

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（第12回）議事要旨

1. 日時

平成20年10月30日（木）15:00～17:00

2. 場所

日本証券業協会会議室

3. 参加者

資料1のとおり

4. 議案

- (1) 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
- (2) 証券化商品の範囲について

5. 議事概要

- 冒頭、金融庁より、時価会計に関する我が国の最近の動きについて、以下のとおり説明があった。
 - ・ 企業会計基準委員会（ASBJ）は、国際的な動きを踏まえつつ、我が国の会計基準における公正価値の算定方法の明確化を迅速に行った。具体的には、ASBJは、28日（火）に算定方法の解釈明確化のためのQ&Aを公表し、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事を明確化した。
 - ・ これに合わせる格好で、公認会計士協会は、会長名で監査法人に対してASBJのQ&Aの周知を行うと共に、金融庁においては、検査の基本方針の中でもASBJの解釈に留意して取り組んでいく旨を発表した。
 - ・ 金融庁としては、適正な金融商品会計に向けた努力を今後もサポートしていきたい。

（1）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自主規制規則案等について

- 現行案に、以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「販売前」、「販売時」、「販売後」の区分を表示する。
 - ・ 「態勢の整備を行わなければならない」を「態勢を整備しなければならない」に変更する。
 - ・ B-1条の3号と4号は一緒にする。

- ・ 「第三者」の例示を行うようなQ & Aを新たに作成し、「情報ベンダー」が第三者に該当することを明確化する。
 - ・ 流動性リスクの伝達に関するQ & Aについて、「個別商品の特性に応じた」を「流動性リスク」の前に挿入するとともに、文末に「ただし、リスクの程度につきましては、定量的な指標を伝達することを常に想定しているものではありません」を挿入する。
- 以下の点については、最終報告の中で明確化することとなった。
- ・ 「他者」には、協会員の海外グループ会社も含まれていること。
- 複数の委員より、以下のような意見が出された。
- ・ 協会員が証券化商品の組成を行わず、販売のみを行う場合については、別途、アレンジャーが投資家に対して適切な情報伝達を行っている訳であり、販売者が重複して情報伝達を行う必要がないという理由から、「態勢整備は必要ない」旨を定めた条項を設けるべきではないか。
 - ・ 協会員が販売だけを行う場合については、情報の収集・分析に関しアレンジャーと重複して同様のプロセスを行うという扱いは避けて頂きたい。あまり高いハードルを設けられると、新規参入が難しくなるので、「実務上可能な範囲で協力をするのが望ましい」という表現がよいのではないか。
- これに対し、主査及び副主査より、以下のような意見があった。
- ・ 確かに、組成を行わない協会員に組成を行う協会員と全く同じ情報収集能力を求めるのは前者に対し過重な負担を強いることになると思う。しかしながら、組成を行っているといまいと、販売時・販売後においては、相応の態勢整備を行う必要が求められるということではないか。また、販売者の新規参入のハードルにしなければならないということ、投資家の信頼を得るということのバランスをどこに持ってくるかということが重要である。自主規制規則案は現行のままとし、最終報告に協会員が販売のみを行う場合の取り扱いについて、考え方を示せばよいのではないか。
 - ・ 協会員が販売のみを行うケースにおいては、自主規制規則案では、協会員はアレンジャーから情報収集を行えばよいのであって、組成を行う場合のように、オリジネーターから情報収集することを求めている訳ではない。したがって、自主規制規則案に協会員が販売のみを行う場合に関する条項を別途設ける必要はないのではないか。
 - ・ 「態勢整備を行う必要がない」という条項を設けないことに関しては、主査に同意する。監督指針では、アレンジャーであるか否かの区別はなく、販売者には、須らく態勢整備が求められているので、アレンジャーであるかどうかで差を設けるのは好ましくない。
- なお、現実問題として考えておく必要があることは、「アレンジャーから商品を仕入れたが、当該アレンジャーが撤退してなくなった場合に、販売者はどうすべきか」ということ。監督指針の目線で言えば、そういったケースにおいても販売者には投資家に情報伝達できるような態勢整備が求められていると考えられるが、現実には不可能な場合もあり、こういったケースにおける対応を、考えておくべきではないか。

- また、金融庁より、「態勢整備のレベル感をすべて自主規則の中に書き切れるものではないと思うが、一方で、態勢整備を行う必要はないものとするとの表現を盛りこむことには、さすがに違和感を覚える」との発言があった。
- 主査より、「協会員が組成を行わず販売のみを行うケースの対応については、セカンダリーの場合や、アレンジャーが撤退した場合なども含め、最終報告の中に記載していくことでどうか」との提案があり、了承された。
- 事務局より、自主規制規則の現行案について、技術的な面から修正した方がよいのではないかとされる箇所として、以下のとおり提案があった。
 - ・ 第B-1条第1号の「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」という文章は、第B-1条全体にかかることなので、B-1条の柱書に載せてはどうか。
 - ・ 第2号は、第1号と合わせてはどうか。理由は、元々監督指針では「収集」と「分析」は一緒に書かれていることと、第3号における「伝達」の対象としては、現行案のように収集したものだけではなく、分析したものも入っているため。「収集」と「伝達」を一つの号にまとめて、それを「伝達する」という形にする提案である。
 - ・ 「販売後」についても、情報を収集するという作業がある訳であるが、現行案ではそれに関する表現が省略されている。明確化のために、収集するというプロセスを記載してはどうか。
 - ・ 第C-2条における「媒介等」の「等」については、「代理」が該当するのであれば、「代理又は媒介」としてはどうか。
- 上記の提案については、自主規制規則案の第2案に反映されることとなった。
- オブザーバーより、以下の提案がなされた。
 - ・ 「顧客から求めがあった場合に、明確に説明すること」とあるが、WGの議論を知らない人が読むと、「販売者が情報を隠蔽する余地を残している」との誤った印象を与えかねないのではないか。仮に、そのようなことになると、証券化市場の発展にマイナスである上、何よりもWGとしてそのような意図がないことは明らかであるので、顧客から求めがなくても説明を行うのだという趣旨をストレートに伝えるような表現（「顧客から求めがあった場合に」を削除）に改めた方がよいのではないか。
- これに対し、複数の委員から、以下のような意見があった。
 - ・ 趣旨はよく分かるが、現実には、収集・伝達を行うべき情報のうち、収集・伝達できない情報が存在するケースは多々あるものと思われるほか、顧客の方も収集・伝達できない理由は見当が付くので、敢えて販売者に質問しないことが多いのではないかと。そうした中で、提案のように「顧客から求めがあった場合に」を削除してしまうと、顧客の方も聞きたくないことを聞かされてしまうというおかしなことが多々起こってしまうことが危惧される。
 - ・ さらに付け加えて申し上げると、標準情報レポーティング・パッケージ（SIRP）を用いる場合は、足りない情報項目が明らかなので、（顧客から求めがなくても）説明す

ることが比較的容易であるが、SIRPを用いない場合に、顧客から求めがなく説明するとした場合、どこまで伝えるべきか明確ではないという問題があるのではないか。

- ・ さらに付け加えであるが、投資家は、伝達されない理由を知りたい時には必ず聞いてくるので、今の文章でも投資家にとって不利なことはないのではないか。
- ・ 提案の趣旨は分かるが、「顧客から求めがあった場合に」を削除してしまうと、実務上困難なケースが出てくることが懸念される。とはいえ、確かにWGの議論をよく知らない人に誤った印象を与えるのはよくないので、うまく折り合いが付く表現があればよいと思う。

○ 副主査、別のオブザーバーから、以下のような提案があった。

- ・ 「求めがあった場合に」という表現が、求めがあった場合に限定するようなニュアンスを醸し出していることが問題ではないかと思うので、「顧客の求めに応じて」とか、「顧客の求めに対応して」など、販売者が「顧客の求め」に積極的に向かうようなニュアンスを出せればよいのではないか。
- ・ 「顧客の必要に応じて」という表現として、販売者は顧客が求めれば積極的に応じるという言い方はいかがか。
- ・ 規則には規則なりの書き振りががあるので、表現は現行のままだがよいのではないか。ただ、議論の趣旨はよく分かるので、最初の総則において、積極的に情報伝達を行うという努力規定を盛り込むことではどうか。

○ 主査より、「現行の表現のまま（「顧客から求めがあった場合に」）として総則に努力規定を盛り込むこととするか、「顧客の必要に応じて」に修正するか、次回会合の検討課題としたい。これらに加えて、情報提供を積極的に行うという点は、最終報告に記載することもある」との発言があった。

○ 委員より事務局に対し、「社内規則の雛形を作って欲しい」という要望があり、事務局より「今後、案を作成するので、WGで審議してもらいたい」との回答があった。

○ 「人員・組織面」に関する条文のタイトルについては、他の自主規制規則との平仄も含め、次回会合までに事務局において再度検討することとなった。

②人員・組織について

○ 主査から、以下のような発言があった。

- ・ 人員・組織に関しては、各社のビジネスモデルや経営判断の根幹に関する部分であるので、細かな基準を伴った目線合わせを自主規制規則の中で行うことは適切ではないということが、委員のコンセンサスではないか。
- ・ そういったことを踏まえると、人員・組織に関しては、最終報告やQ & Aにおいて、基本的な考え方や、態勢整備の実効性確保のために必要なポイント（例えば、チェック・牽制機能を各社の実情に応じて整備していくこと）などを示していくことが適切なのではないか。

○ 副主査から、人員・組織に関するポイントが例示され、最終報告やQ & Aに盛り込まれることとなった。

○ 副主査より、販売態勢の整備との関連で、引受審査について、以下のとおり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、「引受審査」は直接の射程対象ではないことから、これまで突っ込んだ議論はしていきっていない。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。

引受審査については、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、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思い、注意喚起させて頂く。

○ 主査より、「引受審査に関する注意喚起については、最終報告でも触れたいと思うがどうか」との提案があり、了承された。

(2) 証券化商品の範囲について

① 「ハ」について

○ 委員より、以下のような提案があった。

- ・ 「証券化商品」の定義として、所謂「流動化型」のものが示されており、「運用型」のものは該当しないと思われる。したがって、現行案の「ハ」は、始めから対象外なのだから、「証券化商品」の中から除く規定として設けるのはおかしい。「ハ」は自主規制規則案からは削除するべきではないか。ただし、明確化のために「ハ」の内容をQ & Aとして記載してはどうか。
- ・ 仮に、「ハ」が自主規制規則の中から削除されない場合は、「関係法令により」を「関

係法令又は契約等により」に修正するべきではないか。少なくとも、ヘッジファンドが自主規制規則の対象から外れていることは明確化するべきである。

- これに対し、別の委員より、以下のような意見があった。
 - ・ 確かに、現行案の「証券化商品」の定義文は「流動化型」を示していると読めなくはない。しかしながら、現実には、指定単や特金などを使って「運用型」で入って、特定の資産を購入し、その上で当該特定資産を流動化するといった、「流動化型」なのか「運用型」なのか切り分けが難しい商品も存在するので、現行案の「証券化商品」が「流動化型」を指していると完全に言い切ることは難しいのではないか。
 - ・ 実際には証券化商品の他の信託と変わらないが、金銭信託の形態をとるものもあるので、明確化のために「ハ」は自主規制規則の中に残しておいた方がよいのではないか。
 - ・ 「関係法令により」を「関係法令又は契約等により」に修正すると、「契約等」の概念は広いので、例えば信託全般がここに該当し、自主規制規則の対象外になってしまうおそれがある。
- 「ハ」は現行案のままとした上で、Q & Aにおいて、ヘッジファンドが自主規制規則の対象から外れることを明確化することとなった（当該Q & A案は、次回会合で審議）。

②「仕組み債」について

- 委員より、以下のような要望があった。
 - ・ 仕組み債に関するQ & Aについて、「ご判断頂くこととなります」を「判断されるべきものと考えます」に修正して欲しい。理由は、仕組み債が自主規制規則の「証券化商品」に該当するかどうかの判断を、協会員が単独で行うのではなく、日証協と一緒に行うということを明確化するため。
- これに対し、主査より、以下のような発言があった。
 - ・ 最終的な判断は、あくまでも協会員が行うもの。
 - ・ ただ、判断の過程において、日証協も必要に応じて、協会員の相談に乗るということではないか。Q & Aの文章は現行のままとし、自主規制規則施行後に常設されるWGの活動内容の中に、ご指摘のあった相談に関する事項を盛り込むということがよいのではないか。

以 上