

## 第4回長期固定ローンの供給支援のあり方に関する検討会 議事要旨

日時：平成22年4月23日（金） 10:00～12:00

場所：中央合同庁舎第7号館9階共用会議室-3（905B）

出席者：若杉座長、後藤委員、中山委員、松本委員、宮坂委員、家森委員

（議事概要）

### 1. 開会

（事務局より意見発表者を紹介）

### 2. 議事

#### （1）専門家からの意見発表について

（専門家による意見発表及び質疑応答）

#### ① 東京大学大学院経済学研究科・岩本康志氏より意見発表

【意見発表の要点】

- ・健全な民間市場育成のための明確な出口戦略が必要。
- ・出口の姿としては、住宅金融分野では公的金融機関は必要ないこと、長期固定ローンの提供は民間でも可能であること、住宅ローン債権証券化に政府介入は必要ないこと、政府介入は災害融資等極めて限定的なものとするのがあげられる。
- ・出口戦略として、今すぐにという極端なことは言わないが、住宅金融支援機構については民営化に至る道筋を描くこと、旧住宅金融公庫債権の証券化を進めて市場の厚みを増すことが最大の証券化「支援」業務であることを認識する必要がある。したがって、証券化は最終的に民間に委ねる方向とし、機構の証券化支援業務は縮小するか、早期に民営化することが必要。
- ・住宅金融分野における政府介入の根拠について検証した場合、民間では供給できない長期資金を供給するという期間変換の役割を担っているのではないかという点が考えられるが、多くの旧公庫債権において35年経過以前に任意繰上償還されている実態から見ても、住宅金融分野で政府介入が必要な根拠として必ずしも妥当性があるものとは言えない。
- ・長期資金需要と銀行における短期資金供給との期間のミスマッチの問題は、民間での住宅ローン債権の証券化で解決すべきである。その一方、地震保険等の市場が未成熟である課題への働きかけは、政府が行うべき政策として必要である。
- ・機構の組織形態の改革の方針は、これまでの経験上、廃止されても何らかの機関が残るのが常であり、また、蓄積された資源を再利用する観点からも、廃止よりも民営化が望ましい。また、機構は、民間と類似機能を果たし、市場で財を供給しない法人であるため、仮に民営化しないにしても株式会社形態が望ましい。

【委員からの主な質問と応答】

- Q. p 3の期間変換については、政府介入の根拠としてはもはや妥当ではないのご意見であるが、これまでの検討会の中で、全銀協や地銀協からは、長期・固定金利の住宅ローンのリスクヘッジは民間金融機関での対応は難しいとの意見をいただいていたところ。具体的にどの主体が長期資金を供給することを考えているのか。
- A. 短期資金を主に扱っている銀行では無理だが、生保等の機関投資家や個人の大口投資家が投資主体となり、民間で住宅ローン債権を証券化することにより、長期資金を供給することを考えている。
- Q. 住宅金融分野では公的機関は必要ないのご意見であるが、日銀の業況判断D Iを見ても、足下の状況は厳しいものとなっている。ハウスメーカーからも民間の貸出姿勢が厳しくなってきていると聞いているため、政府介入が必要ではないか。
- A. 中小企業金融の場合においては、借入ができなければ倒産に追い込まれるケースもあり得るが、一方、住宅金融の場合は、借入ができず、住宅を取得できなかったとしても借家等の代替があり、あまり深刻な問題とはならない。よって、政府が介入し、コストをかける必要はないと考える。
- Q. p 12に公平な競争の観点から株式会社化が望ましいとあるが、公平ではない競争とは具体的にどのようなものを指すのか。
- A. 現状において、証券化市場における機構のシェアは大きく、民間が参入しづらい状況である。このため、将来的なことを考えれば、証券化の実施主体を株式会社に揃えるべきである。
- Q. 全銀協や地銀協からの意見としては、民間での証券化は難しいとのことであったが、将来的な課題との認識か。
- A. できないものを直ちにやれとは言えないが、将来的に、住宅ローンの長期資金需要と投資家のニーズをマッチさせ、民間で長期住宅ローンを提供することは可能であると考え。また、以前と比べれば、長期資金の需要も低下している。
- Q. 機構が株式会社化すると何が変わるのか。また、ガバナンスを株式会社に近いようなものにした公企業法人のような形態もあり得ると考えているのか。
- A. 株式会社化することにより、パフォーマンスの比較がしやすくなるとともに、ガバナンスがより機能するようになると思う。また、株式会社化すると課税法人となると考えられるが、公企業法人というものもオプションとしては考えられる。
- Q. 出口戦略である証券化支援業務の縮小と、利益を追求するため業務の幅を広げ、組織を肥大化させようとする株式会社化とは相反しているのではないか。

A. 民営化をするのであれば、民間機関として自立するための業務を作っていくことは、当然認めることになる。その先には、証券化支援業務を軸にした民営化された企業が一つできあがることになると思う。ただし、できればもう一つ、二つぐらいの競合する民間会社も同時に存在し、証券化のマーケットができあがる姿が望ましいと思っているが、民間が出てこなかったら相変わらず機構は残ることになる。この場合、機構が独占民間企業となってしまうため、規制をかけながら公的な関与のまま残らざるを得ないと思う。

Q. 政府介入を残す根拠がまだ残っており、民間も育っていない過渡的な状態であるが、早期に株式会社化を進めるべきとの主張であるか。

A. 民間と比較可能な組織にすることは、早期に進めても特段の問題はないと思う。組織拡大のインセンティブが働くことについては、独立行政法人の形態でも組織は肥大化しようとする。

Q. p 7 の証券化での情報偏在問題に対応するための規制とは、ファイアウォール等の一般論に関する内容か。

A. 一般論に関する内容である。

Q. 全銀協等にヒアリングしたところ、民間金融機関は証券化への参入が難しいとのことであるが、参入のための環境整備についてどのようにお考えか。

A. 民間金融機関が参入する環境は整っていると考えている。政府が阻害しているものは特になく、また、政府が手を貸すこと自体も過剰な介入と考えるため、市場が育成するのを待つべき。それまでは、機構の役割は残ると考える。要するに、無理に撤退するものでもなく、無理に育成するものでもないと思う。

Q. 株式会社は、法律的に言えば営利目的の社団法人であり、有限責任や業務執行の分離等が特徴になっており、その観点から株式会社化をお考えなのか。あるいは、民間が株式会社形態中心であるためにそれと合わせることを考えておられるのか。今の日本の株式会社は、ガバナンス等の面で理想どおりに機能していないところもあると思われる。

A. 両方の意味がある。営利目的とすることは一方で効率化を図ることであり、営利目的すなわち悪であるとの結論にはならない。定められたルールに則り、効率化を図ると言うことであれば問題はない。

Q. ガバナンスが健全に機能しているかについては、株式会社のみならず日本全体の問題でもあるが、ガバナンスに関してお考えがあれば教えていただきたい。

A. 企業におけるガバナンス一般論になってしまう。現存する箱の中でどの形態が望ましいかを考えているわけであり、良い箱を用意するというアイデアは今のところない。

## ② 新生証券債券調査部シニアアナリスト、部長・松本康宏氏による意見発表

### 【意見発表の要点】

- ・米国における公的な住宅金融機関の沿革については、ファニーメイについては、1968年に政府が出資保証するジニーメイと民間資本であるファニーメイに分離。また、フレディマックについては、ファニーメイと競争を行わせるために設立された。しかし、有益な競争がなされたかと言えばそれは否であり、むしろ損失を拡大させ、政府負担を大きくした可能性がある。
- ・米住宅金融公社2社が関与する住宅ローンビジネスの残高は、米国のGDPの約4割に相当する規模であり、両社が米国経済に与える影響は大きい。
- ・公的管理化（2008年9月）以降、巨額赤字の穴埋めのため、多額の公的資金による優先株による増資を実施。
- ・公社2社の総資産規模は、国有企業であるジニーメイの100倍を越える規模となっている。
- ・米住宅金融公社の実質破綻の問題の本質は、公的機関の民営化がもたらした3者間（公社・市場・政府）のもたれあいによりモラルハザードが誘発されたことによるものである。したがって、公的機関だから破綻したのではなく、公的機関を民間の器で運営した結果、破綻したとの見方が正しいと考える。そのため、政府の住宅政策における政策実行機関は、政府の管理下による機関に留まっておくべきである。

### 【委員からの主な質問と応答】

- Q. p12の政府の管理下による機関に留まっておくべきとの意見は、具体的にどの程度の政府関与をイメージしているのか。これまでのような半官半民の組織形態を否定するものか。
- A. ジニーメイのような形態が適当ではないか。公的関与が必要であれば、100%政府出資とすべき。また、住宅金融支援機構が100%民間出資の株式会社となったとしても、政府系政策金融機関としての役割を担わせれば、発行するMBSに対して政府保証としない旨表明しない限り、市場は暗黙の政府保証があるものと見なす。市場は、実質的な関与の仕方を見る。
- Q. 米国において、公社2社のMBSについて政府保証しない旨を表明していたら、どのような状況になっていたか。
- A. ジニーメイにおける資産規模が公社2社の資産規模を下回っているように、少なくとも、現状のような資産規模にはなっていなかったと思われる。また、米国におけるモーゲージ市場及び住宅政策においても、今日のような進展を遂げなかったと思われる。
- Q. 公社2社が破綻した理由は、証券化インフラの提供と住宅ローンの信用リスク負担部分、またはポートフォリオ投資部分のどちらにあったのか。
- A. 公社2社については、従来はプライムローンのみ保有しているイメージしかなかった。しかし、

政府の政策として、サブプライムローンを持たされたことにより破綻に至ったため、政府が責任を持って管理下に置いた。したがって、2社のビジネスモデルが全く破綻しているわけではない。

Q. 政府の政策としてサブプライムローンを持たされたとのこと意見であるが、民間株主であればサブプライムローンを持つことに反対することになると思われるが、反対しなかったのは持たされたのが最近であったことが原因か。また、資産規模を抑えれば民営化しても問題ないのではないか。

A. 2007年夏以降、サブプライムローンを持たされたわけであるが、当時は例えばA1t-Aや商業不動産まで将来的に不良債権化するかは分からなく、あくまでも懸念でしかなかった。民間企業としての判断であっても、お互いのもたれ合い関係の中では完全にノーとは言えなかったのではないかと考える。

③ ホームローンドクター（株）代表取締役・淡河範明氏に対するヒアリング概要について事務局より報告

（資料に基づき事務局より報告）

【委員からの主な質問と応答】

特になし。

④ 宮坂委員による意見発表

【意見発表の要点】

- ・ 機構MBSの市場規模の拡大期においては、投資家の投資残高が増加一辺倒になるため、需給バランスが崩れないような市場育成が必要。
- ・ 機構MBSの制度インフラは、下記ア～カの条件が一体となって評価を受けているところであるが、1つでも前提が崩れた場合、スプレッドが大幅に拡大する恐れがある。
  - ア. 政府100%出資の独立行政法人がMBSの発行主体となり、信託受益権が行使されるまでは、長期延滞等の信託債権を健全な債権に差し替えること、または期限前償還していることにより、超過担保は温存される。
  - イ. 独立行政法人は会社更生法の適用がなく、機構に民事再生法が適用されても、再生手続によらないで権利行使が可能である。
  - ウ. 機構MBSは10社以上の証券会社が値付けしており、流動性が高い。
  - エ. 機構MBSは公募で発行され、JSDP、BBYF、JS-Priceの時価が付されている。
  - オ. 機構MBSは債券インデックスの組入対象である。
  - カ. 機構MBSは既発債と新発債の商品性が同じため、単純に両者のスプレッドを比較した投資評価が可能となっている。
- ・ スプレッドの拡大は、フラット35のローン金利の上昇につながり、国民生活に影響を与える。

## ⑤ 中山委員による意見発表

### 【意見発表の要点】

- ・既発債が受益権に転換された場合、流通スプレッドが拡大し、評価損が拡大することで体力が低下した銀行等は、流通市場で処分売りをするため、流通スプレッドが更に拡大するという悪循環に陥る。
- ・流通スプレッドの拡大に伴い、MBS発行スプレッドも拡大するため、長期固定住宅ローンにおける金利が上昇し、ローン需要の減少につながる。
- ・投資家の信頼も喪失することから、民間RMBSを含めMBS発行ができなくなることにつながる。すなわち、住宅金融機能そのものが低下することになる。

## (2) 委員間での議論

(各委員による見解発表及び質疑応答)

### 【見解の概要】

- ・宮坂委員と中山委員の説明に意見を付け加えたい。
- ・宮坂委員の資料p3のとおり、機構MBSは複数の制度インフラが一体となって市場の評価を得ている。また、独立行政法人のメリットとして会社更生法の適用がないことに加え、機構MBSは金融商品取引法による開示義務が免除されているため、投資家ニーズに応じた柔軟な情報提供が可能な点が挙げられる。民間においては、公募する場合に求められる情報開示に伴う手続き上の制約から、裏付債権のデータを投資家のニーズに合わせて制度上の制約なく自由に出せる私募形式での発行となっている。
- ・2人の説明のキーワードは「標準化」であると考え。全国の金融機関を対象に住宅ローンを集めるといふ大量供給の素地があり、また、統一的なインフラの仕組みを継続的に提供していくことで商品性が標準化されているため、多くの証券会社がコストをかけて取引インフラを構築し、値付けすることを可能にしている。

Q. 民間においても開示規制が適用除外となれば、証券化市場に参入しやすくなるのか。

A. 開示規制が適用除外となったとしても、標準化については、難しいと考える。

Q. 民営化等については、すぐには無理だと思うが、10～20年後には視野に入れることが可能か。

A. 株式会社化すれば受益権行使事由に該当するため、民営化等の動きについては、証券会社は気にしているところである。マーケットにおいて機構の独法としての組織形態に対して具体的な批判を聞いたことがない。投資家の方々はおそらく、今問題が起きていないものに手が加わることで、スプレッドの拡大や価格の下落に結び付くのは嫌だと考えているのではないか。投資家も機構MBSを安定的な投資として捉えていることから、長期的に改組する方向で考えていくときは、株式会社化することの利便性について十分に議論されるべきと考える。

Q. 民業を補完する形であれば機構は評価されており、現在のスキームは非常に良いものとなっていると思うが、このスキームに潜在的に費やされている国民負担はどのようなものがあるのか。

A. 国民負担の可能性としては、一番は信用リスク部分である。住宅ローンの信用リスクについては、最終的に機構負担であり、コストチャージもしているが、バランスが崩れれば国民負担となるケースもあり得る。一方、公庫時代は期限前返済リスク等損失が発生していたALMリスク部分については、投資家に転嫁している。また、金利引下げ等の経済対策については大きな国民負担ではあるが、政策上の議論の問題である。

Q. 機構における議論をする際に、住宅政策を念頭に議論をすべきか、それとも既に機構が行っている証券化の仕組みを動かさずに、市場を安定させることを念頭に置くべきか。

A. 個人的には、住宅政策あるいは住宅金融政策を国がどうしていきたいかという観点を議論の根本におくべきであると考え。なおかつ、投資家に受け入れられるような制度設計とすべきである。

Q. 国土交通省は、住宅政策について整理してもらいたい。

A. 了解。

### 3. 閉会

(事務局より今後の検討会の進め方について確認後、閉会)

以上