

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ (第3回)

日 時：平成20年4月23日(水) 15時～17時

場 所：日本証券業協会 第1会議室(東京証券会館5階)

- 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)

以 上

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ(第3回) 御出席者

平成20年4月23日(水)15:00～ 第1会議室

	氏 名	社 名
主査	赤井 厚雄 高堂 秀一郎 大橋 英敏	モルガン・スタンレー証券 証券化商品部 マネージングディレクター 証券化商品部 エグゼクティブディレクター 債券調査本部長
副主査	浅見 祐之 今村 文宣	大和証券SMB C ストラクチャード・ファイナンス部 上席次長 金融市場調査部 次長
副主査	奥崎 智之 今津 純	三菱UFJ証券 金融開発部 エグゼクティブ・ディレクター 不動産投資銀行部 ヴァイス・プレジデント
副主査	宝田 健一 田辺 祥子	みずほ証券 投資銀行業務管理部長 インベストメントバンキングプロダクツグループプロダクツ業務管理室長
委員	江原 直子 上田 祐介	ゴールドマン・サックス証券 証券コンプライアンス部 ヴァイス・プレジデント クレジットストラクチャリング部 ヴァイス・プレジデント
委員	長田 由紀夫 増淵 寧	日興シティグループ証券 債券本部 証券化市場部 バイスプレジデント 法規監理部 バイスプレジデント
委員	工藤 勝士 宇都宮 康夫	岡三証券 外国証券部 金融商品グループ長 商品業務担当 参与
委員	櫻井 祥文 矢木 茂	野村證券 グローバル・マーケット企画部 課長代理 アセットファイナンス部 次長
委員	佐藤 理郎 松山 崇	住友信託銀行 資産金融部 契約管理室長 資産金融部 業務管理グループ グループ長
委員	中村 公一 河崎 洋	三菱UFJ信託銀行 資産金融第1部 市場営業グループ 主任推進役 不動産企画部審査グループ 主任調査役
委員	長岡 鉄矢 小杉 恵実	みずほ信託銀行 ストラクチャードプロダクツ企画部 企画管理チーム 調査役 不動産企画部 コンプライアンス・リスク管理室 室長
委員	野口 俊	みずほ銀行 証券業務部 証券企画チーム 参事役
委員	江川 由紀雄 鈴木 善成	ドイツ証券 証券化商品調査部長 マネージングディレクター コンプライアンス部 ディレクター
委員	松本 浩美	東海東京証券 市場開発部 デリバティブ開発グループ シニアバイスプレジデント
委員	羽仁 千夏 柳 博範	メリルリンチ日本証券 調査部 シニアストラクチャード プロダクト アナリスト グローバルプリンシパルインベストメンツリアルエステートファイナンス
オブザーバー	猪飼 康	流動化・証券化協議会「証券化商品のリスクと格付けに関するWG」世話役 (BNPパリバ証券 投資調査部 証券化商品アナリスト)
オブザーバー	宮坂 知宏	流動化・証券化協議会「情報開示に関するWG」世話役 (クレディ・スイス証券 債券本部 証券化商品調査部長)
オブザーバー	渡辺 吉彦	CMSA日本支部 (オリックス・サービサー マスター・サービシング部 ジェネラル・マネージャー)
オブザーバー	森田 宗男 河本 光博 今井 利友	金融庁 監督局 証券課長 監督局 証券課 総括課長補佐 総務企画局 企画課 課長補佐
オブザーバー	麦島 健志 高藤 喜史	国土交通省 土地・水資源局 土地情報課長 総合政策局 不動産課長補佐
オブザーバー	門間 大吉	財務省 大臣官房 参事官
オブザーバー	小島 俊郎	住宅金融支援機構 市場資金部長
オブザーバー	高口 博英 廣島 鉄也	日本銀行 金融市場局 金融市場企画担当総括 企画役 金融市場局 金融市場企画担当 企画役
ゲストスピーカー	小宮山 賢	日本公認会計士協会 副会長
ゲストスピーカー	北原 一功	格付投資情報センター ストラクチャードファイナンス本部 副本部長
ゲストスピーカー	山本 武成	スタンダード・アンド・プアーズ ストラクチャードファイナンス部長 マネージング・ディレクター
事務局	中澤 良弘 植松 義裕	日本証券業協会 自主規制2部長 自主規制2部課長

以上
(敬称略・五十音順)

統一情報開示フォーマット検討チームについて

1. メンバー

	会社名	役職名	氏名
オリジネーター ・アレンジャー	住宅金融支援機構	市場資金室MBS発行グループ 調査役	武居敦信
	大和証券SMB C	ストラクチャードファイナンス部 上席次長	長尾弘一
格付会社	格付投資情報センター	チームリーダー兼シニアアナリスト	石渡 明
	スタンダード・アンド・ プアーズ	ストラクチャードファイナンス部 上席アナリスト	中田祐二
	ムーディーズ・ジャパン	代表取締役	北山 慶
投資家	農中信託銀行	営業部 営業第二課長	岡田 圭司
	みずほ銀行	市場金融部 ローン管理チーム 調査役	川原亮輔
アナリスト	クレディ・スイス証券	債券本部 証券化商品調査部長	宮坂知宏
	ゴールドマン・サックス証券	金融商品開発本部 クレジット・ス トラクチャリング部 ヴァイス・プレジデント	上田祐介
	ドイツ証券	証券化商品調査部長 マネージングディレクター	江川由紀雄
	モルガン・スタンレー証券	債券調査本部長	大橋英敏

(敬称略・五十音順)

2. 検討スケジュール(仮)

- 詳細な日程は未定。
- 場所は、日証協会議室。

	日程候補	検討対象	備考
第1回	4月24日～5月9日	R M B S	
第2回	5月12日の週	C L O	
第3回	5月19日の週	A B S	
第4回	5月26日の週	C M B S	C M S Aより報告
第5回	～6月2日まで	たたき台のまとめ	主査・副主査も参加

以 上

統一情報開示フォーマット作成のロードマップ(7月の中間報告まで)

		統一情報開示 フォーマットの 出発点	投資家がリス ク・リターン分 析を行うに当 たって必要と する情報項目 の洗い出し	情報開示の 推進と、格付 会社の役割等 について確認	開示対象の 明確化	法定開示との 関係を整理	開示方法に ついての検討	法的検討 対象となる 証券化商品の 範囲拡大	
4月	10日 (第2回 会合)	○ 日銀推奨フ ォーマットに修 正を加えていく ことについて、 WGにおいて、 合意済み ○ CMBSにつ いては、CMS AのIRPをベ ースとする							
	23日 (第3回 会合)		○ WGにお いて、アナリ ストがプレゼ ンテーション	○ WGにお いて、格付会 社がプレゼン テーション					
			○ 検討チ ームにおいて、 オリジネータ ー、投資家 の意見も踏 まえつつ、情 報項目を洗 い出し	○ 検討チ ームにおいて、 格付会社の 役割を整理 し、それを踏 まえて情報項 目を検討		○ 検討チ ームにおい て、法定開 示項目と重 複する部分 を洗い出し			
5月									
	15日 (第4回 会合)				○ WGにお いて、統一 情報開示フ ォーマットを 「誰に」開示 するのか審 議		○ WGにお いて、情報 ベンダーが プレゼンテ ーション		
					○ 検討チ ームにおいて、 開示対象の 明確化を踏 まえて、情報 項目につい て検討		○ 検討チ ームにおい て、開示方 法について 検討		
	27日 (第5回 会合)								
		○ 検討チ ーム は、CMSAよ り、CMBSの IRPについて 暫定報告を 受ける							
6月									
	5日 (第6回 会合)	○ WGにおいて、検討チームが「情報開示フォーマットのたたき台」について報告 ○ WGにおいて審議							
		(○ 検討チームにおいて、WGの審議結果を踏まえた検討及び修正)							
	24日 (第7回 会合)	○ 情報開示フォーマット(暫定版)の完成							
7月		○ 「中間報告」の中で、情報開示フォーマット(暫定版)の対外公表							
9月～11月		○ 必要に応じ、WG等において審議							○ WG等に おいて審議
12月		○ パブコメ ○ 統一情報開示フォーマット(最終版)の完成							

資 料

平成 20 年 4 月 23 日
金融庁監督局証券課

金融安定化フォーラム（FSF）報告書・抜粋

III. 透明性・価格評価の強化

1. 市場参加者によるリスク開示

III.1 FSF は、金融機関が、2008 年の中間期決算報告の際に、本報告書において要約されている先進的な開示事例を利用して、厳格な情報開示を行うことを強く慫慂する。

III.2 さらに、投資家、金融業界の代表者及び監査人は、情報開示の時点での市場の現状に最も即したリスクを開示するために連携すべき。

III.3 バーゼル委は、バーゼル II の第 3 の柱における情報開示を強化するための更なるガイダンスを 2009 年までに公表する。

2. オフバランス機関に対する会計・開示基準

III.4 国際会計基準審議会 (IASB) は、オフバランス機関に対する会計・開示基準を加速度的に改善するとともに、国際的なコンバージェンスに向けて、他の基準設定機関と協力すべき。

3. 価格評価

III.5 IASB は、価格評価、評価手法及び評価に伴う不確実性に関する開示を向上させるべく、基準を強化する。

III.6 IASB は、市場が活発でなくなった場合における金融商品の価格評価に関するガイダンスを拡充する。これに向けて、2008 年中に専門家によるアドバイザリーパネルを設立する。

III.7 金融機関は、価格評価に関する厳格な手続きを確立するとともに、価格評価に関する信頼に足る開示を行うべき。

III.8 バーゼル委は、2008 年中に、銀行の価格評価手続きに対する監督当局による審査を向上させ、健全な実務を補強するためのガイダンスの市中協議案を公表する。

III.9 国際監査・保証基準審議会 (IAASB)、主要な各国の監査基準設定機関及び関連する規制当局は、市場の混乱から得られた教訓を検討し、必要があれば、複雑な或いは流動性の乏しい金融商品の価格評価及び情報開示に対する監査のガイダンスを強化すべき。

4. 証券化プロセスと市場の透明性

III.10 オリジネーター、アレンジャー、ディストリビューター、マネージャー及び信用格付機関は、証券化に関する一連の手続きの各段階において、透明性を向上させるべきである。これには、証券化商品の裏付資産に関する、組成当初及び継続的な情報の拡充、標準化が含まれる。

III.11 証券化商品のオリジネーター及び発行者は、裏付資産の引受審査基準を透明にし、行ったデュー・デリジェンスの結果を投資家や信用格付機関が利用できるようにすべき。

III.12 投資家及びその資産管理人は、裏付資産のプールに関する情報も含め、信用のリスク特性に関する情報に対する組成当初及び継続的なアクセスを、証券化商品のスポンサー及び引受人から得るべき。

III.13 証券市場当局は、流通市場におけるクレジット商品の価格や取引量に関する取引後の透明性を高める包括的なシステムの構築について、その範囲を検討すべく市場参加者と協力すべき。

III. 透明性・価格評価の強化

今般の市場混乱及び流動性欠如の期間は、信頼できる価格評価、及び証券化商品やオフバランス機関に関するリスクの有用な情報開示が市場の信頼にとって重要であることを浮き彫りにした。

4. 証券化プロセスと市場の透明性

証券化商品に関する組成当初の開示及び継続開示に関する市場実務は、公募・私募のいずれであっても、最近の事象に照らし、将来的に改善する必要がある。これに向けて、証券市場当局は、市場参加者と協力していく。証券監督者国際機構(IOSCO)は、2008 年末までに、その進展を評価する。

【提言 . 10】

オリジネーター、アレンジャー、ディストリビューター、マネージャー及び信用格付機関は、証券化に関する一連の手続きの各段階において、透明性を向上させるべきである。これには、証券化商品の裏付資産に関する、組成当初及び継続的な情報の拡充、標準化が含まれる。

A F S (米国証券化フォーラム) 及び E S F (欧州証券化フォーラム) は、A B C P コンデュイット(導管)に関する投資家への情報開示の雛形(テンプレート)を作成しているところである。日本証券業協会では、オリジネーター、アレンジャー、投資家及び規制当局と共に、証券化商品のディストリビューターのルールと情報開示の標準フォーマット作成に取り組んでいる。信用格付機関は、提供する情報の拡充について提言を行っている。金融安定化フォーラムは、米国証券化フォーラム、欧州証券化フォーラム、日本証券業協会、信用格付機関によるこうした取組みを歓迎する。

【提言 . 11】

証券化商品のオリジネーター及び発行者は、裏付資産の引受審査基準を透明にし、行ったデュー・デリジェンスの結果を投資家や信用格付機関が利用できるようにすべき。

【提言 . 12】

投資家及びその資産管理人は、裏付資産のプールに関する情報も含め、信用のリスク特性に関する情報に対する組成当初及び継続的なアクセスを、証券化商品のスポンサー及び引受人から得るべき。

【提言 . 13】

証券市場当局は、流通市場におけるクレジット商品の価格や取引量に関する取引後の透明性を高める包括的なシステムの構築について、その範囲を検討すべく市場参加者と協力すべき。

1. 市場参加者によるリスク開示

リスク・エクスポージャー、価格評価、オフバランス機関及び関連する方針についてのより有意義で一貫した定量的・定性的情報の金融機関による開示の強化は、市場の信頼を回復する上で重要である。

【提言 . 1】

金融安定化フォーラムは、金融機関が 2008 年中間期決算において、本レポートに要約された先進的な開示事例を利用して、厳格なリスク開示を行うことを強く奨励する。

金融機関は、現在の市場の状況に関して最も関連の深いリスク・エクスポージャー、リスク管理及び会計方針について、有意義な開示を確実にするために、先進的な開示事例を踏まえるべきである。グローバルに活動するいくつかの銀行及び証券会社による最近の定量的・定性的な開示に関する監督当局のレポートにおいて、現在の市場の状況における先進的なリスク開示事例が示されている。この分析は、市場が現在高リスクと考える、又はこれまで考えられていた以上のリスクがあると考えられる金融商品へのエクスポージャーに関する開示に焦点を当てている。(レポートに示された) ほぼ全ての開示を行っている金融機関はほとんどないが、いずれの開示項目も、調査対象の金融機関のうち少なくとも1社が現在行っているものである。

リスク・エクスポージャー、価格評価、オフバランス機関及びそれらに関連する方針について、金融機関によるより有意義で一貫した定量的・定性的情報の開示を強化することは、市場の信用を回復する上で大いに役立つだろう。そのため、金融安定化フォーラムは、金融機関が 2008 年中間期決算において、こうした先進的な開示事例を利用して、自身が大きなエクスポージャーを保有する取引に関する、厳格なリスク開示を行うことを強く奨励する。開示項目の中には、関連する取引に大きなエクスポージャーを保有しない金融機関には関係のないものもある。

特定のエクスポージャーに関する先進的な開示事例

下表はこれらの開示項目を要約したものであり、詳細は添付資料 B 及び上述のレポートにおいて述べられている。また、下表の情報に加えて、多くの金融機関が、それぞれのカテゴリーについて、まず以下の詳細を開示している。

- ・ オン/オフバランス関連取引双方を含めたエクスポージャーの総額(該当すれば、資金供与枠や融資枠も含む。)
- ・ リスク・ヘッジ前及びヘッジ後のエクスポージャー額
- ・ 減価償却前及び償却後のエクスポージャー額

表中の開示項目を様々に組み合わせることで、より特色のある開示がなされることとなる。

<u>特別目的事業体(SPEs)一般</u> ・ SPE の規模 vs.金融機関のエクスポージャーの総額 ・ SPE の事業内容 ・ 連結する理由(該当する場合のみ) ・ エクスポージャーの性質(スポンサー、流動性及び/又は信用補完の供与者) ・ 担保の種類 ・ 担保の地域別の内訳 ・ 担保の平均残存期間 ・ 担保の信用格付 <u>その他のサブプライム・Alt-A エクスポージャー</u> ・ 証券化されていないローン、住宅ローン担保証券(RMBSs)、デリバティブ、その他 ・ 信用力に関する詳細(例:信用格付、LTV、パフォーマンス指標) ・ サブプライム・ローンの実行年度別の内訳 ・ 主要な前提条件や入力情報の変化に対する価格評価の感応度	<u>債務担保証券(CDO)</u> ・ CDO の規模 vs.金融機関のエクスポージャーの総額 ・ CDO の種類、トランシェ、格付等別の内訳 ・ 担保の種類別の内訳 ・ サブプライム・ローンの実行年度別の内訳 ・ モノライン保険会社やその他のカウンターパーティーに対するエクスポージャーを含むヘッジ取引 ・ ヘッジ契約のカウンターパーティーの信用力 ・ 特定のカウンターパーティーの信用力に応じた評価額等の調整 ・ 主要な前提条件や入力情報の変化に対する価格評価の感応度 <u>商業用不動産担保証券(CMBS)</u> ・ 担保の業種別の内訳 ・ 担保の地域別の内訳 ・ 売却や減価償却を含めた、前期対比のエクスポージャー額の変化 <u>レバレッジド・ファイナンス</u> ・ 履行済みのエクスポージャー及び未履行のコミットメント ・ 売却や減価償却を含めた、前期対比のエクスポージャー額の変化 ・ 担保の業種別の内訳 ・ 担保の地域別の内訳
---	---

添付資料 B

特定のエクスポージャーに関する先進的な開示事例

債務担保証券(CDOs)、住宅ローン担保証券(RMBSs)、商業用不動産担保証券(CMBS)、その他の特定目的事業体(SPEs)及びレバレッジド・ファイナンス等、市場が現在高リスクと考える、又はこれまで考えられていた以上のリスクがあると考え、一定の金融商品へのエクスポージャーについて金融機関が開示することの必要性が、最近の市場の混乱によって高まっている。これを受け、多くの金融機関は最近、こうしたエクスポージャーに関する開示を強化している。

グローバルに活動するいくつかの銀行及び証券会社による最近の定量的・定性的な開示に関する監督当局のレポートにおいて、現在の市場の状況における先進的なリスク開示事例が示されている。下表はこれらの開示項目を要約したものであり、個別の項目に関する簡潔な解説が後に付されている。また、下表の情報に加えて、多くの金融機関が、それぞれのカテゴリーについて、まず以下の詳細を開示している。

- ・ オン/オフバランス関連取引双方を含めたエクスポージャーの総額(該当すれば、資金供与枠や融資枠も含む。)
- ・ リスク・ヘッジ前及びヘッジ後のエクスポージャー額
- ・ 減価償却前及び償却後のエクスポージャー額

表中の開示項目を様々に組み合わせることで、より特色のある開示がなされることとなる。

特別目的事業体(SPEs)一般	債務担保証券(CDO)
・ SPE の規模 vs.金融機関のエクスポージャーの総額 ・ SPE の事業内容 ・ 連結する理由(該当する場合のみ) ・ エクスポージャーの性質(スポンサー、流動性及び/又は信用補完の供与者) ・ 担保の種類 ・ 担保の地域別の内訳	・ CDO の規模 vs.金融機関のエクスポージャーの総額 ・ CDO の種類、トランシェ、格付等別の内訳 ・ 担保の種類別の内訳 ・ サブプライム・ローンの実行年度別の内訳 ・ モノライン保険会社やその他のカウンタ

・ 担保の平均残存期間 ・ 担保の信用格付 その他のサブプライム・Alt-A エクスポージャー ・ 証券化されていないローン、住宅ローン担保証券(RMBSs)、デリバティブ、その他 ・ 信用力に関する詳細(例:信用格付、LTV、パフォーマンス指標) ・ サブプライム・ローンの実行年度別の内訳 ・ 主要な前提条件や入力情報の変化に対する価格評価の感応度	・ パーティーに対するエクスポージャーを含むヘッジ取引 ・ ヘッジ契約のカウンターパーティーの信用力 ・ 特定のカウンターパーティーの信用力に応じた評価額等の調整 ・ 主要な前提条件や入力情報の変化に対する価格評価の感応度 商業用不動産担保証券(CMBS) ・ 担保の業種別の内訳 ・ 担保の地域別の内訳 ・ 売却や減価償却を含めた、前期対比のエクスポージャー額の変化 レバレッジド・ファイナンス ・ 履行済みのエクスポージャー及び未履行のコミットメント ・ 売却や減価償却を含めた、前期対比のエクスポージャー額の変化 ・ 担保の業種別の内訳 ・ 担保の地域別の内訳
--	---

<SPE>

- ・ 関連する SPE へのエクスポージャーの概要(連結、非連結を区別)¹。開示されるべき対象には、一般的に、CDO、ABCP、SIV、及びその他様々な SPE が含まれる。また、ある SPE を新たにバランスシートに計上する場合には、その旨を注記すべきである。
- ・ SPE の規模や事業内容
- ・ 金融機関の SPE への関与のあり方、及び当該関与により想定される最大の損失額(SPE のカテゴリー別に開示)
- ・ SPE(SIV、ABCP コンデュイット等)の裏付資産の分類(資産の種類別、格付別、大元の債務者の所在地別及びその負債の平均残存期間別)

¹ SPE を連結するかどうかは、準拠すべき会計基準によって決められる。従って、特定の SPE がある基準では連結されるが、他の基準では連結されないことはあり得る。

<CDO>

- ・ CDO に対するエクスポージャーの総額及びこれらエクスポージャーの金融機関における内部管理上の分類(例えばスーパーシニアのエクスポージャーをハイグレード CDO、メザニン CDO、CDO スクエアードに分類)
- ・ CDO の分類(市場で懸念が生じている資産(サブプライムローン等)を大元の裏付けとする CDO と、それ以外の CDO に分類)。より一般的には、金融機関がどのような基準で CDO を「サブプライム関連 CDO」とみなしているのか(大本の裏付け資産にサブプライムローンが○%含まれている等)を市場参加者に説明するための当該金融機関の考え方。
- ・ 金融保証会社へのエクスポージャーを含むヘッジ前後の CDO エクスポージャー。可能ならば、それぞれの保証会社から提供されたプロテクションの想定元本や、そのエクスポージャーの信用評価調整前後の公正価値²。
- ・ CDO の信用価値に関連したデータ(例えば、CDO の時価や額面からの評価損、金融機関における内部管理上の分類、または裏付け資産であるサブプライムローンの実行年度等)
- ・ 商品の価格評価方法及びその主要な決定要因

<その他のサブプライム関連エクスポージャー>

- ・ ホールローン、RMBS、デリバティブやコミットメントを経由したエクスポージャーといった CDO を介さないサブプライムローン関連のエクスポージャー(いずれもヘッジ前後の額を評価損や格付けといった信用力を表すデータと共に開示)
- ・ Alt-A ローンに関する類似データ
- ・ 期限前償還率、信用損失、割引率等の前提条件の変化に対する RMBS の価格評価感応度(裏付け資産である住宅ローンの種類別に開示)

<CMBS>

- ・ CMBS に対するエクスポージャー(ヘッジ効果の加味前後や、裏付け資産の業種別・地域別の分類を含む)

<レバレッジド・ファイナンス>

- ・ レバレッジド・ファイナンスのオンバランスとオフバランスのエクスポージャー(評価損や業種別・地域別の分類等の詳細を含む)

²金融保証会社へのエクスポージャーは、CDO 取引と同様に、金融機関が自らのバランスシートに直接抱えるサブプライム RMBS から発生しうる。

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

2008年4月

宮坂 知宏

クレディ・スイス証券株式会社

証券化商品調査部

+81 3 4550 7171

tomohiro.miyasaka@credit-suisse.com

アナリスト・サーティフィケーションおよび重要な開示情報は巻末のディスクロージャー・アペンディックスに掲載しております。その他の重要な開示情報につきましては
<http://firesearchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照願います。

本資料でご説明する主な内容

- 投資判断をする段階：
 - リスクの分析
 - クレジットリスクの分析
 - 金利リスクの分析（特に、固定クーポンのRMBS）
 - リターンの分析
- 投資した後の期中モニタリング：
 - クレジットリスクのモニタリング
 - 金利リスクのモニタリング
 - リターンの計測

I. 投資判断をする段階

クレジットリスクの分析：主な分析項目

- 期待損失率（或いは、ベースデフォルト率）がいくらか（とても重要な情報）
- 信用補完率が、期待損失率の何倍までカバーしているか
- ウォーター・フォールや現金準備も考慮したキャッシュフロー分析を行い、裏付資産の信用力がある程度悪化しても、証券化商品の元利払いが行われるかどうか

オラクルラムダ特定目的会社

ムーディーズが想定した裏付 プールの累積期待損失率(A)	3.9%
トリプルAの格付けに必要なスト レス後累積貸倒率(B)	13.0%
ストレス倍率 (C=B/A)	3.3倍
利用可能エクセススプレッド(D)	7.2%
必要信用補完(E=B-D)	5.8%

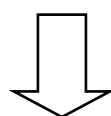
シービーオー・オール・ジャパン特定目的会社

S&Pが想定した裏付プールのベー ス・デフォルト率(年率, A)	0.5%
CBOのWAL(B)	3.0年
累積ベース・デフォルト率(C=A*B)	1.5%
トリプルAの格付けに必要なストレス 後累積デフォルト率(D)	6.7%
ストレス倍率 (E=D/C)	4.5倍
必要信用補完(F)	4.9%
利用可能エクセススプレッド(G=D- F)	1.8%

(出所) 格付機関のプリセール・レポートからCredit Suisse作成

クレジットリスクの分析に必要な情報

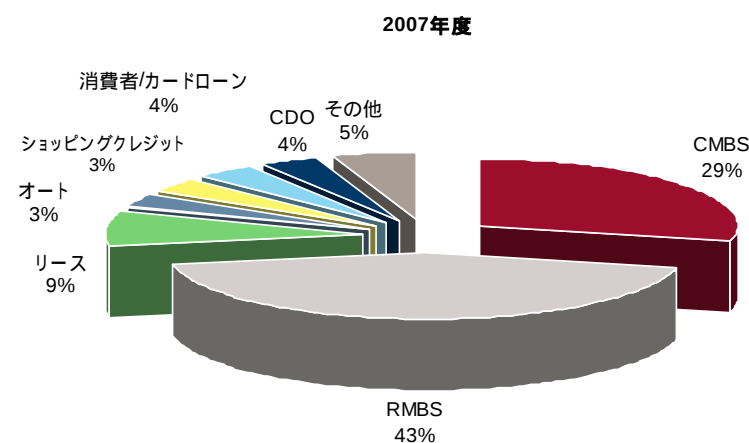
- 期待損失率（或いは、ベースデフォルト率）を分析するために、延滞率、デフォルト率などのヒストリカル・データは必須
- キャッシュフローを分析するために、ウォーターフォール、現金準備、トリガー水準などは必須



- 日本銀行「証券化市場フォーラム」における情報開示フォーマットの「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）

金利リスクの分析：証券化市場における重要性

- 2007年度の日本の証券化商品の発行額は、約7.7兆円
- RMBSのシェアが43%と最大（2006年度は50%）
- RMBSはオリジネーターの集中が進んでおり、Top3でRMBS発行額の約84%を占める。かつTop3はすべて固定クーポンのRMBS



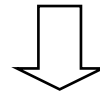
(出所) Credit Suisse

(単位: 億円)

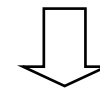
	発行件数	発行額	上位累積金額	上位累積シェア
住宅金融支援機構	19	22,570	22,570	67.8%
三井住友銀行	6	3,600	26,170	78.6%
三菱東京UFJ銀行	4	1,839	28,009	84.2%
トヨタファイナンス	2	918	28,927	86.9%
東海労働金庫	2	667	29,594	88.9%

金利リスクの分析：主な分析項目（固定クーポンのRMBS）

- RMBSの裏付となっている住宅ローン債権で、将来どれだけの期限前償還が起こりうるかの想定
- 期限前償還も加味したRMBSの将来キャッシュフローの想定
- RMBSのWALの推定
- RMBSの主要な年限（2年、5年、7年、10年、20年等）における金利エクスポージャーの計算



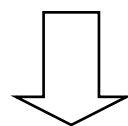
- 金利リスクの分析の最終目標は、RMBS投資の前後でポートフォリオ全体の金利リスクがニュートラルとなるためには、RMBSを購入する際に、どの年限のJGBをどれだけ売却すればよいかを決定すること（RMBSとWALが等しいJGB1銘柄を売却しただけでは、金利リスクはニュートラルではない）



16ページの「金利リスクのモニタリング」において、具体的なイメージを示す。

金利リスクの分析に必要な情報

- 期限前償還モデルのパラメータ（特に、期限前償還の金利感応度を表現するパラメータ）を推定するために必要な、裏付資産のヒストリカル・データなど
- 日本銀行の「証券化市場フォーラム」における情報開示フォーマットの「1. 発行時の情報開示」では、必ずしも必要な情報項目がカバーされていない。
- また、長期債は金利リスクを負うだけでなく、クレジットリスクも大きい。



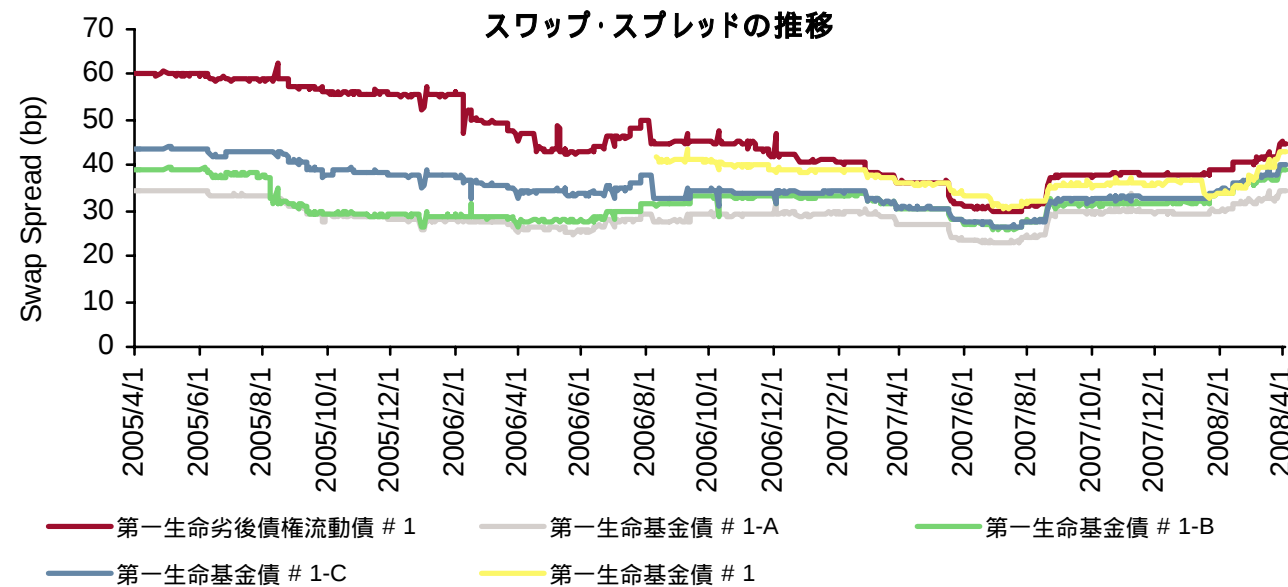
- 具体的な開示項目としては、住宅金融支援機構が公表している「償還履歴データ」が参考になる。

リターンの分析：本資料の前提条件

- スプレッド・リターンの分析に限定する（ここでは債券スプレッドの変動のみに着目したいため。ベース金利も含めたトータル・リターンの分析は、債券スプレッドと金利リスクの分析のコンビネーションで対応可能）
- スプレッド・リターンの分析は、「Relative Value」の発見であり、「Absolute Value」だけ分析しても解答は得られない。
- したがって、比較可能な「同種の複数の債券の中で、何を買うべきか」という観点でリターン分析を行う。

リターンの分析：生保基金ABSを例に

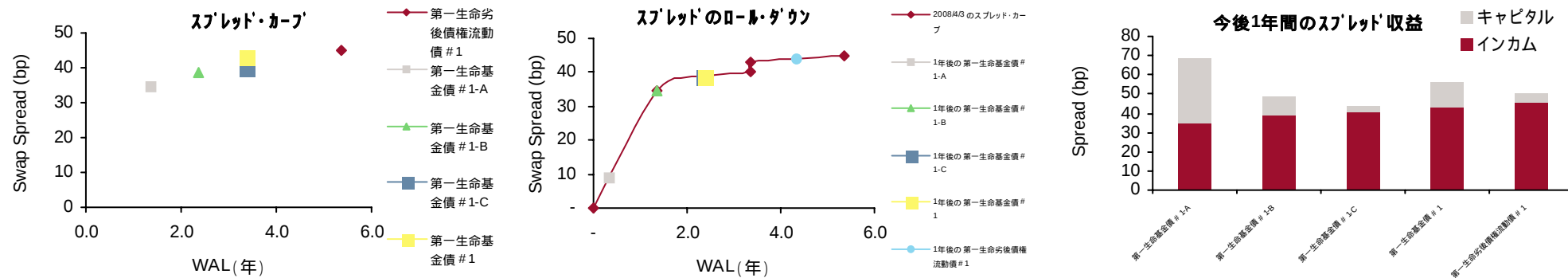
- 2005年から一環して、債券間のスプレッド格差は縮小している。
- 足許で、スプレッドが拡大した。



(出所) Bloombergの公表資料からCredit Suisse作成

リターンの分析：生保基金ABSを例に

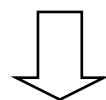
- 足許のスプレッド・カーブは、短期債と長期債のスプレッド格差が小さいフラットな形状
- フラットな形状のスプレッド・カーブでは、長期債のロール・ダウンより、短期債のロール・ダウンの方が大きく、今後1年間のスプレッド収益も短期債の「第一生命基金#1-A」が最も大きい。



(出所) Bloombergの公表資料からCredit Suisse作成

リターンの分析に必要な情報

- 投資検討する債券について、証券会社が提示するスプレッドのマーケティング・レンジ
- 上記のマーケティング・レンジを検証するために必要な、当該債券の発行額、クーポン、期限前償還も加味した今後の予想CFなど
- 「Relative Value」の観点から、比較可能な同種の複数の債券（既発債）について、スプレッドを計測するために必要な情報（当初発行額、クーポン、今のFactor、期限前償還も加味した今後の予想CF、時価など）

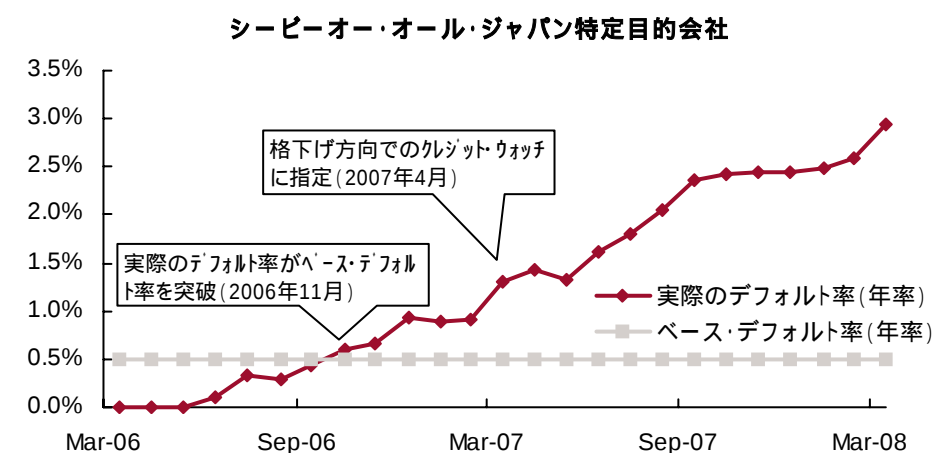
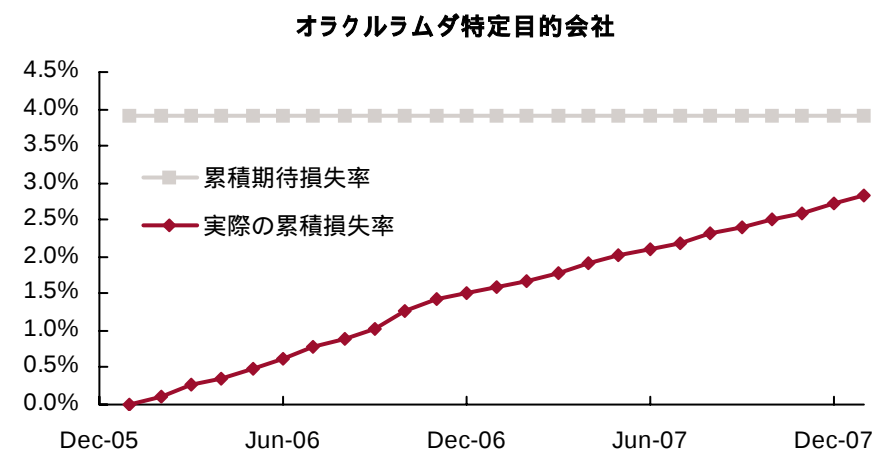


- 投資検討する債券については、日本銀行の「証券化市場フォーラム」における情報開示フォーマットの「1. 発行時の情報開示」で、ある程度カバーされている。（但し、期限前償還も加味した今後の予想CFはカバーされていない）
- 比較可能な同種の複数の債券については、公募債を除き、必要な情報が殆どカバーされていない。

II. 投資した後の期中モニタリング

クレジットリスクのモニタリング

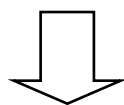
- オラクルラムダ特定目的会社のオートローン債権プールの累積期待損失率を、ムーディーズは約3.9%と想定した。
- シービーオー・オール・ジャパン特定目的会社の裏付プールのベース・デフォルト率を、S&Pは年率0.5%を下回る水準と想定した。



(出所) Bloombergの公表資料からCredit Suisse作成

クレジットリスクのモニタリングに必要な情報

- 当初想定した期待損失率（またはベース・デフォルト率）対比の実際の損失率/デフォルト率の水準
- 当初設定した各種トリガー水準対比の実際の値
- 現金準備の水準 / 信用補完額の実績値 等

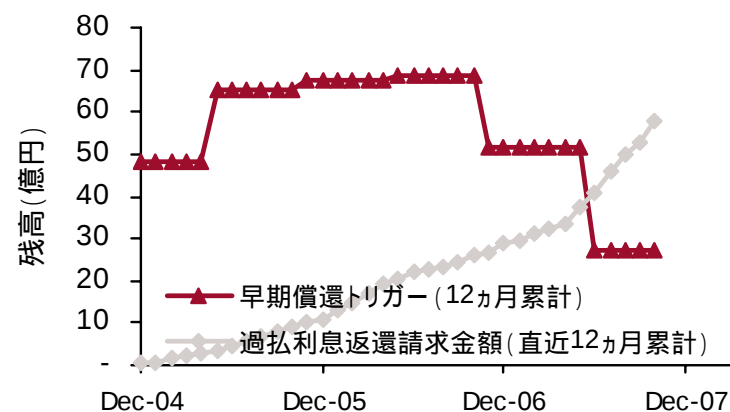


- 日本銀行「証券化市場フォーラム」における情報開示フォーマットの「2. 発行後の情報開示」の「レベル1」は非常に重要、「レベル2」は項目を軽減する余地あり
- また、市場環境・案件のパフォーマンス等によって、有益な情報は変化し得るので、フォーマット作成には柔軟性が必要（次ページ参照）
- ブルームバーグの「ABSJ」において、フォーマットは統一されていないものの、私募案件も含めいくつかの案件のモニタリング情報が提供されている。

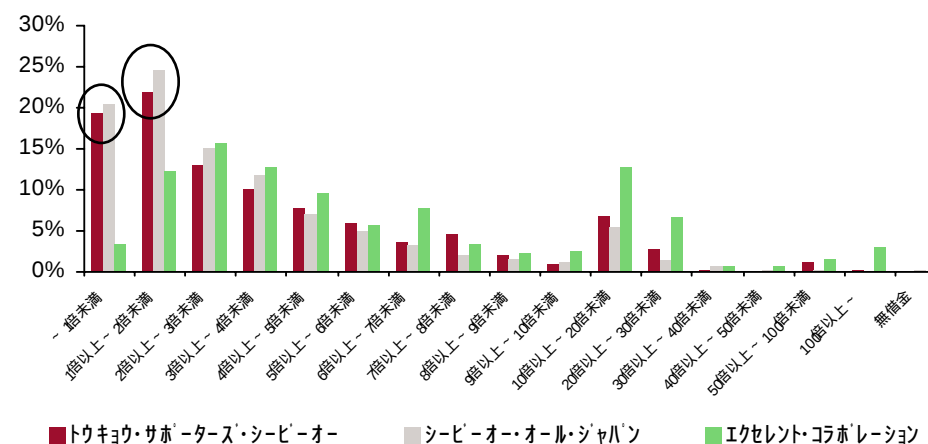
市場環境や個別案件のパフォーマンスに応じた情報例

- 消費者ローンABSは、2006年冬の最高裁判決以降に、過払利息返還請求が社会的にもクローズアップされた。
- シービーオー・オール・ジャパン特定目的会社は、発行直後からデフォルト率が当初の想定より高率で推移したが、債務者属性も相対的に悪かった。

ノーローン・クリスタル・ファンディングのパフォーマンス



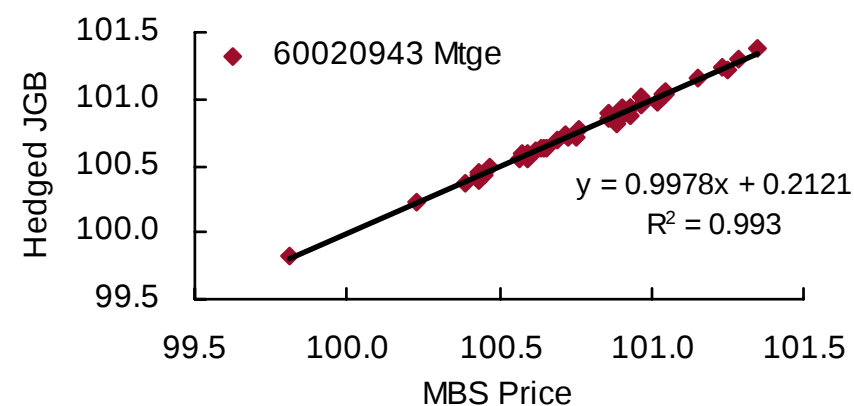
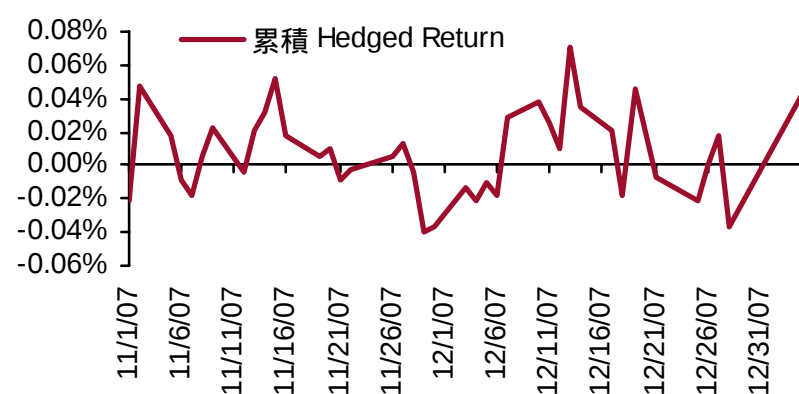
CBO案件のインタレスト・カバレッジ・レシオの比較



(出所) すべてBloombergの公表資料からCredit Suisse作成

金利リスクのモニタリング

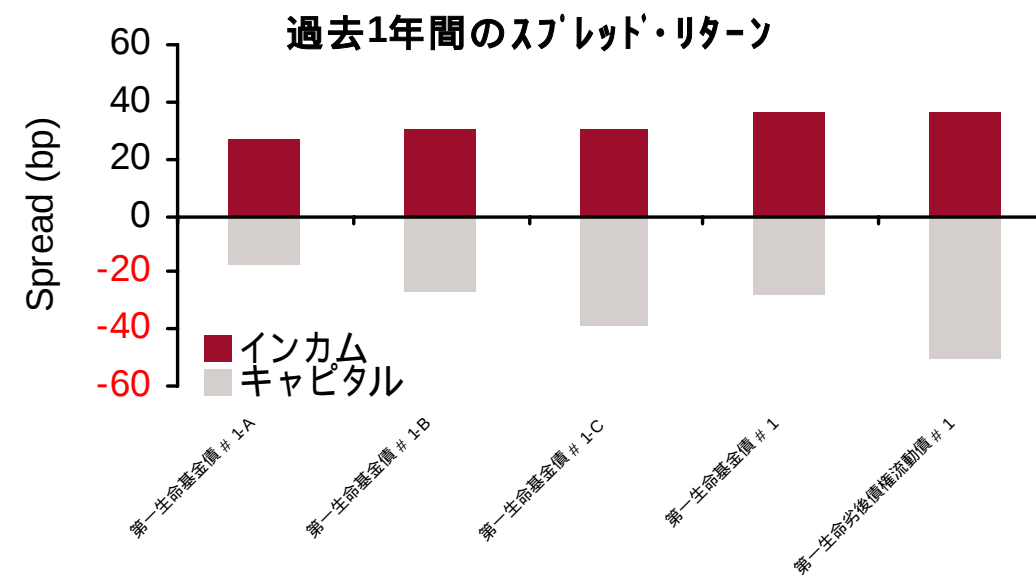
- JGBポートフォリオの一部を機構MBSに入れ替えて、金利リスクを負わずに、スプレッド部分の利回りアップを狙う投資戦略を想定
- 下のグラフは、機構買取1回債の100の購入に対して、中国5年43回債を30、長国10年265回債を50、超長国20年97回債を20売却した場合のシミュレーション（時価は売買参考統計値を使用）



(出所) Credit Suisse作成

リターンの計測：前掲の生保基金ABSを例に

- 足許でスプレッドが拡大したために、キャピタルがマイナス
- キャピタルのマイナス幅は、長期債の方が大きい。



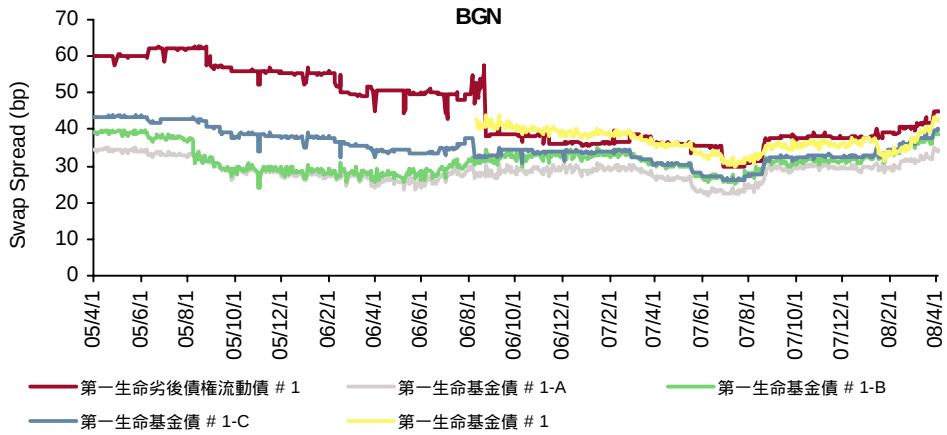
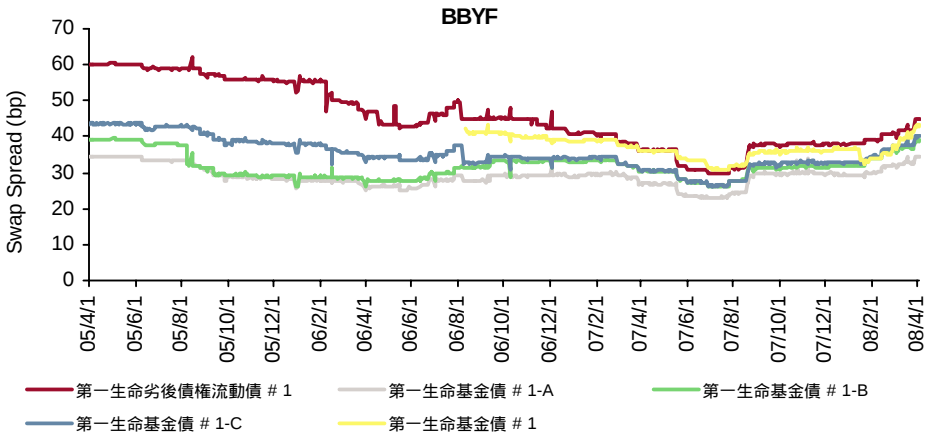
(出所) Bloombergの公表資料からCredit Suisse作成

金利リスクとリターンの計測に必要な情報：市場価格

- 売買参考統計値（JSDP）：証券化商品は、「住宅金融支援機構のMBS」のみが対象。
- ブルームバーグ公社債基準価格（BBYF）：日興証券グループ証券、みずほ証券、三菱UFJ証券、大和証券SMBCの4社の内、2社以上からブルームバーグ社に価格が提供されている債券が対象。証券化商品に関しては、公募債のみ。
- 債券標準価格（JS Price）：私募の証券化商品であっても、裏付資産のパフォーマンスがブルームバーグのABSJ等で開示され、予想キャッシュフローが推定可能なものについては、価格が付与されている。
- 個社から個別に提供される時価：多くの私募の証券化商品
- Bloomberg Generic Price（BGN）：Bloomberg Generic Prices are calculated by using prices contributed to Bloomberg and any other information that we consider relevant.

BBYF vs. BGN

- BGNは、BBYFと比べて、誤差を多く含むと一般に言われている。
- リターンの計測には、BGNではなくBBYFを用いるのが一般的
- リターンの計測には、ある程度「シャープ」な市場価格が必要



(2008年4月10日引け時点、単位:円)

	BBYF	BGN	差
第一生命劣後債権流動債#1	102.27	102.40	-0.13
第一生命基金債# 1-A	100.19	100.32	-0.13
第一生命基金債# 1-B	101.02	101.15	-0.13
第一生命基金債# 1-C	102.26	102.38	-0.12
第一生命基金債# 1	101.77	101.90	-0.13

(出所) Bloombergの公表資料からCredit Suisse作成

市場価格 vs. 理論価格

- 金融庁から公表された金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針においては、「市場価格の特定が困難となった場合にも、理論価格等を評価・算定し、顧客に迅速かつ的確に提示する態勢が整備されているか」が問われる。
- 一方で、金利リスクとリターンの計測には、ある程度「シャープ」な市場価格が必要となる。

まとめ：投資家が必要とする情報について

- クレジットリスクの分析に関しては、日本銀行「証券化市場フォーラム」における情報開示フォーマットの「1. 発行時の情報開示」及び「2. 発行後の情報開示」の「レベル1」と「レベル2」をたたき台とした検討が有効
- 金利リスクの分析に関しては、日本銀行「証券化市場フォーラム」における情報開示フォーマットではカバーしていない項目が多い。
- 金利リスクを計測し、リターン（＝債券価格の変化率）を分析する上では、市場価格の提供が不可欠

Disclosure Appendix

アナリスト・サートフィケーション

私、宮坂 知宏 は、（１）本資料に示されている見解が、すべての当該企業および証券に対する私の個人的見解を正確に反映し、（２）私の報酬が本資料に示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

重要なディスクロージャー

Credit Suisseは公平かつ独立性があり公明正大で誤解を招く恐れのない投資資料のみを公表することを方針としています。詳細については次のリンクから“Credit Suisse's Policies for Managing Conflicts of Interest in connection with Investment Research”をご参照ください： http://www.credit-suisse.com/research-and-analytics/disclaimer/managing_conflicts_disclaimer.html

Credit Suisseは公表する資料について、そこに示された見解や意見に実質的な影響を与えうる当該企業、セクターあるいはマーケットの動向に照らして適正な内容のものとするを方針としています。

本資料の作成を担当したアナリストは、Credit Suisseの総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益にはCredit Suisseの投資銀行業務および債券部門業務によって得た収益が含まれています。

Credit Suisseは本資料で言及されている企業の証券または派生商品を自己勘定で売買する可能性があります。

Credit Suisseはいつかの時点で、本資料で言及された証券を大量保有している / していた可能性があります。

Credit Suisseは本資料発行日現在、言及された対象企業の債券のマーケット・メークを行っている可能性があります。

本調査レポートで推奨された証券に関する重要な開示情報につきましては、<http://firesearchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照いただくか、+1-212-538-7625 までご連絡願います。

過去12ヵ月間に債券調査部が提示したレティフ・バリュエ・トレード・アイディアおよびEmerging Markets Sovereign Strategy Groupによるファンダメンタルな推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください： http://research-and-analytics.credit-analytcs.csfb.com/docpopup.asp?ctbdocid=330703_1_en また、Locusのウェブサイトへのアクセス権をお持ちのお客様は次のリンクをご参照ください： <http://www.credit-suisse.com/locus>

Technical Analysis による推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください： <http://www.credit-suisse.com/techanalysis>

Credit Suisseは税に関するいかなるアドバイスも提供いたしません。本資料で言及された米国連邦税に関する記述は、納税者による罰則回避の目的での使用を意図して書かれたものではなく、そうした使用は認められません。

エマージング・マーケット債に関する推奨の定義

買い：“買い”推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを上回るリターンをもたらすとCredit Suisseが予想していることを示しています。

売り：“売り”推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを下回るリターンをもたらすとCredit Suisseが予想していることを示しています。

社債に関する推奨の定義

買い：“買い”推奨の表記は、Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最上位レベルとなるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

アウトパフォーム： Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を上回るとCredit Suisseが予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが安定的であるかもしくは改善方向にある、社債が過小評価されている、業種平均に比べクレジット評価は悪いものの投資リターンにおいて業種平均を上回る可能性がある、などのケースがCredit Suisseにより想定されていることを意味します。このような社債は、市場環境がボラタイルになると価格変動リスクが高まる可能性があります。

マーケット・レベル： Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内の平均レベルになるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

アンダーパフォーム： Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を下回るとCredit Suisseが予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが悪化傾向にある、信用力は安定的だが社債が過大評価されていて業種平均値に比べ割高である、などのケースがCredit Suisseにより想定されていることを意味します。

売り：“売り”推奨の表記は、Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最下位レベルになるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

リストラクテッド： 特定の状況下においては、Credit Suisse指針および/または適用法令、諸規則により、投資銀行業務遂行中およびその他の特定の状況下において投資評価を含む一部のコメントが排除されます。

ノット・レイテッド： Credit Suisse Global Credit Research またはGlobal Leveraged Finance Researchは、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしているが、現時点では当該銘柄の投資に関する意見は提供していないことを示しています。

ノット・カバード： Credit Suisse Global Credit Research とGlobal Leveraged Finance Researchのいずれも、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしておらず、同発行体とそれに関連したいかなる証券の投資に関する意見も提供しないことを示しています。Credit Suisseがカバーしていない証券または企業に関してリサーチから提供するいかなるコミュニケーションも、公表情報に基づいた常識的かつ重要事項に属さない類推（reasonable, non-material deduction）です。

社債に関するリスク・カテゴリーの定義

リスク・カテゴリーは、ハイイールド債（投資適格外）と考えられる社債の投資リスクに関する分類で、３つのリスク・カテゴリーから成っています。「**平均的**」なハイイールド債は「**平均的**」、リスクがそれを上回る場合には「**投機的**」、それを下回る場合には「**保守的**」と表記します。

Credit Suisseクレジット評価の定義

Credit Suisseでは投資適格クラスおよびクロスオーバーの発行体に対し、クレジット評価を行っています。クレジット評価は当該企業の信用力に関する当社の評価に基づくもので、証券の購入や売却を推奨するものではありません。クレジット評価の等級（**AAA格**、**AA格**、**A格**、**BBB格**、**BB格**、**B格**）は、期日通りに金融債務を履行する発行体の能力に関するCredit Suisseの評価によって決められます。各カテゴリーは、信用力に基づき上位、中位、下位の等級にさらに細分化され、上位が最も信用力の高いサブカテゴリーとなっています。**AAA格上位**、**AAA格中位**、**AAA格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は際立って高いとの評価を表します；**AA格上位**、**AA格中位**、**AA格下位**—債務者の金融債務を履行する能力はかなり高いとの評価を表します；**A格上位**、**A格中位**、**A格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は高いとの評価を表します；**BBB格上位**、**BBB格中位**、**BBB格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は適切であるが、経済/事業/財務状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性が高いとの評価を表します。**BB格上位**、**BB格中位**、**BB格下位**—債務には投機的な要素があり、大きな信用リスクにさらされているとの評価を表します。**B格上位**、**B格中位**、**B格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、経済/事業/財務状況の悪化によって著しく影響を受けやすいとの評価を表します。**CCC格上位**、**CCC格中位**、**CCC格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、良好な経済/事業/財務状況に依存するとの評価を表します。Credit Suisseのクレジット評価は、必ずしも格付け会社の格付けと相関するものではありません。

Disclosure Appendix cont'd

本資料に表記されているCredit SuisseまたはCSIは、Credit Suisse の投資銀行部門の傘下で営業する全ての子会社および関連会社を含みます。当社の組織概要に関する詳細な情報は以下のリンクをご参照ください。 http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en

本資料は、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいは、Credit Suisse またはその関連会社(以下「CS」と総称)がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。この資料に掲載されている資料の著作権は特別な記載がない限りすべてCSIに帰属します。また、事前にCSIの許可を書面を得ることなく、この資料に記載しないし掲載した資料、内容、複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されておりす。当資料で使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、CSまたはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。

本資料に掲載されている情報、ツール、資料は情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。CSはこの資料で取り上げた証券が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何ら行っていない可能性があります。CSはこの資料を受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。この資料に含まれる、あるいは、言及されている投資やサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は個別に投資アドバイザーに相談してください。この資料は投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしていません。また、特定個人による推奨も含みません。CSは投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーに相談されるようお勧めいたします。とりわけ課税ベースとレベルが変わる場合がありますのでご注意ください。

この資料に掲載された情報や意見は、CSが信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。また本資料中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、CSに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負いかねます。また、この資料は個々の判断の代りとしてみなされるべきものではありません。CSはこの資料の中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他の資料を発行している、または将来発行する場合もあります。それらの資料は作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、CSはこの資料の受取人にそのような他の資料があることについて間違いなく通知する義務はありません。

CSは、法で認められた範囲内において、当資料で言及された証券の発行体による資金調達取引への参加しない投資を行うだけでなく、その発行体に対するサービスを提供したり、あるいは、取引を勧誘することがあるほか、それら証券やオプション、またはそれに関連する投資のポジションや残高または他の重大な利益を保有し、取引に応じることがあります。また、CSは本資料の中で言及されている証券のマーケット・メークを行うときがあります。CSは、法で認められた範囲内において、この資料に掲載された情報や意見、またはそれが依拠する調査や分析を資料発行前の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。CSは、この資料で言及されている一部ないしすべての組織の証券公募について、過去三年間に幹事もしくは共同幹事を引き受けた場合があり、また現在、プライマリー・マーケット・メークを行っている場合もあり得ます。また、当該または関連する投資に対して重要なアドバイスや投資サービスを、現在提供しているまたは過去十二ヶ月に提供した場合もあります。なお、ご要望に応じて、秘密保持義務の条件のもとですが、追加の情報も提供できます。この資料で言及されている投資は、完全な単独組織によってオファーされる場合もあれば、CS単独またはCS関連会社によってオファーされることもあり、またCSが当該投資の唯一のマーケット・メーカーである場合もあります。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われておりません。この資料に記載された情報、意見および予想は、CSがこの資料を公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もある点をご了承下さい。

当資料で言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合もあります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際的に負うことになります。

仕組み証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組み証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティ、ならびに発行体または参照発行体(レファレンス・イシューア)の信用力などの要因によって影響を受ける可能性があります。仕組み商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイドの専門家によるアドバイスをを受けることをお勧めいたします。

この資料で取り扱われている投資の中にはボラティリティの高いものもあります。高ボラティリティ商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。また、投資の直接利回りが変動し、その結果、(投資を行うために支払われた)当初資本が直接利回りの一部として使用されることがあります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれず、同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報を入手することは難しいかもしれません。

この資料にはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されていることがあります。資料がCSのウェブサイトと言及している場合を除き、CSIは当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(CS自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む)はお客様の利便性のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。この資料またはCSウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くのはお客様ご自身のリスクで行っていただくことになります。

この資料はヨーロッパ(スイスは除く)において英国のOne Cabot Square, London E14 4QJにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limitedが発行・配布し、同社は英国において英国金融サービス機構(FSA)の監督下にあります。ドイツにおいてはNiederlassung Frankfurt am MainにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limited が配布し、同社はドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。本資料は米国およびカナダにおいてはCredit Suisse Securities (USA) LLC、スイスではCredit Suisse、ブラジルではBanco de investimentos Credit Suisse S.A、日本の場合にはクレディ・スイス証券株式会社が配布を担当しております。さらに、他のアジア/太平洋地域では、Credit Suisse (Hong Kong) Limited, Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse Singapore Branchのいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しております。Credit Suisse, Taipei Branchによって発行される台湾証券についてのリサーチは資格を有するシニア・ビジネス・パーソンが作成したものです。マレーシアの居住者に提供されるリサーチはCredit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhdのリサーチ責任者による承認を受けており、その問い合わせ先は +603 2723 2020 となります。また、このリサーチはカナダのディスクロージャー要件に合致しない可能性もあります。

CSが証券取引を行うために必要な登録または免許の取得をしていない行政地域においては、証券取引はそうした地域に適用される証券法に基づいてのみ行われねばなりません。適用される証券法は地域によって異なり、登録または免許取得要件が免除される場合のみ取引が認められる場合もあります。証券取引を希望される米国外のお客様は、居住地域の法律で許可されている場合を除き、同地域で営業活動に従事しているCSを通じて取引を実行していただくかはなりません。また、米国内のお客様は、米国のCredit Suisse Securities (USA) LLC の営業担当者を通じてのみ、取引を行うことが可能となっております。

この資料はCSが作成・発行したものであり、市場に精通した専門家および機関投資家であられるお客様への配布を目的としています。CSのお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこの資料を受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受けるさいに、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けてください。この資料は英国以外のお客様の投資またはサービス、またはFSA管理下ではなく、また個人顧客に関するFSAの保護および/または英国の補償スキームを利用できないその他の事柄に関連する場合があります。また、この資料に関し、これに該当する可能性のある事柄についてのさらに詳しい情報が必要な場合はご請求ください。

Copyright 2008, Credit Suisseおよび/またはその関連会社。不許複製。

債券は売却時の時価または市場価格により、投資元本割れが生じる可能性があります。また償還金額の変動により、投資元本割れが生じる可能性がある債券もありますのでご注意ください。

非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。

クレディ・スイス証券株式会社 < 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第66号 >
日本証券業協会 会員、社団法人 金融先物取引業協会 会員



Morgan Stanley

投資家が証券化商品のリスク・リターン分析を行う際に 必要とする情報について:不動産の証券化

2008年4月23日

上記の主席アナリストは、本レポートにおいて述べられている見解が、その対象となっている証券/商品/発行体に関する各自の見解を正確に反映したものであること、また、本レポートにおいて示した特定の見解あるいは推奨に関連して、直接的または間接的に過去に報酬を受領したことがないこと、また現在受領していないこと、そしてこの先受領する予定のないことを証明いたします。
本レポートは当社のコンフリクト・マネジメント・ポリシーに則って出版されています。
同ポリシーはwww.morganstanley.com/institutional/research/にてご覧いただけます。
巻末の重要な開示事項も合わせてご参照ください。

モルガン・スタンレー証券株式会社
債券調査本部長
大橋 英敏

Tel:03-5424-7908 Fax:03-5424-7897
Hidetoshi.Ohashi@morganstanley.com

当プレゼンで議論すること

投資家が必要とするリスク・リターン情報の整理(不動産証券化(CMBS)領域)

【第一回WGでお示したプレゼン内容】

1. 不動産証券化商品の案件評価プロセス

- (1) マクロの視点: 裏付資産市場動向、周辺市場環境(マクロ経済、金利等)
- (2) ミクロの視点: 個別案件評価

2. 個別案件評価に必要な情報(ミクロの視点)

- ・ 案件組成時および期中における、物件レベル、ローンレベル、債券・受益権レベルで必要情報の整理

3. 情報開示に関するインフラ整備の必要性

- (1) 情報開示に関する統一フォーマットの必要性
- (2) 情報ベンダー等を経由した情報アクセサビリティの確保

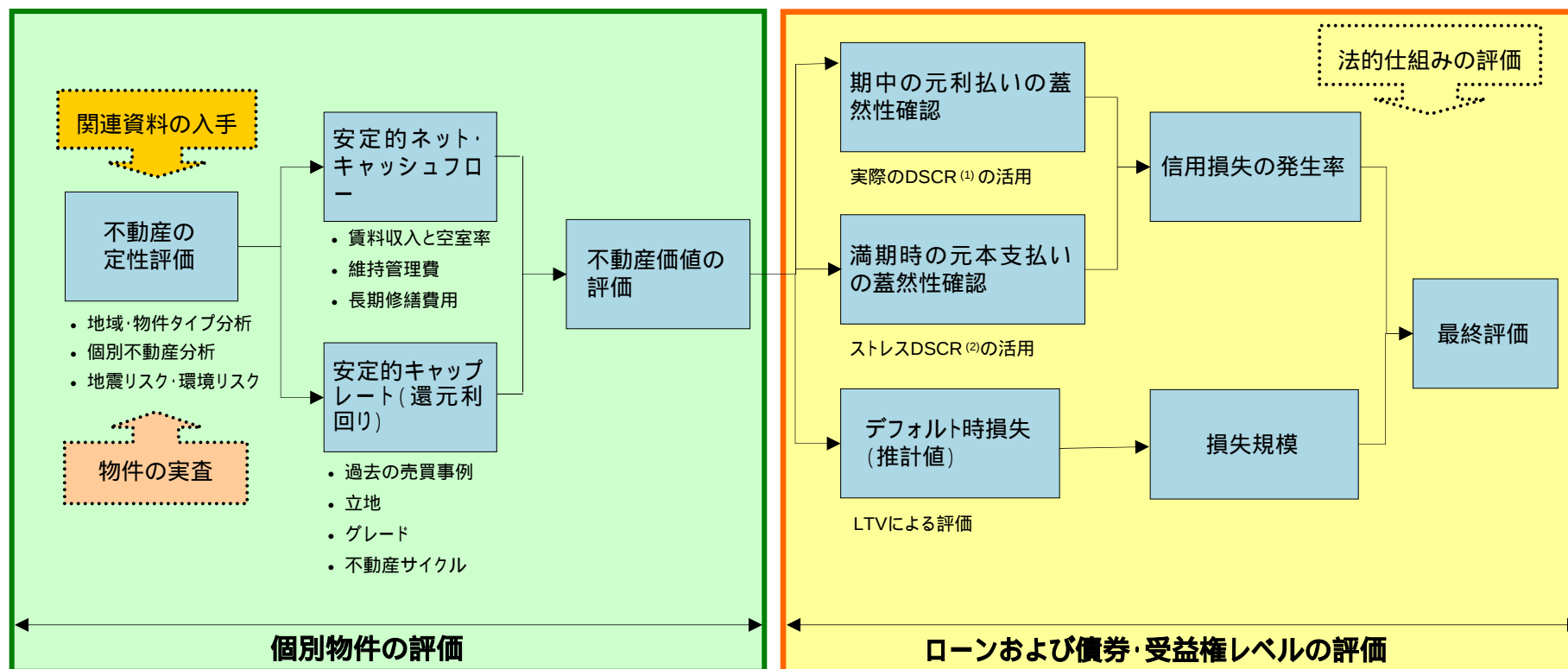
4. J-REITに関する開示情報の実際

個別案件評価における格付機関の役割

投資家の代理人としての役割：現実的な視点

- 多数分散プールを持つ典型的な金銭債権証券化商品とは違い、本邦不動産証券化商品（複数物件型のCMBS）は個別物件特性が商品のキャッシュフローに影響する。
- 一方、すべての物件へのデューデリやキャッシュフロー等のモニタリングの必要性は、投資家がどのトランチを保有している（又は投資する）のか、物件の数・分散度合い、などに依存。欧米では、シニア投資家は案件全体の傾向および集中度の高い主要物件を継続的にモニタリングすることで、必要十分と考えられている。
- これに対し、デューデリや物件稼動状況等の裏付資産のモニタリングに対する投資家の代理人としての役割を担うのが格付機関である。
- この意味で、投資家は格付機関をモニタリングする立場にあると考えることも出来る。
- 企業金融（銀行ローン、社債等）分野においても、投資家が企業のバランスシート項目を全件精緻に確認しているわけではなく（信用リスクの多寡に依存）、実質的には、モニタリング機能の一部を格付機関に委託し、格付自体のモニタリングを実施している。
- よって、不動産証券化商品における投資家が必要とするリスク・リターン情報は、投資家が格付機関をモニタリングすることができる情報という位置づけも必要（格付機関の格付手法、想定シナリオを含む評価内容と結果）。

CMBS案件評価プロセス



1. 約定条件の支払額に基づき計算されたDSCR(=実際のNCF/年間の元利払額)。

2. リファイナンス時のデット条件を想定してストレスをかけた支払額に基づき計算されたDSCR(=安定的NCF/デッドの約定条件にストレスを負荷した数値)。

出所: モルガン・スタンレー

- 案件組成時: 上記プロセス全体からの確認
- 期中: 案件組成時の想定から大きく変化しているか否か

案件組成時における必要情報

複数物件型の分析事項(P3に加えて：裏付物件の動態分析(例))

物件売却に関し、一定のストレス環境下にあっても、
元利支払いの蓋然性に問題がないことを確認

- 換価性による物件プールのカテゴリー分け
- ベースケース・シナリオの設定
- ストレステストの実施と感応度分析

個々のローンの分析に加え
ポートフォリオとしての視点からの分析
(物件の分散分析)

- ポートフォリオの分散度の評価
 - 相互補完性の検証
 - DSCR、LTVに基づくベース信用損失の発生率・損失規模
に相互補完性に関する調整を加味
- < 相互補完性の評価における検討項目 >
- 資産種類・地理的立地
 - プールとしての分散効果を享受可能な仕組み
 - ローン集中度

格付機関による上記評価手法 / 結果が分かればなお良い

案件組成時における必要情報：まとめ

【個別物件(裏付資産)レベル】

- ・ **基本情報**: 物件名、物件タイプ、所在地、竣工年月、総床面積、賃貸面積、土地面積、階数、プロパティ・マネージャー、所有形態(所有権、借地権など)、PML 等
- ・ **パフォーマンス**: 入居率、グロス収入、NOI、NCF 等

【ローンレベル】

- ・ **基本情報**: 借入人、貸出実行日、満期日、残高(当初、現在)、元本返済方法、利率・利払い、担保、LTV 等
- ・ **パフォーマンス**: DSCR (実績値、トリガー値)、その他トリガー有無と抵触状況 等
- ・ **リザーブ状況**: リザーブ種類および残高 等

【債券・受益権レベル】

- ・ **基本情報**: ストラクチャー(優先劣後構造、元本返済方法(タイミング、金額)、スワップの有無、債務不履行事由の定義、諸契約事項(各クラスの権限、譲渡制限等)、トリガー有無、キャッシュフロー(WAL、最終期限、ペイメント・ウィンドウ) 等

【格付情報】

- ・ P3の各プロセスにおける格付機関の評価

(参考) 追加的な情報として参考となる担保不動産に関する資料例

1) 不動産鑑定書	• 原則として第三者作成の不動産鑑定評価書(収益還元法に重点を置き、鑑定価格の裏付けとなる調査情報が詳細に盛り込まれているのが望ましい)
2) エンジニアリング・レポート	• 案件に対し中立で第三者的な立場にあるエンジニア作成のレポートであること • 遵法性、構造的な問題点、空調設備、エレベーター、屋上などの経年劣化の見通し及び現状の欠陥修復の必要性についての考察を含むこと
3) 耐震レポート	• 案件に対し中立で第三者的な立場にある専門家による耐震性を判定するレポート
4) 環境リスク診断	• 物件が環境リスクにさらされており、将来的に価値の減少要因になり得る場合
5) 賃貸内容	• 賃借人の質や賃貸契約の内容の把握(特に商業施設の場合)

出所: S&P資料をもとに、モルガン・スタンレー作成

期中における必要情報

物件のCF状況



個別物件の価値の見直しの要否

【チェック項目】

- ・ CMBS/ローンの償還状況
DSCR、LTV、NCF
- ・ キャッシュ・トラップ条項
- ・ 物件のキャッシュフロー情報
- ・ 入居率・賃料の推移

ローンの期限前返済(又は物件売却)に伴う 残存ローンプールの変化



プール分散効果や相互補完効果の
変化の検証

【チェック項目】

- ・ CMBS/各ローンの償還状況
 - DSCR、LTV、NCF
- ・ 物件売却状況と残存物件(評価額、物件タイプ等からの分散状況等)
- ・ ウォッチ・リスト(各種条項に抵触したローンの状況説明等)
- ・ クレジット・サポートの変化

期中における必要な情報：まとめ

【個別物件(裏付資産)レベル】

- ・ 基本情報: 物件名、所在地、竣工年月、総床面積、賃貸面積、土地面積、階数、プロパティ・マネージャー、所有形態(所有権、借地権など)、割当債務額、PML 等
- ・ パフォーマンス: 入居率(カットオフ時点、現時点)、グロス収入、NOI、NCF 等
- ・ 物件売却状況: (上記)物件基本情報、売却価格 等
- ・ 代物弁済取得物件状況: (上記)物件基本情報、(上記)パフォーマンス 等

【ローンレベル】

- ・ 基本情報: 借入人、貸出実行日、満期日、残高(当初、現在)、元本返済方法、利率・利払い 等
- ・ パフォーマンス: DSCR (実績値、トリガー値) 等
- ・ 特殊事項: トリガー抵触状況、物件売却状況(物件名、リリース価格)、諸条件変更、大幅なパフォーマンス変化、その他(災害発生等) 等
- ・ 延滞状況: 延滞日数、延滞元本、金利、遅延損害金 等
- ・ リザーブ状況: リザーブ種類および残高 等
- ・ サービサーアドバンス: 金額、内訳 等

【債券・受益権レベル】

- ・ 基本情報: 残高、ペイメント・スケジュール、クレジット・サポート 等

情報開示に関するインフラ整備の必要性

(1) 情報開示に関する統一フォーマットの必要性

- 不動産証券化商品については、大数の法則が適用可能なRMBSとCMBS(J-REITを含む)で案件評価プロセスの標準化度合いが異なる。
- CMBSの評価手法については、概ね格付機関のクライテリア(格付規準)が基準になっているものの、市場参加者によって評価手法・必要情報に差があるのも事実。
- また、必要最低限の案件評価に関する情報さえ、手法、表現、細かさが異なるため、案件評価に際し市場参加者は必要以上に時間を取られる傾向がある。
- これらの観点から、情報開示に関する統一フォーマットを作成し、併せて評価基準、手法に関する「ミニмум・スタンダード」を提示することの意味は大きい。
- 開示フォーマットについては、米国CMBS市場におけるプラクティスとそれを先導しているCMSAの取り組みが重要。第2回WGで提示されたCMSAによる情報開示フォーマットはほぼそのまま利用可能と考える。

情報開示に関するインフラ整備の必要性(続き)

(2) 用語・定義の統一

- 統一フォーマット作成に際しては、出来る限り用語・義の統一を図ることが望ましい。
- 少なくとも数値指標であるNOI, NCF, DSCR, LTVについては、定義が統一されることが望ましい。
- 仮に定義の統一ができない場合でも、数値指標の定義を明確にし、投資家が判別できるような配慮が必要と思われる。

情報開示に関するインフラ整備の必要性(続き)

(3) 将来課題：情報アクセサビリティの確保

- 将来的な不動産証券化商品市場の流動性向上のためには、案件評価のための必要情報へのアクセサビリティの確保も極めて重要。
- 当該情報流通の先進国であり最大のセカンダリー市場を持つ米国では、Intex, Trepp等の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。
- 一方、米国における必要情報の定型化・標準化は、個別ローン契約の標準化に拠るところが大きい。
- また、最終的には、情報ベンダーへの情報集約に伴い、マクロ分析に必要となるデータもアベイラブルになる。

(ご参考)

● 鑑定機関による収益還元法の収益項目の違い

	A 社	B社	C 社	D 社
A	有効総収益	総収益	有効総収入	有効総収入
	賃料収入(共益費・倉庫・駐車場等を含む)	賃料収入(共益費・倉庫・駐車場等を含む)	賃料収入(共益費等を含む。)	賃料収入(共益費込) (* 空室損失を見込む。)
	その他収入(付加使用料収入等)	その他収入(付加使用料収入等)	一時金の運用益	駐車場収入
	潜在総収益	空室損失	可能総収入	その他収入等
	空室損失相当額	貸倒損失	空室損失相当額	
	貸倒損失相当額	敷金運用益	その他収入(水道光熱費等)	
B	総費用	総費用	総費用	運営経費(定常化年度)
	維持・管理費	維持管理費	修繕費	公租公課(土地)
	(建物管理費)	水光熱費	維持管理費	公租公課(建物)
	(水道光熱費)	運営管理費	PMフィー	損害保険料
	(PMフィー)	修繕費	公租公課(土地)	水道光熱費(共用部分)
	公租公課	公租公課	公租公課(建物)	PM フィー
	損害保険料	損害保険料	損害保険料	物件管理費
	その他費用	テナント募集費	テナント募集費用	消耗費等その他費用
		その他費用		
		資本的支出		
A - B=C	賃貸純収益		賃貸純収益	純収益
a	一時金運用益		資本的支出(長期修繕費等)	長期計画修繕費用
b	資本的支出			敷金運用益
c				賃借人募集費用
C+(a+b+c)	正味純収益	標準化純収益	純収益	正味純収益

出所:国土審議会資料よりモルガン・スタンレー作成

Qualifications Page

クレジット商品に対する投資判断の分布状況

(2008年3月31日現在)

投資判断	全調査対象銘柄数	対合計比
オーバーウェイト(Overweight)	73	34%
イコールウェイト(Equal-Weight)	82	39%
アンダーウェイト(Underweight)	57	27%
合計	212	100%

現在、弊社が調査対象企業として投資判断を付与している、全ての北米企業ならびに欧州企業を含む。

当社アナリストによる投資判断基準

オーバーウェイト: 今後6ヶ月以内に5bps以上のスプレッド縮小が期待される銘柄

イコールウェイト: 今後6ヶ月以内に5bps未満のスプレッド縮小・拡大が期待される銘柄

アンダーウェイト: 今後6ヶ月以内に5bps以上のスプレッド拡大が期待される銘柄

当該企業に関する重要な開示事項

本レポートに掲載されている情報および投資判断は、Morgan Stanley & Co. Incorporatedおよびその関係会社（以下、総称して“Morgan Stanley”という）、ならびに本レポートの1ページ目に氏名が記載されているアナリストによるものです。

Morgan Stanleyでは、社内ポリシーにより、リサーチ・アナリストに対して、アナリスト自身が担当しているMSCIサブ・インダストリーに属する企業の証券/商品に投資することを禁止しています。しかしながら、従前のポリシーに従って取得した場合、または合併、ファンドの分配あるいはその他非自発的に取得することになった場合に限り、アナリストが当該証券/商品を保有する場合があります。

Morgan Stanleyは、本レポートで言及されている会社に関連して、マーケット・メーカーおよび証券取引所でのスペシャリストとしての取引、リスク・アービトラージ取引をはじめとする他の自己勘定での各種取引、資産運用、投資サービスおよび投資銀行業務などさまざまな証券・金融業務に従事しています。Morgan Stanleyは、本レポートに記載されている証券/商品（またはそれに関連したデリバティブ）を自己勘定で顧客と売買しています。Morgan Stanleyは、本レポートで論じられている会社の債券または商品のポジションを保有している場合があります。

Qualifications Page

その他の重要な開示事項

本レポートで論じられている証券/商品は、すべての投資家に適合するとは限りません。本レポートは、主として市場のプロフェッショナルおよび機関投資家顧客への配布を目的としてモルガン・スタンレーが作成、発行するものです。市場のプロフェッショナルにもモルガン・スタンレーの機関投資家顧客にも該当のない投資家のお客様が本レポートに基づき投資を決定される場合には、事前に各自のファイナンシャル・アドバイザーから、助言や本書の内容に関する必要な説明を受けてくださいますようお願いいたします。本レポートは、個々に応じた投資アドバイスを提供するものではありません。本レポートは、本レポートを受領する投資家の皆様それぞれの投資環境や投資目的を考慮することなく作成されています。Morgan Stanleyでは、特定の投資対象や投資戦略について、投資家の皆様ご自身が独自に評価され、またファイナンシャル・アドバイザーから助言を受けられることをお勧めいたします。特定の投資対象や投資戦略が適切か否かは、投資家の個々の環境や目的により異なります。本レポートは、投資判断をされる際の一要素としてお考えください。

主に本レポートの作成に携わったリサーチ・アナリストを含め、Morgan Stanley債券部のリサーチ・アナリストは、リサーチの質、正確性およびバリュー、当社の採算性または収益(債券トレーディング部門および資本市場部門の採算性または収益を含む)、顧客からのフィードバックならびに競争要因等の様々な要素に基づき報酬を得ています。アナリストの報酬は、Morgan Stanleyが実施する投資銀行業務や資本市場取引、また特定のトレーディング・デスクの採算性や収益に連動してはおりません。

本レポートは、証券/商品の売買または取引戦略への参加を勧誘するものではありません。前記の「当該企業に関する重要な開示事項」において開示されている保有状況に加えて、Morgan Stanleyおよび/または本レポートの作成に関与していない従業員は、本レポートで言及されている企業の証券/商品またはそうした証券/商品のデリバティブについて投資を行っている場合があり、また本レポートにおいて論じられているのとは異なる方法でこれらを取引する可能性があります。デリバティブは、Morgan Stanleyまたはその関係者によって発行されることがあります。

Morgan Stanleyは、信頼性の高い情報を幅広く利用するよう最大限の努力を払っていますが、その正確性もしくは完全性については何らの表明もいたしません。本レポートに記載されている情報または投資判断に変更が生じて、Morgan Stanleyはその旨を報告する義務を負いません。

Morgan Stanleyの調査部門の従業員によるレポートは、Morgan Stanleyに関する情報を除き、公開情報に基づいています。投資銀行部門を含む、Morgan Stanleyの他部門の従業員は、本レポートで示されている事実や見解を検討していません。また、本レポートで示されている事実や見解は、他部門の従業員が知り得た情報を反映していないこともあります。

投資対象の価値および投資から得られる収益は、金利、外国為替レート、デフォルト率、期限前弁済率、証券/商品の価格、マーケット・インデックス、企業の業務上または財務上の状況、あるいはその他の要因の変化により、変動することがあります。証券/商品の取引においては、オプションその他の権利行使に期間制限があることがあります。過去の実績は、必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。将来の成果の概算は、一定の仮定に基づくものであり、この仮定が実現しないこともあります。

本レポートには、テクニカル分析に基づく調査内容が含まれていることがあります。一般的に、テクニカル分析は、価格トレンドを判断・予測するために、取引量および価格変動の調査に基づいて行われます。テクニカル分析の場合、原資産の発行体や商品のファンダメンタルズについて検討しないため、内容的にMorgan Stanleyによる他の調査レポートの内容と矛盾する場合があります。テクニカル・リサーチは、投資家の皆様が生きておられる際のご要素のひとつとお考えください。他の検討要素としては原資産の発行体/証券/商品のファンダメンタルズがあげられますが、これらに限定されるものではありません。

台湾の読者の皆様へ:台湾で取引される証券/商品に関する情報は、Morgan Stanley Taiwan Limitedによって提供されるものであり、そのような情報は読者の皆様に対して参考資料として提供させていただくものである点をお含みおき下さい。読者の方々は、投資に関するリスクをご自身で評価され、投資決定に対してはご自身で責任を負っていただくことになります。Morgan Stanleyの書面による同意がなければ、本レポートを公のメディアに配布することはできません。また、Morgan Stanleyの書面による同意がなければ、公のメディアは本レポートから引用することも、また本レポートを利用することもできません。台湾で取引されていない証券/商品に関する情報は、あくまで情報提供のみを目的とするものであり、当該証券/商品に関する取引を推奨または勧誘するものではありません。台湾支店は、顧客のためにそのような証券/商品の取引を行えない場合があります。

香港のお客様各位:香港における情報は、香港において規制される活動の一部として、Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited(以下、「同社」)によって、同社のために配布され、かつ同社に帰属するものとします。本レポートに関するお問い合わせは香港の営業担当者までご連絡ください。本レポートに記載の一定の情報は、Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited向けに、Morgan Stanley Dean Witter Asia Limitedの上海駐在員事務所の従業員によって提供されたものです。

本レポートは、以下の国・地域では下記の各社によって配布されています。日本では、Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd.; 香港では、Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited; シンガポールでは、Monetary Authority of Singaporeの監督・規制下にあるMorgan Stanley Dean Witter Asia (Singapore) Pte. (同社はまた、本レポートの内容に対して責任を負っています); オーストラリアでは、ライセンス・ディーラーであるMorgan Stanley Dean Witter Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576 (同社はまた、本レポートの内容に対して責任を負っています); カナダでは、Morgan Stanley Canada Limited (同社はまた、カナダにおいて、本レポートの内容について承認し責任を負うことに同意しています); ドイツではBundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) の規制下にあるMorgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main; スペインでは、Spanish Securities Markets Commission (CNMV) の監督下にあり、Morgan Stanleyのグループ会社であるMorgan Stanley, S.V., S.A. (同社はまた、スペインの法令に基づく金融調査レポートに関する行為準則に従って本レポートが作成、配布されたものであることを表明しています); 英国では、Financial Services Authority の認可を受け、その規制下にあるMorgan Stanley & Co. International PLC; 米国では、Morgan Stanley & Co. IncorporatedおよびMorgan Stanley DW Inc. (両社はまた、本レポートの内容に対して責任を負っています)。オーストラリアでは、本レポートおよび本レポートの入手や利用は、Australian Corporations Actで定義されている「wholesale clients」のみを対象としています。本レポートは、英国Financial Services Authorityによりプライベート・カスタマーと定義づけられた者に配布されるべき資料ではありません。

本レポートに記載されている商標およびサービス・マークは、それぞれの所有者の財産です。データの提供者は、提供しているデータの正確性、完全性、または適時性に関して、何らの保証もしくは表明をするものではありません。また、当該データに関連するいかなる損害についても賠償する責任を負いません。

Morgan Stanleyの書面による同意がない限り、本レポートの販売もしくは再配布はできません。Morgan Stanleyのリサーチ・レポートは主に電子配信されていますが、印刷物として発行される場合もあります。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

© 2008 Morgan Stanley

Morgan Stanley

格付けと情報開示

(金銭債権の証券化商品を中心に)

2008年4月23日

株式会社格付投資情報センター

SF本部 副本部長 チーフアナリスト

北原 一功

kitahara@r-i.co.jp

いただいたご質問事項

格付けをする際に、重視している情報項目について
格付けを変更する際に、重視している情報項目について
格付けには反映されていない情報項目について
証券化市場の関係者が情報開示を推進していくに当たり、格付会社
はどのような役割を果たすのか

当初の格付けについて

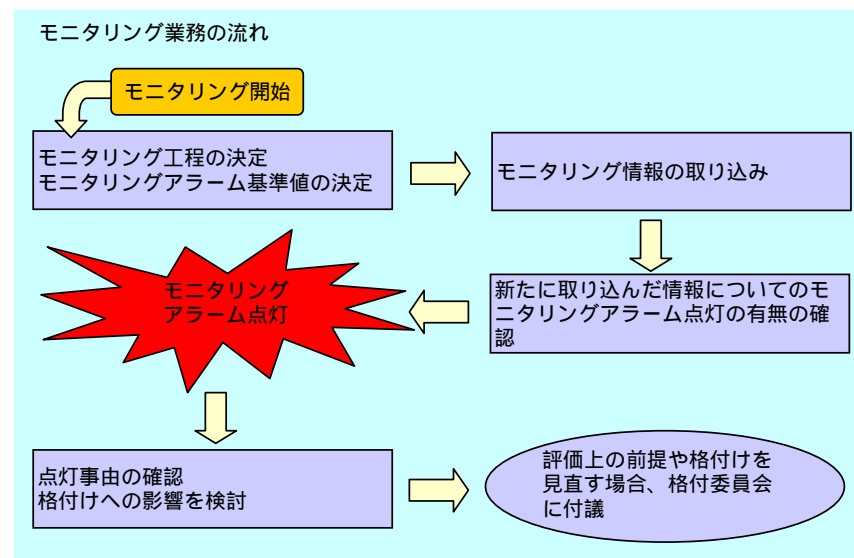
裏付け資産	発行債券等の内容
	信用補完 (劣後部分)

- 着目点
 - SPVの関係者
 - 裏付け資産
 - 発行債券等の内容
 - 信用補完の妥当性 等
- 定量部分だけでなく、定性部分も格付けに加味
- これらをベースに標準シナリオを設定し、ストレステストを実施し、信用補完の妥当性を検証

格付けに際し重視する情報項目

- 関係者当事者の信用力
 - スワップカウンター
 - トリガー該当者の格付け 等
- 発行債券等の内容
 - スキームの内容
 - 債券等の発行条件(年限、利率等)
 - ウォーターフォール 等
- 裏付け資産(プール)の内容
 - デフォルト率
 - 個別債権の信用力(主にプールが小さい場合)
 - プリペイ率
 - キャンセル率(あれば)
 - 回収率(あれば)
 - 金利シナリオ(あれば)
 - 超過収益(あれば)
 - プールの属性情報
 - 現金準備金 等

モニタリング業務の流れ



- 案件関係者のモニタリング
 - スキーム関係者に起こるイベント、信用力の変化に関するモニタリング
- 各商品別のモニタリング
 - パフォーマンスや信用力の変化等をチェック
 - 標準シナリオの妥当性 等
 - 信用補完の十分性 等
- 再シミュレーション等を実施し、格付けの変更が必要か検討

格付けを変更する際に、重視している情報項目

- 重視している項目は基本的に当初格付けと同じ
 - なぜなら、以下のプロセスで作業を行うからである

裏付け資産に対する当初想定からの変化点



看過できない変化がある



パラメーターの再設定(シナリオ等の見直し)



再度当初レベルの格付け作業を実施(格付け変更が必要か検討)

- ただし、情報には当初格付けと違い、主に以下のような差異がある
 - 有利な点
 - 直近までのパフォーマンスが得られる
 - 不利な点
 - モニタリング時点の属性データが得られにくい(各種分布、ローンバイローンデータ等)
 - 得られる情報にタイムラグがある

格付けには反映されていない情報項目

- 証券化商品の格付けの前提と限界
 - 格付け会社は、オリジネータ等からの情報提供や外部の専門家の意見などに依拠して格付けを実施
 - そのうえで反映できないリスクは以下のとおり
 - 情報の不正確性
 - オリジネータの表明・保証やコンフォートの入手などのチェックを行うが限界がある
 - 不正リスク
 - 税制変更などの税務リスク
 - ただし、当初格付け時のキャッシュフローチェックにおいては、タックスオピニオン等でその妥当性をチェック
 - 法的枠組みは、弁護士によるリーガルオピニオン等に依拠して妥当性のチェックを行うが、法律改正に伴う制度変更リスク等には対応の限界がある
- 証券化商品
 - 信用リスク以外の流動性リスク、価格変動リスク、ボラティリティーリスクなど

格付会社の役割

- 格付会社の役割
 - 従来からの役割
 - 「情報の非対称性」の是正
 - 「情報生産コスト」の軽減
 - 派生してきた役割
 - 信用スプレッドの目安としての利用(市場から)
 - 信用規制面での活用(規制当局から)

情報開示の推進

- 分野別に『格付けの考え方』(クライテリア)を発表
- 格付けをニュースリリースした場合には、個別案件の格付けとその理由等を掲載した『ニュースリリース』を無料でホームページに掲載
- 格付けのパフォーマンスを示す『格付推移行列』を発表
- BIS規制の開示要件の項目に合わせた格付け一覧表の開示

2008/3/31 現在

[長期債]										
回号等	格付け	発行金額 (億)	通貨	裏付け資産	劣後比 率(%)	発行日	最終償還日	クーポン タイプ	利率	ニュースリリース の有無
独立行政法人住宅金融支援機構										
貸付債権担保S 種第7回住宅金融支援機構債券	AAA	2,500.00	JPY	住宅ローン	6.6	2008/3/6	2038/11/10	固定	2.00	有

格付会社の開示面での役割

- リリースにて分析面での開示を実施(格付けの理由等)
- 格付け変更時にも変更の理由等を開示
- 格付けのパフォーマンス(格付推移行列)を公表
- 幅広い開示を実施することが基本方針
 - ただし、守秘義務のハードルも