身になって相談に乗ってあげてワークアウトするという仕組みが、証券化の場合はないのではないかと議論があるのだが、それについてはどうお考えか。

(赤井 MD) それについては、まず、全く何でもローンを出せば売れるかということ、そうではない。実はローンをオリジネーションする人と、それを証券化して販売する人は、これは会社が大体異なる。ノンバンクが組成し、通常は入札というプロセスをとる。入札に投資銀行が入ってきて、投資銀行が一定の期間でパッケージをもらって、一定のア Sampションの下で値段を出して、一番高い人が勝つ。

ただ、そのまま目をつぶって買うわけではなく、そこから実はデュー・ディリジェンスを行う。そして、その中で当初の基準を満たしていないものが含まれていた場合は、これはフロード(詐欺)とか、そういったものだが、キックアウトする。だから、結果的に言うと、

いいかげんな仕事をする、入札はできたのだけれども、大半が返却されてくるという仕組みになっている。

ただ、問題は、私どもの会社は、私が実際携わっているときは、今述べたような形でやっていたが、急激に3倍市場が拡大していく中で、だいぶやり方が変わってきて、どんどん入ってきた後発の人たちがどういうやり方をしていたかという、個別の台所事情はわからないが、キックアウトされて戻されたものを、一定の割引価格で買うということをやっていたはずである。

これが、実は貸出しの現場のたがを締められなかったような背景である。多少値引けば売れる。それを倍々ゲームで拡大していけば、少々損を出して売ったとしても、会社としては通期で利益が出る。こういう拡大路線の中で、問題を抱えながらも、毎年拡大していれば、それが表面化しないというものが、そのモーゲージ・バンカーやモーゲージ・ブローカーの中にあっただのではないかと思う。

(松本メンバー) この問題は、信用創造と裏腹なので、おっしゃるとおりだが、余り厳しくすると、信用創造が減る。それは人間がお金を貸すのと、銀行がお金を貸すのでも、銀行がお金を貸す方が貸しやすいのと同じだと思う。

(池尾副主査) 今日は何を議論するのかを整理したい。

(伊藤メンバー) 日本の金融資本市場の今後の発展について、どのような教訓を得られるかということなのではないだろうか。日本はむしろ注目されているから、間違いさえ起こらなければ。

(上村主査) そこに結び付けるために、まだ必要な議論があるような気がする。格付けや監査など。

(池尾副主査) 例えば今日の議題は今後の証券化市場の方向性と書いてあり、私も、基本的には伊藤メンバーが、今、おっしゃったようなことで議論しているのだろうと思うのだが、金融市場の現在の混乱がどういうところに主な原因があって、そのことを教訓として、今後の日本の金融資本市場に関する制度設計の在り方を考えるということで議論するのだろうが、それにしても、証券化をどう論じたらいいのかわからない。

(伊藤メンバー) 世の中の議論は、証券化はいけないものなのだというふうに行きがちである。それに対して、証券化はいいことだけれども、証券化するときに、どういったことに気をつけなければいけないのかということを考えるべきではないか。

むしろ、日本は今回余り被害が出なかったということは、何かいいものを日本が持っていることを示唆しているのではないか。これを生かせば、もっと日本の市場がどんどん発展するのではないか、そういう組立てだと、私は理解している。

(池尾副主査) 今日の会議については、今の伊藤メンバーの説明でいいとして、今年金融・市場ワーキングを再開して、何をやろうとしているのかということについても整理したい。

(伊藤メンバー) 「金融・資本市場競争力強化プラン」というのが出た。これは去年

我々がやっていたことのうちの幾つかのリコメンデーションを、金融庁がやろうということ
で法律を出すことになったということ。これは、我々の去年の議論の成果だと考える。

では、ここまで来たとして、今年はそこから先の次の弾を仕込もうという議論の一環で、
たまたまサブプライムという問題が起きたので、証券化は、我々にとってビジネスチャン
スであるのか、金融・資本市場の発展について、どういう教訓をもたらし、日本としてど
う対処することによって日本の金融・資本市場、更なる強化プランというものにつなげ
ることができるだろうかという視点を持つということではないのか。

それでよろしいか、梅溪審議官。

(梅溪審議官) はい。

(池尾副主査) ただ、そういうことであれば、例えば最初の方で菅野メンバーがおっし
やっていたような資産価格の上昇に関して楽観的な期待が抱かれた問題とか、金融・
資本市場の中で、規律ある行動が必ずしもとられなかった問題とか、そういうところの
方がより本質的であると思う。

(伊藤メンバー) 価格が上がり、右肩上がりだったから。

(上村主査) 要するに、制度論というか、我々がこれからまとめていくに当たって、何を
変えていって、どういう提言に結び付けていくか、そういうところに本当はもっていきたい
のだ。

(伊藤メンバー) 余りカルチャーや、今まで下がったことがないからということで説明さ
れてしまうと、そこから先、政策論にはいかないだろう。

(上村主査) 結局、地上げのときと同じではないかという意見もある。

(菅野メンバー) 今日は、せっかくゲストをお二人お招きしているので、日本のことに焦
点を当ててお伺いしたいと思う。今までのアメリカの話は、私も確かに大いに関心があ
るし、お二人の大家がおられるので、もっと時間をとって聞きたい面はあるが、実は、先
程の、日本で資金循環の不備があるという点について、まだ十分お答えいただしてい
ないわけである。また、赤井 MD の資料の 27 ページに記されているように、東京のオフ
イス市場規模が世界で断トツで、ニューヨークの倍であるとのデータを初めて見て驚い
た次第であるが、本来なら東京の不動産市場には大変なビジネスの種があることにな
る。そこで、赤井 MD にお伺いしたいのは、市場を活性化するためには何がポイントな
のか、税制なのか、規制なのか、そういう点を、もう少しインパクトのある形でお教えい
ただけないだろうか。我々も当グループとして最後にレコメンデーションをしたい。

(上村主査) それと、格付けとは一体何を見て格付けしているのか。

例えば三國事務所のように社債の格付けしかなかったところがあり、彼は最初から証
券化商品に格付けというのはなじまないと言われていた。それにも関わらず、証券化の
格付けがどんどん実施されてきた。それから監査とは、一体どういう監査しているのか
ということになる。例えば日本でも、証券化すればオフバランスだということですずっとやっ
てきたと思うが、法令を見るとそうではない。一定のスキームが用意されたものは、子

会社でないと推定するとなっており、公認会計士の判断は事実上できないので、全部オフバランスでやってきた。そういう意味では監査というものが、そもそも成り立っているのかどうかとか、もっと広く考えると、アメリカ、それから日本、ヨーロッパの社会のあり方と違うのは、債権者優位なのか、債務者優位なのかということがあると思う。例えば、日本では最低資本金がすごく厳しいとか、倒産したら厳しい制裁が待っている欧州に比べると、アメリカはどちらかという債務者優位で、再チャレンジ可能な社会。クレジットカードを何枚もだめにしても、平気でやっていけるような社会である。基本的に債権者優位なのか、債務者優位なのか、その辺が今回の問題の背景にあるのかどうか。それから、最近のことはよく知らないが、S&Lの調達金利がものすごく上がって長短のミスマッチができたことを解決するために資産の証券化が始まったのだと昔、習った。つまり資産を金融に使った。これに対して先程の話は、証券化が長短のミスマッチを生んでいるということだった。一体どうしてそうなったのか。制度に結び付けていける話にしたいと思う。

（大崎メンバー） 私は制度に直結する話で、先程、伊藤メンバーが少しおっしゃったことと共通する問題意識を是非お二人に伺いたい。伊藤メンバーがおっしゃったように、オリジネート・トゥ・ディストリビュートという言い方がなされるが、要は当初から証券化をして売り払うことを前提として、貸出しなり、あるいは貸出しをかき集めるという行為をするオリジネーション行為をするということ自体に問題があったというようなことを言う人が、特に格付機関を中心にいるようだ。その解決策として、オリジネーターに一種の責任を負わせて、問題があった場合に引き取らせる責任とするのか、あるいは全部を売却できない制度にするのか等、様々なアイデアがあるが、とにかく何かオリジネーターが、将来起きることに対して関与しないという仕組み自体を否定してしまえという意見があると聞くのだが、今までやってきた、ごくごく普通の不動産の証券化にも変な悪影響があるのではないかと思っている。つまりビルを売ったときに後で買い戻さなければいけないという買戻し特約が付いていると、普通、オフバランスにならないという理解であり、何か証券化を否定するような話になってしまうので、そのような制度論についてお二人がどのように見ているか、あるいはそういうやり方ではなく、何かオリジネーターにある程度の責任感を持たせる方策のアイデアがあるかというのを是非お伺いしたい。

（安田メンバー） もう一つ言わせていただきたい。ワーキンググループで議論する課題は、たまたまリスクが顕在化したサブプライムローン問題のどこがいいか、悪いかではなくて、日本の金融・資本市場で市場型間接金融を健全にもっと発展させるために、何を制度的に整備していくべきかということと思う。今、日本でも融資債権の証券化が増えているが、発行量的にも、流動性からいっても、また、価格の信頼性から言っても、まだ十分ではないのではないかと思う。銀行にとっては、住宅ローンを証券化するインセンティブは大きくないし、日本の機関投資家が積極的にそれを市場売買しているわ

けでもなく、価格も投資商品としての魅力度は高くない。

市場性間接金融という日本の金融モデルを定着させるために不可欠な証券化の仕組みを、住宅ローンや、コンシューマーローン、不動産ローンなどに浸透させるための仕組みづくりを議論することが大切なテーマだと思う。

講師より、商業用不動産証券化の問題については大変建設的なご意見があった。日本の資金循環からとらえる視点や、日本の証券化市場取引にどうやって日本の機関投資家以外を巻き込むかなど。サブプライムローン問題を教訓として、異質な証券化のリスクを理解しておく意味はあるが、ワーキンググループの議論としては、本当に市場型間接金融が進み、健全な証券化市場が発展するためには、今回の教訓を含めて、あと何をやらなければいけないのかという点を教えていただいた方が良いのではないかと思う。

(赤井 MD) 今の安田メンバーのコメントと菅野メンバーのコメントと共通する部分であるが、日本のいわゆるデット型証券化商品市場について、よくJ-REIT を中心に議論する方がいるが、私は国際的に標準的な議論とは別の話だろうと思っている。デット型の証券化というのが、世界的には証券化のメインストリームであるが、その中で、やはりその買い手が短期の資金がほとんどであるというところに日本の市場の非常に大きな問題があると考えている。1998 年に作られた法制度、債権譲渡特例法とTMK(特定目的会社)という法律の中で、基本的には短期資金が中心の銀行など適格機関投資家が証券化商品市場への資金の出し手であるという構造が作られた。それで、本来、長い資金が必要な人も、証券化を使う時は、短期の資金を調達して我慢しなければならないという構造があるため、国内においては、実は証券化が本来のニーズがあるところまで活用されていないという実態がある。例えば過去2年間に出たアメリカの市場全体の CMBS の平均期間は 7.7 年あるが、日本は 3.3 年である。アメリカと比べて、日本の不動産市場が短い資金だけで済んだのかというところではなく、銀行は基本的に短期の資金しか無いし、本当は長い資金が必要であったのに証券化市場で提供されていなかったが故に証券化という資金調達手段を使わなかった人たちがいるということがある。

ないしは、本来は長期のビジネスプランに基づいて、ビジネスを運営していくべきものが、ちょっと無理のある短期のビジネスプランを書いて資金を調達したということもあったと思う。このままだと、矛盾が表面化してくるので、これから成長の度合いが緩やかになってくる可能性があると考えている。

アメリカだと、例えばERISA法という退職者年金基金法の中で、デットの不動産の証券化については、どこまで買っても良いとか、明確な基準がある。日本はそういうものが無いので、結果的に厚生年金基金はとりあえず手をこまねいている。市場が大きくならないから買わないということになってしまう。もう少し規模の小さい適格企業年金では、全く忙しいから手が出ないというので、長期の資金が入ってこなかった。そういう意

味で、私が申し上げたいのが、長短のミスマッチというのは、潜在的需要のある期間の資金については出し手が限定されて、資金の出し手ないしは証券化商品の買い手が限定されている結果として、本来の需要に基づいた資金提供がなされていないということ。そのために、証券化市場の健全な成長が進んでいないという背景があると思う。1998年に法律が作られた時は、日本は金融危機だったので、とにかくお金が無ければみんな死んでしまうという状況だった。したがって、銀行の体力を何とか強化して資金を出させるべきだという議論が、法律の理念というか、背景にあったのではないかと思う。ところが、果たして今の銀行だけに依拠した状態で良いのか、つまりよく言われることだが、証券化というのは、間接金融システムから資産市場を切り離れたという点が非常に良いと言われるが、結果的にそこへの資金の出し手が銀行だけであるとするならば、実はそのリスク遮断が全く行われていない形になってしまっているのは良いのか。形を変えても流れてくる資金の出し手は同じである。本当は間接金融のシステム以外の資金の出し手が、家計であったり、投資信託であったり、年金であったり、外人でも良い。この人たちが入れられるかどうかということが大切だと思う。その際に、例えば資産担保証券、様々な資産があるが、それを証券化してモニタリングして投資をしていこうとする時に、不動産という動かないものをベースにしたものでしかも東京のようにこれだけのボリュームがある場所であれば、海外からも物理的に移動して来なければ管理やモニタリングの不都合があったり、実際に近くで見ることによってメリットがあるということのを思い起こすことは戦略的に有効である。また、東京は昭和30年代、昭和40年代に作られた不動産が更新の時期を相当程度迎えており、金融センターということでも大規模な都市開発が進むとするならば、そこに対するファイナンス資金の出し手を誘致するということにもつながってくると思う。そうした資金を誘致することがインフラを向上させると同時に、それへのファイナンス自体がビジネスになるので、人と会社がやって来るということになるのではないか。

(安田メンバー) 適格機関投資家のように、本来長い資金が入ってくるのが望ましいのに、入ってこないというのは、何か制度上の制約があって来られないものなのか、それともそういう人たちの意識の問題なのか。

(赤井 MD) 意識もあるが、やはり制度の問題が大きい。要するにTMKという特定目的会社がデット型の証券化商品を発行しようとする時に、適格機関投資家になっている人以外に売った場合は、税制上の導管性が失われる。例えば金商法施行前の適格企業年金に売ってしまったら、タックス・メリットが一切失われるのでその人たちに売ることはできない。その人たちが買うことはできるのだが、オリジネーターは税金の二重取りになるので、やらない。したがって、銀行に売りに行くという行動パターンになってくる。

(菅野メンバー) 投信はそこに入れないのか。

(赤井 MD) 投信は一任勘定で、実態としてはやや短期の資金が多い。また投信は

少々別の運用実務でデイリーのマーク・トゥ・マーク、値洗いができるかどうかや、流動性が十分高い、あるいはマーケット・アウト・スタンディング(残高)がどこまであるかなど、実は様々な議論があり、実務的には難しい部分があると思う。

(大崎メンバー) 確かに税法は先程御説明があったように、法案では買えることになっている。

(赤井 MD) 今、国会の審議によるのだろうと思う。

(上村主査) 大崎メンバーが言われたように、資産金融の否定というのはだめだと思う。資産金融ではなくなってしまうわけだから。でもどこからか先、ここから先はどうも資産金融ではないという線がありそうな感じを受けたのだが、そこを何かルール化することはできないか、という考え方もあるだろうと思う。長期のキャッシュフローを証券化したのに、資本市場は短期ばかりだというのも、ちょっとよく理解できない。

(松本メンバー) 短期しか買えないのは問題だと思う。それを今、直そうとしている。ただ、直した後は、きちんと長短マッチしていなければいけないというような、先程の信用創造の話もそうだが、古代に戻る話ではなくて、資本市場は長短が分離できる、あるいはオリジネート・トゥ・ディストリビュートで私は良いのではないかと思う。分断することによって倍率が出てくるわけであって、そういうこと自体は流動性が上がることであり、これは先物悪玉論などと同じ話で、それ自体は良いはずだと私は思う。ただ、予測可能性を高めるとか、そういうことをしっかりやっておかないと、大きな事故になってしまう。そういった点が多分ごちゃ混ぜになってしまう危険があるので、良いことと、どうやったら事故が起きなくなるかということを区別して議論すべき。

(上村主査) 情報開示と格付けと監査に信頼性があれば、そこが違ってくる。

(松本メンバー) 格付けと監査に関しては、多分もう少しいろいろな考え方をシェアする必要があると思うが、例えば格付けをすることは、基本的には値段についてのことではないとか、監査というのも捜査ではなく、あくまでも相手があつてのことであるので、格付けも監査も値段の問題に関してはほぼ無力というのは言い過ぎだと思う。

(上村主査) 同じような表現がなされているから。

(松本メンバー) その辺を整理した上で、最終的には、予測可能性が高まるようなことをオリジネーター等が進んでやるようなインセンティブや仕組みを考えることが、多分建設的なのだと思う。

(菅野メンバー) 赤井 MD が今ご指摘された点は、私は非常に重要だと思う。松本メンバーがおっしゃった点に賛成するが、赤井 MD がおっしゃったように、長期の資金というのは、本来運用ニーズがあるはずなのに、市場には長期の投資資金が存在しない。ここが問題なのである。

ところが、これまでの日本では、例えば家計にしても、銀行にしても、銀行の場合はライアビリティからして致し方ない面はあるのだろうが、結果としてマーケットに出てきている資金運用ニーズは、やはり極めて短期になってしまっているのが実情である。で

は、実はどこに長期の運用ニーズがあるかと言えば、やはり年金資金なのだと思う。

アメリカのERISA法のような法整備が日本でも必要だと思うし、また、日本でも、これから例えば401kのような資産が少しずつ増えてくる状況の中で、こうした資金をどのように長期運用に向けていくかという課題がある。あともう一つは、莫大な公的年金の資金や民間の企業年金は、本来は長期の運用ニーズがあるにも関わらず、必ずしも長期運用になっていない。それが運用者の意思で意図的に流れないなら仕方がないかもしれない。そうではなくて、制度的なもので砦ができていて、本来流れるべき資金が流れていないということが本日理解できた。適格投資家に関する議論が一つのテーマになる。今後はむしろこうした点を制度的な観点から議論すべきなのではないか。

(赤井 MD) もう一つは、そういったフィディシヤリー・デューティーのある人たちの資金を導入しようとするれば、当然情報開示の標準化や、それをどういった形で管理していくのかということも、まさに政府の仕事、あるいは業界団体との共同の仕事であると思う。

そういった議論というのは、アメリカでは10年ぐらい前から相当進んできているわけだが、日本の場合は、どうしても年金の方は、人手が足りない、忙しいのでできないということと終わっているという部分があって、幸いにして、いわゆる適格機関投資家の壁というのがあったので、それがちょうど良い口実になってきたという部分があると思う。

(伊藤メンバー) 今度の法改正で適格投資家が拡大されて、問題解決するのか、それともまだ不十分なのか。法律が通ったとして。

(赤井 MD) かなり前進すると思う。

(大崎メンバー) 少々混ぜ返すようだが、私は赤井 MD のおっしゃることも非常に分かるが、一方で連合会は前から適格機関投資家なのに連合会もあまりやっていないということはどう考えるか。というのは、連合会がやらないのでやらないという傾向が、企業年金の世界にはあるので、連合会がやらないからということで、話が終わってしまうような感じも少しする。

(赤井 MD) 黒船というわけではないが、海外の公的年金が相当意欲を持っていることが参考になると思う。私も今年1月にアメリカに行った時に、具体的にある国の公的年金がすぐスタートしたいという話があった。個別名はもちろん明かせないが、その動きが出てくると、日本人もそれに見習うということはあるのかなと、私は期待している。

(上村主査) 資産担保証券は、アセット・バケット・セキュリティというが、私はルール・バケット・セキュリティズだと前から言っていて、要するにこれをやるために、様々な制度、ルールが必要で、沢山作った。その点では、アメリカは相当先行していて、そのアメリカでもこういうことが起きている。日本ではその辺がまだ確立していないので、割と細々とやっていたので大やけどしないで済んだという感じかなと思っているが、そういう意味では、あの規制の厳しい細かなルールが沢山あるアメリカでも起きている。日

本としては、むしろ全く同じことをやっては、どこまでいっても追いつかないかもしれないので、どの程度のところまでを、どういうルールで構築していくかという、独特な政策があっても良いのではないかとも思う。またお知恵をお借りしたい。

(赤井 MD) そういう意味では、アメリカについてはこういう問題が起きたが、一次証券化までであれば、極めて順調で健全であった。その後の二次証券化が、先程申し上げたように、ボラティリティという新しいエッセンスを入れてからまだ市場の洗礼ないしテストを受けていない、未成熟なものだったということ。今回これが起こったので、次は、恐らくボラティリティを入れる証券化を、もし作り直す機会があれば、二次証券化などが復活することはもう未来永劫ないという人もいるかもしれないが、このレッスンに学んだ作り方というものがあると思う。

(上村主査) 様々な御意見があり、また何かとお知恵を拝借することがあろうと思うが、ここでゲストのお二人との議論は終了とさせていただきたい。お二人の本当に貴重なお話に感謝したい。大変勉強になった。