

第七回住宅金融のあり方に係る検討会 議事要旨

日時：平成20年12月4日(水) 15:00～17:00

場所：中央合同庁舎3号館4階特別会議室

出席者：八田座長、浅見(祐)委員、江川委員、瀬下委員、野村委員、原委員

(議事概要)

1. 開会

2. 議事

(1) ヒアリングテーマについての説明<事務局>

住宅金融支援機構(以下「機構」という。)の組織形態が、MBSの格付及びスプレッドに与える影響などについて専門家の方々からヒアリングを行い、機構の組織のあり方に関する示唆等についてご議論を頂きたい。

(2) 専門家によるプレゼンテーション(敬称略)

ムーディーズジャパン株式会社 代表取締役 北山 慶

【プレゼンテーションの要点】

- ・ 発行体の組織形態と格付の相関関係は一般的には強くない。少なくとも当社において組織形態のみに着目して格付に差をつけることは考えていない。寧ろ、各発行体固有のリスク評価、政府からのサポート供与の可能性等、実質的な要素を考慮した上で格付けを決定している。
- ・ MBSの格付に際しては、裏付資産(ローンプール)の過去のデータも含めた数量的分析(デフォルト率、その分布及び回収率等)と、その結果を踏まえたキャッシュフロー分析に加え、ストラクチャー分析及びオリジネーター分析(経営規模、経験及び地域性等)などに着目するが、裏付資産の数量的分析の寄与度が一番大きい。
- ・ 受益権方式とSPC方式の差異については、全く同一であるとはいえないが、分析の内容及び格付上の考え方に大きな違いはない。
- ・ 仮に機構の組織形態に変更があったとしても、特別法の整備等により会社更生法上の更生担保権の適用を排除できると仮定すれば、現状のMBS発行スキームを維持することは十分可能であると考えている。

スタンダードアンドプアーズ

イグゼクティブ・マネージング・ディレクター 在日代表兼アジア・太平洋地域総括責任者 張 毓 宗
マネージング・ディレクター、レーティング サービス 信用市場分析・格付基準担当 山 岡 隆 正
ストラクチャー・ファイナンス部上席アナリスト 園 田 浩

【プレゼンテーションの要点】

- ・ 機構MBSの格付に際しては、受益権行使事由が発生した時にスキームが有効に機能して、機構債が障害なく受益権へ転換できるかどうかというストラクチャー分析の視点及び超過担保率が十分かどうかという数量的分析の視点を二本柱として重視している。
- ・ 上記の2つの視点にはどちらかを重視するというようなウエイト付けはなく、2つ揃って初めてAAAの格付が付与できるものと考えている。
- ・ 受益権方式と社債方式との比較では、格付に際しての分析手法に特段の違いはない。ただし、社債発行には、債券発行に関するコスト、SPC及び社債管理会社に関するコストなどが追加が必要で、当該負担の分だけ若干要求される超過担保率が高くなると考えられる。
- ・ 機構の組織形態が将来変化しても、会社更生手続きの適用がなく更生担保権として倒産手続きに組み込まれるリスクがないことを前提とすれば、組織が独法から株式会社が変わることによる追加的なストレスは想定されず、超過担保率も現状と同レベルで、機構MBSにはAAAの格付を付与できると考えられる。
- ・ ただし、機構が会社更生手続きの適用がある組織形態に変更されると仮定し、現行スキームを維持しようとした場合、仮に受益権行使事由について機構のコーポレート格付による格下げトリガーをAA等高めに設定したとしても、機構MBSに対し現在と同様の格付手法でのAAAの格付の付与は困難である。
- ・ 機構の組織形態の変更が最終的に付与される発行体格付に与える影響は、企業としてのスタンドアローンの信用力に与える影響と政府によるサポートのレベルに与える影響とに分解することができる。
- ・ 組織形態の変更の影響にはポジティブなもの、ネガティブなもの及び双方に働くものがある。政府がサポートを付与する蓋然性を評価する際には組織形態だけを評価するのではなく、政府がサポートを付与するインセンティブの高低の予想が当社ではキーポイントとなっている。

日興シティグループ証券株式会社

資本市場本部 デット・シジケート部長 マネージングディレクター 波 多 野 紳 一

【プレゼンテーションの要点】

- ・ 機構MBSについては国債を、民間MBSはアセットスワップレートをベースとしたス

ブレットを基準に、条件決定に向けてマーケティングが行われている。

- ・ MBSは、月次の元金支払及び期限前償還（債務者の繰上返済）を特徴とするキャッシュフロー構造を有しており、将来の期限前償還に関する不確実性ととも、国債（ブレット：期限一括償還）レート及びイールドカーブの形状に対する感応度を持っている。
- ・ 機構MBSを購入する投資家は、財投機関債の場合と同様、中央及び地方の投資家全般で、共済、年金、投資顧問等非金融機関も含まれている。これに対して、民間MBSを購入する投資家は、ほとんどが金融機関である。
- ・ 投資判断の尺度については多岐にわたっている。独自の期限前償還モデルから導出されるスプレッドを用いる先、絶対的な金利水準で判断する先、国債とのスプレッドで判断する先等様々であるが、主幹事会社は、イールドカーブの形状変化を反映したOAS（Option Adjusted Spread）での判断も考慮したムービングレンジ方式のマーケティングを2008年6月から導入している。
- ・ 機構の組織変更については、組織変更が受益権行使事由に該当せず、会社更生法の適用がないということを前提とすれば、現在のMBS発行スキームが維持できると考えている。スプレッドに関する影響については、AAAの格付が維持されること、政府のサポートが有効に設計されること及び機構MBSのリスクウエイト（BIS）が現状の10%に維持されることなどが達成されないと、現状よりもスプレッドが拡大する懸念がある。

（3）質疑応答

【委員からの主な質問と応答】

Q . ムーディーズの北山様にお伺いしたい。格付の高低と組織形態との間に相関関係は見られないという話であったが、典型的な例を示してご説明いただきたい。

A . 典型的な例として、株式会社日本政策金融公庫とNTTが挙げられる。私どもの考え方としては、日本政策金融公庫に対する政府の出資は100%であり、また非常時において政府からサポートが供与される可能性は極めて高いと考えており、最上級の格付としている。これに対し、NTTは単独での信用力は非常に高いが、国の株式の保有比率は30%程度で、政府からのサポートの可能性という点では、他の財投機関との比較で中位程度であろうと考えている。（NTTの格付はA a 1）

Q . スタンダード&プアーズの園田様にお伺いしたい。機構MBSの場合、機構が株式会社化して単体としての格付が低下すると、現在債権プールの信用力とジョイントサポートになっているものがひとつ抜けてしまい、現在の格付を維持するためには超過担保率が上がるのではないかとと思われるが、その点はいかがか。

A . 現状の格付の際に、機構の信用力を加味しているわけではなく、債権プールにA A Aのストレスをかけて分析をした結果の格付である。ある程度の格付低下であれば、機構M B Sの新たなストレス要因になるとは考えていない。

Q . ムーディーズさんにお伺いしたい。「表明・保証の強化」の意味を教えてください。

A . 今次の金融危機で、M B Sの格付において事前の想定とは大きくかけ離れた結果が発生したことに対する反省から、オリジネーターから提出される債権データや、貸付の際の審査の過程などについて、真正な申告であるかどうかのチェックを厳格化する必要があると考えている。具体的には、文言の標準化を進めるとともに、従来契約における表明・保証の文言から「私の知る限り」などの留保を出来るだけ除くことなどが挙げられる。

Q . 過去のデータの蓄積が薄い分野に関しては、格付の信憑性に難があるということであれば、その旨区別した格付を出してくれとの投資家からの要望があってしかるべきではないか。

A . 非常に重要なご指摘であると思う。私どものほうにも、データ分析、数量分析によって、リスクの根幹のところは分析しきれのだからという過信があったように思う。今後、弊社としては、証券化商品に対する追加的なリスク指標を導入することで要望に答えて参りたい。

Q . 日興シティグループの波多野様にお伺いしたい。機構M B S並みの流動性が確保されれば、民間M B Sのスプレッドが機構M B S並みに縮小すると考えられるか？

A . 機構M B Sのように毎月定期的に発行され、投資家の層が拡大することが必要条件であるが、リスクウエイトの問題もあり、あくまで「そうなる可能性はある。」としか申し上げられない。

3 . 閉会

以上