

## 証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（第2回）議事要旨

### 1．日時

2008年4月10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）「原資産の内容やリスクに関する情報」の定義・範囲について
  - ・ 情報開示フォーマットについて（日本銀行、CMSA日本支部）
- （2）「証券化商品」の定義・範囲について

### 5．議事概要

冒頭主査より、「前回会合以降、各社より様々な形態で多様な意見を伺った。本WGの取り組みを後押しする前向きな内容のものが多かったが、中には情報開示の範囲を最小限に留めて欲しい、なるべく抽象的な内容として欲しいというようなご意見もあった。本WGにおける作業は、金融庁の監督指針における証券化商品のTraceabilityの確保という要請を具体化するために行っているものであり、これは前回会合で各委員からご承認頂いた基本方針にも明記されているとおりである。したがって、基本方針の枠組みの中での建設的な議論をお願いしたい」との発言があった。

#### （1）「原資産の内容やリスクに関する情報」の定義・範囲について

日本銀行「証券化市場フォーラム」における推奨フォーマットについて

日本銀行より、資料4に沿って、説明があった。

その後、主査より、推奨フォーマットが殆ど利用されていない理由について質問があり、日本銀行からは以下のような回答があった。

- ・ ご指摘があったとおり、推奨フォーマットという形で利用されている例は極めて限られているものと認識している。その理由としては、これまでの証券化市場の拡大過程においては、緩和的な金融環境が続く下で、投資家の利回り追求の意欲が強く、推奨フォーマットのような形での情報開示

がなされなくとも、証券化商品への投資を行うインセンティブが強かったことが一因と考えられる。また、オリジネーターやアレンジャーにおいても、投資家のこうしたニーズに応えるために案件組成に忙しく情報開示に必ずしも十分なリソースを割くことが難しかった面もあったのではないかと。また、一部の投資家においては、個別にオリジネーターやアレンジャーから必要な情報開示が得られていたという面もあったかもしれない。

- ・ しかしながら、昨年の夏以降は証券化市場を取り巻く環境も変わっているので、本WGにおいて改めて議論することは、証券化市場の健全な発展という観点から有益だと思う。

主査より、以下の発言があった。

- ・ 我が国の証券化市場は年間およそ10兆円規模の発行があり、2006年度においては社債市場を上回る規模にまでなっている。こうした中で、投資家からはリスク管理の効率化の観点からも開示情報の標準化を望む声が大きくなっている。加えて、今般のサブプライム問題を背景に、グローバルにTraceabilityを確保する必要性が叫ばれている。投資家が資金運用難にある状況は何ら変わっていないが、これは、資金を出す対象としての証券化商品が使いにくくなっているということであり、その点を改善して資金の循環を回復させることが重要である。

委員から、以下のような発言があった。

- ・ 推奨フォーマットが殆ど利用されていない理由は、日本銀行の指摘のとおり。我が国証券化市場は2003年頃から完全な売り手市場で、情報開示を充実させなくとも、出せばすぐ売れるという状況が続いていた。また、一部の大口投資家においては、個別に十分な情報が取れていたということも影響しているのではないかと。いずれにせよ、オリジネーターにおいて、情報開示を行う経済的なインセンティブが働いていないことが大きい。
- ・ セカンダリー市場が殆どないことから、オリジネーターにとって、プライマリーで購入する投資家以外の投資家に対して情報提供するインセンティブが乏しいのではないかと。
- ・ 推奨フォーマットそのものを使っている例は極めて限られているが、そこに盛り込まれている情報の多くは、商品内容説明書や目論見書によって投資家に提供されている。また、いわゆる「声の大きな投資家」にはより多くの情報が開示されることも多い。形式はともかく、実質的に推奨フォーマット並みの情報提供を行っているケースは、多いのではないかと。
- ・ 投資家の求める情報項目はほぼ固定されており、フォーマットそのものを合意するのは比較的容易なのではないかと。問題は、商品内容説明書や目論見書によって投資家に提供されている情報はプライマリーの時点の情報であり、特にセカンダリーにおいて、案件組成後に継続的に更新される資産のパフォーマンスに関連する情報を、「誰が」「誰に」（最終的には勿論投

資家であるが)」「どのように」提供していくのかということではないか。

- ・ 推奨フォーマットを作成した立場からみて、推奨フォーマットが殆ど使われなかった理由のひとつとして、当時作成した項目はやはり多かったのではないかと思う。現在情報ベンダーで公開されている情報は推奨フォーマットの項目よりも少ないものが大半であるが、分析上は多くの情報が得られている。推奨フォーマットを起点として、実務上真に必要な情報を見直す作業が必要ではないか。

主査より、「日本においてセカンダリー市場が未発達であるのは、住宅金融支援機構のR M B Sを除き、欧米における証券化商品と比較して本邦の証券化商品は満期が短いことにあり、わが国においても長期資金の導入が可能となるような制度設計が必要である」旨発言があった。加えて、「伝達する項目の話と態勢整備の話は分けて議論する必要がある」旨発言があり、さらに「海外では情報伝達において情報ベンダーが重要な役割を果たしている。本WGにおいても、今後、試みにいくつかの情報ベンダーからヒアリングを行ってみてはどうか」との提案があった。これについて、特に異論はなく、満場一致で了承された。

#### C M S A 日本支部「Investor Reporting Package」について

C M S A 日本支部より、資料5に沿って、説明があった。

その後、主査より、以下の発言があった。

- ・ C M S A 日本支部では、4つのステークホルダー（受託者、投資家、サービサー、レンダー・アレンジャー）が「出して欲しい情報」、「出せる情報」について擦り合わせを行ったが、大きなギャップはなかった。
- ・ 米国においては、不動産市場と金融市場を繋ぐものとして、C M B S が大きな役割を果たしている。C M B S の残高が70～80兆円程度あり、R E I T の1.3～1.5倍の規模となっている。このように市場が拡大した背景には、先ほどC M S A 日本支部より説明のあった、I R P の導入がある。
- ・ また、欧州においても、C M S A によるI R P の導入によって標準化が進んだ結果、国境を跨ぐ不動産を組み入れたC M B S の組成が活発化した。
- ・ 我が国においては、東京のオフィス延べ床面積はニューヨークの倍の規模を持っているにもかかわらず、C M B S の市場規模は小さく、安定的な市場に成長しているとは言い難い。我が国の金融市場はその資源とも言える不動産市場の規模からくるポテンシャルを生かしきっておらず、C M B S 市場の拡大を目指すためにI R P を導入する意義は大きい。また、こうした証券化市場の拡大はわが国金融市場の競争力強化の切り札になる。

## (2)「証券化商品」の定義・範囲について

主査より、本WGで優先的・重点的に審議の対象とする証券化商品の範囲について取り纏めた「資料7」が提示され、これは前回会合において主査より提示した案（第1回会合における「資料9」）に、今回会合前に委員各社から寄せられた意見を、主査、副主査、及び事務局において反映させたものである旨説明があった。

続いて、副主査より、委員各社の意見をどのような考え方で反映させたのか、以下のとおり説明があった。

- ・ 委員各社から寄せられた意見を見ていると、「監督指針の対象範囲か否か」を決める議論なのか、「統一情報開示フォーマットの対象範囲か否か」を決める議論なのか、混乱があるように思う。
  - ・ そこで、「資料7の別紙」を用意した。まず、「監督指針の対象範囲か否か」を示す。証券化商品の中でも、販売者に規制を課さずとも、明らかにTraceabilityの確保に問題がないと思われるもの、これが右の枠内の「監督指針の対象外」と書いてあるもので、～として示している商品特性を有するもの、それから金融庁の監督指針のパブリックコメントへの回答にもあったように、投資信託なども含まれるのではないかと考えている。
  - ・ 次に、監督指針の対象範囲となる左側の枠についてご説明する。ここには、一次証券化商品も二次証券化商品も、またデット形態もエクイティ形態もあまねく入るものと考えてるのが自然である。したがって、仮に、統一情報開示フォーマットを導入しない場合、個々の取引に係る情報提供の態勢整備、価格提供の態勢整備は、個別に自己責任において対応すべき事項となるが、この場合、どのような情報を、どのような態勢で整備すればよいのかという水準が必ずしも明確とならない。
  - ・ 左側の枠の中の、シャドーを掛けてある部分は、統一情報開示フォーマットの作成対象となる証券化商品であり、ここにはコモディティ化した商品が入るものと考えている。これらについては態勢整備作りの水準が明示されている訳であり、その意味で販売者にとって規制面での安全性が高いと考えられる。また、先ほどから議論に出ているように投資家にとっての利便性も高い。
- 一方、シャドーを掛けていない部分、これは監督指針の対象ではあるが、統一情報開示フォーマットの作成対象ではない商品、例えば情報の標準化のハードルが比較的高い二次証券化商品などが入るものと考えられる。これらに関しては、統一情報開示フォーマットがないが故に、個々に難易度の高い態勢整備が販売者に求められると考えられる。
- ・ なお、委員各社の意見を見ていると、「情報項目の洗い出しの議論」と「態勢整備の議論」が混同している部分があるのではないかと思う。シャドーの部分に該当する証券化商品について統一情報開示フォーマットを作成したとし

ても、それを個々の取引においてどのように取り扱っていくかは、今後、態勢整備のセッションで議論すべきものである。そういった意味においては、情報項目の洗い出し作業に際しては、まずは投資家のリスク・リターン分析において必要だと考えられる情報をマキシマムのもので出していくべきである。

続いて、主査より、以下の2つの提案があり、いずれも満場一致で了承された。

(提案1)

- ・ 金融庁によるパブリックコメントへの回答(4月2日付)において明示されている通り、監督指針の対象範囲は本WGに委ねられている訳であり、それに相応しいものとしなければならないことは自明である。したがって、二次証券化商品もエクイティ型も本来は全て統一情報開示フォーマットの作成対象とするべきではあるが、議論を効率的に進めていくために、戦略的に敢えて、一次証券化商品のデット型(具体的には、RMBS、CMBS、CLO、ABS)から議論していくということである。優先的・重点的に議論していく範囲から漏れた部分(二次証券化商品、エクイティ型)に関しては、今後こういったスケジュールで議論していくのか、ロードマップを作成して、中間報告にも盛り込んでいこうと思うが、どうか。

(提案2)

- ・ 統一情報開示フォーマットについては、まず、CMBSに関しては複数のステークホルダーの議論を踏まえて作成されているCMSA日本支部のものをベースとしたいがどうか。一方、RMBS、CLO、ABSについては、日本銀行の推奨フォーマットをベースとして、今後必要な修正を加えていくこととしたいがどうか。また、この作業に関しては、投資家、オリジネーター、販売者、格付会社など概ね10名程度で構成される「統一情報開示フォーマット検討チーム」を別途立ち上げ、そこで集中的に議論してたたき台を作成し、1か月程度を目途に本WGに報告のうえ審議するというものではどうか。なお、検討チームのメンバー立ち上げにあたっては時間の制約も在り、その人選については主査に一任することとして頂きたい。

続いて、主査より、本WGで優先的・重点的に審議の対象とする証券化商品の範囲について、資料7に沿って説明があった。

これに対し、委員より、以下の発言があった。

- ・ 統一情報開示フォーマットの優先的な作成範囲という意味で、資料7の整理に賛成。
- ・ 統一情報開示フォーマットの作成の優先順位は落ちると思われるが、今般のサブプライム問題で問題となった二次証券化商品や、海外の資産を原資産とする証券化商品についても、審議の対象とすることは勿論であり、統一情報開示フォーマットの作成についても、意識していくべきである。

本WGで優先的・重点的に審議の対象とする証券化商品の範囲について、資料7のとおり、承認された。

主査より、今後の審議の中で、日本公認会計士協会の代表者を招聘し、先般公表された「証券化商品の評価等に対する監査に当たって」についてヒアリングを計画している旨が報告された。

以 上