

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（第9回）議事要旨

1. 日時

平成20年9月18日（木）15：00～17：30

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）理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備について（続き）
- （2）証券化商品の対象範囲について

5. 議事概要

冒頭、主査より、今後のWGの審議スケジュールに関し、以下のとおり説明があった。

- ・ 「統一情報開示フォーマット（仮称）」に関する審議を、第10回、第11回会合の2回に分けて行う。
- ・ 第11回会合では、態勢整備に関する審議も行う。

（1）理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備について（続き）

- 事務局より、前回WGからの継続審議となっていた「監督指針と日証協ガイドラインにおける表現上の乖離に関する解釈について、どのような内容のものをどこに載せていくのか」という件に関し、以下の趣旨の案が示された。
 - ・ 日証協ガイドラインの「証券会社」及び「会員」は、「協会員」と解釈し、日証協ガイドラインの「時価」は、市場価格の特定が困難な場合については「理論価格」と解釈する。
 - ・ 当該「解釈」を載せる場所は、自主規制規則ではなく、最終報告書とする。
- これに対し、副主査より、以下のとおり補足説明があった。
 - ・ 証券化商品の実務では、価格の出し方には幾つかパターンがある。当該商品の市場価格がある場合、当該商品の市場価格はないが、他の類似商品の市場価格に準拠して合理的に算定できる場合、当該商品、類似商品ともに市場価格がないが、原資産に価格があって、そこから合理的に算定できる場合、市場価格も原資産の価格もないが、原資産のパフォーマンス等から合理的に算定できる場合。「金融商品会計に関する実務

指針」では、市場価格のない場合については、「合理的に算定された価額」をもって時価とする旨が記載されていることから、事務局の案は、「～」で合理的に算定される価額（監督指針の理論価格）が時価に含まれる」との考えに立ったものである。

- 委員より、「自主規制規則に載せていく場合と、最終報告書に載せていく場合で何が違うのか」との質問があり、事務局より、「自主規制規則に載せていく場合は、より規制的な色彩が強くなってしまい、あくまでも実務運営上の解釈を示すという趣旨から逸脱してしまうのではないか」といった回答があった。
- 事務局案は承認された。

(2) 証券化商品の対象範囲について

(注) 中間報告では「証券化商品のほぼすべてが、監督指針の対象となるものと考えられる」としたうえで、「Traceabilityの確保に問題がない証券化商品」として「中間報告4．-(3) - 監督指針の対象となる証券化商品の範囲」に記載の～を掲げ、除く扱いとしている。

「証券化商品」全体の定義・範囲について

- まず、「Traceabilityの確保に問題がない証券化商品」を除く前の段階の、「証券化商品」全体(すなわち、監督指針の対象と「なる」「ならない」に拘わらない、「証券化商品」全体)の定義・範囲に関し、審議が行われた。委員からは、以下のような意見が出された。
 - ・ 証券化商品の定義文の中に、「優先劣後構造・超過担保等による信用リスクの加工が施され」といった文言を加えるべきではないか。これによって、所謂「ファンド」や、「生保の基金債権を証券化した商品」などを除くことができるのではないかと考える。
 - ・ しかしながら、常識的に証券化商品と考えられるものの中には、必ずしも優先劣後構造・超過担保等の仕組みを備えていない商品もある。
 - ・ 証券化商品の範囲としては幅広に捉えたうえで、その後でTraceabilityの確保に問題がないものを除いていけばよいのではないか。
 - ・ 主査・副主査の定義案における「特定の資産のリスクの移転を主な目的として」の「リスク」を「信用リスク」に限定すれば、所謂「仕組み債」を除くことができるが、一方で、信用リスク以外のリスクの移転を目的とする証券化商品を捉えることができなくなる。
 - ・ クレジットリンクノートであっても、トータル・リターン・スワップのようにリスクの所在が明らかでないものを組み入れたCDOなどは、「証券化商品」に該当するのではないか。
 - ・ クレジットリンクノートが、監督指針の対象となるかならないか以前の問題として、そもそも証券化商品に含まれるのかどうか、非常に難しい問題である。クレジットリンクノートとCDOには明確な境界はないように思う。仮に、クレジットリンクノートを

証券化商品に「含める」としても、明らかに Traceability の確保に問題がないものについては、後から監督指針の対象から外すという対応でもよいのではないか。

- 主査より、「証券化商品」全体の定義に関し、以下の提案がなされ、了承された。
「優先劣後構造・超過担保等による信用リスクの加工が施され」という文言は入れない
主査・副主査案における「リスク」は、信用リスクに限定しない
そのうえで、証券化商品の定義から外れてしまい、そのことが好ましくないような場合は、当該商品を個別列挙して加える
主査・副主査案における「発行する」は、「発行する（発行した）」に修正する

「監督指針の対象となる証券化商品」の対象範囲から除かれるものについて

- 次に、「証券化商品」全体の中から、「Traceabilityの確保に問題がないもの」として、「監督指針の対象範囲から除かれる証券化商品」の範囲に関し、審議が行われた。

「特定の資産の信用リスクの一部又は全部を他者に移転する性質を有していないもの」について

- 委員から、以下のような意見が出された。
 - ・ 主査・副主査案ではイメージが湧きにくいので、「実質的に特定の資産自体の譲渡取引と同視される等」という、文言を挿入するとともに、先ほどの「証券化商品」全体の定義・範囲に関する議論と平仄を取って、「リスク」は信用リスクに限定されない旨明確化してはどうか。
 - ・ 監督指針でターゲットとされるリスクは、あくまでも信用リスクだと思う。
 - ・ ただし、信用リスク移転に関わるというだけで、自動的に監督指針の対象範囲に含まれるというものではないと考える。例えば、上場企業を参照する F T D 取引などは、信用リスクの所在自体は明らかなものであるので、仮に「証券化商品」に該当するとしても、「監督指針の対象範囲」からは外れると考えてよいのではないか。また、同一の商品、例えば同じ C P D O であっても、そのリスクのトレースの難易度に応じて、「監督指針の対象範囲」に入るか入らないか、異なるのではないか。
- 主査より、以下の提案があり、了承された。
「実質的に特定の資産自体の譲渡取引と同視される等」という文言を挿入する
「信用リスク」を「リスク」に修正する

「原資産に関するリスクの所在が明らかなもの」について

- 委員から、以下のような意見が出された。
 - ・ 「銀行の 100% 信用補完の付いた A B C P」は、A B C P の原資産というよりも、銀行の信用補完に着目して「リスクの所在が明らか」としているのので、「当該商品に関するリスクの所在が明らかなもの」といった文言を挿入するべき。

- ・ 上場企業の信用リスクを参照するCDSが組み込まれたCDOは、(監督指針の対象となる)証券化商品に入るのか。「原資産のTraceabilityが確保されているかどうか」という面から判断するのであれば、参照企業数が非常に多い場合であっても、個々の企業の信用リスクが見えるということであれば、「原資産のTraceabilityは確保されている」との考えから、(監督指針の対象となる)証券化商品から外してもよいのではないか。
- 別の委員より、「プリペイメントリスクが存在する場合における、保証の付いた証券化商品については、どのように考えればよいのか」との問題提議があり、これに対し、主査より「プリペイメントリスクが存在するなど、償還スケジュールが変更されるリスク等を含む場合には、除外されるものとはならない」との回答があった。さらに、副主査より「必ずしも、保証付の証券化商品のすべてについて、リスクの所在が明らかだとは言えない。実態に即して、ケースバイケースに判断するという事ではないか」との回答があった。
- 別の委員より、「リパッケージ債については、どのように考えればよいのか」との質問があり、これに対し、副主査より「リパッケージされているものが、Traceabilityの確保という観点からどうかということで個別に判断するしかないのではないか」との回答があった。
- 別の委員より、「単一不動産をエクイティとシングルランチに分けたCMBSについてはリスクの所在が明らかなものとして除外されるのか」との質問があり、主査より「単一不動産のパフォーマンスに100%リンクするならば話は別であるが、通常のCMBSではローンのランチングや期間構造に関するリスクも絡んでくるので、除外することにはならないのではないか」との回答があった。
- 複数の委員より、「監督指針の対象範囲に関する自主規制規則の条文は、シンプルなものとせざるを得ない。しかしながら、具体的にどのような商品が該当するのか、ある程度明らかでないと実務上困るので、最終報告書の中で、具体的な例示を行ってはどうか」といった趣旨の意見があった。
- 主査より、以下の趣旨の発言があった。
 - ・ 「当該商品に関するリスクの所在が明らかなもの」といった文言を挿入すべき。
 - ・ 自主規制規則においては、基本的な考え方を述べる。また、その上で、市場における不要の混乱を防ぐ意味で、どのような商品が該当するのかについては、代表的なものを、自主規制規則とは別に、例えば最終報告書等において述べる。もちろん、今回の自主規制は金融イノベーションに対する障害になってはいけなものであり、これ以外の個別性の強い商品や全く新しい商品が開発された場合に、それらが自主規制の対象に該当するかどうかは、今回の自主規制規則が導入され市場において定着していけば、各業者が商品の開発や販売に際し「投資家のTraceabilityが確保されているか」という観点から適切に判断することになり、また投資家からもそういったことが求められるのではないかと。そういった商品の発行が拡大し、コモディティー化するようであれば将来は「統一情報開示フォーマット(仮称)」の検討対象とすることもありうる。

「仕組み債」について

- 委員から、以下のような意見が出された。
 - ・ 例え、参照する企業の数が非常に多い場合であっても、個々の企業のリスクが見えるのであれば、問題ないのではないか。仕組み債は、証券化商品に該当しないのではないか。
 - ・ 証券化商品全体の定義の中で「リスク」を信用リスクに限定してはどうかと提案した理由は、仕組み債を証券化商品の中から除くため。信用リスクに限定しないということであれば、仕組み債の定義を明確にする必要がある。
 - ・ 最終報告書の中で、仕組み債の例示を行えばよいのではないか。
 - ・ 仕組み債は、次々と新しい商品が出てくる面もあり、例示には限界があるのではないか。
- 別の委員より、「先ほども出たことであるが、自主規制規則そのものをシンプルなものとしたうえで、別の場所にその補足や詳説を載せていく方法は賛成。問題は、載せる場所を最終報告書のみとしてしまうと、当然改訂はないので、その後新しい商品が出てきた場合などに対応できなくなる。したがって、自主規制規則を補足するようなガイドラインあるいはQ & Aといったものを作成することとし、必要に応じて当該ガイドラインあるいはQ & Aを改訂していく扱いがよいのではないか」との趣旨の意見があった。
- これに対し、事務局より、「証券化商品の例示や詳説もそうであるが、自主規制規則だけでは本WGで決められた他の実務運営上の解釈なども載せきれないので、ご指摘のあった、自主規制規則を補足するようなQ & Aを作成していきたい」との発言があった。

「金融商品取引法第2条第1項第10号及び11号に規定する有価証券」について

- 委員から、以下の意見があった。
 - ・ 主査・副主査案は、投信に限定した書き振りとなっており、中間報告よりも範囲が狭くなっている。中間報告と同様の表現に戻していくべき。
 - ・ 「ファンドマネージャー等」の解釈については、金商法上の投資運用業を行う者だけでなく、運用先明示型指定金銭信託における受託者なども含まれるのではないか。
- 本件については、中間報告と同様の表現に戻すこととなった。また、「ファンドマネージャー等」の解釈については、Q & Aで明らかにしていくこととなった。

「その他、Traceabilityの確保に問題がないもの」について

- 「生命保険会社の基金債権や劣後ローンを特定資産とする特定社債」については、「原資産に関するリスクの所在が明らかなもの」に該当するということを、Q & Aの中で明確化していくこととなった。

統一情報開示フォーマット（仮称）の対象とする証券化商品の範囲について

- 主査より、以下の提案がなされ、了承された。
 - 本WGとしては、4タイプ以外の商品については、統一情報開示フォーマット（仮称）

の作成対象としない

CBOやCDOも、現行のCLOフォーマットで可能な限り対応する

今後、同フォーマットの作成対象とすべきと判断する商品が出てきた場合には機動的に対応する旨を最終報告書に盛り込む

日証協の自主規制規則の対象とはならない証券化商品について

○ 主査より、以下の提案がなされ、了承された。

日証協の協会員であろうとなかろうと、ABL (Asset Backed Loan) を他者に販売する場合については、Traceability の面で同趣旨の態勢整備が必要である旨を最終報告書の中で提言していく

ただし、「理論価格に関する部分」については、貸出金の時価評価がなされていない状況下、特段の提言は行わない

○ 委員から、「みなし有価証券については、不動産業者のみが取り扱っているような分野もあるので、余り幅広になるような表現での提言は、現実的でないのではないか」との意見があり、これに対し、主査より、「あくまでも同じような商品を扱う場合には公平に対応すべきとの話であって、不動産業者の営業に支障を来たしかならないようなことを提言するものではない」との説明があった。

○ 審議の最後に、主査より、以下の説明があった。

- ・ 本日の審議を踏まえて、証券化商品の対象範囲に関する主査・副主査案を修正し、後日、事務局より送付する。これについては、次回WGで最終確認したい。
- ・ なお、個別商品の例示については、最終報告書をまとめていくまでの間に、各社とも意見を出してもらいたい。また、それに関して審議する機会も設けたい。

以 上