

平成 21 年 1 月 19 日

日本証券業協会 総務部 御中

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

## 「証券化商品の販売等に関する規則」等の制定に対する意見」

貴協会が平成 20 年 12 月 25 日に発表し、平成 21 年 1 月 19 日を締め切りとして意見募集を実施している「『証券化商品の販売等に関する規則』等の制定について」に関し、以下の通り意見を提出します。意見提出者の連絡先等については別紙に記載します。なお、本書で述べる意見は、有限責任中間法人流動化・証券化協議会の市場慣行・インフラ小委員会に設置されている証券化商品の情報開示に関するワーキング・グループの委員による議論を踏まえたものですが、各委員によってはこれとは異なる意見を有する場合があることおよび各委員の勤務先・所属する他の団体等がこれとは異なる意見を有する可能性があることを申し添えます。

### 「証券化商品の販売等に関する規則（案）」について

#### ・ 全般

当規則の策定および施行は、証券化商品および証券化市場に関してネガティブな評価が蔓延している現況を踏まえ、市場参加者および関係者の証券化商品に対する信頼回復に向けた具体的な取り組みの一つとして高く評価したい。日本の証券化商品について、情報開示について問題が見られることは、日本銀行金融市場局が 2003 年 10 月から 2004 年 4 月に掛けて主催した証券化市場フォーラムによっても指摘されているところであり、当規則が証券化商品の情報開示のあり方に関する今後の検討の契機となることも期待したい。

もっとも、当規則の施行のみによって、わが国証券化市場の透明性の問題解決や流通市場における価格発見機能の向上が図れるとは考えられず、当規則導入の効果について過大な期待を持つべきではないと考える。また、当規則導入による副作用・弊害、当規則の趣旨を逸脱する運用なども懸念されるところであり、一定期間経過後に、そのような副作用・弊害が生じていないかを検証する作業を行なうべきではないか。

・ 第1条

第1条の案文中、「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」とある部分は、当規則が導入される前の段階において、「投資家である顧客に伝達される情報」が不足している等の問題認識に基づくものではないことを何らかの形で明らかにしていただきたい。

証券化商品に関しては、一昨年来、多くの評論家および報道機関が実態・実情を踏まえずに批判その他の論評の対象としてきており、証券化商品を全面的に否定するような論調も珍しくない。そのような状況下で当規則を導入すると、一般に、過去に問題があったためにその是正目的で自主規制を行なうとの誤解を与えるおそれがある。協会員が過去において証券化商品の販売に関してあたかも好ましくない行為をとっていたかのように誤解される可能性は排除しておくべきではないか。なお、当規則の実施の効果としては、「顧客に伝達される情報の充実」よりも、「情報の一定程度の標準化」が期待されるのではないか。

第1条の案文中、「もって証券化市場の健全な成長に資する」とする文言にやや違和感を覚える。

この文言が過去におけるわが国証券化市場の成長が不健全であったことを指摘していると誤解されるおそれはないか。また、昨年後半以降、わが国証券化市場は顕著に縮小しており、このままでは自然消滅すら危ぶまれる状況にあることを認識するべきではないか。市場の健全な成長および発展を望むのであれば、商品の販売に関する自主規制規則にとらわれることなく、証券化の役割・機能の再確認および市場関係者に対する教育、証券化および証券化市場に関する調査・研究の充実、市場慣行や法制度・市場インフラに関する問題の洗い出しと是正・改善・整備に向けた政策提言などを含め、協会員およびその他市場関係者による不断の努力が必要とされるのではないか。なお、パブリックコメントの対象とはなっていないものの、「参考2」として添付されている「証券化商品の販売等に関する規則（案）の解説等」に「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）」（18ページ）としている箇所が見られる。「証券化商品に関するワーキング・グループ（仮称）」の目的を当規則のメンテナンスに限定せず、わが国証券化市場の健全な発展を目指すべく市場慣行や法制度・規則・インフラ整備を含む課題を広範に検討することを加えてもよいのではないか。

・ 第3条第2号

第3条第2号に規定する「顧客」の定義では、協会員が販売に関わった証券化商品について、他の協会員が（共同の販売者として）販売し、証券化商品を取得した者や、当該協会員の販売によって証券化商品を取得した者から当該協会員の関与を経ずに証券化商品を

譲り受けた者のように、当該協会員による販売行為の直接の取引相手とならずに証券化商品を取得したような者が「顧客」の定義に含まれるのか明確ではない。直接取引を行っていないような者に対してまで情報伝達を協会員に義務づけることは、協会員にとって過度な負担を強いるものと考えられ、「顧客」の定義のうち、「協会員が販売した証券化商品を保有している者」については、協会員が直接の取引相手として販売行為を行った者に限定されることが明確となるよう、第3条第2号の規定を修正すべきではないか。

- ・ 第3条第3号

第3条第3号に規定する「販売」の定義には、金融商品取引法第2条第8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の取扱い」も含まれるという理解でよいか確認させていただきたい。同号の定義では、「販売」とは協会員が直接譲渡人となって顧客に証券化商品を取得させる行為に限られるようにも思われ、「有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い」が「販売」に該当するのか必ずしも明確とはいえないように思われることから、規定の趣旨を明確にする修正をすべきではないか。

- ・ 第4条

第4条などで「原資産等の内容」という表現が用いられているが、第3条第1号に定義される「原資産」の他にどのような要素が「原資産等」に含まれるのか不明確であり、「原資産等」を「原資産」に改めるか、「原資産等」の内容について明確となるよう規定を修正すべきではないか。

- ・ 全般、特に第4条第1号ないし第3号

第4条第1号ないし第3号において「収集できない情報を除き」「伝達できない情報を除き」とある部分に関し、これは主に販売者たる協会員が収集および伝達する立場にないことに由来していると思われる。そのような中でも販売者は投資家に対する情報伝達の拡充に努力するものの、それには限界があり、「収集できない」「伝達できない」情報が存在することは販売者の責任に帰するものではなく、それが販売者による非協力的な対応を意味するものではないことを何らかの形で明らかにしていただきたい。

- ・ 第4条第2号

第4条第2号において「証券化商品の格付に反映されないリスク」という表現があるが、これは流動性リスクのことを指しているという理解でよいか確認させていただきたい。ま

た、そうであればそのことが明確になるような表現に修正すべきではないか。

- ・ 第5条および第7条

第5条および第7条の案文において協会員に対して要求される人員の確保を含む組織体制の整備および社内規則の制定につき、当規則の施行を予定している時期までに各協会員において対応可能な状況にあるかどうか調査を行ってはどうか。そのうえで、平成21年4月1日に当規則を全面施行することが妥当かどうか検討してはどうか。協会員の実情を踏まえ、また、各協会員の内務手続などに要する時間を勘案し、本規則の内容の関係者に対する周知徹底の時間的猶予を設けるためにも、第5条および第7条に関しては、半年間程度の経過措置を設けられないか。

- ・ 付則

第5条に基づく組織体制の整備および人員の確保や第7条に基づく社内規則の整備には、実務上、各協会員の内務手続などに相当程度の時間を要することが予想されることに鑑みると、施行日を平成21年4月1日とすることが現実的なスケジュールであるか、協会員の実情を十分にご調査いただきたい。案文において施行日を平成21年4月1日としていること自体には異を唱えるものではないが、協会員における組織体制を含む実情等を踏まえ、前述の通り、第5条および第7条に関しては半年間程度の経過措置を設けることにより、当規則の円滑な導入が図られるよう配慮していただきたい。

### 「標準情報レポートパッケージ(案)」について

- ・ 全般

標準情報レポートパッケージ(SIRP)が策定されることで典型的な証券化商品に関する情報流通の標準化を促進することが期待され、歓迎したい。一方で、SIRPの用法およびその限界について貴協会において当規則に関する説明資料や広報活動等を通じ市場参加者・関係者・監督当局等に適切に理解されるよう努めることを強く期待したい。「SIRPに挙げられる項目を網羅すれば提供される情報の内容は十分である」、「SIRPを充足していないので情報が不十分である」という解釈・運用が行なわれることのないよう留意すべきと考える。項目の選択は、個別商品の特性・状況の変化も考慮した上で関係者によって適宜・適切に判断されることが期待されるものであり、SIRPは目線合わせのための有益な

ツールになり得るものの、過度に SIRP に依存することは危険である。また、証券化商品に関して、投資家に対して提供される情報の充実または標準化が図られることは、投資判断や価格評価を容易にする効果をもたらす観点からは必要条件の一部ではあっても十分条件であるとは言えず、SIRP 策定の効果やその用法について過度に期待を持つべきではない。特に、市場における価格発見機能、流通市場における流動性については、市場参加者の厚みおよび構成、投資家以外の市場参加者・関係者（特に仲介業者およびリサーチアナリスト）による情報へのアクセス、商品の定型化・標準化、ある程度以上の発行額と発行残高、信用格付けの利用のあり方に関する認識などが総合的に作用するものであり、投資家に対して提供する情報の標準化を図ることのみによって解決されるものではないと考える。

案の内容については、特段意見はなし。

以上

意見提出者に関する情報

氏名または名称

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

本書の内容に関する連絡先

電話番号

03-3580-1156

FAX 番号

03-3580-1157

電子メールアドレス

info@sfj.gr.jp