

平成 23 年 3 月 14 日

金融庁監督局総務課バーゼルⅡ推進室 御中

「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準」等の一部改正案等に対する意見

(意見提出者及び連絡先)

一般社団法人流動化・証券化協議会
銀行の健全性と証券化タスクフォース
〒105-0001
東京都港区虎ノ門 2-9-14 発明会館 3F
TEL : 03-3580-1156
FAX : 03-3580-1157

貴庁より平成 23 年 2 月 10 日付でパブリックコメントに付された「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準」等の一部改正案等について、下記のとおり意見を提出致します。

なお、本意見は、「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準」の一部改正案（以下「告示改正案」といいます。）中の条文を参照しておりますが、「労働金庫法第九十四条第一項において準用する銀行法第十四条の二の規定に基づき、労働金庫及び労働金庫連合会がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準」の一部改正案など、今回パブリックコメントに付された他の改正案中、同趣旨の全ての箇所に対して共通の意見として申し述べるものである点、あらかじめお断りをさせていただきます。

また、本意見は、当タスクフォースの責任において検討・とりまとめが行われたものですが、当タスクフォースを含む当協議会会員は、オリジネーター、アレンジャー、受託者、投資者、格付会社、弁護士、公認会計士等の専門家等、多様な立場から流動化・証券化取

引に関わるため、個々の意見については、それぞれの立場において本意見書と異なる意見を有する可能性がございます。

本意見は、この点に留意しつつも、流動化・証券化市場の健全な発展という観点から、意見を申し上げるものである点、あらかじめご了承いただければ幸甚に存じます。

記

意見の要旨

(1) 告示改正案第1条第2号の2ただし書イについて

- ・ 「原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャー」とは、原資産が単一の一次証券化取引に係る複数のトランシェの商品である場合も含む趣旨であると理解してよいか、ご教示いただきたい。
- ・ 「原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャー」に該当する限りにおいては、一次証券化取引では達成できないようなリスク特性を備える目的で二次証券化取引が行われるといった特段の事情がない限り、「当該証券化取引の前後で証券化取引に係るリスク特性が実質的に変更されていないもの」に該当するものであり、再証券化エクスポージャーに該当しない（告示改正案第1条第2号の2ただし書イ）と理解してよいか、ご教示いただきたい。
- ・ 原資産が単一の証券化エクスポージャーではないものの、リスク特性としては、一次証券化商品とは実質的にはほとんど変わらず、ABS-CDOのようなシステムティック・リスクとの間により高い相関を有しているとはいえない商品についても、文言上、再証券化エクスポージャーに該当しないとするような措置を採用していただき、その解釈の指針についても可能であれば明らかにしていただきたい。

(2) 告示改正案第1条第2号の2ただし書ロについて

- ・ 「当該証券化取引に係る最劣後部分を保有する」（同号ただし書ロ(1)）とは、最終的に組成された証券化商品に着目して、そのうち、最劣後部分の信用リスクを引き受けることとなるものを保有するとの趣旨と理解してよいか。

- ・ 株式会社日本政策金融公庫（旧・中小企業金融公庫）（以下「公庫」という。）の関与の下で組成される中小企業 CLO のうち「買取型キャッシュ方式」で、公庫が当事者とならない従来型のものについても、「当該国等により、…行われる証券化取引」（同号ただし書ロ柱書）及び「当該国等がオリジネーターとして」（同号ただし書ロ(1)）に該当すると理解してよいか。
 - ・ 公庫の関与の下で組成される中小企業 CLO のうち「買取型シンセティック方式」で公庫がオリジネーターと発行体 SPC の間で CDS の当事者となる最新型については、「当該国等により、…行われる証券化取引」（同号ただし書ロ柱書）及び「当該国等がオリジネーターとして」（同号ただし書ロ(1)）に該当すると理解してよいか。
 - ・ 公庫の関与の下で組成される中小企業 CLO のうち「買取型シンセティック方式」で公庫がオリジネーターと発行体 SPC の間で CDS の当事者となる最新型については、各 CDS において免責部分が設けられる場合、公庫と発行体 SPC との間の CDS が二次証券化取引ではあるが（その前後でリスク特性の実質的変更がない限り）同号ただし書ロに該当することによって再証券化取引に該当しないこととなり、したがって、発行体 SPC による階層化された社債の発行は三次証券化取引ではあるが、同号ただし書イに該当することによって再証券化取引に該当しないものと理解してよいか。
 - ・ 公庫の関与の下で組成される中小企業 CLO のうち「保証型出口保証シンセティック方式」を複数の金融機関をオリジネーターとして行った場合については、公庫は取引そのものには最終的な証券化商品のうち最劣後のものを保証するという形でのみ当事者となるに過ぎないが、そうであっても、「当該国等により、…行われる証券化取引」（同号ただし書ロ柱書）、「当該国等がオリジネーターとして」（同号ただし書ロ(1)）及び「最劣後部分を保有する」（同）に該当すると理解してよいか。
 - ・ そもそも、スキーム全体を見て（すなわち、一次証券化取引において）「当該国等」又は「オリジネーター」が最劣後部分のリスクを引き受けている場合には、最終的な証券化商品の最劣後部分を「当該国等」が保有する必要はないのではな
いか。
- (3) 「当該国等が法令に基づいて当該証券化取引の勘定を区分して経理することとされていること」（告示改正案第 1 条第 2 号の 2 ただし書ロ(2)）について

- ・ 公庫は、法律の規定に基づいて、中小企業者向け融資・証券化支援保証業務及び中小企業者向け証券化支援買取業務のそれぞれについて経理を区分し、それぞれ勘定を設けて整理することとされているが（株式会社日本政策金融公庫法第 41 条第 3 号、第 4 号ご参照）、このことから公庫の関与の下で組成される中小企業 CLO は本要件に該当することを確認したい。

(4) 「当該国等が当該証券化取引の原資産に係るデフォルト情報を定期的に公表していること。」（告示改正案第 1 条第 2 号の 2 ただし書ロ(3)）について

- ・ 公庫の関与の下で組成される中小企業 CLO のうち、過去に発行された買取型と自己型の各案件については、少なくとも、「デフォルト率」が四半期に 1 度、公庫により公表されていることから、本要件に該当するものと理解しているが、そのような理解でよいか。なお、ここでいう「原資産」とは、中小企業 CLO が全体として 1 個の合成型証券化取引である場合には、告示改正案第 1 条第 2 号の 2 本文の「原資産」とは異なり、オリジネーターである金融機関が保有し CDS において参照債務とされている中小企業向けの貸付債権を指すものと理解しているが、そのような理解でよいか、念のため確認したい。

- ・ 公庫の関与の下で組成される中小企業 CLO のうち、保証型については、過去の各案件については、「デフォルト情報を定期的に公表している」に該当しないように思われるが、保証型（特に、出口保証シンセティック方式）で複数の金融機関によりオリジネートされるスキームについても、公表する主体を「当該国等」ではなく、オリジネーターその他の第三者まで含める等の方法により再証券化取引の例外から排除されないよう、ご検討していただきたい。

(5) 「日本政府、我が国の地方公共団体又は第六十一条第一項に規定する我が国の政府関係機関（以下この号において「国等」という。）により、中小企業に対する金融の円滑化を主たる目的として行われる証券化取引であって、次に掲げる要件の全てに該当するもの」（告示改正案第 1 条第 2 号の 2 ただし書ロ柱書について）

- ・ 告示改正案第 1 条第 2 号の 2 ただし書ロ柱書は、中小企業に対する金融の円滑化を主たる目的として行われる証券化取引のみをその目的としているが、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」において、中小企業の円滑な業務遂行のみならず、住宅ローン債務者の生活の安定等を目的として制定されている。同法のように、住宅資金の貸付けの円滑化を主たる目的と

して行われる証券化取引についても、再証券化取引の対象から除外するようご検討いただきたい。具体的には、独立行政法人住宅金融支援機構（以下「機構」という。）の証券化支援事業に基づき組成される証券化商品についても、対象とする旨の規定を設けていただきたい。

(6) 複数の取引に係る特定貸付債権を原資産として証券化取引を行う場合の取扱いについて

- ・ 告示改正案第1条第2号の2本文の定義によれば、内部格付手法の場合にのみ存在する「特定貸付債権」が「証券化取引」の定義から除外されること（告示第1条第2号）の結果として、例えば複数の取引に係る「特定貸付債権」（として内部格付手法においては分類されることとなるエクスポージャー）を原資産として証券化取引を行った場合、内部格付手法においてはこれは再証券化取引に該当する余地がないのに対し、標準的手法においてはこれが再証券化取引に該当することになってしまう。したがって、標準的手法においても、内部格付手法の場合と同様に、再証券化取引に該当しないこととなるよう、規定を改めていただきたい。

1. 告示改正案第1条第2号の2ただし書きについて

「再証券化エクスポージャー」を導入し、証券化エクスポージャーに比べて大幅に高いリスクウェイトを課す理由につき、バーゼル銀行監督委員会は、2009年1月の市中協議文書「バーゼルⅡの枠組みの強化案」の発表に当たって、「今般の危機が明らかに示している通り、資産担保証券により構成される債務担保証券（すなわちABS-CDO。いわゆる「再証券化商品」）は、伝統的な証券化商品に比べ、システムティック・リスクとの間により高い相関を有している。したがって、再証券化商品にはより高い所要自己資本が適切である」と述べている¹。また、2009年7月の「バーゼルⅡの枠組みの強化」の公表時のプレスリリースでは、「再証券化エクスポージャー（所謂ABS-CDO）に対して、これらの商品に内在するリスクをより適切に反映するため、より高いリスクウェイトを導入する」と説明している²（何れも原文は英文であるが、貴庁ウェブサイトに掲載されている「仮訳」から該当箇所を引用）。こうした背景を踏まえれば、システムティック・リスクとの高い相関が認められる「所謂ABS-CDO」以外の種類の証券化エクスポージャーは可及的「再証券化エクスポージャー」に該当しないよう細心の注意を払い、形式的には再証券化商品には該

¹ <http://www.bis.org/publ/bcbs150.htm>

² <http://www.bis.org/press/p090713.htm>

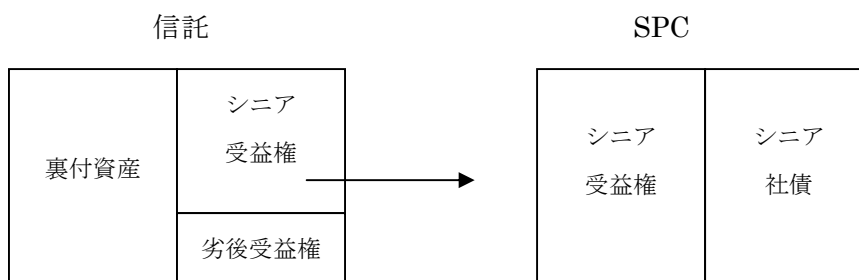
当するものの、経済実態は一次証券化商品と変わらないものについては、再証券化に該当しないような運用が可能となるような定義規定を置くべきと考える。

本案では、この点を考慮し、「原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャー（再証券化エクスポージャーを除く。）である証券化取引であって、当該証券化取引の前後で証券化取引に係るリスク特性が実質的に変更されていないもの」（告示改正案第1条第2号の2ただし書イ）を除外したものと推察する。

このように単一の証券化取引にかかるエクスポージャーのみを原資産とする証券化商品について、再証券化商品から除外する規定を置くこと自体は妥当であると考えられる。もっとも、「当該証券化取引の前後で証券化取引に係るリスク特性が実質的に変更されていないもの」の要件については、「リスク特性」の内容やどのような場合が「当該証券化取引の前後で証券化取引に係るリスク特性が実質的に変更されていないもの」該当するのか必ずしも明らかではないように思われる。この点、以下(1)及び(2)の点を明らかにしていただきたい。また、下記(3)のように原資産が単一の証券化エクスポージャーのみを原資産とする証券化商品ではないが、経済実態は一次証券化商品と変わらず ABS-CDO のようなシステムティック・リスクとの間により高い相関を有しているとはいえない商品についても、再証券化の定義から除外することを可能とするようにご検討していただきたい。

- (1) 優先劣後構造を有する階層化された受益権の一部を裏づけに、SPC が社債（階層化なし）を発行する場合

<スキーム図>

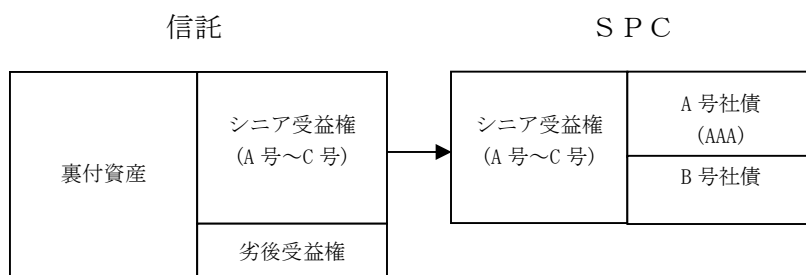


この場合、SPC が発行する社債レベルでは、階層化が無いことから、告示案の定義上、そもそも「証券化取引」（告示改正案第1条第2号の2本文）に該当せず、従って、ただし書きを問題とするまでも無く、再証券化エクスポージャーに該当しないと考えられるが、このような理解で間違いがないか。

なお、シニア社債の取扱いについては、本スキームを全体として「証券化取引」と考え、ないし、いわゆるルックスルーにより（再証券化エクスポージャーではない）単なる証券化エクスポージャーとして取り扱われるものと考えている。

- (2) 単一の証券化取引による（優先劣後構造を有する階層化された）受益権の一部（単一又は複数のトランシェ）を裏づけに、SPC が優先劣後構造を有する階層化された社債を発行する場合

<スキーム図>



このような場合、信用リスクのトランシングは複数階層で行われており、SPCレベルの取引も「証券化取引」（告示改正案第1条第2号の2本文）には該当すると思われる。

しかしながら、この場合、原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャーである。また、本来、受益権レベルで行うことの出来るトランシングをSPCレベルでも行ったのみであって、証券化取引を全体として見た場合には、経済実態は一次証券化商品と変わらず、二次証券化取引の前後を通じて実質的にリスク特性が変更されたとは考えにくい。また、前記の枠組み強化文書の公表時において示されている再証券化エクスポージャーに高いリスクウェイトを導入する趣旨を踏まえても、かかる二次証券化取引の過程を通じて、システムティック・リスクとの相関性が高まるとは考えにくい以上、かかる二次証券化取引を再証券化取引に該当させるべきではない。

従って、上記のような取引は、告示改正案第1条第2号の2ただし書イが適用され原則として、再証券化エクスポージャーに該当しない、と考えているが良いか。

なお、「原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャー」である限りにおいて、（原資産が一次証券化商品の単一のトランシェか複数のトランシェにかかわらず、）特段の事情がない限り、「当該証券化取引の前後で証券化取引に係るリスク特性が実質的に変更されていないもの」に該当するものであり、再証券化エクスポージャーに該当しない（告示改正案第1条第2号の2ただし書イ）、と理解しており、「当該証券化取引の前後で証券化取引に係るリスク特性が実質的に変更されていないもの」との要件については、一次証券化では達成できないようなリスク特性を備えた商品が二次証券化によって組成された場合などごく例外的で濫用的な場合を排除する趣旨であると理解しているが、そのような

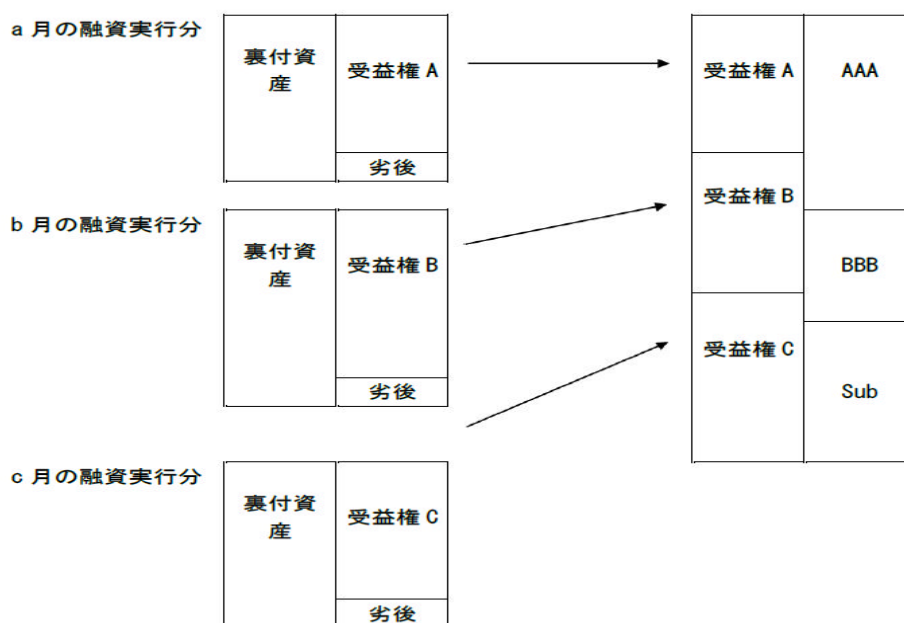
理解でよいか、ご教示いただきたい。

(3) オリジネーター 1 社の同質性の高いウェアハウジング型取引について

オリジネーターは 1 社であるが、毎月 1 回、ある月に貸し出した同質性の高いローン債権を信託して優先劣後構造を設けて、優先受益権を証券会社等に販売するとともに劣後受益権はオリジネーターが保有し、然る後に証券会社等が複数の優先受益権を再度信託した上で優先劣後構造に切り分けたうえで優先受益権を投資家に販売する取引（以下のスキーム参照）が存在する。

このような取引は、オリジネーターの資金調達の都合（優先受益権の売買代金を出来るだけ早期に回収したい）と、他方、各月毎の受益権のみでは、資本市場にて売却する程のボリュームはない、という事情から行われる。

<スキーム図>



本案によれば、文言上は、こうした取引にかかるエクスポージャーについては、原資産が単一の証券化エクスポージャーとは言い難く、「再証券化エクスポージャー」に該当し、従前に比して大幅に高いリスク・ウェイトが適用されることになるように思われる。

しかしながら、このような取引は、上述のように単にオリジネーター側の資金調達の都合及び毎月毎のボリュームの問題から行われるのみに過ぎず、リスク特性としては、一次証券化商品とは実質的にはほとんど変わらないものであり（す

なわち、複数月分のローンを纏めて1回で証券化した場合と変わらないのであり)、ABS-CDOのようなシステムティック・リスクとの間により高い相関を有しているとはいえない。

したがって、このような商品についても、文言上、再証券化エクスポージャーに該当しないとするよう、例えば、告示改正案第1条第2号の2ただし書イの文言の「原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャー（再証券化エクスポージャーを除く。）である証券化取引」の部分で、「原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャー（再証券化エクスポージャーを除く。）である証券化取引又はこれと同様の経済的効果をもたらす意図の下に組成された証券化取引³」と改めていただきたい。また、この文言については、例えば裏付資産が複数の証券化取引に係るエクスポージャーであっても、オリジネーターが同一であり、住宅ローン債権等、同様のリスク特性を有するエクスポージャーを原資産とする証券化取引に係るエクスポージャーの場合などと解釈される旨を明らかにしていただきたい。

2. 告示改正案第1条第2号の2ただし書ロについて

再証券化取引の例外を定める告示改正案第1条第2号の2ただし書ロにおいては、オリジネーターが「日本国政府、我が国の地方公共団体又は第61条第1項に規定する我が国の政府関係機関（以下この号において「国等」という。）」に限定されているところ（同号ただし書ロ柱書）、中小企業に対する金融の円滑化を主たる目的として行われる証券化取引に限定されていること（同号ただし書ロ柱書）や、法令による区分経理が要求されていること（同号ただし書ロ(2)）からすれば、公庫の関与の下で組成される中小企業CLOのみが該当するよう考案されていると思われる。これを踏まえ、以下の点について検討を要請したい。

- (1) 「当該国等がオリジネーターとして当該証券化取引に係る最劣後部分を保有するものであること」（告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ(1)）について

告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ(1)によると、公庫による最劣後部分の保有が要件とされているところ、これまでの公庫による中小企業CLOにおいては、スキーム全体としてみれば、最劣後部分は参加金融機関が保有し、公庫はその上

³ なお、「同様の経済的効果をもたらす意図の下に組成された」という表現は告示に既に存在している（告示第1条第9号ニ）。

位の劣後部分を保有するケースも多い。もっとも、同号ただし書ロ(1)は、その文言上、スキーム全体としてみるのではなく、最終の証券化取引によって発行される証券化商品のうち最劣後のものを公庫が保有することなどを求める趣旨であって、スキーム全体としてみたときに最劣後部分を公庫が保有することまでも求める趣旨ではないものと解されるが、このような理解でよいか。

また、スキーム全体として見ればオリジネーターが最劣後部分を保有していれば、オリジネーションを通じたモラルハザードは防止できるため、「国等」が最劣後部分を保有する必要性はかならずしもないのではないかと考えられる。したがって、スキーム全体を見て（すなわち、一次証券化取引を見て）原資産に係る信用リスクの最劣後部分を「当該国等」又は「オリジネーター」が保有している場合には「当該国等がオリジネーターとして当該証券化取引に係る最劣後部分を保有」との要件を不要としていただきたい。

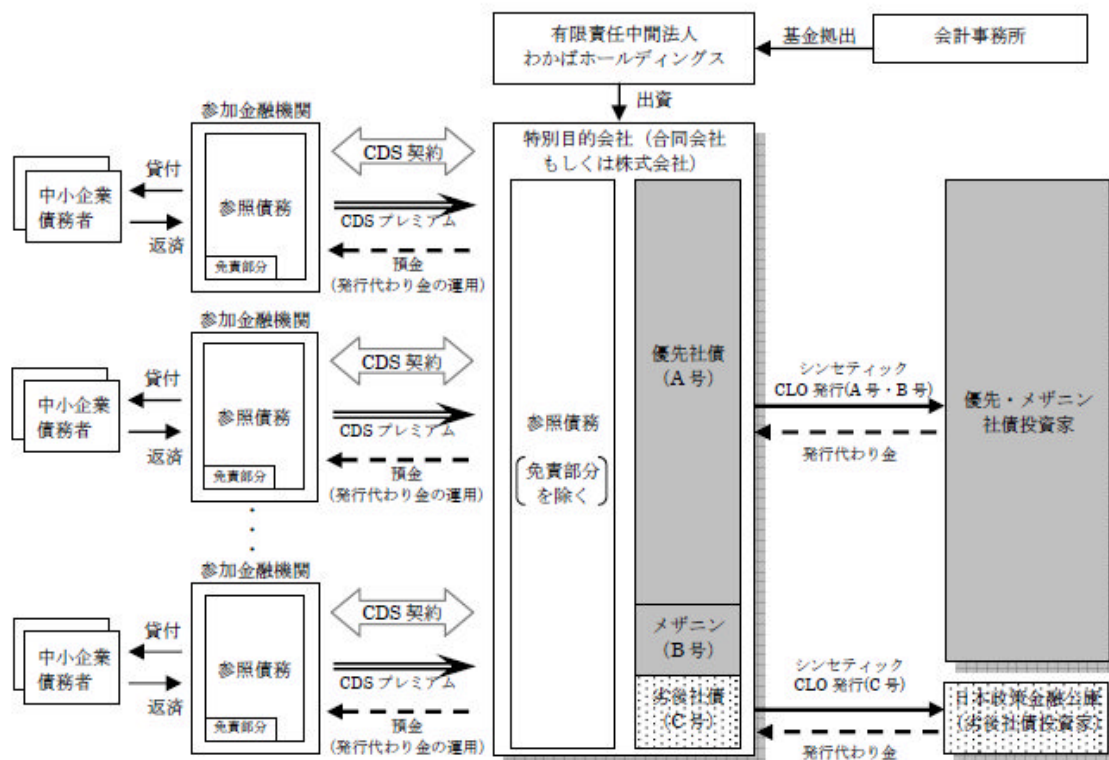
また、併せて、「最劣後部分を保有する」とは、文言上、公庫のみが保有することは求められていないことから、他の当事者（劣後投資家）とともに同順位で最劣後部分を保有する場合を含むと解しているが、そのような理解でよいか、ご教示いただきたい。

(2) 中小企業 CLO のスキームへの当て嵌め

公庫の関与の下で組成される中小企業 CLO のスキームのうち、告示改正案第 1 条第 2 号の 2 本文に該当するおそれがあるものは、いわゆる「買取型シンセティック方式」及び「保証型出口保証シンセティック方式」で金融機関が複数であるものと考えられる（なお、後者は実例としては確認されていないが、想定はされ得る。）。

① 買取型シンセティック方式について

<スキーム図（従前型）>



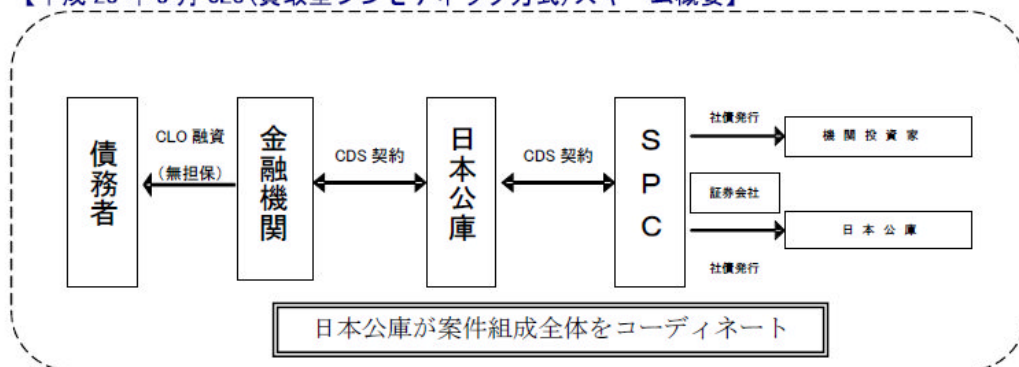
- 「買取型シンセティック方式」のうち、従来行われていたスキーム⁴においては、公庫は劣後社債を保有するため、「最劣後部分を保有する」との要件は充足するものの、SPC が取引当事者ではなく、公庫は取引当事者ではないため、文言上、公庫「により、…行われる証券化取引」（告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ柱書）や、「オリジネーター」（同号ただし書ロ(1)）に該当するかについては、明確ではないように思える。しかしながら、公庫が全体としてのアレンジをしているのであり、従って、公庫「により、…行われる証券化取引」「オリジネーター」に該当するという理解でよいか。
- なお、かかる理解が良い場合、文言については、可能な限り疑義の生じない規定振りに改めていただきたい。例えば、同号ただし書ロ柱書については「により、…行われる証券化取引」から「の関与の下で、…行われる証券化取引」と改訂し、同号ただし書ロ(2)については、「当該国等がオリジネーターとして…保有する」ではなく、単に「当該国等が…保有する」、あるいは、「当

⁴ <http://www.c.jfc.go.jp/jpn/securities/pdf/3.3.2.pdf> 参照。

該国等又はオリジネーターが…保有する」とすることが一案として考えられる。

<スキーム図（最新型）>

【平成 23 年 3 月 CLO(買取型シンセティック方式)スキーム概要】



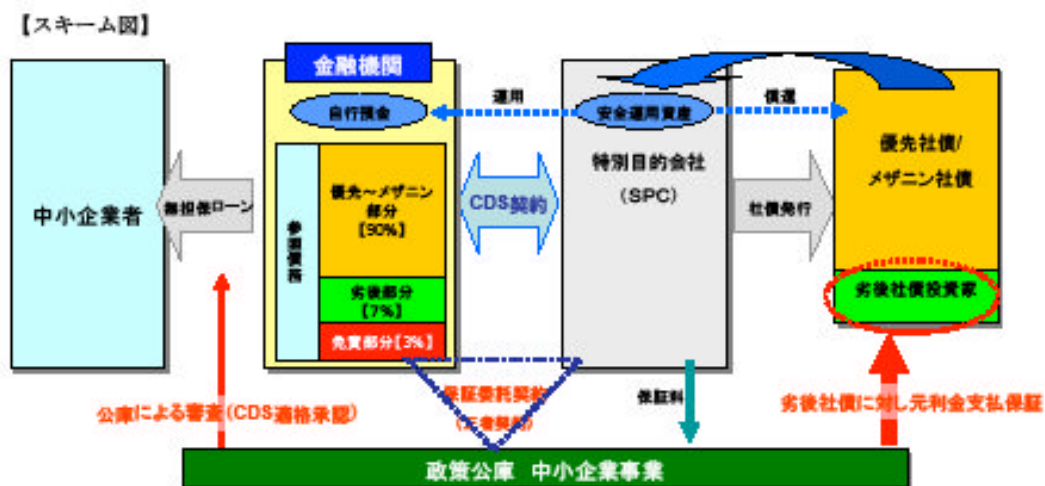
- 次に、「買取型シンセティック方式」の最新のスキーム⁵においては、公庫は参加金融機関との間で CDS 取引を行うことにより中小企業者向けローン債権のリスクの移転を受けるとともに、発行体 SPC との CDS 取引によって当該リスクをさらに移転することとしている。したがって、公庫「により行われる…証券化取引」（告示改正案第 1 条第 2 号の 2 ただし書ロ柱書）や、「オリジネーター」（同号ただし書ロ(1)）に問題なく該当するものと考えられるが、このような理解でよいか。
- なお、上記スキームにおいては公庫は各 CDS 取引に免責部分を設けることにより、スキーム全体として、参加金融機関に最劣後部分を保有させると同時に自らがその上位の劣後部分を保有することが可能であり、したがって、公庫がさらに劣後社債を保有することとする必要性に乏しい。よって、市場の需要次第では、公庫が劣後社債を取得しなかったり、又は取得した後に投資家に売却したりすることも十分に想定される場所である。このような場合には、「当該国等がオリジネーターとして当該証券化取引に係る最劣後部分を保有するものであること」に該当するかについては疑義がありうるようにも思われる。しかしながら、公庫と SPC との間の免責部分付 CDS は、これ自体が（二次）証券化取引ではあると考えられるが、公庫が免責部分を通じて最劣後部分を保有しているため、告示改正案第 1 条第 2 号の 2 ただし書ロによって「再証券化取引」に該当せず、したがって、当該 CDS におけるプロテクション・セラーとしてのポジションを原資産とする SPC による社債発行

5

<http://www.c.jfc.go.jp/jpn/securities/pdf/kaitori221110.pdf> 参照。

は、「原資産の全部が単一の証券化取引に係るエクスポージャー（再証券化エクスポージャーを除く。）である証券化取引であって、当該証券化取引の前後で証券化取引に係るリスク特性が実質的に変更されていないもの」として、公庫による劣後社債の保有の有無にかかわらず、同号ただし書イにより「再証券化取引」に該当しないこととなるものと理解している。このように理解してよいか、ご教示いただきたい。なお、仮にそうではないとしても、このスキームにおいては、全体として見ればオリジネーターである金融機関がCDSの免責部分を通じて最劣後のリスクを引き受けることが考えられる。そもそも、スキーム全体として見たときにオリジネーターである金融機関が最劣後部分を保有していれば、オリジネーションを通じたモラルハザードは防止できるため、「国等」が最劣後部分を保有する必要性はかならずしもないのではないかと考えられる。したがって、すでに述べたように、スキーム全体を見て（すなわち、一次証券化取引を見て）原資産に係る信用リスクの最劣後部分を「当該国等」又は「オリジネーター」が保有している場合には「当該国等がオリジネーターとして当該証券化取引に係る最劣後部分を保有」との要件を不要としていただきたい。

② 保証型について



- 「保証型出口保証シンセティック方式」で金融機関が複数であるもの⁶⁾について

⁶⁾ 単独の金融機関のみがオリジネートするスキームについては、
http://www.c.jfc.go.jp/jpn/securities/pdf/3_3_3.pdf 参照。

ては、公庫が取引当事者とならないことから、公庫「により、…行われる証券化取引」（告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ柱書）や、「オリジネーター」（同号ただし書ロ(1)）に該当するかについて疑義がありうる点は、従来の「買取型シンセティック方式」について述べたのと同様である。

- さらに、このスキームにおいては、公庫は劣後社債を保有するのではなく、保証することとされている。したがって、「当該証券化取引に係る最劣後部分」が最終的に発行される社債の最劣後部分を指す趣旨であるとする、経済的に見れば公庫は「当該証券化取引に係る最劣後部分を保有する」と評価できることとなる。このように、最劣後商品自体を保有しているのではなくとも、保証その他の取引を通じて最劣後部分のリスクを引き受けることも含まれると解しているが、そのような理解でよいか、確認させていただきたい。また、含まれる場合、文言上その旨を明確化させていただきたい。例えば、「当該証券化取引に係る最劣後部分を保有し、又は最劣後部分に相当する信用リスクを保証その他の方法によって負担するものであること」等の文言が一案として考えられる。なお、このスキームについてもスキーム全体として見ればオリジネーターである参加金融機関がCDSの免責部分を通じて最劣後のリスクを引き受けているところ、スキーム全体を見て（すなわち、一次証券化取引を見て）原資産に係る信用リスクの最劣後部分を「当該国等」又は「オリジネーター」が保有している場合には「当該国等がオリジネーターとして当該証券化取引に係る最劣後部分を保有」との要件を不要としていただきたい旨は、すでに述べたとおりである。

- (3) 「当該国等が法令に基づいて当該証券化取引の勘定を区分して経理することとされていること」（告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ(2)）について

公庫は、法律の規定に基づいて、中小企業者向け融資・証券化支援保証業務及び中小企業者向け証券化支援買取業務のそれぞれについて経理を区分し、それぞれ勘定を設けて整理することとされているが（株式会社日本政策金融公庫法第41条第3号、第4号ご参照）、このことから公庫の関与の下で組成される中小企業CLOは本要件に該当することを確認したい。

- (4) 「当該国等が当該証券化取引の原資産に係るデフォルト情報を定期的に公表していること。」（告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ(3)）について

公庫の関与の下で組成される中小企業CLOのうち、過去に発行された買取型と自己型の各案件については、少なくとも、「デフォルト率」が四半期に1度、公

庫により公表されている (http://www.c.jfc.go.jp/jpn/securities/4_2.html) ことから、本要件に該当するものと理解しているが、そのような理解でよいか。なお、本要件でいう「原資産」とは、告示改正案第1条第2号の2本文の「原資産」とは異なり、中小企業CLOが全体として1個の合成型証券化取引である場合（すなわち、買取型シンセティック方式や保証型出口保証シンセティック方式の場合）には、「クレジット・デリバティブの原債権、被保証債権又は被担保債権等」（告示第1条第22号ロ）、すなわち、オリジネーターである金融機関が保有しCDSにおいて参照債務とされている中小企業向けの貸付債権を指すものと理解しているが、そのような理解でよいか、念のため確認したい。

一方、保証型については、過去の各案件については、「デフォルト情報を定期的に公表している」に該当しないように思われるが、保証型（特に、出口保証シンセティック方式）で複数の金融機関によりオリジネートされるスキームについても、公表する主体を「当該国等」ではなく、オリジネーターその他の第三者まで含める等の方法により再証券化取引の例外から排除されないよう、ご検討していただきたい。

- (5) 「日本政府、我が国の地方公共団体又は第六十一条第一項に規定する我が国の政府関係機関（以下この号において「国等」という。）により、中小企業に対する金融の円滑化を主たる目的として行われる証券化取引であって、次に掲げる要件の全てに該当するもの」（告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ柱書について）

告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ柱書は、中小企業に対する金融の円滑化を主たる目的として行われる証券化取引のみをその目的としているが、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」において、中小企業の円滑な業務遂行のみならず、住宅ローン債務者の生活の安定等を目的として制定されている。同法のように、住宅資金の貸付けの円滑化を主たる目的として行われる証券化取引についても、再証券化取引の対象から除外するようご検討いただきたい。具体的には、独立行政法人住宅金融支援機構（以下「機構」という。）の証券化支援事業に基づき組成される証券化商品についても、対象とする旨の規定を設けていただきたい（なお、機構は、「国等」に該当するとともに、かつ、証券化支援業務に係る法令による区分経理は存在する⁷ため、告示改正案第1条第2号の2ただし書ロ(2)の要件も充足するものと理解している。）。

すなわち、機構の発行する資産担保証券（機構債）については証券化エクスポージャーとして取り扱ってもよいが、機構向けのエクスポージャーとしても取り

⁷ 独立行政法人住宅金融支援機構法第17条。

扱ってもよいこととされている。しかしながら、機構債について受益権行使事由が発生した場合は、証券化エクスポージャーとして取り扱わざるを得なくなるため、複数の取引に係る機構債を原資産とする証券化エクスポージャー⁸は突如として再証券化エクスポージャーに変化することになってしまう。このような結果は、機構債をリパッケージした資産証券化商品の組成及び流通を阻害することとなり、ひいては機構による住宅ローンの安定的供給を妨げることとなると考えられる。

さらに、「保証型方式」については、これまで発行された機構保証型受益権の場合、証券化エクスポージャーとして取り扱われており、複数の取引に係る機構保証型受益権を原資産とする証券化エクスポージャーは再証券化エクスポージャーに該当することになってしまう。したがって、機構の証券化支援事業に基づき組成される証券化商品についても、今回ないし将来的な課題として再証券化取引の定義から除外する旨の規定を設けていただきたい。

3. 複数の取引に係る特定貸付債権を原資産として証券化取引を行う場合の取扱いについて

告示改正案第1条第2号の2本文の定義によれば、内部格付手法の場合にのみ存在する「特定貸付債権」が「証券化取引」の定義から除外されること（告示第1条第2号）の結果として、例えば複数の取引に係る「特定貸付債権」（として内部格付手法においては分類されることとなるエクスポージャー）を原資産として証券化取引を行った場合、内部格付手法においてはこれは再証券化取引に該当する余地がないのに対し、標準的手法においてはこれが再証券化取引に該当することになってしまう。したがって、標準的手法においても、内部格付手法の場合と同様に、再証券化取引に該当しないこととなるよう、規定を改めていただきたい。

以 上

⁸ 現状においては、このような証券化エクスポージャーに設立する商品は機構の関与のもとでは組成されていないものの、将来的に組成された場合に問題が生じることになる。