

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（第１回）議事要旨

１．日時

２００８年３月２７日（木）１５：００～１７：００

２．場所

日本証券業協会会議室

３．参加者

資料１のとおり

４．議案

- （１）メンバー紹介
- （２）ワーキング・グループの運営について
- （３）金融庁より監督指針について説明
- （４）証券化市場の情報開示における現状と課題について
- （５）証券化商品の定義・範囲について

５．議事概要

（１）メンバー紹介

事務局より、メンバー紹介を行った。

（２）ワーキング・グループの運営について

主査より、ワーキング・グループの基本方針について、以下のとおり説明があった。

- ・ 我が国の証券化市場は、経済の基礎的条件に照らしその内容・規模共にまだ発展の途上にある。本ワーキング・グループにおいては、各社におけるこれまでの手続等既存の枠組みにとらわれることなく、我が国証券化市場を本来あるべき規模に成長させていくために必要なことは何か、産業界として何をすべきかという根本的な問いかけに依拠して議論を進めて行きたい。
- ・ ワーキング・グループの目的は、監督指針を具体化し、証券化商品の原資産の Traceability を確保することにより、以下の２点を目指す。

今般のサブプライムローン問題でみられた「証券化商品の原資産のリスクの所在や規模の特定が困難になる」という「リスク所在の不確実性」が、我が国において、発生するのを未然に防ぎ、投資家が安心して証券化商品に投資できる環境を整備し、国民経済の発展に資する“一次証券化商品市場”の健全な成長を目指す。

原資産の内容やリスクに関する情報の開示が強化・充実されることにより、これまで証券化商品への投資を行っていなかった内外の長期資金など本来ニーズのある投資家の需要を喚起し、（投資家が安心して投資できる環境の整備）とも相俟って、日本の証券化市場（特にセカンダリー市場）の流動性の向上や、資金調達手段としての利便性向上を図り、わが国金融市場の競争力強化に資する証券化市場の育成を促進する。

- ・ ワーキング・グループでは、「原資産の内容やリスクに関する情報」を具体化・標準化するための共通の目線としてのフォーマットを作成する。それにより、監督指針（あるいは日証協規則）の実効性を担保し、販売者が社内態勢整備を進めるにあたってのベースとなる具体的コンテンツを提供する。

引き続き、主査より、ワーキング・グループのスケジュールについて、以下のとおり説明があった。

- ・ 今後6月までに月2回ペースで会合を開き、そこまでの審議で全体の方向性を「中間報告」として取り纏め、7月中を目途に对外公表する。
- ・ 9月より、ワーキング・グループを再開し、「中間報告」で取り纏められた方向性に沿って日証協規則の細部を詰め、年内を目途に日証協規則を完成させるとともに、「最終報告」を取り纏め、对外公表する。なお、可能な限りこのスケジュールを前倒しにする努力をすることとする。
- ・ 日証協規則は、来年以降、所要の準備・周知期間を経た後に、施行する。

（３）金融庁より監督指針について説明

金融庁より、資料6に沿って、証券化商品の追跡可能性（Traceability）確保に係る金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正案について説明が行われた。

- ・ サブプライム問題に端を発する金融市場の混乱に関しては、足元の混乱をどう解消するかという短期的な課題と、今後、こういった混乱が起らないようにするための仕組み作りという中長期的な課題がある。については、G7からの要請を受けたFinancial Stability Forumや、IOSCOのサブプライム・タスクフォースにおいて、国際的にも議論が進められているが、そこでも「Traceabilityの確保」や「市場の透明性の向上」、「統一的な情報開示」が重要であるとの指摘がなされている。
- ・ 我が国においては、サブプライム問題に端を発する金融市場の混乱は比較的大きくないということもあり、どちらかと言えば、今後、こういった混乱が起らないようにするための仕組み作りという中長期的な課題を中心に議論がなされてきた。具体的には、11月に公表された渡辺大臣の私的懇談会である「金融市場戦略チーム」の第一次中間報告書において、「Traceabilityの確保」が重要であるとの指摘がなされており、12月に金融庁から出され

た我が国金融市場の競争力強化プランにおいても同様の指摘がなされている。金融庁としては、こうした国内外における議論を背景に、監督指針の改正案を取り纏めた次第である。

- ・ 証券化商品の取引は基本的にはプロ同士のものであることから、法律による規制は馴染まないという側面もあるが、現下の内外の市場動向に鑑み販売者には、投資者が確りとリスク・リターン分析ができるような説明を行う態勢を構築することが求められる。
- ・ 監督指針は、パブリックコメントを踏まえて、若干修正し、近日中に公表する予定。

(4) 証券化市場の情報開示における現状と課題について

金銭債権の証券化

証券化アナリスト宮坂氏より、資料7に沿って、我が国証券化市場（金銭債権の証券化）の情報開示における現状と課題について説明が行われた。

主な説明内容は、以下のとおり。

- ・ 金銭債権の証券化商品においては、原資産の情報が一般に開示されているものはわずかに30数件に止まっている。しかも、それらに関しても開示フォーマットが統一されておらず、開示情報の項目・定義が異なっている。このため、横並びでの比較は容易ではない。
- ・ 我が国の証券化市場では、プライマリーの投資家に対しては、月次のサービサーレポートなどの形で相応の情報提供がなされているものの、セカンダリーにおいては情報開示が不足しており、アレンジを行っていない証券会社ではプライスを出せないほか、新たな投資家も呼び込めないといった問題がある。

委員からは、「資料7に掲載されている情報は、投資家がリスク・リターンの分析を行ううえで十分なものなのか」という質問がなされた。これに対し、以下のような回答があった。

- ・ 資料7に記載されている原資産の情報のみでは、投資家が投資の決定にかかわるリスク・リターン分析を行うには不十分。原資産のデフォルト率などに加えて、当該証券化商品の予想キャッシュフローや、参考プライスの提示が必要で、これがあって初めて、投資家が自分でスプレッドを計算できて、原資産のデフォルト率との対比で割安・割高の評価が可能となる。

主査より、「投資家がリスク・リターン分析を行うに当たって、どのような情報が必要なのか、ワーキング・グループ委員を務める証券会社のABSアナリストにおいて別途議論のうえ、たたき台を作成し、第3回会合においてプレゼンテーションを行ってもらってはどうか」との提案がなされた。これに対する異論は無く、主査提案のとおり、アナリストを中心としてたたき台を作成し

その内容を第3回会合で発表することが決定された。

不動産の証券化

証券化アナリスト大橋氏より、資料8に沿って、我が国証券化市場（不動産の証券化）の情報開示における現状と課題について説明が行われた。

- ・ 我が国においては、物件の稼働率、不動産の需要と供給、ノンリコースローンのパフォーマンスに関する市場全体のマクロ的なデータが不足している。このため、投資家にとっては、セカンダリーでCMBSを購入するあるいは売却するといった判断がしづらい状況となっており、セカンダリー市場の発達を妨げている。
- ・ 個別案件の評価に際しても、DSCRやNOIなど必要情報項目の定義が統一されていないので、物件間の比較が容易ではない。
- ・ CMBSの中においても売却型やリファイナンス型など様々な種類があり、必要とされる情報項目は若干異なると思われるが、ミニマムスタンダードとしての統一フォーマットは是非とも必要。この点では、CMSAの取組みが参考になる。
- ・ 米国では、情報ベンダーにより、ほぼ定型化されたフォーマットによる情報提供が行われている。
- ・ 不動産の情報透明性インデックスによれば、我が国の透明性レベルは06年で23位と比較的低い位置にランクされている。
- ・ J-REITについても開示項目や定義が各社によって異なっており、統一されていない。

（5）証券化商品の定義・範囲について

主査より、本ワーキング・グループにおいて審議の対象とする「証券化商品」の定義・範囲についてのたたき台が、資料9に沿って説明された。

本件に関する具体的な審議は、次回会合で行われることとなった。

以 上