

平成 20 年 3 月 10 日

金融庁監督局証券課 御中

「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正（案）」に対する意見

(意見提出者及び連絡先)

有限責任中間法人流動化・証券化協議会

証券化商品の情報開示に関するワーキンググループ

〒105-0001

東京都港区虎ノ門 2-9-14 発明会館 4F

TEL: 03-3580-1156

FAX: 03-3580-1157

貴庁より平成 20 年 2 月 6 日付でパブリックコメントに付された「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正（案）」について、下記のとおり意見を提出致します。

証券化商品の原資産に関する情報の開示が進むことは、証券化商品の適切なリスク評価が可能となり、市場における価格発見機能及び流動性の向上のために望ましいものとする。他方、証券化商品は案件ごとの個別性が極めて強いことを十二分に認識することが不可欠である。

証券化商品は、統計的なリスク分析を用いて組成、投資判断等が行われる金融商品であるが、原資産、原資産の分散度合い、原資産に内包されるリスク（信用リスクだけでなく、価格リスク、相殺等による資産の消滅リスク、キャッシュフローが変化するリスク等）、証券化の仕組みに内包されるリスク（真正売買性や対抗要件具備等の法務リスク、コミングルリスク、サービサーリスク、その他証券化商品の仕組みの維持・運営に携わる者の倒産リスク、法制度・税制等の変更リスク、不法行為リスク、事務リスク等）の違いによる個別性が極めて高く、さらには、優先劣後構造等の信用補完構造の差異に由来するリスク、キャッシュフローが変わるリスク、格付機関の格付基準が変わるリスクなど、リスクの程度も質も非常にバラエティに富んでいる。

証券化商品が組成される動機も千差万別であり、資金調達目的、リスク移転目的、ある種のアービトラージ目的などの事例が挙げられるほか、多数の投資家に販売することを意図して組成されることもあれば、投資家が自己の投資ニーズを満たすため、テーラーメイドで証券化商品を組成する場合もある。

さらに、金融商品取引業者又はその関係会社が販売又は仲介に当たるブローカーとなり、投資家とは利害の対立の少ない第三者的な立場の場合もあれば、投資家と同様に当該証券化商品の投資家でもある場合、当該証券化商品のオリジネーターとして自己の資

産を使って資金調達したり、自己のリスク資産を証券化の仕組みでヘッジしたりする場合、あるいは、原資産の入替を担うマネージャー、原資産の受託者、サービサー等を担うため特別な利害関係を有する場合など、様々な場合がある。

証券会社、信託会社、格付機関、弁護士、会計士、投資家等の証券化に関わる者が証券化商品と接する場合には、こうした証券化商品の多種多様性を踏まえることが特に重要である。我が国の証券化市場では、こうした証券化商品の多様性を踏まえ、当事者の役割を適切に分担し、市場全体として効率的な実務慣行が形成されてきている。

この様な証券化商品の多様性、証券化商品の特性、当事者の役割分担及び実務慣行等を考慮しない画一的な義務を課すことは、証券化商品の新たな組成や販売を萎縮させる可能性が極めて高い。

本意見書は、上述のような基本認識のもと、本ワーキンググループの責任においてとりまとめたものである。

なお、当協議会は流動化・証券化市場の健全な発展を図るという観点から、オリジネーター、アレンジャー、受託者、投資家、格付機関、弁護士、公認会計士等の専門家という幅広い市場関係者の参加により、多種多様な証券化商品を対象に活動を行っているため、個々の意見に対しては、各参加者の立場の違いから異なる意見を有する場合がありますので、あらかじめご了承ください。

記

以下の意見については、特に断りのない限り「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正（案）」（以下、「改正案」という。）IV-3-1-2（5）及びV-2-1-1（4）に共通の意見として記載する。

- （1）改正案IV-3-1-2（5）において、「証券化商品の中には、（中略）結果として金融システムの中でリスクの所在が不明確になるおそれがある」との記述があるが、証券化商品一般に共通し、かつ、もっぱら証券化の仕組みに帰責する問題との誤った認識を惹起するおそれがあることから、修正すべきである。

当該記述は、サブプライムローン問題において米国の比較的信用力が低い個人に対する住宅ローン債権を原債権とした特定の証券化商品（これらの再証券化商品を含む）が国境を越えて取引された結果、世界各国の金融機関が保有するリスクを正確に計算できなくなったとの指摘を踏まえたものと思われるが、これは証券化商品一般にあてはまる問題ではなく、米国で行われた一部の証券化商品の問題であるとともに、米国の経済情勢の変動による住宅ローン債権の延滞率の上昇や、金融商品市場の国際化などの複合的な要素が絡み合うことによってもたらされた問題であり、より中立的な記述に修正すべきである。

(2) 改正案は、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）の趣旨に鑑み、特定投資家を顧客とする取引には適用しないとすべきである。

特定投資家を顧客とする取引には適用しないとの扱いが認められない場合は、改正案Ⅳ－３－１－２（５）柱書第２段落及び改正案Ⅴ－２－１－１（４）柱書第１段落を下記のとおり修正し、金商法の趣旨を堅持しつつ、画一的な義務を課すのではなく、市場関係者による自主的な取組を推奨する内容とすべきである。

【改正案Ⅳ－３－１－２（５）柱書第２段落】

「証券化商品の取引は、基本的にはプロ同士（証券会社等と適格機関投資家等）の取引と考えられるため、法令上の開示規制や業者の説明義務の対象にはならない可能性が高いものの、その販売に関しては、上記の視点も踏まえ、証券化商品の具体的内容、取引の形態、金融商品取引業者及びその他の取引関係者が担う役割、情報開示に係るオリジネーターその他の取引関係者の同意の有無、投資者の期待等、証券化商品ごとの特性及び取引ごとの特性を考慮し、市場慣行及び投資者のニーズに照らして合理的かつ可能な範囲で、以下のような点に留意するものとする。」

【改正案Ⅴ－２－１－１（４）柱書第１段落】

「みなし有価証券販売業者の中には、（中略）原資産の情報が投資者に適切に伝達されることが重要である。その際、証券化商品の取引は、基本的にはプロ同士（証券会社等と適格機関投資家等）の取引と考えられるため、法令上の開示規制や業者の説明義務の対象にはならない可能性が高いものの、その販売に関しては、上記のような視点も踏まえ、証券化商品の具体的内容、取引の形態、金融商品取引業者及びその他の取引関係者が担う役割、情報開示に係るオリジネーターその他の取引関係者の同意の有無、投資者の期待等、証券化商品ごとの特性及び取引ごとの特性を考慮し、市場慣行及び投資者のニーズに照らし合理的かつ可能な範囲で、以下のような点に留意するものとする。」

金商法では、金融市場におけるイノベーションを促進し、市場規律に基づいた発展を促進する等の観点から、規制の柔構造化が図られており、特定投資家との取引においては、金融商品取引業者の説明義務等が軽減されていると承知しているが、改正案において証券化商品の販売にあたり特定投資家を対象とする取引においても、一般投資家を対象とする取引において必要とされる範囲・程度と同水準の情報伝達を行うこと等を金融商品取引業者に課すことは、金商法の趣旨を逸脱するものと考ええる。

しかし、証券化商品の販売にあたり、投資家に適切な情報を開示することの重要性はプロ同士の取引であっても変わりはなく、投資家や第三者に対して原資産のリ

スクに関する情報の開示を適切に行い、証券化商品の市場における価格発見機能、流動性を高めていくべきとの指摘は、従前より市場関係者からも指摘されており、証券化市場における実務慣行の改善、市場整備は喫緊の課題である。

特に投資家からは、証券化商品の購入時のみならず、期中においても継続的に意味のある情報（例えば原資産の属性データ）が提供されることを望む声は非常に強い。さらに、情報開示が進み、証券化商品に関する情報がオリジネーター、組成を手がけたアレンジャー、格付のみを付与した格付機関のみが詳細かつ最新の情報を有するという証券化商品に存在する情報の非対称性が是正されれば、投資家は格付けに依存した投資判断からの脱却が容易になるだけでなく、投資した証券化商品の原資産のパフォーマンスやリスクを早期に把握できるため、重要な投資判断を要する局面においてより適切な投資判断が可能となるほか、事前に原資産のパフォーマンスやリスクが把握できていれば、格下げ時の売り急ぎ（その結果としての需給の混乱）を避けることができるという指摘もある。

また、市場参加者（市場に参加しようとする投資家を含む。）に継続的に原資産の属性データが提供されることにより、証券化商品に対してこれまで投資していない投資家に投資の機会を与え、組成や販売に関わらなかった証券会社等にも仲介などの機会を与えることになるため、市場の流動性を大きく向上させる、との指摘もある。

他方、上記のとおり証券化商品は案件ごとの個別性が非常に強く、オリジネーター、受託者、アレンジャー、販売者等の市場関係者が担う役割を考えた場合、実務的に情報開示を行えない場合もある。また、投資家の期待も証券化商品ごとに大きく異なり、全ての証券化商品に対して同じ情報を求めているものではない。よって、個々の証券化商品の特性及び実務慣行等を考慮せず、拙速な議論により、実務から乖離した画一的な義務を課することは、むしろ証券化商品の組成や取引を萎縮させ、市場の発展を阻害しかねない。

上記の問題意識を踏まえて、既に市場関係者による自主的な検討が始められているところであり、当ワーキンググループにおいても昨年12月より検討を開始しており、幅広い市場関係者の意見の集約に努めつつ、実態に適った意義のある情報開示を促進するための実務的解決策を検討していく予定である。

- (3) 証券化の対象となる資産は、金銭債権、不動産等が代表的なものであるが、近年は事業の証券化と呼ばれる事業の継続可能性に着目した証券化商品も発行されている。また、証券化の対象となる金銭債権の中にもリース・クレジット債権、住宅ローン債権、貸金債権等、様々な債権が存在し、それぞれが内包するリスクは異なることから、証券化商品の原資産の追跡可能性を確保するにあたり、個別の証券化商品ごとに意味のある情報は何か、という視点が重要である。

また、証券化商品のスキームも多様であり、それぞれのスキームによりオリジネーター、アレンジャー、投資家等の関係者の役割分担、それぞれに求められる期待、

契約内容等により、販売者である金融商品取引業者が原資産に関する情報を提供できる場合とできない場合があることにも留意が必要である。(この点に関する実務の具体例としては、下記参考イ～ハを参照頂きたい。)

さらに、上述のとおり証券化商品は案件ごとの個別性が強いことから、商品の特性や取引の内容によっては、必ずしも証券化商品の情報開示を投資家が期待していない場合も考えられる。例えば、既に投資している証券化商品を買増したい投資家は、既に販売者と同等の情報を有しており、取引に際して改めて情報開示を求める意義はない。また、投資家が求める情報の内容も、案件ごとに異なる。よって、販売者に対して不必要ないし無意味な規制により情報開示の義務を課すことは、追加的な販売・仲介コストを要するだけであり、投資家の利益とはならない。

このような実務の現状を鑑みれば、改正案で示された内容を画一的に金融商品取引業者に適用することは証券化商品の取引を萎縮させる可能性が極めて高く、著しく実務から乖離していることから、改正案Ⅳ-3-1-2(5)柱書第2段落及び改正案Ⅴ-2-1-1(4)柱書第1段落を上記(2)で述べたとおり修正すべきである。

【参考】

- イ) 証券化商品のアレンジャー及び販売者である金融商品取引業者は、常に受託者(信託受益権の場合)やアセットマネージャーと同等の情報を有しているとは限らない。(信託契約上、開示が許容されていない等。)
- ロ) 複数の金融商品取引業者が役割分担しつつアレンジャー及び販売者として証券化商品に関与する場合、それぞれの役割に関係した情報しか金融商品取引業者は有しない。
- ハ) アレンジャーとして証券化商品の組成に介在していた金融商品取引業者が事業から撤退する場合には、当該金融商品取引業者は情報の提供が困難となり、また、当該金融商品取引業者と共同で当該証券化商品の販売を行っていた他の業者も必要な情報を得る手段が絶たれる場合がある。

- (4) 改正案柱書において「なお、証券会社等(信託受益権販売業者)が単なる売買の媒介しか行わないなど(中略)同様に以下の点に留意が必要である。」との記載があるが、これは削除すべきである。

証券化商品の販売はプライマリーだけでなくセカンダリーでの取引も存在するが、セカンダリーにおいて販売者は必ずしも案件組成時と同等の情報を有しているわけではなく、実務に沿わない情報開示義務を課せば、取引を萎縮させ、あるいは参加者を限定させるおそれがある。市場参加者によって多様な取引が組成され、また、多数の仲介者(金融商品取引業者)が参加することによりセカンダリー市場が発達することは、証券化商品の流動性を高める上で極めて重要であり、情報を持ちえない販売者にも一律に義務を課すことは、市場の発展を阻害することになる。

仮に、注意喚起の観点から上記のなお書を削除することが難しいとしても、上記（２）及び（３）で述べた内容がなお書の場合にも妥当するものであることを明確にするような表現に改めるべきである。具体的には、「なお、証券会社等（信託受益権販売業者）が単なる売買の媒介しか行わない場合など、限定的な役割しか担わない場合であっても、同様に以下の点に留意が必要な場合がある。」と修正すべきである。

- （５）上記（３）でも触れたとおり、金融商品取引業者が限定的な役割しか担わない場合がしばしば想定される。金融商品取引業者が他の業者（当該金融商品取引業者の関係会社を含む。）が組成した証券化商品の勧誘・販売行為のみを行う場合を例にすると、証券化商品の原資産に関する情報の収集はその商品を組成した業者がより適切に行う立場にあり、当該金融商品取引業者は、これらから情報を当該業者から取得して顧客に情報提供することが可能である。

よって、改正案において金融商品取引業者に求めている情報収集（・分析）、態勢整備等について、いずれの場合も、必ずしも証券化商品を販売する金融商品取引業者のみで必要な態勢を構築する必要はなく、このような他の業者から情報を取得する可能性も含めて情報収集（・分析）に関する態勢を実質的に構築すれば足りることが明確となる内容に修正すべきである。

金融商品取引業者自身は情報を有していないが、求める情報の所在が分かっているような場合には、当該金融商品取引業者が投資家の求めに応じて最大限情報提供に尽力することが望ましい実務慣行である。このような実務慣行が我が国でも適切に定着するよう、投資家から情報提供の依頼を受けた金融商品取引業者のみならず、当該金融商品取引業者を通じて情報を求められた他の取引関係者が情報の出し惜しみをすることなく、可能な範囲で情報提供に努めることが求められる。

このような実務慣行を定着させるためには、まずは市場参加者の意識の向上と、実務的な議論を行うことが重要と考える。

- （６）改正案①において、「販売に先立ち、（中略）社内で分析を行っているか。」とあるが、当該箇所は削除すべきである。

証券化商品の販売にあたり、金融商品取引業者が果たすべき役割は商品の特性や原資産に関する情報を的確に収集、整理するとともに、投資家がリスク判断を行うに際して必要な情報となっているかを検討したうえで、これらの情報を投資家に対して適時適切に提供することであり、その情報をもとに商品の分析を行い、格付情報等も参考しつつ投資判断を行うべきは投資家自身である。

仮に上記の修正が認められない場合には、「分析」を「リスク判断に必要な情報の存否及び投資家への提供可否の検討」に修正すべきである。

(7) 改正案③において、「当該顧客が（中略）情報を適切にトレースすることができるよう」とあるが、この部分を「当該証券化商品及び取引の特性に応じ、顧客が情報を入手することを支援することができるよう」に修正して頂きたい。

上記（3）で示したとおり、証券化商品の販売を行う金融商品取引業者は必ずしも十分な情報を入手できる立場にあるとは限らない。例えば信託受益権を用いた証券化商品においては、受益者たる投資家が受託者に対して直接に情報提供を求める権利を有している一方で、証券化商品の勧誘、販売を行うに過ぎない金融商品取引業者が同様に情報提供を求める権利を有していない場合も多い。よって、金融商品取引業者が原資産に関する情報を責任を持って全て提供する義務を課すことは、情報提供責任の二元化を招き、金融商品取引業者に不合理な負担を強いるだけでなく、投資家に置いても混乱を惹起するおそれがあることから適当でなく、投資家の情報収集を支援することで足りるとすべきである。

(8) 改正案④において「理論価格の評価・算定」を求めているが、

イ) そもそも「理論価格」の定義が不明確であり、また、「市場価格の特定が困難となった場合」において、一定の想定に基づいて算出するしかない理論価格の提示を金融商品取引業者に求めることは合理性を欠くことから、削除すべきである。

「市場価格の特定が困難となった場合」とは、証券化市場の流動性が極端に低下し、証券化商品の売買が行われなため、適切に値付けされた市場価格が観察できない場合、若干の売買が行われた実績があるものの、少数の投資家が止むに止まれぬ個別事情により売却したもので、適切な市場価格としては援用できない場合などが考えられる。

監督指針により義務が課されていることを理由に、無理をおして理論価格を算定するとなれば、合理性を欠いた理論価格の提示が頻発することになりかねない。

ロ) 仮に削除が認められない場合、理論価格の提示は、あらかじめ顧客が求めている場合に限定すべきである。

既に一定の償還が進んだ証券化商品についても理論価格を提示することや、長期保有を目的としている等、必ずしも理論価格の提示を求めない投資家に対しても一律に理論価格を提示することは不要である。

上述のとおり証券化商品は多種多様であり、販売当初から流動性がない（乏しい）として販売されたものも存在する。この様な証券化商品はそもそも流動性がない（乏しい）ということが前提になっており、市場の誰もが納得する「客観性」のある市場価格は想定しえないと考えるべきである。投資家もそうした証券化商品の特性を承知の上で投資しているのであり、必ずしも一律に理論価

格の提示を求めてはいない。

そもそも、価格の提示にあたっては、裏付資産に関する十分な情報、合理的な算定方法等に基づいた価格でなければ意味はなく、不十分な情報に基づいて理論価格が提示されることは、むしろ投資家の判断を混乱させかねない。特に取引で用いることを前提とした価格を提示する必要があるのであれば、多くの場合、価格の算定は保守的にならざるをえず、さらにその価格には販売者が妥当と判断した利益やリスクプレミアムが加算されるはずであり、理論価格の提示が適切な商品の評価に繋がらない場合も考えられる。

- ハ) 「客観性を確保するための態勢が整備されているか。」との記載は削除して頂きたい。

証券化商品の価格算定は、一定の条件の下にさまざまな仮定に基づいて行われるものであって、そもそも算定者の主観によるところが大きい。例えば、どのようなモデルや手法を選択するか、価格評価の重要な要素であるデフォルト率や相関等のパラメーターをどう決定するかは、算定者が主観的に決定することとならざるをえない。また、社内態勢を整備しても、誰が計算してもその様な数値となるという意味での客観性を得られるとは考えられない。このような理論価格に対する「客観性の確保」を掲げることは妥当ではなく、市場に大きな誤解を与え混乱を招くおそれがある。

更に付言すれば、証券化商品を販売する金融商品取引業者（その関連会社を含む）の当該証券化商品への関与の仕方も多種多様であり、金融商品取引業者が当該証券化商品について特別な利害関係にある場合もある。特に、当該証券化商品の原資産のオリジネーターである場合、裏付資産の銘柄選択権をもつマネージャーである場合、自己のポジションでも当該証券化商品の投資を行っている場合など、投資家と利害が対立することもありえる。この様な関与の仕方を考慮することなく、金融商品取引業者が妥当と考える価格を理論価格とし、これを客観的なものと認定していくことは合理的ではない。

むしろ、理論価格の提示を求めめるのではなく、それぞれの投資家が適正に価格を評価できるような評価材料や情報を、顧客の求めに応じて提供することに努めるべきである。

- ニ) 上記の考え方がある一方で、証券化商品の価格の提示については、米国では会計上の要請により「Fair Value」の算定が求められており、監査においてその根拠の開示もしばしば求められている。我が国の会計基準は米国と異なっており、これと同様の要請がなされる訳ではないが、証券化商品の価格の提示、算定方法等のあり方については、投資家に対する情報提供という観点のみならず、会計基準の国際的な動向も踏まえ、別途、適切な機会に議論・検討するべきものである。