

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（第13回）議事要旨

1. 日時

平成20年11月12日（水）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）自主規制規則について

5. 議事概要

（1）自主規制規則について

（第A - 1条）

- 副主査より、以下のような意見があった。
 - ・ 「投資家である顧客に伝達される情報の充実を図ることにより」を挿入してはどうか。
自主規制規則では、投資家のことを「顧客」と呼んでいるが、敢えて「投資家」という言葉を明示することにより、我々が、投資家の方を向いて情報提供の充実を目指しているのだということを明確にする趣旨である。これは、第B - 1条の「顧客から求めがあった場合に」という表現について、前回会合で「情報伝達に消極的であるかのような誤解を与える恐れがある」といったご指摘への対応を企図したもの。
- 以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「投資家である顧客に伝達される情報の充実を図ることにより」を挿入
 - ・ 「証券化商品市場」→「証券化市場」

（第A - 3条「イ」、「ロ」）

- 各々、以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「イ」:「所在及びその内容が明らかであって」→「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」
 - ・ 「ロ」:「原資産の保有者へ販売又は顧客の意思によらずに導管体へ販売するもの」→「原資産の保有者へ販売するもの又は顧客の意思により導管体へ販売するものでないもの」

(第A - 3条「八」)

- 委員より、以下のような意見があった。
 - ・ 現行案の「八」は、「証券化商品」の定義に該当しないように思えるので、証券化商品から除外する規定として設けるのはおかしいのではないかと。条文は設けずに、趣旨をQ & Aで明確化すればよいのではないかと。なお、実質的には「証券化商品」に該当するものであっても形式的に「八」のようにみえる商品もあるということであれば、そういった商品は「八」には該当せず、自主規制規則の対象となることをQ & Aに盛り込むべきである。
 - ・ どうしても「八」を残すのであれば、「関係法令により」という部分を「関係法令等により」に修正するべきである。その理由は、海外のヘッジファンドの中には、運用内容の報告が、法令ではなく、契約によって義務付けられており、その結果トレーサビリティが確保されているものもあるので、こういったものを自主規制規則の対象から除外できるようにするため。
- これに対し、副主査より、以下のような意見があった。
 - ・ 「証券化商品」の定義の読み方を「実質的なもの」として捉えるか、「形式的なもの」として捉えるかということが、ポイントではないかと。本WGの基本的な考え方は「形式的な捉え方」ではなく、「実質的な捉え方」であることもあり、「証券化商品」の定義として、「実質的な流動化型商品」と整理し、「形式的に運用型となっている商品（実質的には流動化型商品）」も含めて幅広く捉えてはどうか（「特定の資産」の前に、「実質的に」を挿入してはどうか）。その上で、「実質的にも運用型の商品は除く」趣旨を明確化するために「八」を条文に残しておくということかどうか。
- 複数の委員より、以下のような発言があった。
 - ・ 副主査案に同意する。実質論で幅広く捉えていくべき。
 - ・ 副主査案の方が、シンプルで分かりやすいのではないかと。
 - ・ どちらも実質的には同じだと考える。
- 以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「関係法令により義務付けられているもの」→「関係法令及び契約等により義務付けられていることによって、トレーサビリティが確保されているもの」
 - ・ ヘッジファンドが自主規制規則の対象ではないことを明確化するためのQ & Aを追加
 - ・ 「第1項」:「特定の資産の」→「実質的に特定の資産の」

(第A - 3条「八」の関連Q & A)

- 委員より、以下のような意見があった。
 - ・ 年金基金など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おける証券化商品は、「八」には該当せず、自主規制規則の対象となることをQ & Aなどで明確化して欲しい。
 - ・ 「八」を表面的に解釈すると、年金基金から資金運用の委託を受け運用するアセットマネジメント会社が、ポートフォリオ・アロケーションの一環として債券投資枠の一部をABS投資に振り向けた場合も「八」に該当し、自主規制規則の対象から外れてしまうのではないかと解釈もあり得ると思う。しかしながら、このケースにおいては、ファンド

マネージャー（金商法上の投資運用業）であるアセットマネジメント会社は、一投資家としてABSの裏付資産の情報を受領するのみであって、「八」で言う運用型の商品におけるファンドマネージャーのように、販売者以上に裏付資産の情報を持っている訳ではないので、自主規制規則の対象商品として、販売者はトレーサビリティの確保に努めるべきだという意味である。

- 副主査より、「ご懸念のようなことが生じないように、「八」の文言を修正したらどうか」との意見があった。
- 主査より、以下の提案があり、了承された。
 - ・ 年金基金など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おける証券化商品は、「八」には該当せず、自主規制規則の対象となることをQ & Aで明確化する。ただし、「八に該当する商品」を明確にするためのQ & Aと本件を一緒にしてしまうと、「年金基金」そのものに論点があるかのような誤解を招く恐れがあるので、別建てのQ & Aとする。
 - ・ 同じ趣旨で、「八」の文言に修正の余地がないか、次回会合までに再検討する。

（第A - 3条第2項）

- 以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「証券化商品を既に保有している者」→「当該協会員が販売した証券化商品を保有している者」

（第B - 1条柱書き）

- 以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「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」を「協会員は、」の後に挿入

（第B - 1条第1項）

- 以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「販売に先立ち」を冒頭に挿入
 - ・ 「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」を削除

（第B - 1条第2項）

- 第1項と合わせることとなった。

（第B - 1条第3項）

- 以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「収集した」→「収集及び分析した」
 - ・ 「投資家」→「顧客」
 - ・ 「情報項目」→「情報」
 - ・ 「なお、伝達すべき情報には、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。」を末尾に挿入

(第B - 1条第4項)

- 第3項と合わせることとなった。

(第B - 1条第5項)

- 以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「販売後において」を冒頭に挿入
 - ・ 「収集した」→「収集及び分析した」
 - ・ 「顧客が適切にトレースすることができるよう、収集した原資産等の内容やリスクに関する情報項目について、当該顧客へ伝達することを検討すること。そのうえで、伝達することができない情報を除き、当該顧客に伝達すること」→「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。その上で、顧客に伝達するべきと判断した情報について、顧客に伝達すること」
 - ・ 「当該顧客」→「顧客」
- オブザーバーより、以下のような意見があった。
 - ・ 「ただし、第三者をして若しくは別の方法により、当該顧客への伝達となされる場合、…、この限りでない」とあるが、「伝達」の目的語がないため、この場合、販売者は伝達のみを行わなくてよいのか、それとも収集及び分析も含めて行わなくてよいのか、現行の文章では明確ではない。例えば、C M B Sの場合は、発行後の期中情報開示については、サービスが情報収集及び分析を行い、信託銀行が伝達するというケースが多いので、仮に、「販売者である協会員が、収集及び分析に関しては行わなくてはならない」ということだと、現実的ではないと思うが、どうか。
- これに対し、主査より、「第三者をして若しくは別の方法により情報伝達がなされている場合は、協会員は収集及び分析も含めて二重に行う必要がないという意味である」との回答があった。

(第B - 1条第3項及び第5項)

- 「伝達するべきと判断した情報」という表現に関し、委員から以下のような意見があった。
 - ・ 「判断」については、その根拠が必ずしもはっきりとしない上、これまで指摘されているような誤った解釈をされる恐れもある。「販売者が顧客に伝達する必要があると考える」という意味であれば、例えば、「顧客に伝達することを要する情報」といった表現ではどうか。「販売者が主観的に判断するもの」というよりは、「客観的に伝達を要するもの」というニュアンスを出した方がよいのではないか。
 - ・ 「判断」とか「検討」といった用語は、他の自主規制規則では、余り使われない言葉ではないのかと思うが、事務局としてはどう考えているのか。
- 事務局より、以下の回答があった。

- ・ 「判断」や「検討」といった用語が他の自主規制規則でも使われているかどうかは、この場ではよく分からないが、現行の自主規制規則案は、日証協で自主規制規則を全般的に所管している部署にもチェックしてもらっており、そこでは他の自主規制規則との用語上の平仄もチェックされているが、現時点では、「判断」や「検討」という用語を用いることに関して何の指摘も受けていない。
- ・ ただ、「判断」という用語は、収集時と伝達時に2回出てきている。このうち、「収集の判断」は、「投資家にどのような情報を伝達すべきか、販売者が主体的に判断する」ということだと思うが、「伝達の判断」は、例えば、「顧客が当該情報を有しており、重複して伝達する必要はないのではないか」といった類のもので、基本的には収集した情報は伝達する訳であるので、「収集の判断」とは重みが違うのではないかとも思える。「伝達」に関しては、必ずしも「判断」という用語でなくても、例えば、先ほど委員からご提案のあった「顧客に伝達することを要する情報」といった表現でもよいのではないか。
- 主査より、以下の発言があった。
 - ・ 今回の自主規制規則は、「投資家にどのような情報を伝達すべきか、販売者が主体的に判断する」という考え方になっているので、「判断」という用語にはそういった意味での重みがあるが、一方で、「判断」が頻繁に出てくるのもどうかと思う。事務局において、第B - 1条第3項及び第5項の表現を、次回会合までに改めて検討して欲しい。

(第B - 1条第6項)

- オブザーバーより、以下の提案があった。
 - ・ 第3項及び第5項においては、「伝達すべきと判断した情報」となっている。「収集できない理由の説明」に関しても、これらと同じレベルでの情報伝達ということだと理解しているので、「顧客に伝達すべきと判断した場合に」といった表現を用いてはどうか。
- 委員から、「『伝達できない情報』という用語が削除されているが、現実には、オリジネーターからアレンジャーには開示されていても、投資家には開示不可とされる情報もある。『収集はしたものの、伝達することができない情報』は、どう扱うのか」との質問があり、これに対し、別の委員から、「『収集できない理由』に関するQ & Aの中に、『伝達できない理由』に関する文章を挿入し、明確化したものとして一体的に扱うということも考えられるのではないか」との意見があった。
- 主査より、「第6項は、暫定的に、オブザーバーから提案のあった文章とした上で、次回会合において改めて検討することとしたい。また、Q & Aについても、委員からの指摘を踏まえ、次回会合までに修正案を検討したい」との発言があった。

(第B - 2条)

- 第2章の最後に掲載することとなった。

(第B - 3条)

- 以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「人員の確保等」→「組織体制の整備等」

- ・ 「人員の確保、組織体制の整備」→「組織体制の整備及び人員の確保」
- 「組織体制の整備及び人員の確保」の内容に関するQ & Aについて、副主査より、以下のような意見があった。
 - ・ 協会員がアレンジャーである場合は、ベストプラクティスとして、「当該商品を組成した者とは別の者による確認体制を整えることが望ましいものと考えられる」としてはどうか。
 - ・ 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、「専門的知識を持った者が当該アレンジャー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」としてはどうか。
- 委員より、「協会員がアレンジャーではなく販売のみを行う場合は、他社のアレンジャーに確認を行わなければならないのか」との質問があり、主査より、「現実には、発行から時間が経過すれば、アレンジャーの業務撤退や再編等により、協会員が確認を行うことが不可能なケースも出てくることもあり得る。こうした場合には、情報をどこに保管しておくがということも重要なテーマとなってくるが、この問題については、最終報告の中に記載する扱いとしたい。なお、ご質問のあった「当該アレンジャー」は「当該アレンジャー等」としたい」との回答があった。

（第C - 1条）

- Q & Aに関し、以下の修正を行うこととなった。
 - ・ 「多数分散プールの」を削除
 - ・ 「譲渡取引そのもの」→「特定の資産の譲渡取引そのもの」

（第C - 2条）

- 委員より、以下の質問があった。
 - ・ 「代理又は媒介」という用語は、セカンダリーを念頭に置いたものであって、プライマリーに関するものではないという理解でよいのか。
 - ・ 「代理又は媒介」に関する条文を、「販売」と分けて別建てで設けてある趣旨は何か。
- これに対し、事務局より、以下の回答があった。
 - ・ 「プライマリー＝販売」で、「セカンダリー＝代理又は媒介」という整理ではない。セカンダリーでも、販売者が自己ポジションとして一旦保有する場合は、「販売」だと考えている。「代理又は媒介」は、自社のポジションにしない場合を想定している。
 - ・ 「代理又は媒介」に関する条文を、「販売」と分けて別建てとしたのは、監督指針に沿った扱いとするためである。
- さらに同じ委員より、以下の質問があった。
 - ・ 引受けを行わない募集や私募の取扱いの場合は、「代理又は媒介」に該当するのかわるか。すなわち、プライマリーで自己ポジションとしない場合は、「販売」として第A - 3条第3項が適用されるのか、それとも「媒介」として第C - 2条が適用されるのか。
- 副主査より、以下の発言があった。
 - ・ プライマリーで引受けがあろうがなかろうが、「販売」として第A - 3条第3項が適用

されるということではないか。

- ・ ただ、現行案でそのように読めるだろうか。
- 複数の委員より、以下のような意見があった。
 - ・ 媒介手数料が発生するものが「媒介」であって、自己勘定で行うものが「販売」という整理ではないか。
 - ・ プライマリーにおける私募の取扱い、広義には媒介行為のひとつと捉えているが、今回の自主規制規則においては「販売」と位置付けられると思う。また、販売委託団の場合の取扱いも明確にした方がよい。
 - ・ 第A-3条に該当しないものとして、「販売者が海外の金融機関で、協会員が媒介するもの」もあるのではないかと。この場合、極端に言えば、当該協会員がいなくても販売が成立するという性格のものである。
 - ・ 「媒介」の説明として、募集の取扱い、私募の取扱い、売出しの取扱いは該当しないことを明記し、あくまでもセカンダリーのものであることを明確にするべきではないか。
- 以上の意見を踏まえ、事務局において、次回会合までに検討することとなった。

社内規則について

- 自主規制規則で整備を求めている「社内規則」に関し、事務局より、以下のとおり説明があった。
 - ・ 「社内規則の雛形」は、まだ作成途中であるが、WGでイメージを掴んで頂くために、今回、途中段階のものを提示申し上げた。
 - ・ 自主規制規則で整備を求めている「社内規則」は、各協会員が、自主規制規則をベースに、自らの実情に応じてルール化したものを指している。したがって、「雛形」は、自主規制規則そのものとほぼ同じものとなる。この点は、他の自主規制規則も同様である。
 - ・ 「社内規則の雛形」に関し、ご意見等あれば、事務局までお寄せ頂きたい。

CMSAのIRPについて

- CMSAより、IRPのリバイス版について、以下のとおり説明があった。
 - ・ リバイス版では、「全体に関する意見」、「併記意見」について、削除した。
 - ・ 「全体に関する意見」では、情報の正確性、個人情報保護法など法令上の制約、守秘義務契約上の制約が課題であったが、最終報告にその考え方が掲載されると事務局から聞いている。また、IRPは書式を定めるものではなく、あくまでも項目を決めたものであるということも最終報告に掲載されるものと聞いている。
 - ・ 「併記意見」のうち、幾つかのレポート類は、提出するということで、項目の方に盛り込むこととした。

以 上