

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

番号	コメントの概要	金融庁の考え方
1	<p>金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針案において「証券化商品等のクレジット投資のリスク管理」という項目が新たに追加されているが、「証券化商品」とはどのような商品を指すのか。また、「証券化商品等」の「等」とは何を指すのかがわからないので、具体例を示してその範囲を示されたい。</p>	<p>ここでは、「証券化商品」は、例えば ABS や MBS のように、収益とリスクの移転を目的として、特定の資産等を裏付けとして発行される証券等を指します。</p> <p>また、「証券化商品等」については、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針に限らず、各監督指針において、「市場リスク管理」における監督上の着眼点の一部で従前より使用されている用語です。各監督指針に記載されているように、市場性のあるローン・社債や CDS 取引を含め、「市場性のあるクレジット商品」が該当するものと考えます。</p>
2	<p>主要行等向けの総合的な監督指針においては以前から記載がされていた「証券化商品等のクレジット投資のリスク管理」に関する項目について、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針に記載されていなかったのはなぜか。今までなかったのであれば追加しなくてもよいのではないか。なぜ今回の改正のタイミングで追加されることになったのか。</p>	<p>「証券化商品等のクレジット投資のリスク管理」に関する項目は、サブプライムローン問題により内外の金融機関が損失を被ったことを踏まえ、平成 20 年 8 月 6 日に主要行等向けの総合的な監督指針及び中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針に追加されました。指定親会社グループに対しては平成 23 年 4 月 1 日からリスク管理態勢について主要行等向け監督指針を必要に応じて参照するよう求めています。今般、証券監督者国際機構（IOSCO）が最終報告書「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」を公表するなど、国際的に証券化商品について議論がなされていることから、リスク管理の向上を図るため、リスク・リテンション規制に係る改正に加えて、第一種金融商品取引業について「証券化商品等のクレジット投資のリスク管理」に関する項目を追加するものです。</p>
3	<p>金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針案において「証券化商品等のクレジット投資のリスク管理」の</p>	<p>第一種金融商品取引業（有価証券関連業に関するものに限る）を行う金融機関は、投資者保護基金への加入が義務付けられて</p>

番号	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>項目が追加されているのは、第一種金融商品取引業に関する事項であるが、そのほかの金融商品取引業には追加されないのはなぜか。その理由を示されたい。</p>	<p>いることから、その財務の健全性は、投資者保護基金の健全性、ひいては顧客資産の保護の観点から特に重要であると考えられるため、今般の改正の対象とするものです。</p> <p>今般の改正では第一種金融商品取引業以外の業務を行う者について明記しないものの、それぞれの業務内容や規模等に応じて各金商業者が適切にリスク管理を行う必要があると考えます。対象となる業務の範囲の拡大については、今後、実務の状況を勘案しながら検討します。</p>
4	<p>金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針案のV-2-1-1(5)に追加されている「オリジネーターのリスクの継続保有状況」とは、どのような情報を収集すればよいのか。具体例を示されたい。</p>	<p>証券化商品の販売業者は、投資家に販売する証券化商品について、オリジネーターによるリスク保有の有無、形態（持分の直接保有や保証の提供等の間接保有の状況等）、及びその程度に係る情報を収集することが基本的には想定されます。</p> <p>ただし、オリジネーターがリスク保有を行っていない場合やオリジネーター自体が存在しない証券化スキームの場合は、アレンジャー・スポンサー等のように、証券化商品の組成に深く関与したオリジネーター以外の関係者によるリスク保有の形態やその程度に係る情報、当該関係者とオリジネーターの関係性等の情報を収集し、投資家に還元することが期待されます。販売業者は、このような情報を、投資家からの要望に応じて、実務上可能な範囲で投資家に情報提供できるよう努めることが望ましいと考えます。</p>
5	<p>金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針案において、IV-2-3(3)⑦「証券化商品等のクレジット投資のリスク管理」d. に関し、不動産等を原資産とする証券化商品については適用対象外としていただきたい。不動産等の証券化においては、オリジネーターからビー</p>	<p>今回の監督指針改正は、特定の証券化商品を例外的に扱うものではありません。</p> <p>また、投資家が確認することとなるリスク保有の主体として、アレンジャー・スポンサー等のような、証券化商品の組成に深く関与したオリジネーター以外の関係者もその対象として差し</p>

番号	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>クルへの資産譲渡が真正売買と認められるために、「リスクと経済価値のほとんどすべてが譲渡人から他の者へ移転していると認められること」（日本公認会計士協会：「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」より）が必要となる ところ、「当該証券化商品のリスクの一部を、オリジネーターが継続保有することが望まれる」とする記載は不動産等の証券化商品スキームの考え方と相反するものであるため。</p>	<p>支えありません。 上記の点も踏まえ、今回の監督指針改正がご指摘の「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」（日本公認会計士協会）の記載内容と必ずしも相反するものであるとは考えておりません。</p>
6	<p>金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針案Ⅳ－２－３（３）⑦「証券化商品等のクレジット投資のリスク管理」について、投資家に証券化商品の流動性を付与するため、証券会社がトレーディング勘定にて一時保有することとなる証券化商品については、対象外であると考えてよいか。</p> <p>証券業者が流動性付与のために投資家と売買する一時保有の証券化商品に、本改正案Ⅳ－２－３（３）⑦に基づくリスク管理を敷衍した場合、短期間でのかかる精査は実務上極めて難しい。事実上自社が主幹事として組成した商品しか取り扱えないこととなり、このような状況は証券化商品の流通市場をより一層萎縮させ、証券化商品市場の健全な発展をかえって阻害する可能性がある と考える。</p>	<p>「証券化商品等のクレジット投資のリスク管理」は、金融機関がクレジット投資を行う際の監督上の留意点を記載したものです。ただし、証券会社がトレーディング勘定で証券化商品をはじめとするクレジット商品を一時的に保有する場合であっても、市場の変化等によって損失が生じることが考えられるため、商品内容、保有期間、市場環境等を踏まえ、適切なリスク管理を行う必要があると考えます。</p>
7	<p>オリジネーターが継続保有することが望まれるとされている「リスクの一部」については、現在、欧米等で導入または検討されている「５％ルール」等の数値を念頭</p>	<p>具体的な保有比率を現時点で求めるものではありません。</p>

番号	コメントの概要	金融庁の考え方
	に、具体的な保有比率が求められているわけではないという理解でよいか。	
8	<p>(1)「原資産に係るリスクを投資家に移転した場合であっても、レピュテーションリスクなどから、市場環境の変化によっては、再び原資産に係るリスクを負う可能性」とあるが、当該原資産の買戻しは契約上の義務ではなく、顕在化したレピュテーションリスクに応じた個別判断になるため、ストレステストへの織り込みにはそぐわないと思われる。</p> <p>その点はどのように考えているか。</p> <p>(2) (1)における「再び原資産に係るリスクを負う可能性」について「ストレステストに織り込む等の方法による検討」が求められているが、具体的にどのような数値化を想定しているのか。</p>	<p>原資産に係るリスクを投資家に移転した場合であっても、市場環境の変化等によって再び原資産に係るリスクを負う可能性が考えられる場合には、あらかじめ、当該リスクについて検討しているかどうかを監督上の着眼点とするものです。ストレステストを行うなど、様々な方法が考えられるところですが、商品内容、規模、マーケット特性、各社の役割等を踏まえ、適切なものである必要があります。ストレステストを行う場合には、個別の事情に応じたシナリオを設定し、検討を行うことが考えられます。</p>
9	<p>監督指針改正案では、「販売に先立ち、原資産の内容やオリジネーターのリスクの継続保有状況、リスクに関する情報を収集し、適切な説明が可能となるよう分析を行っているか」とされている。</p> <p>米国証券化商品市場のうち WAREHOUSE を用いるアービトラージ型の CLO ビジネスでは、「オリジネーター」と呼ばれる関係者はなく、代わりに「マネージャー」と呼ばれる者が存在し、当該「マネージャー」が、組成のための原資産を、厳格な基準に基づき一定の期間をかけて WAREHOUSE に市場から購入させたうえで、CLO を組成している。このような商品性の証券化商品は、組成に際して、そのリスクの一部を WAREHOUSE が保有するスキーム</p>	<p>オリジネーターが存在しないケースにおいては、投資家が確認することとなるリスク保有の主体として、証券化商品の組成に深く関与したオリジネーター以外の関係者をその対象とすることを認めています。</p> <p>ご指摘のようなケースでは、マネージャーが証券化商品の組成に深く関与していると考えられることから、販売業者は、当該マネージャーによるリスク保有の形態やその程度に係る情報等を収集し、投資家に還元することが期待されます。</p> <p>また、マネージャーによるリスク保有が行われていない場合は、投資家が「オリジネーターの原資産に対する関与状況や原資産の質についてより深度ある分析」に準ずる分析をする上で必要となる情報を、投資家からの要望に応じて、可能な範囲で</p>

番号	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>のものではない。</p> <p>上記のようなスキームで組成された証券化商品ではオリジネーターは存在しないが、投資家が「オリジネーターの原資産に対する関与状況や原資産の質についてより深度ある分析」に準ずる分析をする上で必要な、原資産となる組入可能銘柄の属性・特性・組入割合等に関する情報が、当該マネージャーより開示提供されており、想定される「原資産に対する関与状況や原資産の質」について販売会社が分析したうえで、投資家に対してリスク説明をおこなっていれば、必ずしも上記のようなオリジネーターが保有しないスキームの商品であっても、販売することは妨げられないという理解でよいか。</p>	<p>還元することが望ましいと考えられます。</p>
10	<p>原債権にオリジネーターが出資を行う保証会社が全額保証を付しているケースが多く見られる。この場合、間接的ではあるが原資産のリスクはオリジネーターが継続保有していることから、「当該証券化商品のリスクの一部をオリジネーターが継続保有している」と判断して良いか。</p> <p>また、上記のようなケースにあたって、「出資を行う保証会社」がオリジネーターにとって子会社に該当するか、関連会社に該当するかによって判断は異なるか。</p>	<p>ご指摘のケースについては、オリジネーターが証券化商品の持分の一部を直接的に継続保有している場合と同様に、不適切な原資産組成がなされるリスクが低く抑えられるかにつき、個々の状況に応じて、適切に判断すべきと考えられます。</p>
11	<p>オリジネーターが証券化商品の持分を継続保有しているか否かについての開示義務がないことから、オリジネーターによる持分の継続保有状況に係る情報収集が実務上困難なことも考えられる。情報収集に努めたうえで、どうしても判明しない場合、必ずしも深度ある分析</p>	<p>自らが保有する証券化商品のリスクの状況は、リテンションに係る情報も含めて、保有者が把握に努めるべき情報であると考えられます。</p> <p>オリジネーターあるいは証券化商品の組成に深く関与したオリジネーター以外の関係者によるリスク保有が確認できない場</p>

番号	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>まで求められないとの理解でよいか。</p>	<p>合は、オリジネーター（あるいは上記の「関係者」）の原資産に対する関与状況や原資産の質についてより深度ある分析を行う必要があります。</p>
12	<p>金融機関が、オリジネーターによる表明保証がなされた「資産抽出条件」の確認を行っており、かつ違反時には当該資産を買い戻させることが契約等で担保できている場合には、オリジネーターの関与が継続していることから、継続保有されている場合と同様の評価をして差し支えないか。</p> <p>例えば、ABCP の場合、証券化商品の持分の一部をオリジネーターが保有しているかについてはケースバイケースである一方で、オリジネーターの保証が常に付与されている。この場合、オリジネーターの保証が付与されているか否かを確認することが、「オリジネーターの原資産に対する関与状況」の確認に該当すると考えてよいか。</p>	<p>今回の監督指針改正の趣旨は、リスク・リテンション規制の政策措置の導入となります。したがって、ご指摘のようなオリジネーターによる表明保証が行われているケースにおいて、オリジネーターによるリスクの継続保有の有無は、当該表明保証によってオリジネーターが実質的に信用リスクを保有している状態にあるか否かという観点から判断されるべきであると考えられます。</p> <p>なお、オリジネーターによるリスク保有が行われていない場合は、投資家は、オリジネーターの原資産に対する関与状況や原資産の質についてより深度ある分析を行うことが求められます。例えばご指摘のようなケースにおいて、原資産についてオリジネーターの保証が付与されており、原資産がデフォルト状態に陥った時に買い取る等の方法により、実質的にオリジネーターが信用リスクを保有するスキームとなっているのであれば、「リスクの継続保有」が行われているものと考えられます。</p>
13	<p>オリジネーターが証券化商品のリスクの一部を継続保有していない場合、「オリジネーターの原資産に対する関与状況や原資産の質についてより深度ある分析をしているか」との記述があるが、原資産・原債務者の確認により十分なリスク評価が行える場合であっても、オリジネーターの関与状況について分析を要するか。</p>	<p>オリジネーターが証券化商品のリスクの一部を継続保有していない場合において、適切なデュー・デリジェンスを実施しており、原資産・原債務者について十分なリスク評価を行うことができているのであれば、オリジネーターの関与状況について、必ずしも、より深度ある分析を求めるものではありません。</p> <p>ただし、リスク評価が十分に実施できていない場合は、オリジネーターの原資産に対する関与状況や原資産の質についてより深度ある分析を行うことが求められます。</p>