

## 証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（第3回）議事要旨

### 1. 日時

2008年4月23日（水）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)「金融安定化フォーラム報告書」について（金融庁）

(2)「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

- ・ 投資家がリスク・リターン分析を行うに当たって必要とする情報について（証券化アナリストによるプレゼンテーション）
- ・ 格付会社が格付に際し重視する情報項目等について（格付会社によるプレゼンテーション）

(3)日本公認会計士協会「証券化商品の評価等に対する監査に当たって」について

- ・ 日本公認会計士協会によるプレゼンテーション（小宮山副会長）

### 5. 議事概要

冒頭、主査より、以下の3点について説明があった。

「統一情報開示フォーマット検討チームについて」（資料4）

- ・ チームリーダーは、ドイツ証券江川氏に委嘱。
- ・ 主査・副主査は、統一情報開示フォーマット検討チーム（以下、「検討チーム」）の会合には、最終回を除き、参加しない。
- ・ 検討チームを設けた趣旨は、大人数のワーキング・グループで統一情報開示フォーマットの個々の項目について検討していくのは効率的ではないので、一旦、少人数の専門家グループに諮問するということ。
- ・ 検討チームの主な作業内容は、日本銀行・証券化市場フォーラム「推奨フォーマット」について、項目を追加・削除することによりアップデートしていくとともに、どの項目を重視するべきかについての方向性を示すこと。
- ・ 秋以降には、別途の場でオリジネーター等の意見も伺うこととなるが、検討チームにおいては、あくまでもアナリスト中心の議論を自由な立場で行って頂き、そこでは、「投資家が、格付を使いながら効率よく投資商品のクレジット

分析を行う」との観点から必要な情報項目を示してもらおう。

- ・ 検討チームのスケジュールとして資料4に掲げたものは、あくまでも仮に置いたものに過ぎず、実際にはチームリーダーに全面的にお任せする。ただし、R M B S、C L O、A B S、C M B Sといったアセットタイプ別に議論を進めて頂くことと、C M B SについてはC M S Aの標準化小委員会から報告を受けて頂くこと、6月5日のワーキング・グループ第6回会合において、検討チームで作成した「統一情報開示フォーマットのたたき台」を報告して頂き、そこで審議する流れとなることに関しては、よろしくお願ひしたい。

「統一情報開示フォーマット作成のロードマップ」(資料5)について

- ・ 6月5日のワーキング・グループ第6回会合において、検討チームで作成した「統一情報開示フォーマットのたたき台」を報告して頂き、審議した後、6月24日の第7回会合において、中間報告に含める形で「統一情報開示フォーマットの暫定版」に関する審議を行う。
- ・ 7月の中間報告の後、9月以降、アセットタイプ毎に様々なステークホルダーを集めた会議体を設置、中間報告の方向性に沿いつつ、「統一情報開示フォーマットの暫定版」を最終案に仕上げていく。
- ・ その後、12月には本ワーキング・グループとしての最終案をパブリックコメントに付し、その結果も踏まえたうえで、統一情報開示フォーマットの最終版が確定する。

情報の収集・伝達のための社内態勢整備について

- ・ 現状、事務局において、主査・副主査会社を中心に比較的規模の大きな証券会社に対し、社内態勢整備に関するヒアリングを行っている。ヒアリングポイントは、現状の社内態勢がどうなっているのか、それに対しどういった問題意識を持っているのか、今後、情報開示の推進・標準化が行われていくと社内態勢はどう変化していくのか、の3点。この結果については、具体的な方法については未定であるが、何らかの形でワーキング・グループの第4回会合又は第5回会合でプレゼンテーションを行い、各社が今後社内態勢整備を進めていくに当たっての参考となることを目指している。

検討チーム・リーダー江川氏より、「統一情報開示フォーマットに関する、誰に対して開示するものなのかという議論や、位置付けとして、義務的なものにするのか推奨・努力目標的なものにするのかといった議論は、ワーキング・グループ本体で行われるという理解で良いのか。検討チームでは、これらの議論を行わず、開示対象者や位置付けがどのような形になったとしても、統一情報開示フォーマットとして使えるようなものを作るという理解で良いか」との質問があり、主査より「そのとおりである」旨回答があった。

## (1) 「金融安定化フォーラム報告書」について（金融庁）

金融庁より、資料6に沿って、以下のとおり説明があった。

- ・ 金融安定化フォーラム報告書は、先般のG7に提出され、今後各国において対応することとなっている。
- ・ 証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（以下、「本WG」）に最も関係する部分は「透明性・価格評価の強化」であり、この中で証券会社に直接的に求められていることは、2つの柱（「アレンジャー、販売者として証券化プロセスに携わる中で透明性の向上にどのように貢献していくか」、「証券化商品を自己ポジションとして持っている場合の開示をどうするか」として整理できる。
- ・ 「4．証券化プロセスと市場の透明性」の「提言 10」は金融庁が監督指針で目指した方向性と一致する内容となっているほか、証券化商品の販売者のルールと標準フォーマットの作成に向けた本WGの取り組みについて「歓迎する」と記載されている。
- ・ 「提言 13」に記載されている「システム」についてどう解釈するのか、今後検討を要するが、現時点の感触として申し上げれば、本WGで検討している統一情報開示フォーマットが今後完成し、いかに活用されていくかということが重要なのではないか。
- ・ 「1．市場参加者によるリスク開示」の「提言 1」では、大手の金融機関は、2008年中間決算において、保有する「特定のエクスポージャー」に関し、「添付資料B」に沿った情報開示が強く推奨されている。基本的には「中間決算において」ということであり、我が国の金融機関の場合、3月決算が多いので、中間決算は9月期ということであるが、一方でG7コミュニケから100日以内に実施されることが求められているので、4～6月決算においても、少なくとも不整合とならないような対応が求められる。我が国において具体的にどのような項目の開示を求めていくかについては、今後金融庁で詰めて、固まり次第金融機関に連絡したい。本WGにおいても、投資家にこのような情報開示が求められていることを前提とした議論をお願いしたい。

## (2) 「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

投資家がリスク・リターン分析を行うに当たって必要とする情報について

### （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、投資家がリスク・リターン分析を行うに当たって必要とする情報について、以下のとおり説明があった。

- ・ 投資する際のクレジットリスクの分析に必要な情報として、日本銀行・証券化市場フォーラム「推奨フォーマット」における「1．発行時の情報開示」の

- 「レベル1」と「レベル2」は非常に重要。省略できる項目は殆どない。
- ・ 2007年度の日本の証券化商品発行金額（約7.7兆円）のうち、RMB Sが43%を占めており、その中の約84%が固定金利クーポンとなっている。すなわち、オリジネーターの金利リスクが投資家に、かなりの規模で移転されている。投資する際の金利リスクの分析に必要な情報については、「推奨フォーマット」における「1.発行時の情報開示」では必ずしも十分にカバーされていない。具体的な開示項目としては、住宅金融支援機構「償還履歴データ」が参考になる。
  - ・ 投資する際のリターンの分析に必要な情報は、「推奨フォーマット」における「1.発行時の情報開示」で、ある程度はカバーされている（期限前償還を加味した予想CFがカバーされていない）。また、比較可能な同種の複数の既発債に関する情報も不足している。
  - ・ 投資した後のクレジットリスク・モニタリングに必要な情報は、「推奨フォーマット」における「2.発行後の情報開示」の「レベル1」は非常に重要。一方、「レベル2」については削減する余地がある。また、市場環境等の変化に伴って必要な情報も変化し得ることから、フォーマットには見直しなどの柔軟性が必要。
  - ・ 投資した後の金利リスク・モニタリング、リターンの計測に必要な情報は、市場価格。

#### （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、投資家がリスク・リターン分析を行うに当たって必要とする情報について、以下のとおり説明があった。

- ・ 欧米では100件程度の物件を組み入れたCMSが一般的であり、この場合、投資家が必ずしもすべての物件の中身を見ている訳ではない。分散度合い等に応じて主要な物件のみを見るという考え方もあるほか、格付会社から「格付に際しどの情報を使っているのか、前提条件は何か」といった情報が開示されていることが前提であるが、格付を利用しつつ、オリジネーター等から提供される情報と合わせて投資判断を行うということもある。そういった視点も踏まえ、必要な情報開示項目について検討した。
- ・ 個別物件の評価、ローン及び債券・信託受益権レベルの評価に当たって最低限必要な項目やポイントをP3に示している。なお、複数物件型の場合には、これらに加えて、ポートフォリオ全体でどういった効果があるのか、どういった特徴を持つのかといった視点も必要。案件組成時における最低限必要な情報項目は、P5に記載のとおり。
- ・ 期中における必要な情報項目は、「物件のCFがどうなっているのか」、「ポートフォリオのプールがどう変化しているのか」ということに関するものであり、具体的にはP7のとおり。
- ・ 結論としては、第2回会合で提示されたCMS Aによる情報開示フォーマッ

トが概ねそのまま利用可能ではないかと考えている。細かな点としては、「期中におけるLTVをどう捉えるか」、「物件が売却された場合の売却価格」といったこともあるが、それらについては、今後の「誰に対して開示するのか」という議論も踏まえて詰めていけば良いことである。

主査より、CMSA日本支部に対し、統一情報開示フォーマット検討チームにおける議論に資するため、IRPの検討状況について、当初予定よりも少し前倒しで検討チームあて報告して欲しいとの要請があった。

格付会社が格付に際し重視する情報項目等について

(金銭債権の証券化)

格付投資情報センターより、資料9に沿って、格付会社が格付に際し重視する情報項目等について、説明があった。

(不動産の証券化)

スタンダード・アンド・プアーズより、資料10に沿って、格付会社が格付に際し重視する情報項目等について、説明があった。引き続き、格付の果たす役割について、以下のとおり説明があった。

- ・ 格付は、信用リスクの共通言語としての役割を果たす。投資家は自社内で通用する独自の評価基準を持って信用リスク評価を行っているであろうが、異なる投資家間においては互いの基準が異なる以上、同一商品の信用リスクに関し単純比較できるものではない。国籍の異なる投資家間においてはなおさら困難であろう。格付が信用リスクの共通言語としての役割を果たすことによって投資家間の信用リスク評価について比較が容易となり、市場の効率化が向上しているのではないか。逆に、共通言語としての格付の利用なくしては、証券化商品のセカンダリー市場の育成もよりハードルが高くなるのではないか。
- ・ 格付会社の情報量は、一般的には、投資家よりも多いと言えるのではないか。格付会社には、これまでの個別案件の格付の際に提供された情報や、デューデリジェンスで得られた知識が蓄積されており、それらが個別の証券化商品の格付分析においても反映されている。また、情報の種類によっては、格付会社がオリジネーターから得られても、オリジネーターが投資家への開示に難色を示すケースもあるかもしれない。例えば、証券化商品の流通を想定すると、その商品を購入する投資家がビジネス面で潜在的にオリジネーターと競合関係にあるケースがあるかもしれない(格付会社がオリジネーターのビジネスと競合することは考えにくい)。
- ・ 投資家の人員編成は様々であり、ある投資家は他の投資家に比べて、より効率的な投資検討が必要であるかもしれない。格付会社から分析の方法や想定に係る情報の提供を受けることで、投資判断及び期中のモニタリングを行う際に必要と

なるリソースの合理化が行える可能性がある。

- ・ 格付会社は、格付符号のみならず、格付分析のクライテリアも投資家に提供している。投資家は格付の有無を見ることで、どういったクライテリアを満たしているか、いないかを認識することもできる訳であり、仮にこれがなければ、投資家は膨大な情報項目について個々に検討しなければならず、オリジネーターも含めて膨大なコストや労力がかかるのではないか。
- ・ 投資家は、格付会社が提供するアセットタイプ別のパフォーマンス情報やリサーチレポートを通じて、保有する証券化商品と同種アセットの商品全体の平均的な動きについて情報入手が可能となる。また、証券化商品に影響を与えるような法制度の変更や時事トピックに関して、格付会社はリサーチをしたうえで、その考えを市場に発表している。格付会社が証券化商品に格付を付与していなければ、投資家にはこういった情報が入ってこないため、独自に調査をしなければならない。したがって、格付会社からの情報は、投資家のモニタリングの効率性に貢献しているのではないか。
- ・ 個別の投資家の分析手法は開示されないので、仮に格付会社がなかったとしたら、証券化市場でどのような形でリスク分析がされているかは見えにくくなり、証券化市場の透明性が低下する可能性がある。

主査より、「海外においては、格付会社による開示はどうか」との質問があり、これに対し、CMB Sのケースに関して、以下のような回答があった。

- ・ 米国では、AAA格の商品に投資する投資家に対し、不動産鑑定書やエンジニアリング・レポートまで開示されている訳ではない。米国では多数の物件が組み入れられており、分散の効いたプールの評価に必ずしもそこまで必要ないという面もあるのだろう。
- ・ 逆に米国では、我が国と異なり、格付会社のプリセール・レポートが、オリジネーターの意向で非公表になるということは殆どない。我が国においては、組み入れられる物件がオフィスビル一棟ということも少なくないため、オリジネーターがセンシティブになる事情も理解できない訳ではないが、我が国特有の現象であるプリセール・レポートの開示が進んでいないことが、セカンダリー市場拡大の阻害要因となっていることも考えられる。

主査より、「投資家が特定の情報をウオッチしていれば、格付そのもののモニタリングも可能だと考えられるのか」との質問があり、これに対し、以下のような回答があった。

- ・ 投資家がオリジネーターから十分な情報が得られ、かつそれを分析していれば、格付の変更に先行して動けるのではないかという印象を持っている。米国のサブプライム問題に関して、データを確りと分析しているアナリストの中には、2005年暮れぐらいから警笛を鳴らしていた人も見られた。ただ、実際の格付変更のタイミングまで予測するのは難しいのではないか。格付会社も

先行きを織り込むようにはしているものの、目先の変化が一過性のものなのか、傾向的なものなのか見極めない動きにくい面があるのも事実である。

主査より、「実際のタイミングまで予測することは無理にせよ、格付変更の可能性について、ある程度投資家が予測するためにはどのような情報が必要なのか、現在本WGにおいて作業している情報開示の推進と組み合わせて考えていきたいが、ご協力頂けるか」との質問があり、これに対しては、「守秘義務契約などの制約もあるが、可能な限りご協力したい」旨回答があった。

主査より、「投資家にとって必要な情報開示項目を検討チームで洗い出す一方、洗い出されたものの中で、何らかの事情により開示が不可能な情報に関しては格付会社の機能で補完していくことにより、効率的・効果的な情報開示の推進を図っていきたい」との発言があった。

委員より、「格付会社を通じて得られる情報は、セカンダリーでの投資家やアナリスト等にとって非常に重要である。検討チームでは格付会社も入ることなので、格付会社を通じて提供する情報項目についても検討して欲しい」との意見があった。これに対し、主査より「非常に重要な論点なので、今後のテーマとして検討したい」との発言があった。

### (3) 日本公認会計士協会「証券化商品の評価等に対する監査に当たって」について

日本公認会計士協会・小宮山副会長より、資料11に沿って、以下のとおり説明があった。

- ・ 今回の通知文を出した後、一部のマスコミでは「異例の通達」などと報道されたこともあったが、決してそういったものではない。日本公認会計士協会が、決算期が近くなると、その時々の特ピックスの中で会員に注意喚起する通知を出すことは半ば慣例化しているものであり、今回の通知もその範囲内のもの。
- ・ 今回の通知文の主目的は、金融機関というよりは、どちらかと言えば、一般事業会社等がサブプライムローン関連商品を保有している場合の監査に対し注意喚起することである。金融機関であれば、当局がサブプライム関連商品の保有状況について調査し、集計データを公表しているが、一般事業法人等の場合は、こういった調査は行われていないので、実態がどうなっているのか、見えにくくなっている。
- ・ 日本公認会計士協会には、会計基準を作る権限はないので、今回の通知文は、改めて申し上げるまでもないが、現行の会計基準の範囲内で確りやってくださいということを申し上げているに過ぎない。
- ・ 「公正な評価額」とは、現行の会計基準では、売買で動くキャッシュの金額となっており、信用リスクのみならず、状況によっては流動性リスクも加味して欲

しいということである。

- ・ 「複数のブローカーから時価を入手する」とあるのは、仮に任意のブローカーから提示された価格について、その算出の前提等に疑いがある場合は、監査上の用語で「他の専門家の利用」と言うが、別の第3者から価格を取る必要があるということを行っている。複数のブローカーに価格を提示させ、一番低いもので評価しろという乱暴な議論をしている訳ではない。
- ・ 信用リスクに係るデリバティブが組み込まれている複合金融商品に関しては、デリバティブを区分処理するのが原則であるが、元本の毀損がないものに限っては区分処理を要しないとの扱いである。しかしながら、現状では時価が大幅に下落している事例も見られており、元々の原価がはっきりしない面もあるが、さすがに元本を毀損していると言っても良いと判断されるものについては、原則に従って区分処理を行って頂くとの趣旨である。

委員より、「今回の通知文が出された後、金融機関顧客から、『貴社から買った商品ではないが、時価を出して欲しい』と依頼されるケースが増えているほか、当社が販売した商品に関しては、『価格に流動性リスクが織り込まれているのか』との問い合わせが増えている。さらには、『価格に流動性リスクが織り込まれていることを表明して欲しい』との依頼も来ており、社内では、そこまで対応する必要があるのかとの議論にもなっている。これらの点について、どうか」との質問があった。これに対し、小宮山副会長より、「投資家が、保有する金融商品のプライシングの仕方についてブローカーに聞くのは、監査上必要な手続であるので、ご協力をお願いしたい」との回答があった。

別の委員より、「公正な時価とはキャッシュ化できる金額であり、流動性を加味したものであるが、我が国の証券化市場においては、セカンダリー市場が殆どないという現実がある。個別案件の流動性については、本WGで議論している開示情報の内容のみならず、アレンジャーや販売会社の個社のセカンダリー業務の規模（マーケットメイク能力）等の影響を受けることが多分に考えられる中で、流動性の加味をどの程度の範囲で行えば良いのか。個別の判断ということで良いのか」との質問があった。これに対し、小宮山副会長より、「流動性リスクの加味に関して、現状では絶対的な答えはない。金融商品実務指針の基本スタンスとしてはある程度加味されるべきと考えるが、個別事例毎の判断とならざるを得ない」との回答があった。

金融庁より、「監督指針では、あくまでも恣意的な価格算出はするなということを用意しており、こういった要素を価格に織り込むかまでは言及していない。流動性リスクに関しても、必ずしも価格に織り込むことを求めている訳ではなく、リスクがある旨を確りと説明して欲しいという趣旨である」との説明があった。

主査より、「理論価格算定における流動性リスクの取扱いに関しては、市場のコンセンサスは未だ形成されていない。本WGにおいても、関係者の目線合わせが可能なものかどうかという点も含めて、今後の検討テーマとしていきたい」との発言があった。

以 上