

本資料は、パブリック・コメントの対象ではありません。

参考 2

証券化商品の販売等に関する規則（案）の解説等

目 次

はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・	2
第1章 証券化商品の販売等に関する規則について	
1．本自主規制規則制定の背景	2
2．本自主規制規則の意義	3
第2章 審議内容	
1．証券化商品の対象範囲について	4
(1) 本自主規制規則の対象となる証券化商品	
(2) SIRP の対象とする証券化商品の範囲	
(3) 監督指針の対象となる証券化商品	
(4) ABL (Asset Backed Loan) について	
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	9
(1) 情報伝達の相手方	
(2) 情報伝達の基本的な考え方	
(3) 組織体制等の整備について	
(4) 情報の正確性の確保について	
(5) オリジネーターに対する協力要請について	
(6) SIRP の利用について	
3．理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備について	15
(1) 基本的な考え方	
(2) 表現上の乖離に関する解釈について	
4．雑則（代理又は媒介を行う場合の取扱いについて）	18
5．本自主規制規則の施行後の見直しについて	18
第3章 補論	
(補論1) 組織体制等の整備に関する大手証券会社の事例と考え方	19
(補論2) 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	21
(補論3) SIRP の作成方法等について	22
(図1) 証券化商品の対象範囲の「イメージ」	25
(図2) 情報伝達の相手方について	25
(補論1の図)	25

はじめに

本資料は、パブリックコメントを募集している「証券化商品の販売等に関する規則（案）」（以下「本自主規制規則」）の参考資料であり、「証券化商品の販売等に関する規則に係るQ&A（案）」（参考1、以下「Q&A」）とともに、本自主規制規則についての理解を助けることを目的としている（本資料は、パブリックコメントの対象ではない）。

本資料では、第1章において本自主規制規則の制定に至った背景や意義について説明を行い、第2章においては、本自主規制規則の制定を目的に設置された「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」）」における主な審議内容（本自主規制規則の解説及び本WGとしての提言）を説明する。本資料はパブリックコメントの参考資料ではあるが、その内容は来年に取り纏め公表する予定である「最終報告書」に引き継がれるものとなっている。

第1章 証券化商品の販売等に関する規則について

1. 本自主規制規則制定の背景

米国サブプライム問題に端を発する世界的な金融問題に対しては、危機対応又は中長期的な課題克服のための取り組みとして、様々な対策がグローバルに取られているところである。証券化商品取引の機能回復のためにも、国内外で様々な議論がなされており、例えば、国際的には、監督当局の立場から「金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum: FSF）」や「証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions: IOSCO）」のサブプライム危機に関するタスクフォース等において、また、民間の立場から「国際金融協会（Institute of International Finance: IIF）」や「Counterparty Risk Management Policy Group: CRMPG」等において、議論が行われている。我が国においても、昨年11月に渡辺大臣（当時）の私的懇談会である「金融市場戦略チーム」においてサブプライムローン問題に関する議論が行われたほか、本年10月から、証券化商品の本来あるべき姿を念頭に金融審議会において格付会社に係る我が国としての規制の枠組みについて審議が行われている。このほか、民間の市場参加者の間でも、低迷する証券化商品取引の機能回復を目指して様々な模索が行われているところである。

こうした国内外の議論においては、証券化商品取引の機能回復のための重要なテーマとして、主に「投資家のリスク管理強化」「会計評価の向上」「格付会社の役割の見直し」「証券化商品取引の透明性の向上」などが、証券化市場の様々な関係者（規制当局、オリジネーター、アレンジャー、格付会社、販売者、投資家）が各々取り組んでいくべき課題として示されている。

証券化商品取引の機能回復のための重要なテーマのうち、「証券化商品取引の透明性の向上」に関しては、金融市場戦略チームの「第一次報告書」（07年11月）や「金融・資本市場競争力強化プラン」（金融庁、同年12月）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おり、金融庁は、証券化商品の追跡可能性（トレーサビリティ）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」）を一部改正した（08年2月6日パブリックコメント開始、同年4月2日施行）。

これを受け、日本証券業協会（以下「日証協」）は、我が国の証券化商品には、米国のように、

複雑な商品組成によって「リスクの所在の不確実性」が問題となる事例はみられていないが、今後も引き続き問題事例が起こらないよう手当しておくことが重要との考えの下、協会員が証券化商品の販売等を行うに際し、トレーサビリティ（追跡可能性）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、08年3月に本WGを設置し、今般、本自主規制規則（案）を策定した。

本WGの取り組みは、国際的には、「市場と制度の強靭性の強化に関する金融安定化フォーラム（FSF）報告書」（08年4月）、「市場と制度の強靭性の強化に関する金融安定化フォーラム（FSF）報告書：実施状況についてのフォローアップ」（同年10月）、「サブプライム危機に関するタスクフォース報告書」（同年5月、IOSCO）において具体的に紹介されているほか、国内でも、「生活対策」（同年10月、新たな経済対策に関する政府・与党会議、経済対策閣僚会議合同会議）において、「証券化商品の透明性・信頼性向上及び流通再開に向けた取組」の中に盛り込まれている。

2. 本自主規制規則の意義

本自主規制規則は、日証協の協会員が、証券化商品を販売するに当たって（あるいは販売した後で）、投資家である顧客に対し、当該証券化商品の原資産の内容やリスク（格付に反映されないリスクを含む）等に関する情報を適切に伝達するための態勢整備を行うことを定めたものであり、以下の2点を通じて、「証券化商品取引の透明性の向上」の観点から、証券化商品取引の機能回復に資することを目的とするものである。

証券化商品の販売者である協会員は、これまで証券化商品の特性を踏まえ、投資家である顧客に対し、投資判断やリスク管理に資する情報を適切に伝達してきているものと考えられるが、本自主規制規則の制定によって、これら情報伝達が、ルールに基づいた形で、これまで以上に組織的かつ厳格に、また標準的に行われることとなる。

本WGでは、証券化商品の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、「標準情報レポーティング・パッケージ（Standardized Information Reporting Package（以下「SIRP」））を作成した。これにより、伝達されるべき情報に関して、個々の取引間又は販売者間におけるバラツキが均される効果や、証券化市場に新規参入する販売者や投資家にとっても情報の授受が容易になる効果が期待される。

販売者は証券化商品に関する情報の生産者ではないが、「証券化商品取引の透明性の向上」のために重要な役割を果たすことが期待されていることから、本WGでは、協会員が販売者として行える限りの「証券化商品取引の透明性の向上」のための取り組みについて議論し、極力、本自主規制規則に盛り込んでいるほか、本自主規制規則の対象とすることが適切ではないと思われるものについては、Q&A又は最終報告書の中で推奨する扱いとすることを予定している。

第2章 審議内容

1. 証券化商品の対象範囲について（図1）

（1）本自主規制規則の対象となる証券化商品

本自主規制規則では、対象となる証券化商品について、以下のとおり定義している（第3条第1号）。

- 1 証券化商品 定款第3条第1号に規定する有価証券のうち、実質的に特定の資産（以下「原資産」という。）の譲渡を主な目的として当該原資産から発生するキャッシュフローを裏付けとして発行され、又は実質的に原資産のリスクの移転を主な目的として当該原資産のリスクを参照して発行されるものをいう。ただし、次に掲げるものを除く。
- イ 当該証券化商品に特有のリスク（当該証券化商品の原資産に由来するリスクを含む。以下同じ。）の所在及びその内容が明らかとなるような商品性を有しており、顧客においてその把握が可能なもの
 - ロ 証券化商品の組成段階において、原資産の保有者へ販売するもの又は導管体へ販売するもの（ただし、導管体へ販売するものについては、顧客の要請に基づくものでないものに限る。）
 - ハ ファンドマネージャー等が投資運用対象となる原資産を調査分析した上で投資運用を行っており、かつ投資運用内容について、ファンドマネージャー等に顧客への報告が関係法令及び契約等により義務付けられているもの

「証券化商品」について

(a) 出口としての商品形態について

「定款第3条第1号に規定する有価証券」とは、社債券や株券等券面が発行される有価証券、及び電子化した社債券や株券等券面が発行されていない権利を指している（いずれも既に発行され、セカンダリーで取引されるものを含んでいる）。

なお、証券化商品の出口としての商品形態には、上記のもののほかに、「信託受益権（金融商品取引法（以下「金商法」）第2条第2項第1号及び第2号に規定する信託の受益権）」、「金商法第2条第2項第3～7号に規定する社員権、組合出資等」、「ABL（Asset Backed Loan）」がある。これらは、いずれも日証協の自主規制の対象外であり、本自主規制規則における「証券化商品」には該当しない。しかしながら、信託受益権については、監督指針に販売に係る留意事項が規定されたものであることから、本自主規制規則では「雑則」の中で、「本規則に準じて取り扱うことが望ましい」と規定している（第8条）。

協会員は、金商法第2条第2項第1号及び第2号に規定する信託の受益権のうち、証券化商品と同様の性質を有するものについては、本規則に準じて取り扱うことが望ましい。

また、ABLに関しては、金商法に規定される商品ではないことから、本自主規制規則では規定していないものの、第3条第1号における「証券化商品」の出口として、日証協定款第3条

第1号に規定する有価証券（本自主規制規則の対象）や信託受益権と同様の性質を有する商品として用いられることが少なくないことから、出口としての商品形態に拘らず「原資産のトレーサビリティを確保する」ということに鑑み、後掲（4）において、提言を行っている。

(b) 主として「流動化型」の商品が対象

第1号の定義は、原資産又は原資産の信用リスクを参照するCDS（Credit Default Swap）等から生じるキャッシュフローをアレンジャーが組み換えて、（多数の）投資家に証券として販売するという、所謂「流動化型」の商品を主として念頭に置いたものであり、多数の投資家から集めた資金をファンドマネージャー等が各種の資産に投資・運用することで得られるキャッシュフローを投資家に分配するという、所謂「運用型」の商品を指しているものではない¹。これは、投信等「運用型」の商品については、ファンドマネージャー等により調査・分析、情報開示および価格算出がなされており、「販売者に規制を課すことによって「トレーサビリティの確保」を目指すという本自主規制規則の趣旨とは、領域が異なる」と思われるためである。

(c) 「仕組み債」は対象外

為替リンク債などの所謂「仕組み債」は、一般に証券化商品とは認識されておらず、本自主規制規則の趣旨にも照らし、第1号の定義には含まれていない。

(d) 「公募」「私募」ともに対象

本自主規制規則では、「証券化商品」として、金商法により開示義務が課されている所謂「公募」の商品も、同義務が課されていない所謂「私募」の商品も区別することなく含まれている。ただし、後掲2.- (2)- のとおり、協会員による情報の伝達は、法定開示と重複することを避ける手当てがなされている。

(e) 「一次証券化商品」「二次証券化商品」ともに対象

本自主規制規則では、「証券化商品」として、「一次証券化商品」か「二次証券化商品（あるいは、さらに加工された商品）」かといった区別はしておらず、ともに対象としている。

(f) 「国内の商品」「海外の商品」ともに対象

本自主規制規則では、「証券化商品」として、協会員が国内で販売するということであれば、「原資産の所在地」や「証券の発行地」に関し、「国内であるか海外であるか」といった区別はしておらず、ともに対象としている。

なお、「原資産が海外にあり、発行も海外で行われる証券化商品」については、そのトレーサビリティの確保ためには海外当局の協力も重要なことで、本WGとしては、金融庁に対し、「最終報告書を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等、各国当局との連携に努めること」を依頼する。

「イ」について

「イ」は、販売者に規制を課さずとも、明らかにトレーサビリティの確保に問題がないと思われるため、本自主規制規則の対象から除かれるものとして規定されている。

¹ 実際には「流動化型」及び「運用型」双方の性質を持つ商品もあるなど、両者を明確に切り分けることが困難なケースもあるが、ここでは概念的に簡略化して述べている。また、商品を形式的に区分するのではなく、あくまでも「実質的」に区分することを意図している。

「当該証券化商品に特有のリスク」としては、当該証券化商品の組成に由来するリスク、例えば、原資産に係る信用リスクや金利リスク（原資産が長期固定金利型であることに伴うリスク等）、プリペイメントや償還方法変更等によるキャッシュフローの変動リスク、原資産の信用リスクに変動が生じていなくてもキャッシュフローのミスマッチによって生じる証券のデフォルトリスク等が挙げられる。

「イ」には、具体的には、以下のような商品が該当する。

- ・ 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社債
- ・ 銀行の100%信用補完の付いたABCP
- ・ 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
- ・ 保証等が付されている証券化商品（当該証券化商品が、保証等を供与する者自らが発行するものと同一とみなされる場合に限る²⁾）

「口」について

「口」は、販売の相手方が、投資家である顧客ではない者であるため、販売者に規制を課すことで投資家である顧客にとってのトレーサビリティを確保しようとする本自主規制規則の対象からは除かれるものとして規定されている。

「口」には、具体的には、以下のような商品が該当するものと考えられる。

- ・ オリジネーターが保有する劣後部分や優先出資³⁾
- ・ 組成段階の一連の流れの中において、SPC⁴⁾や信託が取得するもの

「ハ」について

「ハ」は、所謂「運用型」の商品を指しており、運用資産の内容等に関する情報の顧客への提供は、ファンドマネージャー等運用者を通じて行われる仕組みとなっている。このため、販売者に規制を課すことでトレーサビリティを確保しようとする本自主規制規則の対象からは除かれるものとして規定されている。 で述べたように、本自主規制規則における「証券化商品」は「流動化型」の商品を念頭に置いたものではあるが、証券化商品の中には、「流動化型」「運用型」と明確に切り分けられないものも存在する（例えば、金銭信託の中には、投資家から資金を集めて特定の資産を購入し、当該特定の資産を流動化するような商品も存在する）ことから、「ハ」に該当するものが本自主規制規則の対象から外れることを明確化するために設けられ

²⁾ 保証等が付されている証券化商品について、償還期限が変動する等その他のリスクが内包されている場合、単に信用リスクのみが保証されても「リスクの所在及びその内容が明らか」とは言えず、ここでは、償還のタイミングについても当初約定通りに行われることまで保証されている仕組みのものを指している。

³⁾ オリジネーターが保有する優先出資には、実質的な不動産の購入者が、特定目的会社を通じて不動産を取得する場合における当該特定目的会社に対する優先出資も含まれる。この場合、当該不動産の購入者は、不動産の投資家であり、かつ当該特定目的会社の設置主体でもあるため、投資の前提として当該不動産についての情報を十分に入手していることが通例であることから、本自主規制規則における（当該優先出資、すなわち証券化商品）の「投資家」とはみなされない。ただし、当該優先出資を当該不動産の購入者以外の顧客に販売する場合には、当該顧客は「投資家」となることに留意が必要である。

⁴⁾ 投資家である顧客自らが運営するSPCや単独運用特定金銭信託等のビークルに販売する場合には、「顧客の要請に基づいて導管体へ販売するもの」であることから、「口」には該当せず、本自主規制規則の対象となると考えられる。この場合、ビークルに譲渡される資産は証券化商品であり、不動産等の特定の資産の譲渡という性格を有しない点で、上記脚注3のケースと区別することができる。

たものである。

なお、年金基金等がアセットマネジメント会社の投資助言を受けて証券化商品を取得している場合についても、形式的には「ハ」に該当するようにもみえるが、この場合のファンドマネージャーであるアセットマネジメント会社は、証券化商品に対する投資家として行動しているに過ぎず、当該年金基金等に対してもトレーサビリティが確保されるべきである。すなわち、このような場合の当該証券化商品は「ハ」には該当せず、本自主規制規則の対象となるものと考えられる。

「ファンドマネージャー等」とは、具体的には、以下のような者を指している。

- ・ 金融商品取引法第28条第4項に規定する「投資運用業」を行う者
- ・ 運用先明示型指定金銭信託における受託者
- ・ 外国の法令等において上記二者に類する者

また、「ハ」には、具体的には、以下のような商品が該当する。

- ・ 投資信託の受益証券
- ・ 投資法人の投資証券及び投資法人債券
- ・ 運用先明示型指定金銭信託の受益証券
- ・ 外国投資信託の受益証券
- ・ 外国投資証券

(2) SIRP の対象とする証券化商品の範囲

本自主規制規則の対象となる証券化商品のうち、SIRP⁵の対象とする範囲は、以下のとおり。

SIRP の対象は、コモディティ化した証券化商品としての、RMBS、狭義 ABS、CLO、CMBS（いずれも一次証券化商品のデット形態）。

上記の4タイプの商品について

上記の4タイプの商品については、個別商品レベルでは様々なバリエーションがあり、必ずしも明確な定義が存在する訳ではないが、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（主として、債務者の自己居住目的住宅を担保するもの）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、CMBS については、商業用不動産ローン債権等の証券化商品が、それぞれ典型的なものとして想定されている。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が主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。上記の4タイプの証券化商品は、日証協「証券化市場の動向調査」における分類でみた場合には、我が国の資産を原資産として組成・発行されている証券化商品の殆どをカバーしている（日証協「証券化市場の動向調査」では、07年度の証券化商品の発行金額6.8兆円のうち、上記4タイプに分類する証券化商品は6.7兆円となっている（ただし、出口としての商品形態が、本自主規制規則の対象外である信託受益権等であるものを含んだベース）。

⁵ SIRP は、中間報告における「共通情報項目リスト」について、オリジネーターの意見を反映させたほか、本WGで実務的な観点での検討を加えて、修正したもの。

SIRP は、あくまでも典型的な取引ケースを想定した上で、販売者が情報伝達を行うべき情報に関して共通の目線合わせを行ったものである。したがって、4 タイプの商品を販売するすべてのケースにおいて、必ず SIRP を用いなければならないという訳ではない。

上記の 4 タイプ以外の商品について

上記の 4 タイプ以外の証券化商品（「事業の証券化」など上記の 4 タイプ以外の一次証券化商品、エクイティ形態（優先出資）の証券化商品、二次証券化商品、海外の資産を原資産として組成される証券化商品等）については、本 WG では、「商品の個別性が強いことから、典型的な取引ケースを想定した上で、販売者が情報伝達を行うべき情報に関しての共通の目線合わせを行うことには、現時点では無理がある」との判断から、SIRP を作成していない。しかしながら、協会員は、上記の 4 タイプ以外の証券化商品を販売する場合においても、本自主規制規則で求められている情報伝達を行うに当たり、SIRP を参考にしながら、その原資産等の特性を加味した上で、情報伝達内容を検証することが望ましいほか、SIRP を何らかの形で用いることが適切であると判断される場合には、SIRP を用いることができる。

なお、上記の 4 タイプ以外の証券化商品についても、後述する「常設の WG」において、将来的に SIRP を作成することが適切であると判断される場合には、SIRP の作成を検討していく。

（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」（優先出資等）がある⁶。

「エクイティ形態」についてみると、特定目的会社等に対する優先出資の場合、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、当該優先出資証券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ることから、SIRP による、投資家に伝達するべき情報の定型化・標準化には直ちには馴染まないと考えられる。

（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、SIRP による、投資家に伝達するべき情報の定型化・標準化には直ちには馴染まないと考えられる。

しかしながら、先述したとおり、二次証券化商品についても、協会員は、SIRP を参考にしながら、その原資産等の特性を加味した上で、情報伝達内容を検証することが望ましいほか、SIRP を何らかの形で用いることが適切であると判断される場合には、SIRP を用いることができる。

（3）監督指針の対象となる証券化商品

監督指針の対象となる証券化商品は、以下のとおり、本自主規制規則の対象となる商品（前掲（1））に、信託受益権を加えたものである。

⁶ 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。

監督指針の対象となる証券化商品は、「本自主規制規則の対象となる証券化商品（定款第3条第1号に規定する有価証券）」及び「本自主規制規則の対象となる証券化商品と同様の性質を有する信託受益権（金商法第2条第2項第1号及び第2号に規定する信託の受益権）」

信託受益権の取扱い

先述したとおり、本自主規制規則においては、協会員が監督指針の対象となる信託受益権を販売する場合には、「本規則に準じて取り扱うことが望ましい」旨を定めている。

（4）ABL（Asset Backed Loan）について

ABL（Asset Backed Loan）については、金商法の対象外であることから、監督指針の対象からも外れている。しかしながら、「原資産のトレーサビリティの確保」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られることから、本WGとしては、以下のことを提言する。

（提言）

日証協の協会員であるか否かに拘わらず、本自主規制規則の証券化商品と同様の性質を有するABL（Asset Backed Loan）を他者に販売する場合には、本自主規制規則に規定されていることと同様の態勢整備を行うことが望ましい。なお、この場合、理論価格の評価・算定に係る態勢整備については求めない

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

（1）情報伝達の相手方

本自主規制規則では、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は「顧客」としており、「顧客」については、以下のとおり定義している（第3条第2号）

2 顧客 協会員が証券化商品を販売しようとする相手方又は当該協会員が販売した証券化商品を保有している者をいう。

「情報伝達の相手方」についての考え方

本自主規制規則においては、「情報伝達の相手方」は、「投資家」（「販売者が証券化商品をこれから販売する投資家」及び「当該販売者が販売した証券化商品を既に保有している投資家」）としており、「投資家」を「顧客」と称している（図2）。なお、投資家（顧客）自らが運営するSPCや単独運用特定金銭信託等のビークルについても、「投資家」（「顧客」）に該当するものと考えられる。

守秘義務契約（Confidentiality Agreement）について

実務上は、証券化商品の原資産の内容やリスクに関する情報を伝達する前提として、情報提供者と相手方との間で守秘義務契約を結ぶことがある。本自主規制規則における情報伝達の相手方（投資家＝顧客）としては、守秘義務契約の有無による差は設けられておらず、守秘義務契約を結んでいる投資家も結んでいない投資家も、ともに情報伝達の相手方である（監督指針

も同様)。これは、本自主規制規則は、情報の公開を求めるものではなく、「(2)情報伝達の基本的な考え方」で述べるように、守秘義務契約が情報伝達の制約となることはあり得るもの、そうした制約の下であっても、販売者である協会員は、トレーサビリティの確保のために、できる限りの努力をするべきとの考え方に基づいたものとなっている。

(2) 情報伝達の基本的な考え方

本自主規制規則では、販売者である協会員が行うべき、原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達に係る態勢整備として、以下のとおり定めている(第4条)

協会員は、証券化商品のトレーサビリティを確保することを十分に踏まえつつ、顧客への証券化商品に係る原資産等の内容やリスクに関する情報の伝達等のために、次に掲げる業務を適正かつ確実に遂行できる態勢を整備しなければならない。

- 1 販売に先立ち、証券化商品に係る原資産等の内容やリスクに関する情報の収集に当たり、当該協会員が適切な情報伝達を行うに際して必要と判断した情報の収集を検討すること。その上で、収集するべきと判断した情報について、収集できない情報を除き、収集及び分析すること(分析については、他者が分析したものを受け取ることに代えることができる。以下この条において同じ。)
- 2 販売に当たり、前号において収集及び分析した情報のうち、顧客に伝達するべきと判断した情報について、伝達できない情報を除き、自ら顧客に伝達すること。ただし、第三者をして若しくは別の方により顧客への伝達がなされる場合、又は顧客が自ら入手可能な場合は、この限りでない。なお、伝達するべき情報には、証券化商品の格付に反映されないリスクも含まれることに留意する。
- 3 販売後において、投資判断又は時価評価の参考とする目的とした顧客(当該証券化商品を保有していることが確認できる顧客に限る。以下この号において同じ。)からの要望があれば、第1号において収集及び分析した情報を顧客が適切にトレースすることができるよう情報の収集を検討し、収集するべきと判断した情報及び新たに顧客に伝達するべきと判断した情報について、収集できない情報を除き、収集すること及び必要に応じ分析すること。その上で、顧客に伝達するべきと判断した情報について、伝達できない情報を除き、自ら顧客に伝達すること。ただし、第三者をして若しくは別の方により、顧客への伝達がなされる場合、又は顧客が自ら入手可能な場合は、この限りでない。
- 4 第1号及び前号において収集できない情報又は第2号及び前号において伝達できない情報について、収集できない理由又は伝達できない理由を顧客に伝達するべきと判断する場合は、明確に伝達すること。

「協会員」及び「販売」(第4条全体)について

第4条における「協会員」は、当該証券化商品のアレンジャーである場合もアレンジャーでない場合もともに含んでいる。また、「販売」は、プライマリーにおける販売もセカンダリーにおける販売もともに含んでいる。

「販売前の情報収集・分析」(第1号)について

証券化商品の取引は非常に個別性が強い場合が少なくないことから、第1号では、「協会員が、証券化商品の原資産等の内容及びリスクに関し、どのような情報を顧客である投資家に伝達することが適切であるのか」ということについて、一律に定めるのではなく、「協会員が、当該証券化商品の特性や当該顧客の属性等を踏まえて、自ら考え、判断しなければならない」趣旨が述べられている。なお、「収集するべきと判断した情報」(第3号における「収集するべきと判断した情報」を含む)の判断の目線については、SIRPの各情報項目が参考となる一方、SIRPは、ある程度定型化・標準化された証券化商品に関する共通の目線であることから、協会員は、証券化商品毎の特性や顧客の属性等に応じて、係る情報を検討する必要があることに留意されたい。

その上で、協会員は、収集するべきと判断した情報について、収集できないものを除いて収集し、顧客に適切な説明を行えるよう分析をすることとなるが、当該「分析」は、定量的なものだけではなく、定性的なものも含んでいる。また、「他者」には協会員の国内外グループ会社や、協会員がアレンジャーではない場合におけるアレンジャー等が該当する。すなわち、必ずしも協会員自身が分析を行わずとも、例えば、当該協会員の国内外のグループ会社が分析したものを当該協会員が収集することでもよい。さらには、協会員がアレンジャーではなく、販売のみを行うケースにおいて、当該アレンジャーが分析を行っている場合には、当該協会員は当該分析結果を収集することでもよい。

「販売時の情報伝達」(第2号)について

第2号は、販売時において、協会員が第1号で収集及び分析した情報を顧客に伝達する旨を定めている。「顧客に伝達するべきと判断した情報」としているのは、協会員が「収集及び分析した情報」の中には、顧客にとって、当該証券化商品のリスク判断のために必要としない情報が存在する(例えば、協会員が「分析するために収集した情報」の中には、「分析結果」こそが顧客にとってリスク判断のために必要であるものの、当該「分析するために収集した情報」そのものは、顧客にとって必要性に乏しいことがある)ケースを想定したものである。協会員は、第1号において「収集及び分析した情報」について、「伝達できない情報」を除き、顧客がリスク判断を行うために必要だと判断されるものは、基本的には伝達しなければならない。

ただし、第2号は、「顧客に情報が伝達されている(若しくは、顧客が当該情報を既に有している)」ことを確保する趣旨であることから、協会員以外の「第三者」(サービス、受託者、情報ベンダーを通じて情報が伝達されている場合における「サービス」「受託者」「情報ベンダー」や、当該協会員がアレンジャーではない場合における「アレンジャー」等)を通じて情報伝達がなされている場合(新規発行の場合は、将来の予め定められた時点において情報伝達が確実に行われる仕組みとなっていることが、協会員において確認できる場合を含む)や、「別の方法」(法定開示及びそれに準じた開示等)で情報伝達がなされている場合、又は、当該顧客が当該情報を(協会員の支援を伴わずに)自ら入手可能な場合(既存の取引等により、当該顧客が当該情報をオリジネーターから直接取得できる場合等)については、協会員は情報伝達を要しない扱いとなっている。

「証券化商品の格付に反映されないリスク」とは、当該証券化商品固有のリスクではないリ

スク（例えば流動性リスク）を指している。このうち、流動性リスクの伝達内容としては、「個別商品の特性に応じた流動性リスクの基本的な性質」、「流動性リスクの有無」及び「流動性リスクの高低（ただし、必ずしも定量的なものではない）」等が考えられる。

「販売後の情報収集、分析及び伝達」（第3号）について

第3号は、販売後における情報の収集、必要に応じた分析及び伝達を規定したものである。対象となる顧客は、当該協会員が証券化商品を販売し、かつ当該商品を保有していることが当該協会員において確認できる顧客となっている。また、収集、分析及び伝達の対象となる情報は、「協会員が第1号において収集及び分析した情報項目のトレース情報」と、「新たに顧客に伝達するべきと判断した情報」となっている。

また、第2号と同様、協会員以外の「第三者」や「別の方法」で顧客に伝達がなされる場合、及び顧客が当該情報を自ら入手可能な場合については、協会員は情報伝達を要しない扱いとなっている。

「収集できない理由又は伝達できない理由の伝達」（第4号）について

本自主規制規則は、証券化商品のトレーサビリティ確保のために、販売者に適切な情報収集・分析、及び伝達の態勢整備を求めており、多くの場合において販売者は情報の生産者ではないことから、実務上収集が不可能な情報も存在するものと考えられる。また、販売者が収集したもの、オリジネーターの意向等により、顧客への伝達ができない情報も存在するものと考えられる。第4号は、こうした「収集が不可能な情報」又は「（収集はしたもの）伝達が不可能な情報」について、その理由を顧客に伝達するべきと判断する場合は明確に伝達することを求めている。

「顧客に伝達するべきと判断する場合は」としているのは、証券化商品の取引は基本的にはプロ同士の取引であり、顧客も大宗が機関投資家であることから、「販売者が情報収集又は伝達不可能な理由」が、顧客にとって自明である場合も少なくないと想定するものである。この文言は、あくまでも「顧客が、「収集できない理由」又は「伝達できない理由」の説明を不要としている」と協会員が判断する場合には、協会員は当該理由を説明する必要がないという趣旨であり、逆に言えば、そのように判断される場合を除いて、協会員は当該理由の説明に努めるべきである。

「収集できない理由」又は「伝達できない理由」の例

販売者である協会員が情報を収集できない又は伝達できない理由としては、以下のような場合が考えられる。

- ・ オリジネーターから（協会員、又は顧客である投資家に対し）「開示不可」とされた場合
- ・ 協会員がアレンジャーではなく販売のみを行う場合において、アレンジャーから（協会員、又は顧客である投資家に対し）「開示不可」とされた場合（当該アレンジャーが当該証券化商品の業務から撤退し、情報提供が不可能になった場合も含む）
- ・ 法令や契約等の制約から収集できない場合

(3) 組織体制等の整備について

本自主規制規則では、販売者が行うべき、組織体制の整備について、以下のとおり定めている（第5条）

協会員は、前条に規定する態勢の整備に当たって、必要な組織体制の整備及び人員の確保を行うこととする。

組織体制等の整備のレベル感について

「販売者が組織体制や人員面においてどの程度の整備を行うべきか」という問題は、販売者のビジネスモデルや経営判断の問題であることから、一律に規定されるべきものではない。販売者である協会員は、例えば、以下のようなポイントを参考に、あくまでも各社の実情に応じて組織体制等を整備するべきものと考えられる。

組織体制等の整備の内容とポイントについて

組織体制等の整備の内容としては、協会員がアレンジャーである場合は、組成者とは別の当該商品についての知見を有する者による、トレーサビリティの確認体制を整えることが望ましいものと考えられる。また、協会員がアレンジャーではなく販売のみを行う場合においても、当該証券化商品についての知見を有する者が、当該アレンジャー等に対しトレーサビリティに関する確認を行い、顧客に伝える体制を整えるべきものと考えられる。

すなわち、組織体制の整備のポイントを例示すれば、以下のとおり。

- ・組成・販売に関わる、担当部署の明確化
- ・証券化商品についての知見を有する者の案件確認者としての関与
- ・証券化商品の組成・販売時、複数名による当該商品のリスクチェック実施
- ・リスク分析、情報の収集及び伝達する情報についての外部専門家の活用
- ・証券化商品の販売後、顧客への情報伝達が行えるようなオリジネーターとのパイプ

なお、販売者が整備するべき組織体制等について、本WG（第4回会合）において、大手証券会社2社より、第3章（補論1）のような事例・考え方が説明されている。

(4) 情報の正確性の確保について

本自主規制規則は、販売者である協会員に、投資家である顧客に対する情報伝達の推進を求めており、販売者である協会員が、伝達する情報の正確性をどう確保していくのか」という問題（販売者がアレンジャーである場合もない場合も、また、販売時も販売後も、ともに該当する）について、本WGでは、以下のとおり整理した。

情報の正確性を確保するために、販売者が行うべきこととしては、例えば、「当事者による表明保証」、「オリジネーターに対するデューデリジェンス」、「受領した情報が正しく反映されていることを示す第三者による検証」、「基本スキームや仕組み上のリスクの所在等に関するアレンジャー・カウンセルによるリーガルチェック」等が考えられる（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は、第3章（補論2）を参照）。なお、販売者がアレンジャーではない場合は、当該販売者自らこれらを行わなくても、アレンジャー等が

行った実施内容等を確認すること等で足りるものと考えられる。

販売者として、情報の正確性確保に最善は尽くすものの、実務上は、オリジネーター等情報作成者に頼らざるを得ない面もあることから、販売者としては、情報の出所を明らかにするとともに、正確性についての確認が必ずしも十分ではない旨を明らかにしていくことが重要である。

(5) オリジネーターに対する協力要請について

本自主規制規則において、トレーサビリティの確保に足る情報が投資家である顧客に伝達されるためには、情報の正確性の確保という問題も含め、販売者である協会員のみで達成できるものではないことから、情報の生産者であるオリジネーターの協力が不可欠である。

本WGでは、こうした趣旨から、日証協、オリジネーターを所管する官庁に対し、以下のことを提言する。

(提言)

- 1 . 日証協は、オリジネーターの所属する業界団体等へ、トレーサビリティの確保に足る情報を提供することについて、協力依頼を行うこと。
- 2 . 金融庁など、オリジネーターを所管する官庁は、オリジネーターの所属する業界団体等へ、トレーサビリティの確保に足る情報を提供することについて、協力要請を行うこと。

(6) SIRP の利用について

本自主規制規則では、販売者が行うべき、原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達に關し、SIRP の利用について、以下のとおり定めている（第6条）

協会員は、第4条に規定する情報の伝達を行うに当たって、別に定める「標準情報レポート・パッケージ (Standardized Information Reporting Package : S I R P)」を参考として用いることが適切であると判断される場合には、当該パッケージを参考として用いることができる。

基本的な考え方

先述したとおり、証券化商品の取引は非常に個別性が強い場合が少なくないことから、本自主規制規則では、「協会員が、証券化商品の原資産等の内容及びリスクに關し、どのような情報を顧客である投資家に伝達することが適切であるのか」ということについて、一律に定めるのではなく、「協会員が、当該証券化商品の特性や当該顧客の属性等を踏まえて、自ら考え、判断する」ことを基本としている。

他方、「各協会員がケースバイケースで考える」ということのみでは、協会員が態勢整備を進めていくに当たっての目安とならないという問題もある。そこで、本WGでは、証券化商品の中でも、比較的コモディティ化していることから、典型的な取引ケースを想定すれば、「情報の出し手として出せる情報」「情報の取り手として必要な情報」に関する目線合わせが可能であり、かつ我が国証券化市場でかなりのウエイトを占めている4タイプの商品(RMBS、狭義ABS、CLO、CMBS)を対象に「情報の目線合わせ」として、SIRPを作成した(SIRPの作成方法等は、第3章

(補論3)を参照)。

協会員がSIRPを用いることが適切であると判断した場合、当該協会員はSIRPを用いることができる。すなわち、協会員は、「(2)情報伝達の基本的な考え方」のとおり、SIRPの情報項目を参考に収集・伝達を行う(SIRPの情報項目のうち、収集できない情報項目又は伝達できない情報項目を除いて、収集・伝達を行う。また、SIRPの情報項目にない情報についても、当該証券化商品の特性や顧客の属性等に応じて、協会員が必要と判断するものがあれば、収集できない情報項目又は伝達できない情報項目を除いて、収集・伝達を行う)。

なお、伝達の際のSIRPの具体的な用い方(例えば、SIRPを独立した書式として顧客に渡すのか、あるいは、他の書式の中にSIRPの情報項目の一部を加えて顧客に渡すのか等)については、本自主規制規則では特段の定めはなく、協会員が個々の取引の実情に応じ、最も適切な方法を選択することとなる(SIRPで提供される情報は、必ずしも、一つの書面・書式の中に掲載されたものが作成されるとは限らないため、協会員は、SIRPの情報項目が実際に提供される書面の何処に掲載されているかが記載された資料を、顧客に交付することが望ましい)。

レベルについて

SIRPの各情報項目には「レベル」が3段階で付されている。

レベル1：多くの場合にほぼ必須と考えられる情報項目

レベル2：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情報項目

レベル3：有益な情報ではあるが、「レベル2」よりは優先度が低いと考えられる情報項目

「レベル」は、あくまでも標準的な取引ケースを想定した場合における、各情報項目の相対的な優先度の目安を示したものである。協会員は、実際の取引においては、「レベル」を参考にした上で、商品の特性、情報の利用者である顧客が置かれている状況等⁷により、個々の情報項目の重要性を吟味することが求められる。

SIRP導入の意義について

SIRPは、本自主規制規則の上では、協会員が必ず利用しなければならない訳ではなく、また、すべての情報項目について収集・伝達しなければならない訳でもないが、SIRPの利用が浸透していくれば、伝達されるべき情報に関して、個々の取引間又は販売者間におけるバラツキが均される効果や、証券化市場に新規参入する販売者や投資家にとっても情報の授受が容易になる効果が期待される。

3. 理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備について

(1) 基本的な考え方

監督指針では、「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が整備されているか。また、当該理論価格等の評価・

⁷ 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%のメザニン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。

算定に当たっては、情報利用者による意図的な特定の利用に資することを優先した恣意的な算定等がなされていないか」と示されており、これについて、金融庁から、本WGにおいて、以下のような説明がなされた。

- ・ 監督指針は、販売者に対し、基本的に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（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。以下「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。

また、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」においては、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、「金融庁の考え方」として、以下のように記載されている。

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。

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す。

（参考3）日証協ガイドラインについて

日証協ガイドラインでは、「**. 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、「**. 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・算定期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・算定期価情報については、実務指針に定める方法により評価・算定期価情報を本旨とするが、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・算定期価情報を資するため、次の事項に留意する。

取引先企業から評価・算定期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・算定期価情報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・算定期価情報の提供は行わないこと。

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・算定期価情報を変更せず、取引先企業からのそのような要求にも応じないこと。

会員は、評価・算定期価情報を提供する場合には、当該評価・算定期価情報の属性（「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。」

【基本的な考え方】

本WGは、先述した金融庁の考え方を踏まえ、監督指針で求められている「理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備」については、現行の日証協ガイドラインに沿って、引き続き適切に対応していくこととした。さらに、本WGでは、ガイドラインであるとの位置付けを明確にするために、本自主規制規則では本件については規定しないこととし、監督指針と日証協ガイドライン上の表現上の乖離について、実務運営上の解釈を「Q&A」と「最終報告書」に記載することとした。

(2) 表現上の乖離に関する解釈について

監督指針と日証協ガイドラインにおいては、以下のような表現上の乖離がある。

監督指針	日証協ガイドライン
金融商品取引業者等	証券会社、会員
理論価格	評価・算定時価

「金融商品取引業者等」と、「証券会社」及び「会員」について

本自主規制規則は、「金融商品取引業者等」のうち、日証協の「協会員」を対象とするものである。日証協ガイドラインにおける「証券会社」及び「会員」は、ともに「協会員」と解釈する。

「理論価格」と「評価・算定時価」について

「金融商品に関する実務指針」では、金融資産に付すべき時価として、「当該金融資産が市場で取引され、そこで成立している価格がある場合の「市場価格に基づく価額」と、当該金融資産に市場価格がない場合の「合理的に算定された価額」とがある」(第47項)としている⁸。

さらに、「金融商品に関する実務指針」では、「合理的に算定された価額」として、以下のよ

うな方法で算定された価額が示されている(第54項)。

- (1) 取引所等から公表されている類似の金融資産の市場価格に、利子率、満期日、信用リスク及びその他の変動要因を調整する方法(この場合の調整数値等は、恣意性を排除した合理的なものでなければならない。)
- (2) 対象金融資産から発生する将来キャッシュフローを割り引いて現在価値を算定する方法(この場合、変動要因等を織り込むことを考慮する。また、適用する割引率は、恣意性を排除した合理的なものでなければならない。)
- (3) 一般に広く普及している理論値モデル又はプライシング・モデル(例えば、ブラック・ショールズ・モデル、二項モデル等のオプション価格モデル)を使用する方法(この場合、会社が採用するモデル自体、及びモデルを用いて実際に算定する際のボラティリティ、利子率等の価格決定変数は、恣意性を排除した合理的なものでなければならない。)

監督指針の趣旨は、販売者である金融商品取引業者等に対し、市場価格の特定が困難になった場合でも、合理的に価額を算定し、若しくは合理的に算定された価額を評価し、顧客に提示することができる態勢を求めるものだと考えられる。すなわち、監督指針における「理論価格」は、市場価格の特定が困難となった場合における「時価」として解釈することができる。

⁸ 企業会計基準委員会(ASBJ)は、国際的な動きを踏まえつつ、08年10月28日に算定方法の解釈明確化のためのQ&Aを公表。この中で、ASBJは、実際の売買が極端に少ない場合や、売り手と買い手が希望する価格差が著しく大きい場合などは、極端な市場価格ではなく、合理的に算定された理論価格を用いる事が適当であるということを明確化した。

したがって、協会員は、監督指針における「市場価格の特定が困難となった場合の理論価格」の提示ができる態勢の整備として、「評価・算定時価」について定めた日証協ガイドラインに従って、証券化商品の理論価格等の提示を行うことができる態勢を整備することができるものと考えられる。

日証協ガイドライン上の表現	日証協ガイドライン上の表現の解釈
証券会社、会員	「協会員」
評価・算定時価	市場価格がある場合 市場価格の特定が困難な場合

4. 雜則（代理又は媒介を行う場合の取扱いについて）

本自主規制規則は、協会員が証券化商品の販売に関し、販売行為そのものではなく、代理又は媒介を行う場合について、以下のとおり定めている（第9条）。

協会員は、証券化商品について、販売を行わず、代理又は媒介のみを行う場合においても、第2章に規定する事項に準じた取扱いをすることが望ましい。

これは、監督指針「なお、証券会社等が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であっても、投資者と接点を有する限りにおいては、実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい」（-3-1-2-(5)）に則した規定となっている。なお、本自主規制規則における「売買の媒介」とは、金商法第2条第8項第2号に規定する「有価証券の売買の媒介」（同項第9号に規定する「有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募等の取扱い」を含まない）を意味している。

5. 本自主規制規則の施行後の見直しについて

本自主規制規則は、施行後の金融経済情勢の変化等により、必要に応じて、見直すこととする。特に、SIRPについては、原資産の内容やリスクに関するトレーサビリティを確保するために、販売者である協会員が収集・伝達するべき情報項目について、目線合わせを行ったものであるが、目線合わせの結果である情報項目が今後も適切なものであるかどうか、定期的に検討を行っていく必要があるものと考えられる。

本WGは、以下のことを提言する。

（提言）

1. 日証協の金融商品委員会の下部組織として「証券化商品に関するワーキング・グループ（仮称）」を設置すること（常設のWGとする）。
2. 同WGは、本自主規制規則の施行から当面の間は、四半期毎に会合を開き、本自主規制規則の内容について、協会員から日証協に寄せられた意見や質問等に関する検討を行うほか、SIRPの情報項目に関する検討を行うこと。
3. 同WGは、少なくとも年に一回は、本自主規制規則の内容（SIRPの情報項目を含む）の見直しの必要性について検討し、見直す必要があると判断した場合には、見直しに向けた検討を行うこと。

第3章 補論

(補論1)組織体制等の整備に関する大手証券会社の事例と考え方

「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、本自主規制規則においては、具体的な内容には踏み込んでいないが、本WGにおいては、大手証券会社2社より、以下(1)(2)のような事例・考え方が説明されている。

(1)事例・考え方(その1)

- ・ 当社の業務フローにおいて、トレーサビリティ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実行に当たり、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、かつ情報開示の段階においても、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・・・証券会社(グループ会社)がプリンシバ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、蓄積してきた「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。

(2)考え方(その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(図)。
- ・ 「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くか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「証跡を保管」して販売後に備える等の努力をしてきた。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)引受審査について

引受審査については、直接的に本自主規制規則の射程とするところではないが、販売態勢の整備との関連で、大手証券会社より、以下のような問題提議がなされた。

- ・ 中間報告の公表翌日に公表された、証券取引等監視委員会の「平成20事務年度証券検査基本方針及び証券検査基本計画」では、「サブプライムローン問題を通じて顕在化した、証券化商品の世界的な広がりと、それに伴うリスク管理上の問題を踏まえ、特に、証券化商品の組成、

引受、販売等を行う金融商品取引業者の引受審査態勢、リスク管理態勢及び販売管理態勢等に着目して検証を行っていく必要がある」とされている。

- ・ 本 WG は、あくまでも「販売」に関する WG であり、別途、日証協の自主規制規則「有価証券の引受等に関する規則」が定められていることもあり、「引受審査」は直接の射程対象ではないことから、これまで議論はしていきていない。本 WG での議論を踏まえると、トレーサビリティの確保に向けた態勢整備を行うことが、証券化商品の（組成、引受、）販売に携わる金融商品取引業者が備えるべき態勢と理解されてきたが、証券取引等監視委員会が示すところに鑑みれば、これに加えて、証券化商品に係る引受審査態勢の整備も重要な課題として認識されるべき事項と問題を提起したい。
- ・ また、証券化商品の発行形態は「株」ではなく、「債券」であることから、これまで各社とも、証券化商品の引受審査は、所謂「開示審査」と呼ばれる、金融商品取引法が定める開示との整合性のチェックに重点を置いたものが中心だったものと思われる。しかしながら、証券取引等監視委員会が示すところに鑑みれば、これまで本 WG が議論してきた「トレーサビリティの確保に向けた販売態勢の整備」だけではなく、引受審査態勢についても、証券化商品については、これまで以上に高い目線での整備が必要ではないのだろうか。
- ・ なお、証券取引等監視委員会が平成 19 年 2 月に行った建議によれば、引受審査については、以下のとおりの見解が示されている。

株券等の募集・売出しに際して引受けを行おうとする証券会社には、発行体の財政状態、経営成績、業績の見通し等の厳正な審査を通じて、投資者が当該募集・売出しについて適切な投資判断をなし得る状況を確保するとともに、投資者が不測の損害を被ることを未然に防止する役割が期待されているところ、証券会社がこのような引受審査を適切かつ十分に実施することが確保されるよう、適切な措置を講じる必要がある。

- ・ 引受審査については、前述のとおり、本 WG として直接に対応するものではないと思うが、各社とも、証券化商品のトレーサビリティ確保のための態勢整備を行っていくに当たって、手掛ける事業等の実情に応じて、自主的に引受審査の態勢整備にも取り組んでいくべきものと考え、注意喚起させて頂く。

（補論 2）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

本 WG では、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、以下のとおり説明を受けた。

- ・ 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、外部証憑については比較的容易に行える一方、情報作成プロセス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（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。

- ・ 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つ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ついてのみ行われ、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。

（補論 3）SIRP の作成方法等について

（1）作成方法

SIRP は、RMBS、狭義 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た上で、必要な修正が加えられ作成されている。また、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 IRP (Investor Reporting Package) がベースとなっている⁹。CMSA 日本支部には、感謝の意を表したい。

なお、中間報告において策定・公表された「共通情報項目リスト」は、SIRP 作成のステップとして、中間報告までの段階において、「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重点を置いた『たたき台』¹⁰」との位置付けであり、これに秋以降の本 WG において、情

⁹ CMBS の SIRP は、「CMSA の IRP そのもの」ではなく、「CMSA の IRP と整合的なもの」として策定されている（今後、日証協は、SIRP の見直しについて定期的に検討していく際にも、CMSA と連携していく）。SIRP は、あくまでも日証協の意思決定に基づくものなので、CMSA の IRP の情報項目のうち、日証協の自主規制規則として SIRP に盛り込むことが不適当だと日証協が考えるものがあれば、それは盛り込まないということであり、逆に日証協の判断として、IRP にはない情報項目を SIRP に盛り込むということもあり得る。なお、今回策定した SIRP の情報項目は、CMSA の IRP と同じものとなっている。

¹⁰ 「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、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。

報の出し手であるオリジネーターの意見を反映させた¹¹ほか、販売実務の観点からの検討を行い、最終的に策定されたものが「SIRP」である。

(2) 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当たっては、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。

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はその大宗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キャッシュフロー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。

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。そういう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）、PML等
- ・ パフォーマンス：入居率、グロス収入、NOI、NCF等

¹¹ 本WGは、共通情報項目リスト等に関し、オリジネーターを対象とするアンケート調査を実施した（調査期間：08年9月1日～16日、回答先数：43先<RMBS20先、狭義ABS15先、CL016先、CMBS7先>）。

【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、「物件のキャッシュフロー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

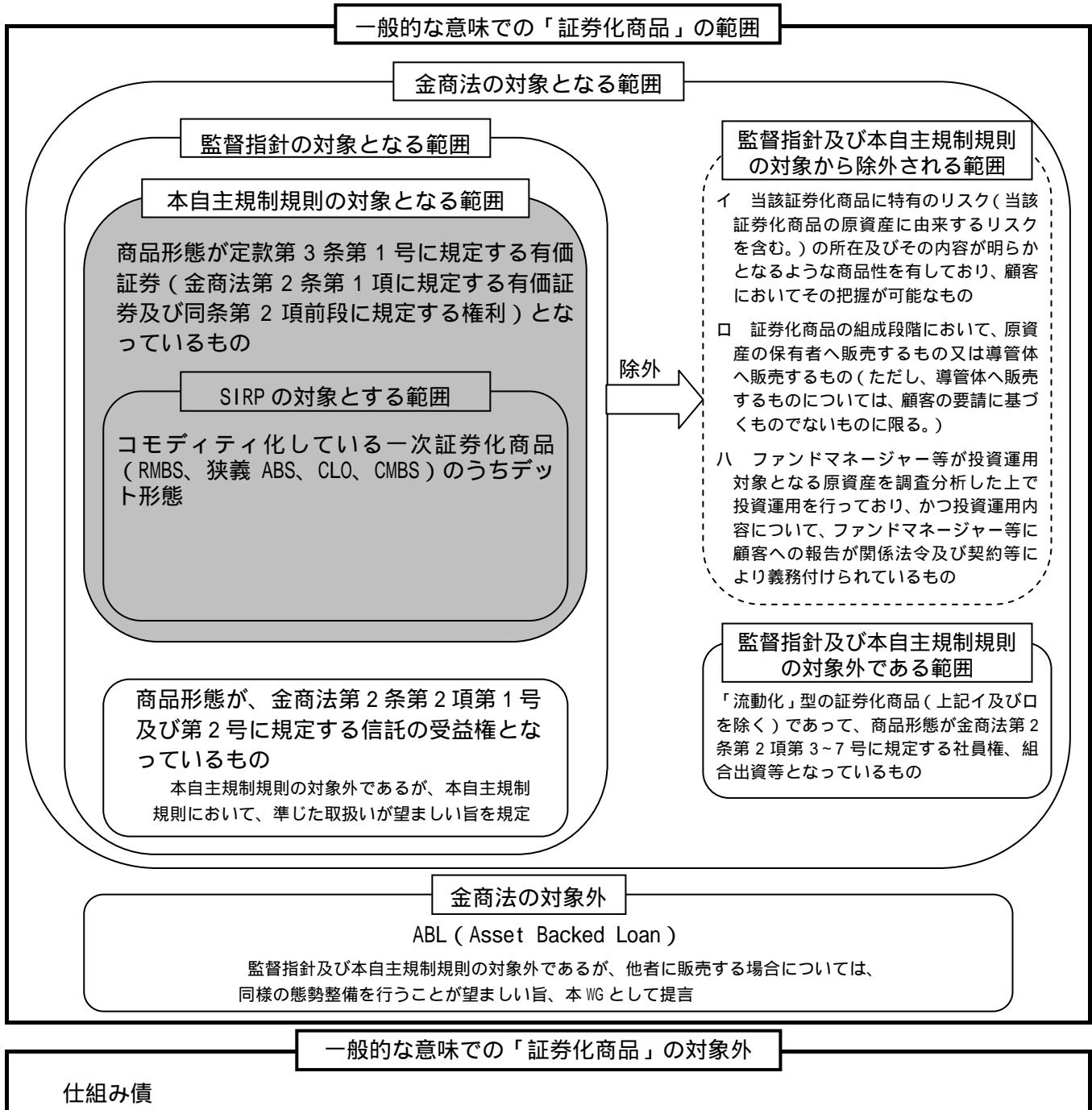
リザーブ状況：リザーブ種類及び残高等

サービスアドバンス：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

(図1) 証券化商品の対象範囲の「イメージ」



(図2) 情報伝達の相手方について

「投資家」
 (=「顧客」) { 「販売者が証券化商品をこれから販売する投資家」
 「販売者が販売した証券化商品を保有している投資家」 }

(補論1の図)



以上