

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（第４回）議事要旨

1．日時

2008年5月15日（木）15：00～17：00

2．場所

エンパイヤビル 第1会議室

3．参加者

資料1のとおり

4．議案

- （１）証券化商品の情報開示推進に当たり、情報ベンダーが果たし得る役割について
 - ・ 情報ベンダーによるプレゼンテーション
- （２）証券化市場における格付会社の役割～昨今のグローバルな情報提供等に焦点を当てて～
 - ・ 格付会社によるプレゼンテーション
- （３）証券化商品の情報開示に関する第三者検証について
 - ・ 公認会計士によるプレゼンテーション
- （４）原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための「態勢整備」について
 - ・ 態勢整備について
 - ・ 大手証券会社によるプレゼンテーション
 - ・ 情報伝達の相手について

5．議事概要

冒頭、主査より、「本日開催された不動産証券化協会の総会・懇親会において、『国際的にも通用する、より一段と透明性の高い不動産の証券化商品を作っていくことが今後の課題である。そういった意味でも日証協のWGにおける証券化商品のTraceability確保、情報開示の推進に対する取り組みには大いに期待している。頑張っていて欲しい』との声があった」との紹介がなされた。

引き続き、主査より、本日の議案に関し、以下のとおり説明があった。

（議案1について）

- ・ 証券化商品の情報開示に関し、実際の行為として、販売者がどこまで直接的に行うかということも重要な論点である。この点については情報ベンダーが重要な役割を果たすとも考えられ、本日は情報ベンダー2社より、米国での事例紹介も含め、今後我が国において情報開示の推進がなされていく中で、どのような役割を果たしていくのかプレゼンテーションして頂く。

(議案 2 について)

- ・ 海外においては、格付会社の役割・ビジネスについて、単に格付を付与するだけではなく、その前提となっているリスク分析に関する情報提供といったレベルに広がる動きがみられるようである。本日はこういった動きについて、格付会社からご紹介頂く。

(議案 3 について)

- ・ 証券化商品の情報開示を推進していくに当たり、情報の正確性を誰がどう担保するのかということも重要な論点である。この点に関するひとつの材料として、本日は公認会計士に AUP (Agreed Upon Procedures) などの考え方についてご紹介頂く。

(議案 4 について)

- ・ 情報開示の態勢整備に関し、大手証券会社における現状の取り組みや問題意識等についてプレゼンテーションして頂く。

(議案 1) 証券化商品の情報開示推進に当たり、情報ベンダーが果たし得る役割について

ブルームバーグより、資料 4 に沿って、以下のとおり説明があった。

- ・ 昨年 4 月以降に発行された日本の証券化商品 (日本の担保資産ベース、円建て) のうち、ブルームバーグの「モーゲージ・セクター」に登録されているのは 4 6 件。このうち、予想 C F が提供されているものは 3 4 件。また、1 5 件は私募案件であり、アクセス制限が付けられている。
- ・ 証券化商品の中には、セラーの意向により、「モーゲージ・セクター」ではなく、「コーポレート・セクター」に登録されているものもある。「コーポレート・セクター」では、複数の C F シナリオが技術的に取り扱えないので、デフォルトによる早期償還トリガー分析が行えないこととなる。
- ・ アセット・パフォーマンス・データについては、住宅金融機構 R M B S のみエクセル・ファイルで提供されているが、それ以外は P D F ファイルでの提供となっているため、ユーザーがこれを利用するには、エクセルに変換する必要がある。一方、米国においては、アセット・パフォーマンス・データについてもデジタル・データとしてブルームバーグの分析ツールに格納されているため、ユーザーが自らデータ変換を行う手間は発生しない。分析ツールを用いて多様なクレジット分析を行うことが可能となっている。日本においても、本 W G で統一情報開示フォーマットを検討しているということなので、今後は米国のようにアセット・パフォーマンス・データをデジタル・データとして取り込み、分析ツールの提供を行うことを目指していきたい。
- ・ 米国では、ユーザーが原資産に対する自らの想定を考慮して利回りやデュレーションの計算ができる「スーパー Y T 機能」が提供されている。
- ・ 米国では、C M B S に関し、担保物件データまで提供している。一方、日本においては、現状 C M B S の情報開示は必ずしも十分でないため、担保物件データ提供は行っていない。しかしながら、J - R E I T については、情報開示が充実していることから、本年 3 月より、担保物件データの提供を開始した。

主査より、「米国では、情報ベンダーを通じた情報提供が非常に充実しており、投資家のリスク分析に役立っているとのこと説明であるが、このことと、米国の証券化商品は Traceability に問題があると国際的に指摘されていることとの整合性をどう考えれば良いのか」との質問があった。これに対し、以下のような回答があった。

- ・ 米国においても、開示されているデータの中心は固定金利 R M B S の金利リスク分析に関するものが中心であった。原資産のクオリティに関するデータの開示ニーズが高まってきたのは、サブプライム問題が起こる 3 ～ 4 年前に過ぎず、先ほど申し上げた「スーパー Y T」機能に関しても導入したのは 3 か月前である。
- ・ 米国の証券化商品の中で特に Traceability に問題があると指摘されている C D O については、非開示が前提の商品なので、さすがに米国でも情報開示がなされていない。2 次証券化商品については、米国では、まず 1 次証券化商品で確りとした情報開示がなされ、その中で原資産に問題がありそうなものについて注視していくことで対応していく流れとなっている。

クイックより、資料 5 に沿って、以下のとおり説明があった。

- ・ 情報ベンダーは、顧客のニーズのある情報について、収集し、平均値を算出するなどの加工処理をし、専用端末や W E B で開示している。情報開示に際しては、「情報を必要とする投資家の多数がサービスを利用していること（証券化商品に係る当社の顧客数は約 1 , 2 0 0 社）」、「情報の開示先に関する制限や開示条件を満たすこと」、「情報を利用する顧客のニーズを吸い上げ、これを提供する情報や分析ツール等に反映させていくこと」を基本条件としている。
- ・ 開示している情報内容は、発行時における基本項目、格付会社格付情報、価格、目論見書、スキーム図等となっている。住宅金融支援機構 R M B S の場合は、これらに加えて、信託債権の C F データやリスケジューリングファクター、履歴データをエクセルにダウンロードできる機能を提供している。
- ・ 住宅金融支援機構 R M B S に関しては、次のような特徴がある。 オリジネーターである住宅金融支援機構からベンダーへ、組成時及び 組成後にタイムリーな直接のデータ提供があること、 目論見書・仕組等が詳細に公開されていること、 価格は、売買参考統計値に採用され、クオートしている証券会社も多いこと、 提供すべき情報項目について、ある程度の共通化が行われ、それに伴うベンダー画面の整備が進んでいること。
- ・ 当社では、住宅金融支援機構 R M B S について評価分析ツールを提供している。これに対する顧客（大手機関投資家から地方金融機関まで幅広い）の反応を窺うと、概ね好意的である。すなわち、大手機関投資家については、自前で評価分析ツールを持っているケースが多いことから、管理用としては当社の分析ツールには興味を示すことは少ないものの、売買用としては、特にローンチ時において、販売する証券会社と共通の O A S で条件に関する議論ができるということで有用との評価を頂いている。また、自前で評価分析ツールを持っていない顧客については、売買用は勿論、管理用

としても当社の分析評価ツールが用いられている。

- ・ 顧客からは「住宅金融支援機構 R M B S だけではなく、民間金融機関 R M B S に関しても同様のツールを提供して欲しい」との声があるが、当社としては、民間金融機関 R M B S については、標準的・継続的に情報開示がなされていないことから、分析評価ツールの提供は困難だと考えている。逆に申し上げれば、標準的・継続的な情報開示が幅広い証券化商品で行われるようになれば、当社が提供できる分析評価ツールの範囲も広がり、顧客の利便性にも資するものと思われる。

主査より、「将来的には、ベンチマーク銘柄を作ってベンダーに継続的な情報開示を行うことや、債券インデックスへの組入れなども市場の育成のために有益なのではないかと考えられるが、例えば先に実施された財政融資資金貸付金の証券化については、既に野村 B P I への組入れがされているものと承知している。これはどのような背景によるものか」との質問があり、財務省より「インデックス作成会社に対し事前説明を行い、今後継続的に発行していく予定であることに理解が得られた結果ではないかと考えている」との回答があった。

(議案 2) 証券化市場における格付会社の役割～昨今のグローバルな情報提供等に焦点を当てて～

ムーディーズジャパンより、「本 W G の趣旨は、証券化市場が国民経済的な機能を果たしていくためのインフラ作りだと理解している。この 5 月から証券化商品の発行金額が急減している状況下、本 W G における取り組みは、まさに今証券化市場で求められていることだと認識している」との発言があった。

引き続きムーディーズジャパンより、資料 6 に沿って、以下のとおり説明があった。

- ・ 米国で 2 次証券化商品の Traceability に問題があるのではないかと議論になっているのは、米国では C D O にマネージド型が非常に多いほか、A B C P や S I V においてもコベナントの範囲でマネージャーが繰り回す中で、何がどう入っているのか投資家から見えないということだと思う。
- ・ 格付に関する大きなテーマとして、証券化商品に対する格付を事業法人格付と区別するべきとの意見がある。4 月の金融安定化フォーラムにおいても「事業法人格付とは異なる格付を用いるか若しくは追加的符号を併用することにより・・・」とある。ムーディーズでは、2 月に、世界の投資家（合計発行金額ベースで 9 兆ドルの規模）に対し、アンケートを実施した。その結果は米国時間の 5 月 1 4 日に公表されたが、回答した投資家の 4 分の 3 は、「格付符号は区別しない方が良い」とのことであった。ただし、そのように回答した投資家の大多数が現状の格付会社のサービスに満足しているかという点必ずしもそうではなく、格付会社に対し追加的な情報の提供を希望するとのことであった。また、Fitch が 4 月 2 9 日に発表したプレスリリースにも「市場との対話の結果として、格付符号を変えない方が良いとの意見が多かった」ことが紹介されているほか、S & P が 5 月 6 日に発表したプレスリリースでも「証券化商品

と他の分野との比較可能性を担保して欲しいという意見が多く、格付会社もそうするべきではないか」との考えを発表している。

- ・ 3月にI O S C Oが格付会社の行動規範の改正案を発表したが、そこでは、所謂「格付ショッピング」に対する厳格な防止策、格付の前提となるデータの質に対する担保、の2点についてかなり踏み込んで言及している。特に後者については、非常に重要なことだと考えており、ある日本の投資家からも「A A Aの証券化商品においては、原資産のパフォーマンスが少し悪化しただけでは、それが直ちにロスに繋がる可能性は極めて低い。むしろ、ディールのガバナンスが効いているかとか、データに信頼性があるかといったことの方が重要である」との意見を昔から聞いている。そういった意味で、現状、日本の証券化商品の中にも怪しいのではないと思われる案件も散見されており、ここにどうやって網を掛けるかということが、Traceabilityの確保のためには重要な論点ではないかと思う。米国のサブプライム問題においても、嘘のデータが混じっていたという経緯があり、この教訓をこれからどう生かしていくのが重要である。
- ・ 格付会社3社が、追加的な格付関連情報の提供に関して公表している。すなわち、Fitchが、Loss Given Default (LGD) Ratings、Transition/Stability Ratings、Collateral Ratingsの3つの情報の追加的な提供について検討していることを4月29日に公表しているほか、S & Pも、5月6日に「exploring to cover more dimension of creditworthiness or risks, including recovery or LGD, volatility, liquidity and the correlation of defaults and rating transition.」と発表している。ムーディーズについては、本日、Assumption Volatility Score (想定変動性スコア)、Loss Sensitivity (損失感応度)の2つの情報を、格付関連情報として追加的に提供していくことを発表した。「想定変動性スコア」は、格付の基礎となる想定及びモデリングに関する不確実性を要因とする潜在的な格付の変動性を評価する指標(「過去のパフォーマンス」、「データの適切性」、「案件の複雑度とマーケット・バリューに対する感応度」、「ガバナンス」といった4つのファクターを加味した、格付のボラティリティに関するスコア)。また、「損失感応度」は、原資産プールの期待損失率の変化に対する格付の感応度を測定するもの(原資産プールの期待損失率に高いストレスをかけた場合<例えば95パーセンタイルでの損失レベルまで上昇した場合>に、格付が何ノッチ下がるのかを測定)。
- ・ 当社グループで最近注力しているのは、単なる情報の提供に加えて、投資家にシミュレーションモデルを提供することにより、投資家のクレジット判断やプライス判断に資すること。例えば、投資家が「格付会社の格付が甘いのではないか」と考えた際に、自ら相関やファクターを修正することにより、自分が正しいと思える格付を導出できるようなツール、あるいは、時間の経過とともに原資産プールのファクターやエクセスプレッドが低下した場合における想定ロスのシミュレーションができるようなツールを提供することは、投資家にとって有益ではないか。

(議案 3) 証券化商品の情報開示に関する第三者検証について

公認会計士より、資料 7 に沿って、以下のとおり説明があった。

- ・ 証券化商品に関し、公認会計士が実施する開示項目の検証について、検証する事項の面からみると、大きく分けて、外部証憑と開示項目のチェック、情報作成プロセスのチェック、の 2 つがある。このうち、については比較的容易に行える一方、については内部資料に関しての信頼性が確保できないと行うことが困難である。
- ・ 公認会計士が実施する開示項目の検証を、公認会計士の業務の面からみると、大きく分けて、開示資料の正確性に係るレビュー業務、開示資料の正確性に係る合意された手続業務 (Agreed Upon Procedures)、開示資料の情報作成プロセスに係る内部統制の整備・運用状況の検証業務 (S A S 7 0 業務、監査基準委員会報告第 1 8 号に基づく内部統制の検証業務) の 3 つがある。
- ・ は、情報開示が適正ではないと考えられるような事項が発見されなかったかどうかを一定の基準に照らして報告する業務 (限定的保証業務)。検証者が開示資料の正確性に関して意見を表明するというメリットを持つものの、デメリットとして、証券化商品の情報開示に適用する業務の実施基準を整備する必要があるほか、合意された手続業務よりも一般的にコストがかかる。このため、現在では殆ど行われていないと思われる。
- ・ は、業務依頼者との間で合意された手続を実施し、その実施結果を報告する業務。報告は合意された手続の実施結果に関してのみ行われ、公認会計士はいかなる結論も表明しない。利用者が実施された手続及び実施結果に基づき、自らの責任で結論を導くもの。メリットとしては、業務の実施基準が整備されているほか、レビュー業務よりも一般的にコストを抑えることができる。一方、デメリットとしては、検証者が開示資料の正確性に関して意見を表明しないことや、報告書は手続に合意している者のみに開示されるものであって、広く縦覧されるものではないこと。
- ・ は、公認会計士等が内部統制の整備状況あるいは運用状況について検証し結果を報告する業務。情報作成者は、内部統制の整備状況について記載した内部統制の記述書を作成し、これについて検証が行われる。メリットは、検証者が内部統制の整備運用状況について意見を表明すること。一方、デメリットは、情報作成者が情報作成プロセスにかかる内部統制を整備・運用し、記述書を作成する必要があること、及びレビュー業務や合意された手続業務よりも一般的にコストがかかること。

(議案 4) 原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための「態勢整備」について

態勢整備について

主査より、販売者が整備すべき、原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための「態勢整備」について、主査及び副主査の間で意見を集約して作成したものであるとして、資料 8 に即して説明があった。

資料 8 に関する具体的な審議は今回の会合では行わず、次回会合で行われることとなった。

委員より、「資料 8 の前提となる情報開示項目についての報告は第 6 回会合にて行われるので、資料 8 の内容に関する質問及び議論の機会は、第 6 回会合の後、中間報告の前に再度与えられるのか」との質問があった。これに対し主査より、「情報開示項目の方向性は前回会合までに出ており、その線に沿って検討チームで作業を進めて頂いていると了解している。そうした意味で、第 5 回会合で態勢整備についての審議を行うことについて問題ないと思うが、中間報告取り纏め前に再度議論を行うことについては、そのようにする」旨回答があった。

大手証券会社によるプレゼンテーション

モルガン・スタンレー証券より、証券化商品の原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための態勢整備について、資料 9 に沿って説明があった。

- ・ 当社の業務フローにおいて、Traceability の確保という観点から重要なポイントとなっているのは、「独立性の確保」、「責任分担の明確化」、「牽制機能の確保」であり、その効果として、「恣意的な情報操作の可能性を排除する」とともに、「利益相反の回避・管理を行う」仕組みとなっている。
- ・ C M B S の組成・販売を念頭に置いて考えた場合、証券会社が自己勘定で取得した資産を原資産として組成し販売することから、単なる市場仲介者としての責任を果たすだけではなく、投資家の信頼を損ねることのないような商品であるか否かを適切に判断する、所謂、証券会社の「アレンジャー責任」というものを考慮する必要があるものと考えている。「アレンジャー責任」とは、まずは、「自己で一旦貸出を行う際の厳格な審査」があり、ここで自己ポジションとして貸出債権を保有するうえでの問題案件を振り落とすことになるが、こうした自らのリスク管理のための審査に止まらず、「証券化を前提に安易な貸出を行っていないか」という視点に立ち、言わば投資家のリスク管理の目線で、審査を行うことである。また、組成・販売の段階においては、原資産の内容や証券化商品としての仕組み等に関し、投資家に十分な開示や詳細な説明を行うことである。この際にポイントとなるのが「利益相反の回避」であり、情報の収集・精査が営業推進部署から一定の独立性が確保された部署によって行われ、かつ開示段階においても、当該情報が恣意的に操作され投資家に不利益な伝達がなされないよう、営業推進部門のみで行うのではなく、法務・コンプライアンス部門等がそのプロセスに関与することによって牽制を効かせ、公正性を確保するような仕組みとすることが重要である。
- ・ こうした「アレンジャー責任」の考え方は、株式を中心にこれまで議論されてきた「引き受け責任」に少なくとも一定程度の相似性を持つものだとして認識している。実際、18 年 6 月の「証券会社の市場仲介機能に関する懇談会（論点整理）」においても、「こ

のように市場プレイヤーとしての証券会社の業務が多様化・複雑化していることを背景に、証券会社の業務において・・・）証券会社（グループ会社）がプリンシパル投資で取得した資産を原資産とする証券化商品を組成し、十分な説明なく他の投資家に販売する行為（リスク転嫁）・・・）SPC等を利用した会計操作目的、脱税目的が疑われる証券化スキームの提案・検討、等の事例に見られるように（潜在的な）利益相反等の問題を孕む事例が増大する状況にある」との指摘がなされている。当社ではこうしたことを踏まえ、証券化商品の組成・販売における証券会社としての公益保護・投資家保護を確保できるような内部管理体制の構築・運用を行っている。

- ・ 勿論、証券化商品の組成・販売業務に、「引き受け責任」という言葉をそっくりそのまま導入するべきであるということではない。しかしながら、幅広い投資家に対して証券化商品を販売する証券会社の社会的責任というものを考慮すれば、これまで株式等資本市場において議論され、蓄積されてきた「引き受け責任」の考え方を、少なくとも一定程度相似的に踏まえつつ、態勢整備を行うべきなのではないかと考える。

みずほ証券より、証券化商品の組成・販売に係る態勢整備について、資料10に沿って説明があった。

- ・ 「態勢整備」には、適切な組織を整備するとか人員を配置するといった「体制面での整備」に加えて、「実効性の確保」が備わっていることが重要。
- ・ 「態勢」は、常に形骸化するリスクを抱えているほか、マーケットの環境変化等にも対応していかななくてはならないので、一旦整備した後も「見直し」が必要。
- ・ 証券化商品の組成・販売に関する態勢整備を考える際のポイント（潜在的なリスク）としては、「専門的な知識が求められることから第三者によるチェックが必ずしも容易でない面があること」、「複雑なリスク構造を有することが多いため、その確認が必ずしも容易ではないこと」、「SPV等が活用され、オリジネーターやアレンジャーが直接の当事者とはならないこと」、「様々な関係者が絡んでくること」、「販売においても専門的な知識が求められること」、「販売後も情報開示や時価提供等が不可欠であること」が挙げられる。こういった証券化商品の特性・リスクに対し、これまでも証券会社は、態勢面で丁寧な作り込みをしてきた。具体的には、組成時においては、チェックリストの活用によって案件内容やプロセスの可視化を図ったり、審査専門部署を設けるなど組織面での整備を図ったり、組成経験者がチェックを担当することでチェック効果を高めたり、あるいはチェックした証跡をきちっと保管してきた。また、販売時においても、証券化商品の専門部隊を帯同して投資家に詳細なリスク説明を行ったり、販売後も原資産のパフォーマンスに関する情報の提供等といったフォローアップを行ったり、投資家ニーズを吸い上げて商品開発に生かしたりと、いずれもきめ細かく対応してきている。
- ・ 本WGにおいては、証券化商品の組成・販売面に係る態勢をさらにより良いものとしていくために、現行の態勢に満足することなく、例えば次のことを提案したい。商品開発におけるチェック態勢としては、リスク分析におけるチェック機能をより充実したものにしていくこと。販売におけるチェック態勢としては、販売後の情報・時価

提供におけるチェック機能をより充実させていくこと。さらに、社内におけるチェック機能もより一段と充実させていくこと。これらのことによって、証券化商品の透明性の向上と情報開示の充実を図っていくべきではないかと考えている。

情報伝達の相手について

主査より、日証協の自主規制規則において、原資産の内容やリスクに関する情報を伝達する相手方について、主査及び副主査の間で意見を集約して作成したものであるとして、資料１１に即して説明があった。

資料１１に関する具体的な審議は今回の会合では行わず、次回会合で行われることとなった。

以 上