

株式会社 不動産経済研究所  
〒160-0022 東京都新宿区新宿1-9-1 NEOX新宿7階  
TEL 03-3225-5301(代表) FAX 03-3225-5330  
URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>  
購読料:月額15,960円(税込、本体価格15,200円)  
月3回発行

●Opinion	「これからの3年」とニッポンの国益	1
●Deal Information	NOFが「日本橋」など新築2棟を103億円で取得	2
●Lenders List	三菱東京UFJ銀など57金融機関、経常利益ランキング	4
●Interview	森章一森トラスト社長	8
●Global Report	質への逃避は続く	11
●Focus	駅前大型物件の成功で大量に外部資本が流入一名古屋オフィス市場に異変あり(上)	12
●Insiders Discussion	トリガー引いたのはみずほ銀行の副頭取?、投資銀行モデル終焉でゲームのルールが変わる	14
●Inside Story	住居系リートが危惧するNCR物件のファイアーセール、個人富裕層が「株より不動産」	16

**Opinion**

「これからの3年」とニッポンの国益

赤井 厚雄

モルガン・スタンレー証券株式会社  
マネージング・ディレクター(早稲田大学客員教授)



100年に1度と言われる国際金融資本市場の大混乱から国民生活と日本経済という「国益」を守るために政府がまとめた大型経済対策「生活対策」の全貌が明らかになった。その概要を公にした10月30日の会見で、麻生総理は「日本経済は全治3年」という基本認識を重ねて示した。米国発の金融災害とも言える金融危機への緊急対応として「(わが国)金融資本市場の安定確保」を最優先課題とする一方で、今回嫌というほど思い知らされた世界的な金融経済の変動性とその連動性に対応し、日本の経済構造の内需主導の持続的成長モデルへの転換という明確なビジョンを提示した点を大いに評価したい。「全治3年」とは、そのモデル転換に要する時間のことと理解すべきであろう。グローバル化が進む世界経済の中で、いかなる国の経済も外需の変動リスクから逃れることはできないが、幸いにして日本は、「外需と内需」のバランスの取れた経済成長を追求することが許される、恵まれた基礎的条件を備えた稀有な経済大国であることを忘れてはならない。しかも、すでに世界の優等生である製造業などの外需産業に比べ、不動産や金融などの内需産業はじつはわが国が出遅れてきた分野であり、その事実を謙虚に認め、しがらみを捨てて幾多の課題に真正面から取り組み、競争力の強化を通じてその経済の底上げ効果には計り知れないものがある。たとえば、間接金融システムに滞留する145兆円の預金超過(銀行に預け入れられた預金額から貸し出しを差し引いた額)。この10年で10倍になった。銀行には預金という形で資金がどんどん集まるが、資本が十分ないので「リスク資産」に分類される「貸し出し」に流れず、お金が金融システムの中で文字通り「金縛り」にならざるを得ない。この状況を打開するために健全行にも公的資金を注入すべきである。また、不動産市場には、本来必要な長期資金がほとんど入っておらず、銀行と外人の短期資金に席卷されている。不動産市場参加者自らが「情報の非対称性の利益」にしがみついていた結果、現在の不動産市場の苦境を招いた。まさに「囚人のジレンマ」そのものである。不動産に関する情報インフラ整備を強力に推進し、行き場を求めて漂流する内外の長期資金を誘引し、それによって社会資本の整備・更新を進め、不動産市場の活性化を通じて日本経済を元気にしなければならない。さらに、金融と不動産を繋ぐべき不動産ファイナンスは、偉そうなことを言ってもまだまだ幼稚産業であり、その健全な成長のためには骨太な産業政策の視点をもって進むべき道筋を示してやる必要がある。そして、今後そうした様々な経済の課題に取り組み、経済運営を行うに際しては、個別主体のメリットの有無などという前時代的な経済合理性の視点に代えて、明確に「国益」を価値判断の基準とすべきである。われわれは、今回の危機を通じて行き過ぎた経済合理主義の失敗を目撃し、ナイーブな市場原理主義がいかに役に立たないかということも学んだ。「国益」という明確な視座を持つことによって、われわれは混沌の闇から抜け出て、これからの3年間に「何をすべきか、すべきでないか」という問いに対する答えを用意することができるのである。

株式会社 不動産経済研究所  
〒160-0022 東京都新宿区新宿1-9-1 NEOX新宿7階  
TEL 03-3225-5301(代表) FAX 03-3225-5330  
URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>  
購読料:月額15,960円(税込、本体価格15,200円)  
月3回発行

●Opinion	わが国金融市場にチャンスはあるか?	1
●Deal Information	学研が新本社ビルを242億円で流動化	2
●Lenders List	静岡銀行など38金融機関、経常利益ランキング	4
●Interview	加治洋一—ダイア建設社長	8
●Global Report	REITの破綻	11
●Focus	資産1兆円の郵便局がマンション事業参入—郵政と佐川の不動産ビジネス(上)	12
●Insiders Discussion	Jリート市場再編はM&Aないと始まらない、IPOは浮き輪付で	14
●Inside Story	開示情報ばらばらのJリート、価格アップに挑む旭化成	16

## Opinion

わが国金融市場に  
チャンスはあるか?

赤井 厚雄

モルガン・スタンレー証券株式会社 マネージング・  
ディレクター(日証協「証券化商品の販売に関する  
WG」主査)

昨年夏に表面化した米国のサブプライムローン問題に端を発する金融市場の動揺は、「(サブプライムローンという)一部のセクターの問題」から「金融市場における流動性危機」となり、戦後金融史上最悪の「パーフェクトストーム」と形容されるまでに一気に拡大した。その背景には、リスクの移転の観点からは証券化市場を通じサブプライムローンの信用リスクが「追跡不可能な形」で世界の金融機関にばら撒かれたこと、また、資金循環の観点からは二次証券化市場を通じ短期の過剰流動性がサブプライムローンの市場に大幅に流入し貸出現場の規律を乱したという事実があった。また、金融商品会計における時価評価主義の進展により金融市場自体が時価のブレに対して脆弱な巨大CDO化していたことも、「パーフェクトストーム」を生み出したもう1つの背景と言える。さて、この度の危機は本邦金融機関にとってチャンスであると言われているが本当にそうであろうか? これまで先を走っていた敵が転んだのであるから、その意味においてチャンスであることには違いはないが、肝心の国内勢のビジネスモデルや資本構造を見る限り、その好機を生かす準備が整っているとは言い難い。むしろ、今回のことは「わが国金融市場にとってのチャンス」と捉えるのが正しくはないか? わが国金融市場の国際競争力を強化するための処方箋は、自国の基礎的諸条件に基づく戦略優位性についての冷徹な分析に基づくべきものであり、近隣のライバルである香港やシンガポール市場の優れているとされる点をただ真似ることからは生み出されない。わが国の金融市場が「競争力を有する国内産業基盤」と不動産に代表される「世界有数の国内資産市場」を抱えているという基礎的条件を前提にすれば、「コーポレートファイナンス市場の高度化」と「金融市場と資産市場を適正に結びつけるアセットファイナンス市場の健全な成長」こそが、わが国金融市場の競争力強化の切り札になろう。前者はサブプライム問題で文字通り機能障害を起こした欧米の資金調達市場に代わる国内市場の機能強化をどうするかであり、そこへの資金の出し手として個人や年金の巨額の「待機資金」や海外のソブリン・ウエルス・ファンド等どのように「投資家」として誘導していくかが成否の鍵を握る。後者はそのまま「証券化市場の健全な成長」と読み替えることもできよう。証券化商品の情報開示の標準化を推進することにより、証券化商品を分かりやすいものにし、今回の金融危機の真犯人ともいえる「二次証券化商品」の膨張を阻むことが国際的にも大きな課題となっているが、これはすでに膨張した二次証券化商品市場を抱える欧米にとり大きな痛みを伴う作業であり、わが国証券化市場が「一次証券化商品中心の市場」であることが、そのままわが国の強みになり得ることは案外気付かれていない。欧米勢の苦戦を尻目に情報開示の標準化で先行し、資金運用と調達の両面で真に役に立つ証券化市場を作り上げることがわが国金融市場の競争力強化と資産市場の活性化の鍵である。そこにチャンスがある。「証券化市場は冬の時代」などと呑気なことを言っている場合ではないのである。

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ  
中間報告

2008年7月24日

日本証券業協会

## 【要旨】

(本中間報告について)

○ 本中間報告は、「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」）」の第1回会合（3月27日）～第7回会合（6月24日）までの審議内容を取り纏めたものである。

本WGは、以下に示すとおり証券化商品の販売に関する、日本証券業協会（以下「日証協」）の自主規制規則の制定を目的として設置された。本中間報告は、自主規制規則の制定に向けての基本的な方向性を示すものである。

○ 本WGでは、秋以降、本中間報告において示した方向性に基づき、取引実務面の詳細な検討等を行い、そのうえで、自主規制規則の制定作業に入る予定である。

(本WG設置の背景、目的・基本方針)

○ 金融庁は、サブプライム問題に端を発する金融市場の混乱への対応に関する、国内外における議論・指摘を踏まえて、証券化商品の追跡可能性（Traceability）確保のために、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（以下「監督指針」）を一部改正。

日証協は、監督指針の一部改正を踏まえて、3月4日、協会員が証券化商品の販売を行うに際し、追跡可能性（Traceability）を確保するに足る態勢を構築するための具体的な検討を行うことを目的として、本WGを設置した。

○ 本WGの目的は、監督指針を具体化するような自主規制規則を制定することによって証券化商品の原資産の Traceability を確保することであり、それによって、「投資家が安心して証券化商品に投資できる環境を整備すること」、「我が国金融市場の競争力強化に資する証券化市場の育成を促進すること」を目指している。

○ 本WGでは、監督指針の趣旨を踏まえ、制定する自主規制規則の実効性を担保し、販売者が社内態勢整備を進めるに当たってのベースとなる具体的コンテンツを提供するために、「原資産の内容やリスクに関する情報」を定型化・標準化するための共通の目線として、「統一情報開示フォーマット（仮称）」を作成する。

(本WGで取り扱う証券化商品の範囲)

○ 本WGで取り扱う証券化商品の範囲は、監督指針の対象となる証券化商品の範囲であり、販売者に規制を課さずとも、明らかに Traceability の確保に問題がないと思われる一部のものを除き、証券化商品のほぼすべてが該当する。

○ 上記のうち、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は、取り敢えず、コモディティ化した証券化商品としての、RMBS、CMBS、ABS、CLO（いずれも一次証券化商品のデット形態）とする。

(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)

○ 本WGでは、監督指針において求められている「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、その大まかな方向性として、本文4. - (4) - ①に記載される「情報伝達行為面における考え方」のとおり整理した。

○ 「情報伝達行為面における考え方」は、あくまでも「方向性」を示したものに過ぎず、証券化商品の多様性を鑑みれば、取引実務面からのさらなる検討が必要なことから、本WGでは、秋以降、取引実務面からの検討を十分に行い、自主規制規則の制定

に繋げていく。

- 「情報伝達行為面における考え方」では、まず、全体の共通ルールとしての「基本的な考え方」を示し、このうち、「統一情報開示フォーマット（仮称）を利用することが適切であると判断される場合」については、収集・伝達の対象とする情報項目を、「原則として、統一情報開示フォーマット（仮称）の項目にする」扱いにしている。

（統一情報開示フォーマット＜仮称＞）

- 統一情報開示フォーマット（仮称）の策定に関する基本方針は、RMBS、ABS、CLOについては、日本銀行が開催した証券化市場フォーラムの推奨フォーマットをベースとして必要な修正を加えていくほか、CMBSに関しては、複数のステークホルダーの議論を踏まえて作成されているCMSA日本支部のものをベースとする。
- 本中間報告の段階では、上記の基本方針に沿って、投資家がリスク分析を行うに当たって必要とする情報に重点を置いた「共通情報項目リスト」が作成された。「共通情報項目リスト」は、秋以降、オリジネーターを中心に幅広い市場関係者の意見を反映させるなどしてその実効性を高めていくとともに、取引実務上の観点からも詳細かつ慎重な検討を行い、そのうえで、「統一情報開示フォーマット（仮称）」としていく。なお、自主規制規則に落とし込む段階においては、「書式」のイメージを持つ「統一情報開示フォーマット」という名称を引き続き用いるかどうかについても、検討していく。

（理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備）

- 本WGでは、監督指針において求められている「理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備」については、証券会社が金融商品の時価情報を提供することに関する現行の日証協ガイドライン「証券会社における時価情報の提供において留意すべき事項について」（平成12年8月）をベースに今後考えていくこととした。

（格付会社や情報ベンダーが果たしている役割について）

- 本WGでは、証券化市場の情報伝達において、格付会社や情報ベンダーが果たしている役割や今後の展開についても、関係者にヒアリングを行い審議を行った。これらは、今後制定する自主規制規則に直接的に落とし込まれていくものではないが、証券化商品の情報開示の推進に伴って証券化市場の情報インフラシステムがどのように進化していくかについての示唆を多く含んでおり、証券化市場の情報伝達における販売者の果たすべき役割を考える際に、事前に押さえておくべき、非常に重要なポイントだと考えられる。

（今後の課題）

- 本中間報告は、今後制定する日証協の自主規制規則について、基本的な方向性を示したものであることから、今後の課題として、「取引実務面からの詳細な検討を行い、実用的なものとしていくこと」、「中間報告段階では詰め切れていない細部について検討していくこと」、「自主規制規則への落とし込みを行うこと」が挙げられる。本WGでは、秋以降、これらの諸点について、証券化商品に関する国際的な議論も踏まえつつ、中間報告で示された方向性に沿って対応していく。

## 1. 本中間報告について

- 本中間報告は、「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」）」の第1回会合（3月27日）～第7回会合（6月24日）までの審議内容を取り纏めたものである。
- 本WGは、証券化商品の販売に関する、日本証券業協会（以下「日証協」）の自主規制規則の制定を目的としているが、第7回会合までにおいては、自主規制規則の制定の前提となる「自主規制規則の背景となる考え方」に関する審議を行った。したがって、本中間報告で取り纏められている内容（本文及び別紙＜共通情報項目リスト＞）は、自主規制規則の基本的な方向性を示したものではあるが、自主規制規則そのものではない。  
本WGでは、秋以降、本中間報告で示された方向性に従って、取引実務面にも十分な配慮をしつつ検討等を行う。そのうえで、自主規制規則の制定作業に入っていく予定である。
- また、本WGでは、秋以降の自主規制規則に直接結び付くテーマだけではなく、自主規制規則には落とし込まないものの、関連性が強く、検討しておくことが有益だと考えられる周辺テーマについても幅広く審議を行った。したがって、本中間報告の中には、①「秋以降に制定する自主規制規則の方向性に関するもの」と、②「自主規制規則には落とし込まないもの」の両方が含まれている。そのため、以下では、本中間報告の読者の便宜を図るため、敢えて両者の区別を明確に表示することとした。

## 2. 本WG委員等名簿（敬称略、2008年7月24日現在）

主査	赤井厚雄	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
副主査	浅見祐之	大和証券SMBC ストラクチャード・ファイナンス部部长
	奥崎智之	三菱UFJ証券 キャピタル・マーケット部エグゼクティブ・ディレクター
	宝田健一	みずほ証券 投資銀行業務管理部副部長
委員	江原直子	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
	増淵 寧	日興シティグループ証券 法規監理部バイスプレジデント（第1回会合）
	長田由紀夫	日興シティグループ証券 金融商品本部証券化市場部バイスプレジデント（第2回会合以降）
	工藤勝士	岡三証券 外国証券部金融商品グループ長
	櫻井祥文	野村證券 グローバル・マーケット企画部企画課課長
	佐藤理郎	住友信託銀行 資産金融部契約管理室長
	中村公一	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
	長岡鉄矢	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参事役
	船場貴文	三井住友銀行 投資銀行統括部部長代理（第2回会合まで）
	野口 俊	みずほ銀行 証券業務部 証券企画チーム参事役（第3回会合以降）
	堀江隆一	ドイツ証券 クレジット商品開発統括部部長マネージングディレクター
	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
	米元祐三	メリルリンチ日本証券 グローバルストラクチャードクレジットプロダクツディレクター

(委員会社からの参加者)

高堂秀一郎	モルガン・スタンレー証券 証券化商品部エグゼクティブディレクター
安藤豪洋	大和証券SMBC ストラクチャード・ファイナンス部課長代理 (第1~2、7回会合)
今村文宣	大和証券SMBC 金融市場調査部上席次長 (第3~5回会合)
松下浩司	大和証券SMBC 金融市場調査部次長 (第6回会合)
田辺祥子	みずほ証券 投資銀行業務管理部プロセスコントロール室長
今津 純	三菱UFJ証券 不動産投資銀行部ヴァイス・プレジデント
石田礼奈	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 (第6~7回会合)
上田祐介	ゴールドマン・サックス証券 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 (第2~4、7回会合)
久我剣太郎	ゴールドマン・サックス証券 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 (第5回会合)
白井宏明	日興シティグループ証券 金融商品本部 マネージング・ディレクター (第1回会合)
増渕 寧	日興シティグループ証券 法規監理部バイスプレジデント (第2~5回会合)
高野典子	日興シティグループ証券 金融商品本部不動産ファイナンス部バイスプレジデント (第7回会合)
宇都宮康夫	岡三証券 商品業務担当付参与 (第3回会合以降)
松本喜一郎	野村証券 デット・ソリューション部次長 (第5回会合以降)
矢木 茂	野村証券 アセットファイナンス部次長
長村 宙	住友信託銀行 資産金融部証券営業室長 (第1~2回会合)
松山 崇	住友信託銀行 ホールセール企画部信託開発室長 (前資産金融部業務管理グループ長) (第3、5回会合以降)
尾崎屋 正	住友信託銀行 不動産業務部不動産審査室室長 (第7回会合)
河崎 洋	三菱UFJ信託銀行 不動産企画部審査グループ主任調査役 (第3~5回会合)
馬場丈治	三菱UFJ信託銀行 不動産企画部審査グループ主任調査役 (第6~7回会合)
宮崎信一	三菱UFJ信託銀行 不動産企画部企画グループ主任調査役 (第2回会合)
小杉恵実	みずほ信託銀行 不動産企画部コンプライアンス・リスク管理室室長 (第1~3、5回会合)
伊東 誠	三井住友銀行 投資銀行統括部部長代理 (第2回会合)
江川由紀雄	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 (第2回会合以降)
鈴木善成	ドイツ証券 コンプライアンス部 ディレクター (第3回会合)
西田尚弘	ドイツ証券 証券化商品統括部長マネージングディレクター (第2、5~7回会合)
雨ヶ谷早苗	メリルリンチ日本証券 ストラクチャードファイナンスディレクター (第4回会合)
下川展正	メリルリンチ日本証券 オフィス・オブ・ジェネラルカウンセル コンプライアンス・オフィサー ヴァイス・プレジデント (第1、4、5、7回会合)
羽仁千夏	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 (第2、3、6回会合)
柳 博範	メリルリンチ日本証券 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 (第2、3回会合)

(オブザーバー)

野口 俊	みずほ銀行 証券業務部証券企画チーム参事役 (第2回会合まで)
山田光成	三菱東京UFJ銀行 アセットファイナンス部上席調査役 (第4回会合以降)
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 投資調査部部長証券化商品アナリスト)

(オブザーバー<続き>)

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 債券本部証券化商品調査部長)
小島俊郎	住宅金融支援機構 市場資金部長
渡辺吉彦	CMSA日本支部 標準化小委員会副委員長 (オリックス・サービスマスター・サービシング部ジェネラル・マネージャー)
麦島健志	国土交通省 国土交通省土地・水資源局土地市場課長 (前土地情報課長)
森田宗男	金融庁 監督局証券課長
門間大吉	財務省 大臣官房審議官 (第2回会合以降)
高口博英	日本銀行 金融市場局金融市場調節担当総括企画役 (前金融市場企画担当総括企画役)

(オブザーバー会社・団体からの参加者)

佐藤正臣	三菱東京UFJ銀行 アセットファイナンス部調査役 (第6回会合)
吉田成男	三菱東京UFJ銀行 アセットファイナンス部調査役 (第7回会合)
片山信子	CMSA日本支部 標準化小委員会副委員長 (モルガン・スタンレー証券 証券化商品部エグゼクティブディレクター) (第2、6~7回会合)
高藤喜史	国土交通省 総合政策局不動産課長補佐 (第1~5、7回会合)
河本光博	内閣総理大臣秘書官室 総理大臣秘書官補 (前金融庁監督局証券課総括課長補佐) (第1~4、6回会合)
平岡泰幸	金融庁 総務企画局企画課信用制度参事官室課長補佐 (前監督局証券課課長補佐) (第7回会合)
今井利友	金融庁 総務企画局企画課課長補佐 (第1~4、6~7回会合)
白川俊介	財務省 理財局計画官 (前財政投融資企画官) (第5回会合以降)
廣島鉄也	日本銀行 金融市場局金融市場企画担当企画役 (第2回会合以降)

(統一情報開示フォーマット検討チーム)

リーダー	江川由紀雄	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
	石渡 明	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
	上田祐介	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
	大橋英敏	モルガン・スタンレー証券 債券調査本部長
	岡田圭司	農中信託銀行 営業部営業第二課長
	川原亮輔	みずほ銀行 市場金融部業務管理チーム調査役
	北山 慶	ムーディーズジャパン 代表取締役
	武居敦信	住宅金融支援機構 市場資金部MBS発行グループ調査役
	長尾弘一	大和証券SMBC ストラクチャード・ファイナンス部上席次長
	中田祐二	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
	宮坂知宏	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	小川貴史	みずほ証券 フィナンシャルソリューション部ヴァイスプレジデント (第1~3回会合)
	根本貴弘	みずほ証券 リアルエステートソリューション部ヴァイスプレジデント (第3回会合)
	石井貴久	三菱UFJ証券 キャピタル・マーケット部ヴァイス・プレジデント



### 3. 審議経過

#### 第1回（3月27日）

- メンバー紹介
- WGの運営について
- 金融庁より監督指針について説明
- 証券化市場の情報開示における現状と課題について
  - ・クレディ・スイス証券宮坂氏（金銭債権の証券化）
  - ・モルガン・スタンレー証券大橋氏（不動産の証券化）
- 「証券化商品」の定義・範囲について

#### 第2回（4月10日）

- 「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
  - ・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（RMBS、CLO、ABS別）について（日本銀行）
  - ・商業用不動産証券化協会（CMSA）における統一フォーマットについて（CMSA標準化小委員会）
- 「証券化商品」の定義・範囲について（続き）

#### 第3回（4月23日）

- 「金融安定化フォーラム報告書」について（金融庁）
- 「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（続き）
  - ・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）
  - ・格付会社によるプレゼンテーション（格付に際し重視する情報項目について、情報開示の推進と格付会社の役割について）
  - ・統一情報開示フォーマットの方向性について
- 日本公認会計士協会によるプレゼンテーション
  - ・「証券化商品の評価等に対する監査に当たって」について

#### 第4回（5月15日）

- 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、クイックによるプレゼンテーション
- 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によるプレゼンテーション
- 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
- 「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
  - ・モルガン・スタンレー証券、みずほ証券によるプレゼンテーション
  - ・情報伝達の相手について

#### 第5回（5月27日）

- 「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（続き）
- 「理論価格の評価・算定・提示」のための「社内態勢整備」について

#### 第6回（6月5日）

- 「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（纏め）
- 「理論価格の評価・算定・提示」のための「社内態勢整備」について（纏め）
- 「統一情報開示フォーマットのたたき台」について
  - ・情報開示フォーマット検討チームより報告

#### 第7回（6月24日）

- 中間報告の取り纏め

## 4. 審議内容

### (1) 本WG設置の背景、本WGの目的・基本方針

#### ①本WG設置の背景

- サブプライム問題に端を発する金融市場の混乱への対応に関し、国際的にはG7からの要請を受けたFinancial Stability Forum (FSF) や、International Organization of Securities Commissions (IOSCO) のサブプライム・タスクフォースにおいて議論が進められている。我が国においては、サブプライム問題に端を発する金融市場の混乱は比較的大きくないということもあり、どちらかと言えば、今後、こういった混乱が起こらないようにするための仕組み作りという中長期的な課題を中心に議論がなされている。具体的には、昨年11月に公表された渡辺大臣の私的懇談会である「金融市場戦略チーム」の第一次中間報告書において、「追跡可能性 (Traceability) の確保」が重要であるとの指摘がなされているほか、12月に金融庁から出された我が国金融市場の競争力強化プランにおいても同様の指摘がなされている。証券化商品の取引は基本的にはプロ同士のものであることから、法律による規制は馴染まないという側面もあるが、現下の内外の市場動向に鑑み販売者には、投資者が確りとリスク・リターン分析を行うために必要な情報を適切に提供していく態勢を構築することが求められる。
- 金融庁は、上記のような国内外における議論・指摘を踏まえて、証券化商品の追跡可能性 (Traceability) 確保のために、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 (以下「監督指針」) を一部改正 (2月7日～3月10日のパブリック・コメント募集期間を経て、4月2日施行)。
- 日証協は、3月4日、金融庁による監督指針の一部改正案公表を踏まえて、協会員が、証券化商品の販売を行うに際し、追跡可能性 (Traceability) を確保するに足る態勢を構築するための具体的な検討を行う (自主規制規則を制定する) ことを目的として、本WGを公社債・金融商品委員会の下部組織として設置した。

#### ②本WGの目的

- 本WGの目的は、直接的には監督指針を具体化するような自主規制規則を制定することであるが、それによって証券化商品の原資産のTraceabilityを確保することにより、以下の2点を目指している。
  - (1) 今般の米国サブプライムローン問題を契機として議論のあった証券化商品に関して「原資産の内容やリスクについて適切な情報伝達が行われないことにより、投資家におけるリスクの的確な把握が困難になる」ということが、我が国において発生するのを未然に防ぎ、投資家が安心して証券化商品に投資できる環境を整備し、国民経済の発展に資する“一次証券化商品市場”の健全な成長を促す。
  - (2) 原資産の内容やリスクに関する情報の開示が強化・充実されることにより、これまで証券化商品への投資を行っていなかった内外の長期資金など本来ニーズのある投資家の需要を喚起し、(1) (投資家が安心して投資できる環境の整備) と相俟って、日本の証券化市場 (特にセカンダリー市場) の流動性の向上や、資金調達手段としての利便性向上を図り、我が国金融市場の競争力強化に資する証券化市場の育成を促進する。

### ③本WGの基本方針

- 本WGでは、監督指針の趣旨を踏まえ、制定する自主規制規則の実効性を担保し、販売者が社内態勢整備を進めるに当たってのベースとなる具体的コンテンツを提供するために、「原資産の内容やリスクに関する情報」を定型化・標準化するための共通の目線として、「統一情報開示フォーマット（仮称）」を作成する。
- 本WGは、6月までの計7回の会合における審議で、自主規制規則の大まかな方向性を出し、それを「中間報告」として取り纏め、对外公表する。  
その後、9月より会合を再開し、「中間報告」で取り纏められた方向性に沿って細部を詰め、年内を目途に自主規制規則案を制定し、パブリック・コメントに付す。来年2月には自主規制規則を完成させるとともに、「最終報告」を取り纏め、对外公表する。  
自主規制規則は、来年2月以降、所要の準備・周知期間を経た後に、施行する。

## (2)我が国証券化市場の情報開示における現状と課題(自主規制規則には落とし込まないもの)

- 本WGでは、我が国証券化市場の情報開示における現状と課題について、証券化アナリストより説明を受け、審議を行った。

### ①金銭債権の証券化市場における情報開示の現状と課題

- 金銭債権の証券化商品においては、原資産の情報が一般に開示されているものは僅かに30数件に止まっている。しかも、それらに関しても開示フォーマットが統一されておらず、開示情報の項目・定義が異なっている。このため、横並びでの比較は容易ではない。
- プライマリーの投資家に対しては、月次のサービサーレポートなどの形で相応の情報提供がなされているものの、セカンダリーにおいては情報開示が不足しており、アレンジを行っていない証券会社ではプライスを出せないほか、新たな投資家も呼び込めないといった問題がある。

### ②不動産の証券化市場における情報開示の現状と課題

- 我が国においては、物件の稼働率、不動産の需要と供給、ノンリコースローンのパフォーマンスに関する市場全体のマクロ的なデータが不足している。このため、投資家にとっては、セカンダリーでCMBSを購入するあるいは売却するといった判断がしづらい状況となっており、セカンダリー市場の発達を妨げている。
- 個別案件の評価に際しても、DSCRやNOIなど必要情報項目の定義が統一されていないので、物件間の比較が容易ではない。
- CMBSの中においても売却型やリファイナンス型など様々な種類があり、必要とされる情報項目は若干異なると思われるが、ミニマム・スタンダードとしての統一フォーマットは是非とも必要。この点では、CMSAの取組みが参考になる。
- 米国では、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。
- 不動産の情報透明性インデックスによれば、我が国の透明性レベルは06年で23位と比較的低い位置にランクされている。
- J-REITについても開示項目や定義が各社により異なっており、統一されていない。

(3) 証券化商品の範囲について（自主規制規則の方向性に関するもの）

○ 本WGでは、取り扱うべき証券化商品の範囲について検討を行い、以下のとおり整理した。

①監督指針の対象となる証券化商品の範囲（＝本WGの審議の対象となる証券化商品の範囲）

○ 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。

○ ただし、証券化商品の中でも、販売者に規制を課さずとも、明らかに Traceability の確保に問題がないと思われる、以下の(1)～(5)については、例外的に監督指針の対象範囲外であると考えられる。

(1)（形式的には証券化商品の形態をとるものの、）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（集団投資スキームとは言えないもの）

（例1）信託形態を利用した金銭債権の譲渡や事業譲渡を企図した、多数分散プールの金銭債権の信託に係る信託受益権

（例2）不動産信託受益権のように信託財産の売買と同視される目的を以って、受益権化したもの

(2)（実質的にも証券化商品に分類でき、集団投資スキームではあるが、）リスクの所在が明らかなもの

（例1）原資産が特定企業（有価証券報告書提出会社）への売掛債権である等、特定の企業（有価証券報告書提出会社）の信用リスクにのみ依拠し、かつ当該企業の情報が容易に取得できるスキームとなっているもの

（例2）銀行の100%信用補完の付いたABC P

(3)（実質的にも証券化商品に分類でき、集団投資スキームではあり、かつ、リスクの所在が必ずしも明らかとは言えないが、）投資家に販売しないもの

（例1）証券化商品の組成段階において、オリジネーターや導管体へ販売するもの

(4) 仕組み債

(5) ファンドマネージャー等が投資・運用対象を調査分析したうえで投資・運用を行っているほか、投資・運用内容について、投資家への報告が義務付けられているもの

（例1）投資信託及び投資法人

○ 上記の(1)～(5)以外の、典型的に Traceability の確保に問題がないと判断される証券化商品の範囲詳細については、秋以降の課題とされた。

②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

○ 監督指針の対象範囲となる証券化商品範囲のうち、統一情報開示フォーマット（仮称）の対象とする範囲は、審議を効率的に進めていく観点から、取り敢えず、コモディティ化した証券化商品としての、RMBS、CMBS、ABS、CLO（いずれも一次証券化商品のデット形態）とする。なお、金融商品取引法により開示義務が課されている、所謂「公募」の証券化商品であっても、法定開示項目と統一情報開示フォーマット（仮称）の項目との整合性を確保し、かつ法定開示と自主規制規則に基づく情報開示が重複することのないよう措置することを前提に、統一情報開示フォーマット（仮称）の対象とする。

○ 上記の4タイプ以外の一次証券化商品やエクイティ形態（優先出資）の証券化商品、二

次証券化商品については、秋以降、統一情報開示フォーマット（仮称）の作成対象となる可能性を順次探っていく。

- 海外の資産を裏付として組成される証券化商品については、実務的な観点から、統一情報開示フォーマット（仮称）の対象とはしない。ただし、海外の資産を裏付として組成される証券化商品についても監督指針の対象ではあることから、その Traceability の確保については、秋以降議論していく。
- なお、現時点で統一情報開示フォーマット（仮称）の対象となっていない証券化商品又は今後も対象とならない証券化商品については、「商品の個別性が強いなどの理由から統一情報開示フォーマット（仮称）の作成対象に馴染まない」という、あくまでも商品の個別性に配慮した取り扱いであって、態勢整備等で求められる水準に差を設ける取り扱いではないことに留意が必要である。

#### （参考 1）デット形態とエクイティ形態について

証券化商品（一般的な名詞としての証券化商品を指している）の発行形態は、大まかにみると、「デット形態」（債券、信託受益権、CP、ローン）と、「エクイティ形態」（優先出資、任意組合出資、匿名組合出資等）がある<sup>（注）</sup>。

（注） ここでは、形式的な発行形態で区別しており、例えば、デット形態の債券、信託受益権、ローンの中には、劣後債、劣後受益権、劣後ローンといった形で、経済的にはエクイティ機能を持ち投資家に販売されるものもある。

このうち、「エクイティ形態」についてみると、まず、特定目的会社等に対する優先出資については、金銭債権の証券化においては、特定目的会社等の初期コストを賄うためにオリジネーター等が出資しているケースが多い。一方、不動産の証券化においては、投資家が出資しているケースも多いが、典型的には格付会社の格付を取得しておらず、額面での元本償還を前提に組成・販売されていないケースも多く、当該優先出資持分を取得する際の投資判断に必要な情報は、原資産の特性、当該商品の資本負債構造により区々であり、統一情報開示フォーマット（仮称）による、投資家に提供すべき情報の定型化・標準化には直ちには馴染まないと考えられる。次に、任意組合出資、匿名組合出資等については、今般の監督指針（第二種金融商品取引業）において、みなし有価証券のうち、信託受益権のみが対象とされており、任意組合出資、匿名組合出資等は対象となっていない。基より、匿名組合出資は、営業者と投資家の相対の契約によりなされるものであり、当該匿名組合出資持分を取得する際の投資判断に必要な情報は、原資産の特性等により区々であり、統一情報開示フォーマット（仮称）による、投資家に提供すべき情報の定型化・標準化には馴染まないと考えられる。

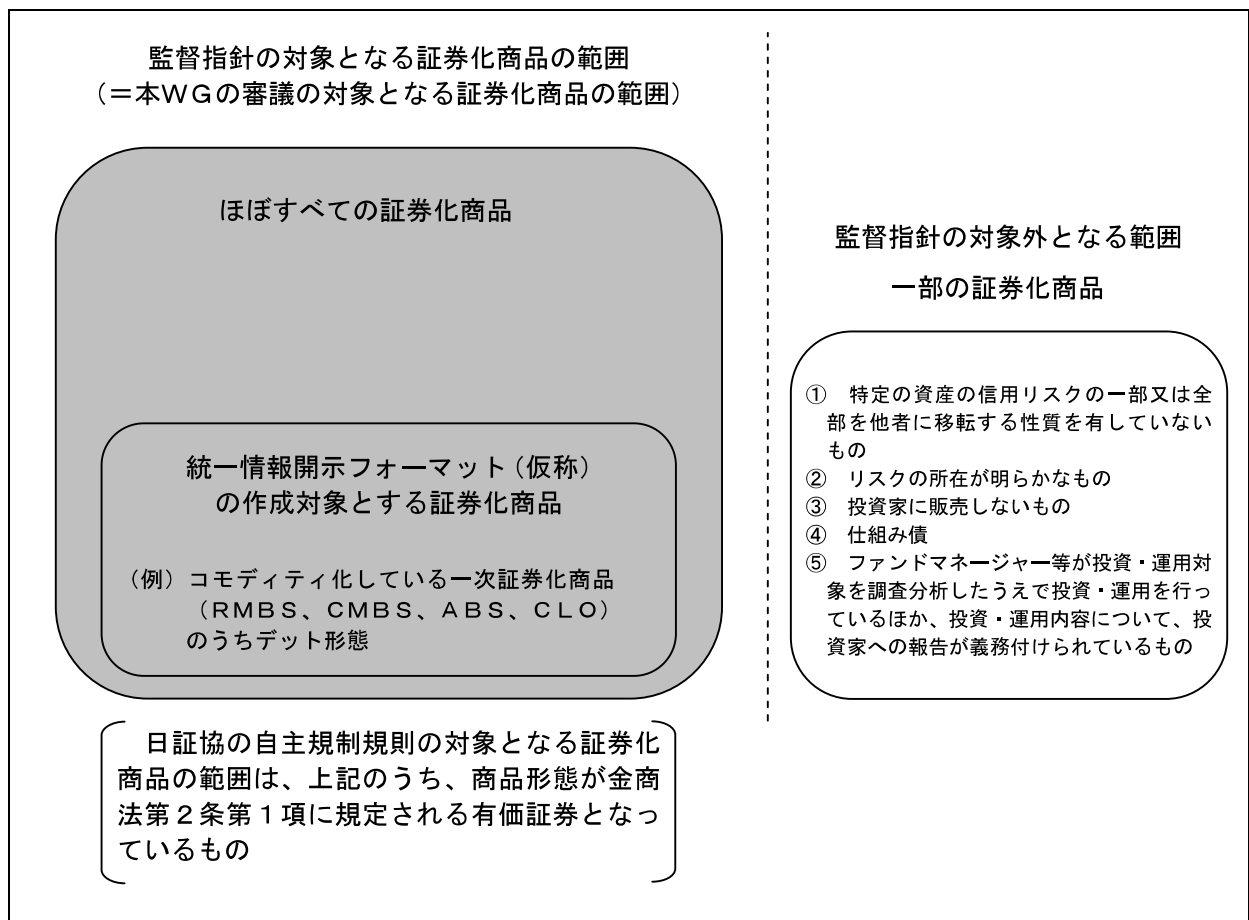
#### （参考 2）一次証券化商品と二次証券化商品について

証券化商品（一般的な名詞としての証券化商品を指している）には、一次証券化商品と二次証券化商品がある。このうち「二次証券化商品」については、原資産が様々な商品特性を持った証券化商品となっていることから、投資家が取得する際の投資判断に必要な情報は、区々であり、統一情報開示フォーマット（仮称）による、投資家に提供すべき情報の定型化・標準化には直ちには馴染まないと考えられる。

### ③日証協の自主規制規則の対象となる範囲

- 今後秋以降に制定することとなる日証協の自主規制規則の対象となる証券化商品の範囲は、上記①の「監督指針の対象となる証券化商品範囲（＝本WGの審議の対象となる証券化商品の範囲）」と同様である。ただし、日証協の現行定款に基づき、商品としての形態が金融商品取引法第2条第1項に規定される有価証券（典型的には「社債」、「優先出資」）となっているものに限られる。
- 本WGの設置経緯、目的の根幹を成す「原資産のTraceabilityの確保」ということに鑑みれば、出口としての商品形態の如何に拘らず、網羅的に公平にルールを課すことが適切だと考える。日証協の所管外である「金融商品取引法第2条第2項に規定される有価証券（みなし有価証券）」や「金融商品取引法の対象外である貸出債権（ABL）」の取り扱いについても、日証協の下部組織としての本WGが直接的にルールを定めるものではないものの、秋以降検討し、最終報告の中では何らかの提言等を行っていくべきと考える。

#### 証券化商品の対象範囲の「イメージ」

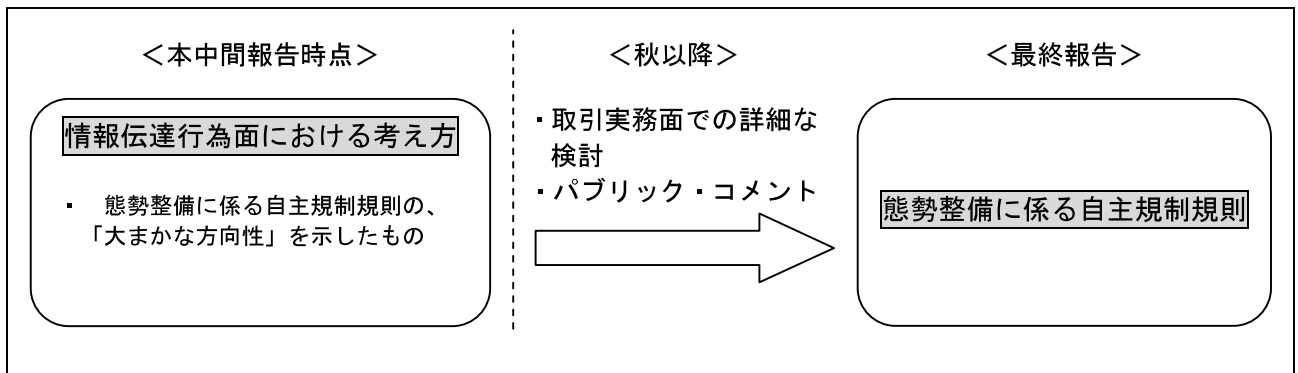


(4) 原資産の内容やリスクに関する情報伝達に係る態勢整備について (自主規制規則の方向性に関するもの)

① 情報伝達行為面における考え方

- 本WGでは、「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」について検討を行い、販売者の情報伝達行為の面に関しては、その大まかな方向性として、以下「情報伝達行為面における考え方」のとおり整理した。なお、「情報伝達行為面における考え方」は、あくまでも「方向性」を示したものに過ぎず、証券化商品の多様性に鑑み、取引実務面からのさらなる検討が必要なものである（したがって、当然のことながら、自主規制規則案でもない）。本WGでは、秋以降、以下に示した方向性について、取引実務面からの検討を十分に行い、自主規制規則の制定に繋げていく。

態勢整備に係る自主規制規則制定プロセスのイメージ



情報伝達行為面における考え方

販売者（単なる売買の媒介しか行わないなど限定的な役割しか担わない場合を除く。以下同様）において「原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための態勢が整備されている」とは、「販売者が、以下の条件Ⅰ及び条件Ⅱをとともに満たしている場合のことを言う」とすることが考えられる。

条件Ⅰ

(1) 基本的な考え方

① 販売前

- ・ 販売者は、原資産の内容やリスクに関する情報の収集にあたり、監督指針の趣旨を十分に踏まえつつ、販売者が適切な情報伝達を行うに際して必要と判断した情報項目の収集を検討すること。そのうえで、収集するべきと判断した情報項目について、「収集できない情報項目」を除き、収集すること  
 ⇒ 「収集できない情報項目」については、その「理由」を、投資家等から求めがあった場合に明確に説明できるようにしておかなければならない。

⇒ 「収集できない情報項目」の「理由」に関しては、「オリジネーターから開示不可とされた場合」については、その旨でよい。

- ・ 販売者は、原資産のリスクに関して適切な情報伝達が可能となるよう、投資家に情報伝達を行うべきと判断したリスクについて、自ら分析すること又は他者が分析したものを収集すること

⇒ 「分析」は、定量分析に限るものではなく、定性分析も含む。

## ②販売時

- ・ 販売者は、「収集した情報項目」について、投資家への伝達を検討すること。そのうえで、投資家に伝達するべきと判断した情報項目について、自ら投資家に伝達すること（ただし、第三者をして又は別の方法により投資家への伝達となされる場合、若しくは投資家が自ら入手可能な場合は、これを要しない）

⇒ 「別の方法」には、法定開示及びそれに準じて開示がなされている場合を含む。

- ・ 販売者は、販売対象とする証券化商品の格付に反映されないリスクに関し、投資家に伝達することについて検討すること。そのうえで、投資家に伝達するべきと判断したリスクについて、自ら投資家に伝達すること（ただし、第三者をして又は別の方法により投資家への伝達となされる場合、若しくは投資家が自ら入手可能な場合は、これを要しない）

⇒ 「別の方法」には、法定開示及びそれに準じて開示がなされている場合を含む。

## ③販売後

- ・ 販売者は、投資判断又は時価評価の参考とすることを目的とした投資家（当該証券化商品を保有していることが確認できる投資家に限る。以下同様）からの要望があれば、原資産の内容やリスクに関する情報を投資家が適切にトレースすることができるよう、収集した原資産の内容やリスクに関する情報項目について、当該要望を行った投資家へ伝達することを検討すること。そのうえで、「投資家へ伝達することができない情報項目」を除き、当該要望を行った投資家に伝達すること（ただし、第三者をして又は別の方法により、当該要望を行った投資家への伝達となされる場合、若しくは投資家が自ら入手可能な場合は、これを要しない）

⇒ 「投資家へ伝達することができない項目」については、その「理由」を、投資家等から求めがあった場合に明確に説明できるようにしておかなければならない。

⇒ 「投資家へ伝達することができない項目」の「理由」に関しては、「オリジネーターから開示不可とされた場合」については、その旨でよい。

⇒ 「別の方法」には、法定開示及びそれに準じて開示がなされている場合を含む。

(2) 統一情報開示フォーマット（仮称）を利用することが適切であると判断される場合

- 販売する証券化商品が統一情報開示フォーマット（仮称）の対象（＝現時点における、RMBS、CMBS、ABS、CLO各々の一次証券化商品＜典型的なもの＞）であり、かつ販売者において同フォーマットを利用することが適切であると判断される場合については、上記（1）①～③における各々の文言を、原則として以下のとおり読替えるものとする。



### ①販売前

(読替え前)

監督指針の趣旨を十分に踏まえつつ、販売者が適切な情報伝達を行うに際して必要と判断した情報項目の収集を検討すること

↓

(読替え後)

少なくとも、統一情報開示フォーマット（仮称）の項目について、収集を検討すること

(読替え前)

収集すべきと判断した情報項目について、「収集できない情報項目」を除き

↓

(読替え後)

「収集できない項目」及び「適切な情報伝達を行うために不要と判断した項目」を除き

### ②販売時

(読替え前)

「収集した情報項目」について

↓

(読替え後)

「収集した統一情報開示フォーマット（仮称）の項目」について

### ③販売後

(読替え前)

収集した原資産の内容やリスクに関する情報項目について

↓

(読替え後)

少なくとも、収集した統一情報開示フォーマット（仮称）の項目について

#### 条件Ⅱ

(1) 販売者は、「条件Ⅰ」に関する社内手続・ルールを定めておくこと

(2) 販売者は、(1)の社内手続・ルールが適切に守られるような人員配置、組織整備を確保すること

### ②人員・組織面における考え方

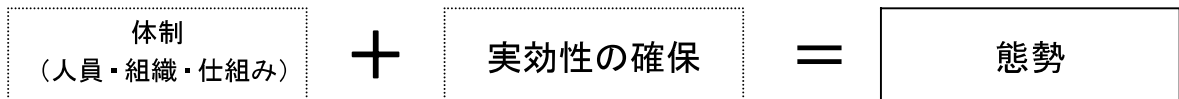
- 上記「情報伝達行為面における考え方」の条件Ⅰの(1)、(2)ともに「できない項目」という表現があるが、販売者は合理的な理由なくして、「できない」と判断してはならない。
- 言うまでもなく、販売者が「できない」を拡大解釈し、監督指針の趣旨に反するようなことがあってはならない。つまり、条件Ⅱの(2)は、販売者が「できない」という判断を適切に行いつつ、情報の収集・伝達・分析事務を遂行することが可能となるような人員の配置、組織の整備を求めている。例えば、「証券化商品を取り扱う際に、販売者が行うべき情報の収集・伝達・分析に関する専門知識を持った人員の確保」、「取引量とバランスの取れた人員数の確保」、「販売者に求められる利益相反防止に留意した、役割分担又は組織の整備」などが求められる。

- 「販売者が人員・組織面においてどの程度の整備を行うべきか」という問題は、販売者の経営判断の問題でもあることから、本WGにおけるこれまでの審議においては、具体的な内容には踏み込んでいない。ただ、第4回会合において、大手証券会社2社より、以下のような事例・考え方が説明されている。

(事例・考え方<1>)

- ・ 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。
- ・ CMBS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。CMBS組成のためのノンリコースローンの貸出に当たり、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、「アレンジャー責任」として、「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。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ことが「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「引受責任」に少なくとも一定程度の相似性を持つものだと認識している。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・・・Ⅲ）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）、Ⅳ）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、「引受責任」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「引受責任」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。

(考え方<2>)

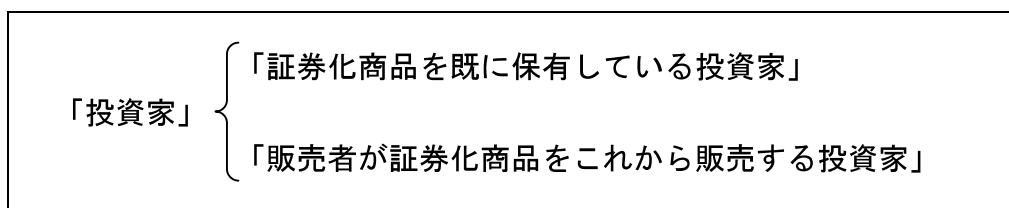


- 「態勢整備」には、適切な組織を整備するとか人員を配置するといった「体制面での整備」に加えて、「実効性の確保」が備わっていることが重要。
- 「態勢」は、常に形骸化するリスクを抱えているほか、マーケットの環境変化等にも対応していかななくてはならないので、一旦整備した後も「見直し」が必要。
- 証券化商品の組成・販売に関する態勢整備を考える際のポイント（潜在的なリスク）としては、「専門的な知識が求められることから第三者によるチェックが必ずしも容易でない面があること」、「複雑なリスク構造を有することが多いため、その確認が必ずしも容易ではないこと」、「SPV等が活用され、オリジネーターやアレンジャ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、「組成経験者をチェック担当に登用」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。

### ③情報を伝達する相手方について

- 本WGでは、販売者が原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達を行う際の「相手方」について検討を行い、以下のとおり整理した。

販売者が情報の収集・伝達を行う相手⇒「投資家」



- 今後制定していく自主規制規則においても、情報伝達の相手方は上記のとおり「投資家」であり、自主規制規則の中で、情報を一般に公開することを義務付けるものではない。

#### (5) 統一情報開示フォーマット（仮称）について（自主規制規則の方向性に関するもの）

##### ①既存の情報開示フォーマットについて

- 本WGでは、統一情報開示フォーマット（仮称）の策定作業に先立ち、既存の情報開示フォーマットである「日本銀行・証券化市場フォーラムにおける推奨フォーマット」、及び「今後CMSA日本支部によって策定予定の日本版IRP案」の概要について、日本銀行及びCMSA日本支部より説明を受け、審議を行った。

##### (1)日本銀行・証券化市場フォーラムにおける「推奨フォーマット」について

###### （推奨フォーマットの概要）

- 日本銀行から、以下のような説明があった。
  - ・ 日本銀行は、発展途上にある我が国証券化市場の健全な発展に資する観点から、幅広い市場関係者が市場横断的な視点から課題を認識し、これを克服するための方向性を議論する場として、2003年11月～2004年4月に「証券化市場フォーラム」を開催。同フォーラムの下部会合として、証券化市場の重要な課題のひとつである「情報開示の充実」について、より掘り下げた検討を行うため、「情報開示の充実に向けた検討ワーキング・グループ」が開催された。「推奨フォーマット」は、同ワーキング・グループで取り纏められたもの。
  - ・ 「推奨フォーマット」は、「価格評価」、「投資判断」、「リスク評価」に必要な項目について認識を共有することを目的として作成された。その位置付けは、市場慣行として投資家への情報提供を進めていくための「たたき台」であり、規制に結び付けることを前提としたものではない。
  - ・ 「推奨フォーマット」の作成に当たっては、「投資家のニーズを幅広く拾う」、「情報作成者の負担・コストに見合ったメリットがあるか」、「開示レベルが高すぎて発行のインセンティブを損なう惧れはないか」といった点が留意された。また、「推奨フォーマット」は、公募・私募、債券・信託受益権・ABLのいずれについても対象として作成された。他方、「誰が」、「どのような方法で」情報を提供するかは、議論されていない。また、開示項目の「定義」の統一は望ましいが、現実的でないと意見が大勢だったことから、比較可能性確保の観点から、定義が統一できない場合は、定義の明記を推奨している。

###### （推奨フォーマットの利用状況）

- 現状、実際に「推奨フォーマット」という形で利用されている例は、極めて限られているものとみられる。その理由としては、WGでは以下のような指摘があった。
  - ・ これまでの証券化市場の拡大過程においては、緩和的な金融環境が続く下で、投資家の利回り追求の意欲が強く、推奨フォーマットのような形での情報開示がなされなくて

- も、証券化商品への投資を行うインセンティブが強かったことが一因と考えられる。
- ・ オリジネーターやアレンジャーにおいても、投資家のこうしたニーズに応えるために案件組成に忙しく、情報開示に必ずしも十分なリソースを割くことが難しかった面もあったのではないか。
  - ・ 一部の投資家においては、個別にオリジネーターやアレンジャーから必要な情報が得られていたという面もあったかもしれない。
  - ・ オリジネーターにおいて、情報開示を行う経済的なインセンティブが働いていないことが大きい。また、セカンダリー市場が殆どないことから、オリジネーターにとって、プライマリーで購入する投資家以外の投資家に対して情報提供するインセンティブが乏しいのではないか。
  - ・ 項目が多かったのではないか。
- しかしながら、投資家に対しては、推奨フォーマットそのものを使っている例は極めて限られているものの、そこに盛り込まれている情報の多くが、商品内容説明書や目論見書によって提供されており、形式はともかく、実質的に推奨フォーマット並みの情報提供を行っているケースは、多いのではないかと指摘もあった。
- また、推奨フォーマットの項目については、「現在情報ベンダーで公開されている情報は推奨フォーマットの項目よりも少ないものが大半であるが、分析上は多くの情報が得られている。推奨フォーマットを起点として、実務上真に必要な情報を見直す作業が必要ではないか」との指摘もあった。

## (2)CMSA日本支部「Investor Reporting Package」について

### (CMSAの概要)

- CMSA (Commercial Mortgage Securities Association) は、1994年に米国で設立されたCMBSに関する世界最大の業界組織(加盟社数は、400社を超える)。CMSA日本支部は、ヨーロッパ支部、カナダ支部に次いで2003年に設立され、各国の支部と共にグローバルな視点での活動を行っている(会員は、銀行、信託銀行、証券会社、格付会社、サービサー、投資会社、会計事務所、法律事務所など)。
- 米国では1997年に、欧州では2005年に、CMSAによるIRP(投資家レポートパッケージ)の初版が作成され、CMBSにおける開示内容の標準化が図られた。このような標準化による透明性の向上は、プライマリー取引及びセカンダリー取引の両面でCMBS市場の拡大に大きく貢献した。その後も市場の変化に合わせてIRPは改定を重ね、現在、米国では、2008年2月改定の第5版IRPが標準となっている。

### (日本版IRPについて)

- 日本では、CMSA日本支部の「標準化小委員会」において、2008年3月に日本版IRPの策定を決定。参加者の機能別に4つのサブ・グループ(トラスティー<信託受託者>、投資家、サービサー、レンダー・アレンジャー)を設置し、各サブ・グループで取り纏めた基本案(「出して欲しい情報」、「出せる情報」)を、各サブ・グループ選出の幹事メンバーが全体会合で議論し擦り合わせている。
- CMSA日本支部標準化小委員会では、日本版IRPの策定に当たって、以下の事項を確認している。

- ・ IRPはミニマム・スタンダードであり、個々のCMBSの特性を反映した拡大開示を阻害するものではない。
- ・ CMBSだけでなく、バランスシート・レンダーも含めた不動産デット市場全体の開示の標準化を求めていく。
- ・ 以下の各カテゴリで情報を整理、標準開示項目を特定する。
  - ①CMBSレベル（信託受益権、債券など）の情報\*
  - ②裏付債権レベル（ローン・TMK債など）の情報\*
    - \* 単層構造の信託受益権やTMK債など、CMBSレベルと裏付債権が一体化している形態もあるが、情報分類では分けて整理
  - ③裏付不動産レベルの情報
- ・ 先行市場のIRPを参考にしながらも、日本のCMBSの特性を反映したものを策定する。

## ②統一情報開示フォーマット（仮称）の策定に向けた検討について

### （策定の基本方針）

- 本WGでは、統一情報開示フォーマット（仮称）の策定の基本方針として、RMBS、ABS、CLOについては、証券化市場フォーラムの推奨フォーマットをベースとして必要な修正を加えていくこと、CMBSに関しては、複数のステークホルダーの議論を踏まえて作成されているCMSA日本支部のものをベースとすること、とされた。
- また、統一情報開示フォーマット（仮称）の策定のステップとして、中間報告までの段階では、「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重点を置いた『たたき台』」を作成し、秋以降、これに情報の出し手であるオリジネーターの意見を反映させて、法定開示との整合性に留意しつつ、最終的な統一情報開示フォーマット（仮称）の形に仕上げていくこととされた。

### （「たたき台」の作成について）

- 「たたき台」の作成は、投資家、オリジネーター、販売者、格付会社など11名（実際には、これに加えてオブザーバー2名が参加）で構成される「統一情報開示フォーマット検討チーム（以下「検討チーム」）」に本WGから委嘱され、6月5日の第6回会合において、「たたき台」が検討チームリーダーより報告された。

### （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）

- なお、検討チームが活動を開始するに先立ち、本WGにおいて、「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、証券化アナリストより、以下のような説明がなされた。

#### **①金銭債権の証券化に関し、必要な情報**

- ・ 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、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。
- ・ 我が国のRMBSはその大半が固定金利クーポンとなっていることから、投資する際

には金利リスクの分析が必要であるが、「推奨フォーマット」における「1. 発行時の情報開示」では、そのために必要な情報が必ずしも十分にカバーされていない。

- ・ 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に関して、「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。
- ・ 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。

## (2)不動産の証券化に関し、必要な情報

- ・ 欧米では100件程度の物件を組み入れたCMBS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て検討した、案件組成時における最低限必要な情報項目は以下のとおり（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）。

### 【個別物件（原資産）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）、PM L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：リザーブ種類及び残高等

### 【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】

各プロセスにおける格付会社の評価

- ・ 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、具体的には以下のとおり。

### 【個別物件（原資産）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：リザーブ種類及び残高等

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

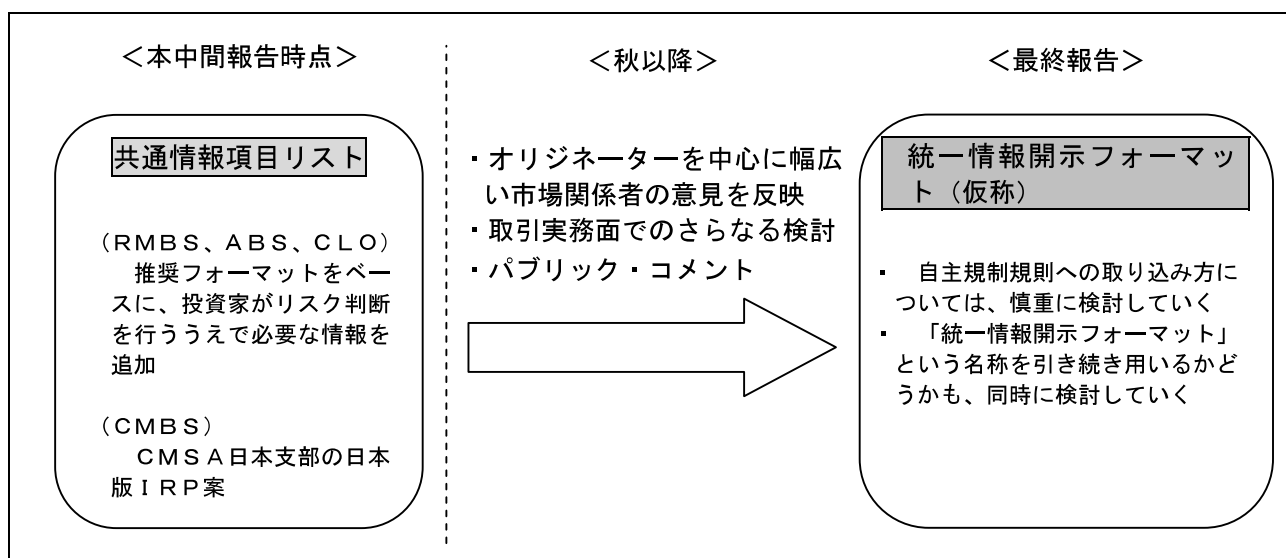
③「共通情報項目リスト(別紙参照)」について

(共通情報項目リストの位置付け)

○ 6月5日の本WG第6回会合において、「たたき台」が検討チームリーダーより報告された。「たたき台」に関しては、検討チームにおいて、フォーマット(様式、書式、形式)として検討されたものではなく、情報項目リストとして検討されたものであることから、本WGで最終的に策定を目指している「統一情報開示フォーマット(仮称)」との違いを明確にする意味もあって、「共通情報項目リスト」と呼ぶことになった。

○ 秋以降、本WGでは、「共通情報項目リスト」をベースに、オリジネーターを中心に幅広い市場関係者の意見を反映させて現実性を高めていくとともに、取引実務上の観点からも詰めた検討を行う。そのうえで、自主規制規則の中にどのように取り込んでいくのかを議論していく(本来の意味での「フォーマット」として、例えば項目の順番などの書式的なものまで自主規制規則の条文の中に直接落とし込んでいくかどうかについては、今後慎重な検討が必要であり、「統一情報開示フォーマット」という名称を引き続き用いるかどうかも同時に検討していく)。

統一情報開示フォーマット(仮称)策定プロセスのイメージ





(共通情報項目リストの概要)

(1)RMBS、狭義ABS、CLO

- 証券化市場フォーラム「推奨フォーマット」をベースに検討した。
- 現在の我が国において典型的と思われる商品を想定しつつ検討が行われている。どのような商品が「典型的」であるかは、検討チームにおいては議論されていないが、RMBSについては、金融機関又はノンバンク（所謂モーゲージバンクを含む）がオリジネーターとなっている住宅ローン債権（債務者の自己居住目的住宅を担保するものに限定せず、アパートローン、投資用マンションローンも含む）の証券化商品が、狭義ABSについては、リース債権、クレジット債権、キャッシング債権等の証券化商品が、それぞれ想定されている。また、CLOについては、金融機関による企業向け貸付債権の証券化商品を中心に想定されているが、所謂「マネージド型」の商品にも対応できるものとした。
- 各項目に「レベル」を3段階で併記した。「レベル1」は多くの場合にほぼ必須と考えられる項目、「レベル2」は有益な情報であり多くの場合に提供され、検討の対象となることが望ましい項目、「レベル3」は有益な情報ではあるが「レベル2」よりは優先度が低いと思われるものを示している。
- 「推奨フォーマット」対比では、幾つか項目が追加されているが、このうち「商品名」（商品を特定できる固有の名称）については、同一の信託受益権であるにも拘らず、当事者・関係者によって異なる名称・契約番号等が用いられている問題を背景としている。同一の信託受益権については各当事者が同一の名称を用いることが望ましいと考えられる。また、その場合の名称は、契約番号等の記号・番号等のみとするべきではなく、名称に相応に意味があるものが好ましいとも思われる。

(2)CMBS

- CMSA日本支部・標準化小委員会の「標準レポート」がその開発途上にあることから、本中間報告の段階では、CMSA日本支部の「標準レポート」の作成プロセス・作成当事者・基本的な考え方についてヒアリングを行い、その点に基づき、日証協の自主規制規則の制定に当たっての活用が可能なレベルにあるとの暫定的結論を得た。そのため、内容自体はCMSA日本支部作成のものをそのまま提示している。

(共通情報項目リストの留意点<RMBS、狭義ABS、CLOに関して>)

- 共通情報項目リストは、「どのような目的に使用されるか」、「誰による誰に対する情報伝達の対象となるのか」については考慮せずに作成されている。このため、一般的にサービサー等が情報生産し、格付会社・受託者等が投資家に伝達するものも含まれている。また、情報が存在するとしても、必ずしも販売者が入手できないものも含まれている。
- 現在の我が国において典型的と思われる商品を想定しつつ検討が行われているものの、現実の証券化商品にはそれぞれ個性・個別性があるため、汎用性には限界があり、画一的に用いるには適していない。
- レベル区分に関しては、検討チームではその定義について厳密には検討していないうえ、各項目の相対的な優先度は、商品の特性、情報の利用者が置かれている状況、情報の利用目的等によって異なると考えられる。例えば、同一の資産を裏付けとする証券化商品であっても、劣後比率20%でトランシェの厚み80%のシニアクラスを保有している投

資家と、劣後比率5%でトランシェの厚み5%のメザニクラスを保有している投資家とでは、リスク評価の際に求める情報の範囲及び深さは大きく異なるものと考えられる。

- 共通情報項目リストには、「リスク」の一部及び「リターン」を評価するに当たって必要な項目が含まれていない。すなわち、金利リスクの評価の大半及びリターンの評価のためには、信頼できる価格情報が不可欠であるが、価格情報は商品に内在する情報ではなく、発行時及び発行後に随時外部から与えられる情報（金融機関等の評価者による参考時価、気配、提示価格、その他の評価額）であることから、共通情報項目リストに含めることは適切ではないとの考えから、含めていない。

（検討チームにおいて議論されたものの、共通情報項目リストには記載されていない事項）

- 検討チームにおいては、「原資産に係る債権の存在確認に関する情報（必ずしも『コンフォート手続』の内容そのものではなく、実施されたか否か、実施した場合に実施した監査法人名、実施しなかった場合に販売者はオリジネーターによる表明保証以外に何らかの情報に依拠したのかといった情報）」が投資家に提供されるべきとの意見が出た。一方、「コンフォート手続」の内容は投資家を含め第三者には開示できないものであるほか、販売者が引受審査の過程で自ら生産する情報は、第三者への伝達を意図したものではなく、投資家を含む第三者への情報提供は現実的ではないとの意見もあった。
- 仮に、共通情報項目リストが投資家に対する情報伝達に用いられるとした場合に、投資家における情報の期日管理の観点から、情報伝達の頻度・時期・手段（毎月か半年毎か、何日頃か、ファックスか情報ベンダー経由かなど）について予め明示されるべきであるとの意見もあった。

（共通情報項目リストの留意点＜CMBSに関して＞）

- CMBSの共通情報項目リストについて、CMSAが作成中である標準レポートを活用するという点については、CMSA会員の任意により使用される標準レポートと金商法に基づく自主規制機関の規則とでは、法的意味合いが大きく異なることに配慮し、項目リストの内容と扱い方についても、自主規制規則としての適切性の観点から、慎重に検討する必要がある。

#### ④情報の正確性の確保について

- 本WGでは、「販売者が情報伝達を推進していくに当たり、情報の正確性をどう確保していくのか」という問題意識から、公認会計士より以下の説明を受けた。なお、この論点に関しては、これまでの会合では以下の説明を受けるに止まっており、詳細な審議は秋以降の課題となっている。

（公認会計士からの説明）

- ・ 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、①外部証憑と開示項目のチェック、②情報作成プロセスのチェック、の2つがある。このうち、①については比較的容易に行える一方、②については内部資料に関する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、①開示資料の正確性に係るレビュー業務、②開示資料の正確性に係る合意された手続業務（Agreed Upon Procedures）、③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（SAS70業務、監査基準委員会報告第18号に基づく内部統制の検証業務）、の3つがある。

- ・ ①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。
- ・ ②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。
- ・ ③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。

#### （6）理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備について（自主規制規則における位置付けについては継続審議）

##### ①日証協ガイドラインについて

○ 本WGでは、「証券化商品の理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備」に関する検討を行った。まず、現行においても、理論価格ではないものの、証券会社が金融商品の時価情報を提供することに関するガイドラインとして、「証券会社における時価情報の提供において留意すべき事項について（以下「日証協ガイドライン」）」（平成12年8月）があることから、日証協ガイドラインについて確認を行った。

○ 日証協ガイドラインでは、「I. 時価情報の提供に関する基本原則－3. 時価情報の適正な提供体制の整備」において「**会員は、取引先企業に時価情報を適正に提供するための社内管理体制を整備することとする**」としている。

また、「II. 時価情報の提供に当たっての留意事項－2. 時価情報を提供する会員の留意事項」において、以下のようになっている。

「**会員は、取引先企業に時価情報を提供する場合、恣意性を排斥し客観的且つ合理的に入手又は評価・算定に努めるため、次の事項に留意する。**

(1) 会員は、時価情報の提供に当り、予め取引先企業への提供方法等について社内的な取

扱いを定めること。

- (2) 会員は、評価・算定時価情報か公表等時価情報かの別を予め明示した上で時価情報を提供すること。
- (3) 公表等時価情報については、公表資料の入手方法を提供することにより、取引先企業が、直接入手することを原則とし、会員が、当該取引先企業に代って公表等時価情報を入手し提供する場合には、入手先媒体など具体的な出所を明示すること。
- (4) 評価・算定時価情報については、実務指針に定める方法により評価・算定することを本旨とするが、時価情報を提供する会員の恣意性を排除し、公正妥当な評価・算定に資するため、次の事項に留意する。
  - ① 取引先企業から評価・算定時価情報の提供依頼があった場合においても、当該依頼のあった会員において合理的な評価・算定が困難であると判断したときは、当該取引先企業にその理由を説明し、評価・算定時価情報の提供は行わないこと。
  - ② 会員は、評価の精度を高める場合を除き、みだりにその評価・算定方法を変更せず、取引先企業からのそのような要求にも応じないこと。
  - ③ 会員は、評価・算定時価情報を提供する場合には、当該評価・算定時価情報の属性（「仲値」、「エグジット価格」等）を明確にし、次に掲げる方法により提供すること。」

○ 4月2日に公表された「監督指針改正案に対するコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」の中で、監督指針と日証協ガイドラインとの関係に関する部分について、以下のようになっている。

番号	コメントの概要	金融庁の考え方
22	<p>「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ことができる態勢」の整備</p> <p>日本証券業協会が日本公認会計士協会と協議の上で取り纏めた「証券会社における時価情報の提供において留意すべき事項について(ガイドライン)」(平成12年8月)のⅡ2.(4)①では、「会員において合理的な評価・算定が困難であると判断したときは、当該取引先企業にその理由を説明し、評価・算定時価情報の提供は行わないこと」とされている。ガイドラインの見直しについて両協会では何ら協議されていない中で、本監督指針(案)は結論を先取りしたかのような印象を与えかねず、見直しを行っていただきたい。</p> <p>ガイドラインのⅡ2.では、証券会社による時価情報の提供は努力規定とされている。ガイドラインの見直しについて両協会では何ら協議されていない中で、本監督指針(案)が時価情報の提供を(努力規定ではなく)義務化することを意図したものであることを念の為確認したい。</p>	<p>価格を提示できる「態勢整備」と記載しているのは、顧客からの求めがあった場合にそれに対応可能となっているかどうかを着眼点とするという趣旨であり、価格提示を義務化したものではなく、また、「会員において合理的な評価・算定が困難であると判断したときは、当該取引先企業にその理由を説明し、評価・算定時価情報の提供は行わないこと」という日本証券業協会のガイドラインを上書きするものではありません。</p> <p>なお、日本証券業協会のガイドラインでは、協会員は「取引先企業に時価情報を適正に提供するための社内管理体制を整備することとする。」とされています。監督指針の規定は、これを踏まえたものではありません。</p>

○ さらに、本WGにおいても、監督指針と日証協ガイドラインとの関係について、金融庁より以下のような説明がなされた。

- ・ 監督指針は、日証協ガイドラインにおける「評価・算定時価」をイメージして制定されており、監督指針における「理論価格」と日証協ガイドラインにおける「時価」については、勿論、細かく詰めていけば若干異なる可能性もあるが、大きくずれているという認識はない。
- ・ 監督指針は、販売者に対し、基本的に日証協ガイドラインで言うところの「評価・算

定時価」を出すための態勢整備と、恣意的な評価・算定を行わないことを求めている。そういう意味では内容的に新しいものを出した訳ではなく、今般のサブプライム問題を受けて監督の際の着眼点として取り入れたということ。

## ②流動性リスクの取り扱いについて

○ 本WG第3回会合において、日本公認会計士協会より、投資家が保有する証券化商品の評価を行う際の監査に関し、「『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。しかしながら、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」との説明があった。また、これに対し金融庁からも「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在意図しており、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。

## ③今後の議論の方向性と課題

○ 以上のことを踏まえ、本WGでは、監督指針の「証券化商品の理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備」の具体化は、「現行の日証協ガイドラインをベースとしていく」という方向性を取ることとなった（ガイドラインのままとするのか、何らかの形で自主規制規則に繋げていくのかについては継続審議）。また、証券化商品の価格についての考え方については、企業会計基準委員会との連携を図る等、会計上の取り扱いとの齟齬をきたさないよう協働の可能性を模索していく。

## (7) 補論（自主規制規則には落とし込まないもの）

○ 本WGでは、証券化市場の情報伝達において、格付会社や情報ベンダーが果たしている役割についても、関係者に対するヒアリングを基に審議を行った。これらは、今後制定する、販売者の自主規制規則に直接的に落とし込まれていくものではないが、証券化市場の情報伝達の推進に伴って証券化市場の情報インフラシステムがどのように進化していくかについての示唆を多く含んでおり、証券化市場の情報伝達における販売者の果たすべき役割を考える際には、事前に押さえておくべき、非常に重要なポイントだと考えられる。

### ①証券化市場の情報伝達において、格付会社が果たしている役割について

○ 監督指針では、証券化商品の販売者に対し、適切な情報伝達態勢の整備を求めているが、現実の証券化市場においては、販売者を通じた情報伝達のほかに、格付会社を通じた情報伝達が非常に重要な役割を果たしている。販売者にとっては、格付会社が果たす役割との補完関係を活用しながら、投資家が必要とする情報を効率的に伝達していくという視点も重要である。こうしたことから、本WGでは、販売者に関する自主規制規則を今後制定していくに先立ち、証券化市場の情報伝達面で格付会社が果たしている役割について把握しておく必要があるとの問題意識の下、格付会社からの説明を受けて、審議を行った。

(格付会社が重視している情報項目)

- 格付会社は、証券化商品の格付付与時、及び期中において、以下のような情報項目を重視している。したがって、以下のような情報項目については、必ずしもすべての項目がそのままの形ではないにせよ、格付会社の分析を通して、投資家に伝達されているものと考えられる。

**(1)当初格付の付与に際し、格付会社が重視している情報項目**

(金銭債権の証券化商品の場合)

- ・ 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）。
- ・ 原資産（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＜入手可能な場合のみ＞、回収率＜同＞、金利シナリオ＜同＞、超過収益＜同＞、プールの属性情報、現金準備金等）。

(不動産の証券化商品の場合)

＜物件レベル＞

- ・ 不動産鑑定評価書、エンジニアリングレポート（地震リスクと環境リスクを含む）、レントロール、過去の収支実績、マーケットレポート（必要な場合のみ）、Q & Aなどにおいてケースバイケースで提供される個別資料、既存格付案件での類似物件に関する資料、一般に入手可能な賃料情報、サブマーケット情報）。

＜ローンレベル＞

- ・ ローン関連契約一式（意見書を含む）、ローンサマリー、スポンサー・アセットマネジャーとのデューデリジェンス。

**(2)格付会社が期中にモニタリングしている情報項目等**

(金銭債権の証券化商品の場合)

- ・ 格付会社は、モニタリング業務として、「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や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チェック等＞、信用補完の十分性等）、「再シミュレーション等の実施による、格付変更の必要性に関する検討」を行っている。
- ・ 格付会社が、格付変更の際に重視している情報項目は、格付付与時と同様である。ただし、格付付与時と比べて、「直近までのパフォーマンスが得られる」反面、「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）」とか「得られる情報にタイムラグがある」といった問題がある。

(不動産の証券化商品の場合)

＜ボンドレベル＞

- ・ 配当計算期間及び交付日、元本（期初及び期末の元本残高、期中約定元本償還額、期中期限前償還額）、配当（各クラスの配当率＜クーポンレート＞及び配当金額＜クーポン金額）、リザーブ金額（各種積立金の期初残高・期中取り崩し金額・期末残高）、各種費用（信託報酬、サービサー・フィー等）、契約上アドバンスが付与されている場合について

はアドバンス情報（アドバンス期初及び期末残高、アドバンス適用利率、アドバンス返済額など）。

#### <ローンレベル>

- ・ 利息計算期間及び利払い日、元本（期初及び期末の元本残高、期中約定元本償還額、期中期限前償還額）、利息（各ローンの利率<固定もしくは変動>、利息支払額）、リザーブ金額（各種積立金の期初残高・期中取り崩し金額・期末残高）、期限前弁済（期中に期限前弁済が発生した場合には、期限前弁済日、理由<不動産売却もしくはリファイナンス等>、期限前弁済金額についての記載）、各種トリガー事由発生状況（例えばDSCRトリガーやLTVトリガー。売却型案件の場合、売却率トリガー等）、延滞が発生している場合は延滞情報（遅延損害金、未収利息、未収元本、延滞状況<例えば30日未満の未収、30日以上60日未満の未収、60日以上90日未満の未収、90日以上の未収等>）、ウォッチ・リスト（正常債権であっても、現状及び今後のローン及び特定社債の返済に懸念が発生するような事象<例えば、トリガー事由発生状況、その原因等>が記載される。今後の方針等の記載もあることが望ましい）。

#### <物件レベル>

- ・ 報告対象期間、不動産収支情報（当初に査定した際と同等の情報が望ましい<賃料水準、稼働率、収入額、支出額、NOI、Capex、NCF等>）、賃料延滞情報（延滞金額・件数・延滞状況<例えば30日未満の未収、30日以上60日未満の未収、60日以上90日未満の未収、90日以上の未収等>。大口テナントの場合は、今後の対応についての確認が必要となる）、大規模修繕情報（必要な修繕工事が適切に実施されているか検証する必要がある）、テナント移動及び信用情報（大口テナントの入居及び退去情報及びリーシング状況、直近のレントロール、財務関連情報<シングルテナントや大口テナントの場合に必要な応じ>）、不動産売却情報（裏付けとなる不動産が売却される場合、その売却関連情報）、裏付け不動産の価値に大きな影響を与え得る事象についての記載（例えば、地震によって建物に被害を受けた場合、必要な工事内容、工事期間・費用、工事費用の手当てなどについて報告を依頼する場合がある）。

#### （格付会社の役割）

- 証券化商品の情報伝達面における格付会社の役割としては、以下のようなものが考えられる。

##### ①信用リスクの共通言語としての役割

- ・ 投資家は、独自の評価基準を持って信用リスク評価を行っているが、異なる投資家間においては互いの基準が異なることから、同一商品の信用リスクに関し単純比較できない。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、市場の効率化の向上に寄与していると考えられる。

##### ②豊富な情報量

- ・ 一般論として、格付会社の情報量は、投資家よりも多い。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いるほか、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り得る。

##### ③投資家の投資判断及び期中のモニタリングを効率化

- ・ より効率的な投資検討を必要とする投資家にとっては、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（仮にこれがないければ、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可能性）。

#### (4)マクロ的な情報の提供

- ・ 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。

#### (5)証券化市場の透明性への貢献

- ・ 個別の投資家の分析手法は開示されないのので、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。

(証券化商品の格付に関する留意事項)

- ただし、格付会社は、オリジネーター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を実施していることから、証券化商品の格付の前提と限界には留意する必要がある。

#### (1)格付に反映されていないリスク

- ・ 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、格付対象の証券化商品に内在していないリスク。
- ・ 格付会社が入手した情報が不正確性であるリスク。
- ・ スキームの中で関係者が不正を行うリスク。
- ・ 税制変更などの税務リスク（ただし、当初格付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している）。

#### (2)格付の前提条件に関する限界

- ・ 格付会社は、オリジネーターの表明・保証やコンフォートの入手などのチェックを行っているが、限界がある。
- ・ 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。

(格付会社の情報提供充実に向けた動きについて)

- 格付に関する大きなテーマとして、金融安定化フォーラム等で「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」との意見が見られる中で、大手格付会社3社は、グローバルに投資家に対しアンケートを実施。その結果、回答した投資家の多くの意見は「格付符号は区別しない方が良い」とのことであったが、同時に「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。
- このため、大手格付3社は、追加的な格付関連情報の提供に関し公表している。また、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を重視する格付会社も見られている。



②証券化市場の情報伝達において、情報ベンダーが果たしている役割について

- 今後、証券化商品の販売者が情報伝達態勢を整備していくことに対応し、規制ではないが、自主的に第三者に対する開示を充実させ、かつ開示コストの最小化や市場参加者の利便性向上等の観点から、開示手段として情報ベンダーを活用していくことが有力な選択肢として考え得る。本WGでは、このような問題意識から、大手情報ベンダー2社に対し、証券化商品の情報提供に関する現状と今後の展望についてヒアリングを実施し、以下のような説明を受けた。

(A社からの説明)

- ・ 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、「モーゲージ・セクター」に登録されているのは46件。このうち、予想CFが提供されているものは34件。また、15件は私募案件で、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CF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RMBSのみエクセル・ファイルで提供されているが、それ以外はPDF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という点、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WG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YT機能」が提供されている。
- ・ 米国では、CMBS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CMBS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-REIT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。
- ・ 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CDO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。二次証券化商品については、米国では、まず一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。

(B社からの説明)

- ・ 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RMBSの場合は、これらに加えて、信託債権のCFデータやリスケジュールリングファクター、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RMB Sに関しては、次のような特徴がある。①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、②目論見書・仕組等が詳細に公開されていること、③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、④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RMB 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OASで条件に関する議論ができるということでも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RMB Sだけではなく、民間金融機関RMB 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RMB 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。逆に言えば、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。

## 5. 今後の課題

○ 以下では、本中間報告の時点で残された、今後の課題について整理する。以下に整理された課題については、「6. 秋以降の大まかなスケジュール」に沿って対応していく。

### (1) 証券化商品の範囲について（自主規制規則の方向性に関するもの）

#### ①監督指針の対象となる証券化商品範囲（＝本WGの審議の対象となる証券化商品の範囲）

- 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」として上記「4. - (3) - ①監督指針の対象となる証券化商品の範囲」に記載の(1)～(5)を掲げ、限定列挙している。これについては、以下の課題が残っている。
- ・ Traceabilityの確保に問題がないと考えられる証券化商品について詰めていくこと（上記「4. - (3) - ①監督指針の対象となる証券化商品の範囲」に記載の(1)～(5)に該当する証券化商品について詰めていくこと。また、それ以外の証券化商品において監督指針の対象外となるものを詰めていくこと）
  - ・ 「仕組み債」の定義を明確にすること。
  - ・ 「集団投資スキーム」の定義を明確にすること。

## ②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

- 中間報告では、4アセットタイプの一次証券化商品について、統一情報開示フォーマット（仮称）の対象とした（4. -（3）-②）。これについては、以下の課題が残っている。
  - ・ 統一情報開示フォーマット（仮称）の対象となっていない証券化商品（4アセットタイプ以外の一次証券化商品やエクイティ形態＜優先出資＞の証券化商品、二次証券化商品）について、統一情報開示フォーマット（仮称）の作成等、定型化・標準化の可能性を探っていくこと。

## ③日証協の自主規制規則の対象となる範囲

- 今後制定することとなる日証協の自主規制規則の対象となる証券化商品の範囲は、監督指針の対象となる証券化商品のうち、商品としての形態が金融商品取引法第2条第1項に規定される有価証券（典型的には「社債」、「優先出資」）となっているものに限られる（4. -（3）-③）。これについては、以下の課題が残っている。
  - ・ 出口としての商品形態の如何に拘らず、網羅的に公平にルールを課すことが適切だと考えるのであれば、日証協の所管外である「金融商品取引法第2条第2項に規定される有価証券（みなし有価証券）」や「金融商品取引法の対象外である貸出債権（ABL）」の取り扱いについても、何らかの提言等を行っていくということ。
    - 例えば、金融庁に対し、「みなし有価証券に関する自主規制として、今後本WGで制定するものと同様のものを導入すること」や「銀行や貸金業者に対し、金融商品取引業者等向けの今般の監督指針と同等の効果を持つ規制等を課すこと」について、提言していくことも考え得る。
    - なお、日証協の協会員が証券化商品として「みなし有価証券」を販売する際には、社債等に準じた取り扱いを行う趣旨の文言を、自主規制規則の中に記載することも考え得る。

## （2）原資産の内容やリスクに関する情報伝達に係る態勢整備について（自主規制規則の方向性に関するもの）

### ① 取引実務面での検討について

- 「情報伝達行為面における考え方」（4. -（4）-①）は、あくまでも「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」についての「大まかな方向性」を示したものに過ぎず、取引実務面からの検討が十分になされたものではない。したがって、秋以降、示した方向性について、取引実務面からの検討を十分に行い、自主規制規則の制定に繋げていくことが課題である。
- 特に、主としてセカンダリーにおいて、販売者が組成を行わず販売のみを行う場合については、原資産の内容やリスクに関する情報の収集・分析において、組成者と同等の情報を有しているとは限らないことから、こういった場合における運用方法についても、今後議論していく必要がある。

## ② 達成すべき「人員・組織」について

- 「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」として、販売者が達成すべき「人員・組織」に関しては、各社の経営判断に関する問題でもあることから、一概には言えないものである。しかしながら、当局から態勢整備が求められていることに加え、新たに証券化市場に参入する販売者にとっての参考に資するという意味においても、何らかの形で目線合わせができないものか、検討していく。

## (3) 統一情報開示フォーマット（仮称）について（自主規制規則の方向性に関するもの）

### ①統一情報開示フォーマット（仮称）の策定

- 本中間報告段階における「共通情報項目リスト」を基に、「統一情報開示フォーマット（仮称）」を策定していく。その際には、以下のことが課題となる。
  - ・ オリジネーター等の意見を反映させることで、より現実的なものにしていくこと。  
→ 例えば、オリジネーターに対し、本中間報告に関するアンケート調査を行い、そこで得られた意見を反映させていくことが考えられる。
  - ・ 取引実務上の観点からの詳細な検討（項目についての検討、フォーマットとしての書式面等についての検討）を行うこと。組成を行わない販売者が販売を行うケースに関する検討も行う。
  - ・ 法定開示項目との整合性を検討していくこと。
  - ・ CMBSについては、銀行がオリジネーター兼サービサーである場合に、CMSAのIRPに対応可能かどうか、銀行に対しヒアリングを行い、検討していくこと。

### ②実効性の確保に向けた検討

- 統一情報開示フォーマット（仮称）の運用について実効性を確保していくためには、同フォーマットの中身に関する検討に加えて、以下のことも課題となる。
  - ・ 情報の出し手であるオリジネーターに対し、何らかの形で協力を要請すること。

### ③自主規制規則への落とし込み方についての検討

- 統一情報開示フォーマット（仮称）の自主規制規則への落とし込み方について、以下のことを慎重に検討する必要がある。
  - ・ 統一情報開示フォーマット（仮称）を自主規制規則の参考様式として掲げるものの、
    - ① 「規制」という観点からはあくまでも「参考」様式であるので、項目の順番など書式面も含めて、先進的な情報伝達方法として強く推奨はするが、義務付けは行わない、とするか、
    - ② 項目の順番など書式面も含めて「規制」として義務付け、その旨条文にも盛り込むか、ということ。  
→ 情報伝達コストの最小化や利便性向上のために、市場参加者が主体的に書式の標準化を行うということと、自主規制規則で義務付けてしまうということとは、明確に分けて考える必要がある。
  - ・ 書式としては、私募であっても法定開示様式に従った説明資料が作成されることが一般化している商品もあり、法令及び市場慣行との整合性を慎重に検討する必要がある。

・ CMBSについては、CMSAのIRPを統一情報開示フォーマット（仮称）として採用していく方向性になっているが、上記に掲げた、統一情報開示フォーマット（仮称）全般の取り扱いに関する検討に加えて、

① あくまでも「IRPと同じ内容のもの」を統一情報開示フォーマット（仮称）として、自主規制規則に落とし込むか、

② 「IRPそのもの」を統一情報開示フォーマット（仮称）として、自主規制規則に落とし込むか、ということ。

→ 仮に「②」とした場合は、書式まで含めて自主規制規則で規定されることとなるほか、CMSAという日証協とは異なる団体の（IRP）運営方針等によって、日証協の自主規制規則が左右されるという問題が生じるので、この点に関し対応策等の検討が必要。

→ CMSAのIRPを協会規則としてそのまま採用することには、民間団体であるCMSAの会員が任意に採用する標準化フォームであるIRPと金商法に基づく自主規制規則との法的性格、意味合いの違いを考慮し、開示項目の選択については協会として独自の（制定後の継続的な見直しも含め）慎重な検討が必要。

#### ④ 情報の正確性の確保について

○ 本WGでは、「販売者が情報伝達を推進していくに当たり、情報の正確性をどう確保していくのか」という問題については、中間報告の段階では詰めた議論がなされていない。したがって、秋以降、この点について審議していく必要がある。

#### ⑤ 統一情報開示フォーマット（仮称）に落とし込めない情報の取扱い

○ 投資家が原資産の内容やリスク判断に必要な情報のうち、統一情報開示フォーマット（仮称）には落とし込めないものについて、どう取り扱っていくかということについて、審議していく必要がある。

#### ⑥ 定期的な見直しについて

○ 投資家が原資産の内容やリスク判断に必要な情報、あるいはオリジネーターが出せる情報、すなわち、統一情報開示フォーマット（仮称）の適切な内容は、経済環境の変化や法律・会計制度等の変化により異なってくる可能性がある。このため、統一情報開示フォーマット（仮称）を導入した後も定期的な見直しが必要である。さらには、より目先の問題として、統一情報開示フォーマット（仮称）を実際に策定した直後においても、実務的な問題から見直しの必要が生じる可能性が否定できない。したがって、以下のことが課題となる。

・ 統一情報開示フォーマット（仮称）を導入した後の、見直しに関するルール（見直しを行う主体、見直しを行うタイミング、見直しを行うプロセス等）を定めること。

（４）理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備について（自主規制規則における位置付けについては継続審議）

#### ① 具体的な取り扱いについて

○ これまでの会合において、監督指針の「証券化商品の理論価格の評価・算定、提示に係

る態勢整備」の具体化は、「現行の日証協ガイドラインをベースとしていく」という方向性を持つこととなったものの、その具体的な取り扱いについては検討されていないことから、以下の点などについて、今後審議していく必要がある。

- ・ ガイドラインのままとするのか、何らかの形で自主規制規則に繋げていくのかということ。
- ・ 仮に、ガイドラインのままとする場合、現行のままでよいのか、何らかの修正等が必要なのかということ。

○ なお、IOSCOなど国際会議における、投資家の価格評価に関する議論との整合性にも配慮した対応を取っていく必要がある。

#### (5) 海外の証券化商品の取り扱いについて

○ 海外の証券化商品（海外の資産を裏付として組成される証券化商品）については、その原資産に関する情報のTraceabilityの確保や理論価格の提供に関し、日証協の自主規制規則では直接的に対応することに難しい面があるものの、監督指針の対象であることから、本WGとしてどのように対応していくべきか、検討することが必要である。

→ 本WGの最終報告書について、金融庁を通じて金融安定化フォーラムなど国際的な議論の場で紹介するとともに、各国当局の協力を要請する等の試みが考えられる。

#### (6) 自主規制規則の適用の仕方について

○ 将来、自主規制規則が制定され、施行された際に、「施行日以前に販売された証券化商品の扱いをどうするのか」、「施行日以降に販売される証券化商品にはすべて自主規制規則が適用されるのか」、といった適用の仕方についても、秋以降の審議を通じ、方針を決定することとする。

## 6. 秋以降の大まかなスケジュール

会合日程等	大まかな内容
9月	オリジネーターに対するアンケート実施
(第8回) 9月 5日 15:00~17:00	○理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備について ○海外の証券化商品の取り扱いについて
(第9回) 9月18日 15:00~17:00	○原資産の内容やリスクに関する情報伝達に係る態勢整備について
(第10回) 10月 2日 15:00~17:00	○統一情報開示フォーマット（仮称）について
(第11回) 10月17日 15:00~17:00	○統一情報開示フォーマット（仮称）について（続き）
(第12回) 10月30日 15:00~17:00	○証券化商品の対象範囲について
(第13回) 11月12日 15:00~17:00	○最終報告、自主規制規則について（パブリック・コメント版）
(第14回) 11月25日 15:00~17:00	○最終報告、自主規制規則について（パブリック・コメント版） ＜続き＞ ○自主規制規則の適用の仕方について
12月	パブリック・コメント実施
(第15回) 1月27日 15:00~17:00	○パブリック・コメントの結果について
(第16回) 2月 5日 15:00~17:00	○最終報告、自主規制規則について（完成版）
(第17回) 2月13日 15:00~17:00	○最終報告、自主規制規則について（完成版）＜続き＞

（注）現時点におけるイメージであり、今後変更することもあり得る。

以 上