

番号	コメントの概要	金融庁の考え方
II—1—1（6）無登録業者等及び類似商号使用者の実態把握等、II—1—1（7）無登録業者等に係る対応について		
1	特に説明がなく「等」が用いられている箇所があるが、具体的に何を指すのかを確認したい。例えば、II—1—1（6）中の「金融商品取引業 “等”」、同（7）「適格機関投資家等特例業務 “等”」。	金融商品取引業等の「等」は、適格機関投資家等特例業務及び特定投資運用業務を意味し、適格機関投資家等特例業務等の「等」は、特定投資運用業務を意味しています。
2	無登録業者による消費者への未公開株の勧誘販売等の取引については、監督指針の改正による対応では不十分であり、速やかに金商法に無登録業者は契約の効力を顧客に主張できない（片面的無効）との民事上の効果を明確にすべきである。	ご意見として参考にさせていただきます。
3	未公開株商法被害の急増に抗しきれなかったことへの反省に立ち、登録制度と民事効のあり方を検討する必要がある。当職が担当した事案でも、登録制度及びグリーンシート銘柄規制の趣旨に言及し、未公開株商法をそのような商法であるということのみで公序良俗に反すると判断する判決（東京地判平成19年12月13日）や詐欺商法であると推認すると判断する判決（東京地判平成19年11月30日）がある。取締法規論は意識されなければならないが、法が登録制度の正常な運用を前提として取引を規律しようとしていることは明らかである（法は多くの規範の遵守を行政処分権限の発動に担保させる構造であるところ、行政処分の最も重いものが登録取消なのであって、無登録営業は金融商品取引秩序とそもそも相容れない）。	ご意見として参考にさせていただきます。
4	登録を有する金融商品取引業を無登録で行う者が行う金融商品取引について、当該金融商品取引業者は、当該金融商品取引が有効であることを主張することができることとするよう金商法を改正すべきである。	ご意見として参考にさせていただきます。
IV—2—7 早期警戒制度		
1	早期警戒の基準が「あらかじめ設定した基準」とあるが、行政の透明性からも設定した基準を明らかにして欲しい。また、それに関連して（1）自己資本規制比率の変動、（2）有価証券の価格変動、（3）為替変動の影響等についての分析方法を明らかにして欲しい。	早期警戒制度で採用している具体的な指標や基準については、①該当しても経営が不健全であると自動的にみなされるものではないこと、②金融商品取引業者の回避行動や風評リスクを招く可能性があること、③具体的な指標や基準は日々の状況を踏まえて適宜見直すこととしていること、等を踏まえ、非公表としています。
2	現行の「早期是正措置」は自己資本規制比率で140%、120%といった具体的な数値基準が定められ開示されているが、「早期警戒制度」における（1）自己資本規制比率の変動、（2）有価証券の価格変動、（3）為替変動の影響等についての分析の方法および基準値は、金融商品取引業者に開示されるものか確認させていただきたい。	早期警戒制度は、銀行等の自己資本比率に基づく監督が前提となっている業者についても既に導入されているものであり、そもそも自己資本比率に基づく措置を行う前の段階で、早め早めにリスクの把握を行うことを主眼としています。
3	「このため、金融商品取引業者が、以下に掲げる自己資本規制比率の変動、有価証券の価格等について、あらかじめ設定した基準に該当することとなった場合には、・・・。」とあるが、「あらかじめ設定した基準」を是非施行日まで（同時）に公表していただきたい。各社で予めリスク管理に反映する上でも有効であると考える。	なお、資料の徵求等は、監督指針にも記載している通り、「業者側のコストや監督行政の効率性の観点から、（中略）金融商品取引業者の規模及びリスク特性等に応じて柔軟に運用する」こととしています。
4	<p>自己資本規制比率が一定以下に下回ったときではもう遅いので、それよりも以前の段階で監督当局として実態を把握し、業者の経営改善を促していくこうという趣旨は理解できるものの、指針案においてすでに指摘されているように、「早期是正措置」が導入されている金融商品取引業者にとっては、自己資本規制比率の水準に対し基本的には十分な規制が存在していると思われる。仮にこの早期警戒制度を導入する場合だが、自己資本規制比率の変動や有価証券の価格変動に関する「あらかじめ設定した基準」については、金融商品取引業者側の予見可能性を高め、かつ監督当局の恣意的な運用にならないように配慮いただきたい。その上で、以下要望したい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 基準の設定はその可否も含め、慎重に行っていただきたい。特にすでに自己資本規制比率による監督が導入されている業者への追加的な措置は慎重に願いたい。この早期警戒制度が、特に外為証拠金取引業者の急激な経営状況悪化を懸念しているのであれば、同業者用の基準を設けるべきである。 ② また、仮に何らかの基準を導入した場合も恒久的な導入ではなく、少なくとも一定期間ごとに市場環境や業者の実務を踏まえて見直していただきたい。 ③ 業者の実務や市場環境認識・何がしかの資料徵求を行う際の業者の負担等について、業者側の意見も踏まえるよう、基準の設定・見直し時には業界団体・自主規制団体と意見の十分なすりあわせを行っていただきたい。ある業態の会社では容易に算出できるデータでも、別の業態の会社では算出するのに膨大な時間とコストを要する場合があるので、画一的な資料徵求にならないよう配慮いただきたい。（理由） <p>今回の早期警戒制度案は、常に変化する金融商品取引を取り巻く環境の中で効率的な監督を目指しているようにみえる点は評価したい。例えば、ブラックマンデー時とサブプライム問題の期間では、設定すべき基準はおそらく異なっていると思われるため、画一的な基準を絶対視</p>	

	しない方向性は評価できる。しかし、既存の「早期警戒措置」の上に新たな規制を作ることは、いずれにせよ過剰感が高い。その上であえて何らかの基準を設定したとしても、市場の変化・業者の内部管理の実務を踏まえて不斷に見直す努力がなければ、簡単に陳腐化してしまう。このような監督者側の観点や業者との協調なしに「早期警戒制度」を運用することは、逆に問題が大きいと思われるため。	
5	「あらかじめ設定した基準」が「変動幅（変動割合）」である場合、その変動幅（変動割合）に該当するものの絶対水準自体には問題がないケースにおいても、ヒアリング・報告徴求の対象となるのか確認させていただきたい。	早期警戒制度の趣旨は、例えば自己資本規制比率の絶対水準が14.0%を上回っているとしても、急激な変動がある場合などに早めにリスクを把握するためのものであり、その過程でヒアリング等を実施することはあり得ると考えています。
6	(2)において、「ストレステスト」を実施するのは、金融庁告示第59号においては「内部管理モデル方式」を採用している場合に特定されていると思うが、「標準的方式」を採用している業者は対象外との認識でよいか。そうであれば、(2)に「内部管理モデル方式」を採用している金融商品取引業者については、・・・を追加していただきたい。	ストレステストの実施は、内部管理モデル方式採用業者に限定していませんが、業者側のコストや監督行政の効率性の観点から、金融商品取引業者の規模及びリスク特性等に応じて柔軟に運用することとしています。

IV-3-1-2 (5)、V-2-1-1 (4) 証券化商品の販売に係る留意事項（証券化商品の追跡可能性（トレーサビリティ）の確保）

監督指針の位置付け等について

1	<p>監督指針に掲げられた事項は、金融商品取引業者が証券化商品を販売するにあたって参考とすべきプリンシブルを定めたものであって、実際の取扱いあたっては、各社がそれぞれの証券化商品の原資産やリスクの内容等に応じ、あるいは業界の自主規制や市場の慣行等に沿って、各社の事情に応じて態勢を整備すればよく、画一的な対応を求めるものではない、との理解でいいか確認させていただきたい。 (理由) 例えば、原資産の内容について情報収集を行う場合、証券化商品の種類によってオリジネーターからどこまでの情報が得されるのか様々であり、仮に画一的な対応が求められるとすれば、関係者の過剰反応による混乱や証券化のコストの大幅な上昇を招くことも危惧され、それによって証券化の市場縮小を招きかねないため。</p>	そのような理解で結構です。
2	<p>本件は、全ての販売取引に関して金融商品販売業者に義務を課すのではなく、証券化商品の内容、取引形態、当該金融商品取引業者の役割分担等を考慮し、合理的範囲で行うこととするというプリンシブルであることを確認したい。 (理由) プロ同士の取引においても情報開示は重要であることは認識し、証券会社等の金融商品取引業者がその責任の一端を担っていることは理解しています。しかし、情報開示を証券会社等の金融商品取引業者への規制により解決する方法には弊害と限界があると考える。 監督指針の①から④に規定された内容をすべてのプロ同士の取引において厳格に適用する義務があるとした場合、個別取引では実際にはその履行が必要とされない場合にも、当該義務履行できないという理由で、取引の実施自体が困難となるような状況が生じることが考えられます。従って、金融商品取引業者の義務とするのではなく、証券化商品の内容、取引形態、実際に金融商品取引業者の役割分担等を考慮し、合理的な範囲で金融商品取引業者が責任を果たすべきと考える。 また、金融商品取引業者から販売先の投資家への情報開示は、情報開示制度が本来期待される状態に整備されるまでの代替手段に過ぎない。情報開示により伝達されねばならない原資産に関する情報は、本来は引受販売会社等に依存することなく、また、当該証券化商品の保有状況に關係なく、不特定の市場参加者が入手可能な公開情報の拡充によって達成されるべきである。金融商品取引業者はこのような公開情報の拡充が進展するために、積極的な役割を担うべきですが、そのことと自らが情報の伝達を媒介する役割を負うことは必ずしも同一ではない。金融商品取引業者も本来はこの公開情報を利用るべき立場である。 現状の情報開示には問題があることは認識している。また、情報開示制度が整備された時点でも、すべての取引の公開情報が十分なものとなるわけではないため、何らかの代替手段（もしくは補完的手段）が必要であるとは思うが、そもそも公開情報の拡充と比べると劣る代替手段は、その必要性に応じて柔軟に運用されるべきであり、本来あるべき公開情報の拡充を完全に代替することは困難であると思われる。</p>	「伝達されねばならない原資産に関する情報は、本来は引受販売会社等に依存することなく、また、当該証券化商品の保有状況に關係なく、不特定の市場参加者が入手可能な公開情報の拡充によって達成されるべき」とのご意見は十分理解しますが、今回の監督指針の改正案は、それがなされていない現状において、販売会社と投資家の相対での情報伝達を可能な範囲で確保するための原則（プリンシブル）を示したものであることをご理解いただければと思います。
3	<p>監督指針は、金融庁による金融商品取引業者等に対する監督の考え方や監督上の着眼点と留意点、具体的な監督手法等をしめしたものであつて、法令のように一般的な拘束力を有するものではなく、また、監督指針上には、監督指針に記載されている監督上の評価項目の全てを各々の金融商品取引業者等に一律に求めているものではないことが明記されていることは了解している。しかしながら、金融商品取引業者が業務</p>	監督指針の改正案は、トレーサビリティ改善のための原則（プリンシブル）を示したものであり、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ

	<p>を行うに際して、監督官庁であり、行政処分を行う権限を有する金融庁の示した指針に則さない態様での取引を行うことは、(たとえ個別具体的な事情により監督指針に示された一般的な基準が妥当しにくい場合であつたとしても) 金融商品取引業者にとって事実上容易なことではなく、実務的には監督指針には法令に近しい影響力が認められるのが実態である。したがって、監督指針による規制の対象が広範に定められている場合には、(金融庁がその対象範囲を一律に規制しようとする意図を有していないとしても) 規制遵守の観点から金融商品取引業者の行為を萎縮させ、ひいては、金融市場の発展を阻害することになりかねないという点に充分に配慮したうえで、監督指針の文言を策定すべきである。</p>	<p>「」における自主ルール検討の場を通じて業界自身が策定するベスト・プラクティスに関する議論に繋がるものであると考えています。運用においても、硬直的・画一的なものとならないよう留意します。</p>
4	<p>今般の監督指針の趣旨を踏まえつつ、あくまで証券化市場の育成・発展と背離することがないよう、監督運用上の指針として以下の記述を追加いただきたい。監督指針は、法令ではないものの、金融商品取引業者は当該監督指針によって示された監督官庁の行政判断に従って業務を行うことになるため、実質的に新商業者に対して法令と同等の効果を及ぼすことが一般的であり、当該運用方針が過度に厳格又は画一的である場合、本来意図せざる効果（証券化取引・証券化市場の萎縮・縮小）をもたらす虞があるためである。</p> <p>「(注) 以下の留意事項については、証券化商品の取引が基本的にプロ同士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にはならない可能性が高いこと及び個別の証券化商品毎の個別性により市場慣行が多岐にわたることを考慮し、以下の留意事項に該当しない場合であっても、当該業者の経営が不健全であると自動的にみなされるものではなく、当局としても、必ずしも直ちに当該金融商品取引業者に対して業務改善を求めるものではない。</p> <p>また、本監督指針が、日本の証券化市場を（過去に組成された証券化商品のセカンダリー市場を含む）と萎縮させることがないよう、個別証券化商品ごとのリスク特性や実務上の可否（業者側のコスト負担増を含む）等の個別事情を十分に踏まえて、慎重かつ柔軟に運用するものとする。」</p>	<p>監督指針の改正案は、トレーサビリティ改善のための原則（プリンシブル）を示したものであり、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール検討の場を通じて業界自身が策定するベスト・プラクティスに関する議論に繋がるものであると考えています。運用においても、硬直的・画一的なものとならないよう留意します。</p>
5	<p>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考える。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。</p> <p>証券化商品は、統計的なり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、サービスリスク、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。</p> <p>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。</p> <p>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、サービス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。</p> <p>証券会社、信託会社、格付け機関、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。</p> <p>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。</p>	<p>監督指針の改正案は、トレーサビリティ改善のための原則（プリンシブル）を示したものであり、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール検討の場を通じて業界自身が策定するベスト・プラクティスに関する議論に繋がるものであると考えています。運用においても、硬直的・画一的なものとならないよう留意します。</p>
6	<p>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段落を次のとおり修正すべきである。</p> <p>【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</p>	<p>監督指針の改正案は、証券化商品に係る情報伝達についての原則（プリンシブル）を示すためのものであり、証券化商品の情報開示等に関する具体的なルールは、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、市場関係者を中心に議論されるものと考えています。その中で、証券化商品の特性や取引の特性等を踏まえた合理的な</p>

	<p>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。」</p> <p>【改正案V－2－1－1（4）柱書第1段落】</p> <p>「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な内容、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。」</p> <p>（理由）</p> <p>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。</p> <p>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的具体例としては、下記参考を参照いただきたい。）</p> <p>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い増したい投資家は、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。</p> <p>【参考】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・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。） ・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、それぞれの役割に關係した情報しか金融商品取引業者は有しない。 ・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。 	<p>ルールが作られるものと考えています。</p>
7	<p>「証券化商品の中には、複雑な構造を有し、原資産のリスクが不透明になっているものがあり、適切な情報伝達がなされていない場合には、結果として金融システム全体の中でリスクの所在が不明確になるおそれがある。」とある部分に関し、証券化商品全般に関して否定的な価値判断と解釈されるおそれのある文言をより中立的な表現または証券化が果たす役割を積極的に評価する表現に改めていただきたい。「金融システム全体の中でリスクの所在が不明確になるおそれがある」とある部分が、ある特定のリスクがある特定の国またはある特定の金融システムの内部に留まらず、資本市場における取引を通じて全世界に広く散布され、米国のサブプライムローンに関しては昨年の段階でその全貌を誰も的確に把握できなかつたことを指摘しているのであれば、その原因は、グローバル化した現代の資本市場の特性であり、証券化ではないと考えている。証券化以外の取引や金融商品（たとえば、各種デリバティブ、再保険、株式など）を通じてリスク（または不確実性）が世界に拡散され、全貌を把握し難くなるという現象は発生し得るのではないか。</p> <p>ここで意図した内容がそのようなマクロ的なリスク（または不確実性）の把握の問題ではなく、投資者におけるミクロ的なリスクの把握に資するための情報伝達にかかる問題であれば、たとえば、「証券化商品の組成・販売の過程には複数の関係者が介在することが多く、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者（場合によっては二次販売者）、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達がなされない場合には投資家においてリスクの的確な把握が困難になるおそれがある。」といった表現に改めることも考えられるのではないか。</p> <p>証券化がわが国に根付いて既に13年余りが経過するが、証券化は企業にとってプロファイルの明確化を通じた情報の非対称性によるコストを削減しつつ資本市場から資金調達を行い、また、金利リスク、信用リスクなどを市場に移転することで軽減する手段となるうえ、投資者に</p>	<p>IV－3－1－2（5）柱書きを以下のように修正します。</p> <p>「証券化商品の中には、複雑な構造を有し、組成・販売の過程に複数の関係者が介在するものがあり、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者（場合によっては二次販売者）、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達がなされない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握が困難になるおそれがある。」</p>

	<p>とては、投資対象の選択肢の拡大を通じてポートフォリオの分散、リスク・リターン特性の向上などが期待できる金融取引であると考えている。約10年前の金融危機時には、既に証券化が盛んに利用されていたため、証券化による信用リスク加工機能と信用リスク仲介の複線化が銀行による信用創造能力の低下を補い、安定的な国民経済運営を下支えしたことなどを鑑みても、わが国において証券化が果たした役割は大きいと考えている。証券化が有する機能、わが国において実際に証券化が果たして来た役割を認識し評価していただきたい。米国のある種の資産を究極的な原資産とする一部の証券化商品が世界的に問題視されていることをもって、証券化または証券化商品一般について否定的に考える必要性は必ずしもないように思える。</p>	
8	<p>「リスクの所在が不明確になるおそれ」と証券化商品の性質とを切り分け、中立的な表現にしていただきたい。 (理由) 「リスクの所在が不明確になるおそれ」は証券化商品だけに起因のものではなく、証券化商品を含めた金融商品の発展に伴い資本市場の多様性から生まれるリスクの拡散にあると考えられる(デリバティブや再保険等を用いた手法)。そのため、証券化商品の商品性が金融システム全体の中のリスクの所在を不明確にする要因という表現ではなく、証券化商品の性質と「リスクの所在が不明確になる」要因とを切り分けた表現が適当と考える。</p>	<p>IV-3-1-2(5)柱書きを以下のように修正します。 「証券化商品の中には、複雑な構造を有し、組成・販売の過程に複数の関係者が介在するものがあり、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者(場合によっては二次販売者)、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達がなされない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握が困難になるおそれがある。」</p>
9	<p>「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属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、修正するべきである。 (理由) 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るべきである。</p>	<p>「証券化商品の中には」という記述は、証券化商品一般が不透明なものと言っているとは読めないと考えます。 なお、IV-3-1-2(5)柱書きを以下のように修正します。 「証券化商品の中には、複雑な構造を有し、組成・販売の過程に複数の関係者が介在するものがあり、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者(場合によっては二次販売者)、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達がなされない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握、が困難になるおそれがある。」</p>
10	<p>「証券化商品の中には、複雑な構造を有し、原資産のリスクが不透明になっているものがあり、適切な情報伝達がなされていない場合には、結果として金融システム全体の中でリスクの所在が不明確になるおそれがある。」という頭書については、「結果として」という言及が為されているとはいえ、証券化商品一般が不透明なものであるという予断を抱かせる恐れがあり頭書としてはミスリーディングであることから、削除していただきたい。</p>	<p>「証券化商品の中には」という記述は、証券化商品一般が不透明なものと言っているとは読めないと考えます。 なお、IV-3-1-2(5)柱書きを以下のように修正します。 「証券化商品の中には、複雑な構造を有し、組成・販売の過程に複数の関係者が介在するものがあり、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者(場合によっては二次販売者)、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達がなされない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握、が困難になるおそれがある。」</p>
11	<p>今回、金融商品取引業者に新たに求められている措置は、証券化商品だけを不当に厳格に取り扱うものであり、市場の健全な成長を阻害するだけかと考える。今回の措置は、いわば、事業債の価値が変化する「市場(金利など)の変化」だけではなく、企業の倒産価値に対する市場の見方が変わるすべての要因を金融商品取引業者が把握し、それを分析できるようにせよといっているに等しく、それが不可能・非現実的であることは、事業債であれば明白である。また、事業債の価格ですら、特に本邦では透明性が欠けることは市場参加者であれば皆知っていることであり、ことさら証券化商品だけにそれを求めることが不公平かと考える。これは、市場の透明性を向上させることを否定するものではないが、あまりにも付け焼刃的な言葉であり、かつ、これをやったからといって実際の投資者保護にはほとんどつながらないことは、事業債の例を考えれば自明である。</p>	<p>証券化商品の特性を踏まえて、市場の透明性・公正性を向上することを趣旨としており、実際にどのような証券化商品についてどのような情報提供が望ましいかについては、当局が一義的に定めるのではなく、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心にして議論されるものと考えています。</p>

	<p>また、証券化商品の複雑性を鑑みると、この改正案どおりになれば、金融庁の裁量でいかようにも判断できることばかりになることは疑いがない。金融商品取引業者の監督という点からは、むしろ、利益相反がある場合の明示（当該業者もしくはその関係会社が大量の売却・空売りやデリバティブで顧客と反対のポジションを取っているなど）や、当該業者の内部で使用している評価額と、販売・買取双方の価格との関係を開示させることのほうが効果的かと考える。</p>	
12	<p>証券化商品の追跡可能性について、関係情報の全てを自ら取得することまでを求めるものではなく、組成業者等から入手した情報を分析、把握することでもって確保されることについて、明確化して欲しい。リスクの所在が不明確にならない、投資者保護に欠けることがないであれば、証券化商品の販売に係る留意事項①～④の全てを証券会社が自前で持つことまでを求めるものではない、つまり、分析の前提となる情報の全てを自ら収集するのではなく、組成業者等から受けすことによって行ってよいのならば、その点が明確になるよう次のように括弧書きを追加する文章としていただきたい。</p> <p>① 販売に先立ち、原資産の内容やリスクに関する情報を収集（組成業者等を通じて収集する場合を含む。）し、適切な説明が可能となるよう、社内で分析（組成業者等を通じて分析する場合を含む。）を行っているか。</p> <p>② 販売の際に、格付けのみに依存することなく、自ら（または組成業者等を通じて）分析した原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等についても情報伝達（組成業者等を通じて入手した情報を伝達する場合を含む。）を行うよう、社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。</p> <p>③ 投資者である顧客からの要望があれば、当該顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう、情報伝達（組成業者等を通じて入手した情報を伝達する方法を含む。）のための社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が準備されているか。</p> <p>④ 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（組成業者等を通じて評価・算定を行う場合を含む。）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・算定に当たって、客観性を確保するための態勢が整備されているか。</p> <p>（理由）</p> <p>そもそも、証券化商品については、組成から販売まで一貫して自社で行っている業者もあるが、その高度な専門性、製版分離の流れを受けて、組成業者と販売業者が別の業者であるケースが少くない。この場合、原資産リスクの所在等に関する情報を一次的に取得・管理・分析するのは組成業者サイドであり、販売業者サイドではその組成業者等から入手した商品情報等を十分検討した上で販売している。当然、組成業者等から入手する情報には組成業者自身の信用・組成能力に係る情報等も含まれており、そうした情報の内容・真偽・整合性等も十分に検討した上で販売の可否を決定している。</p> <p>政府は、平成16年12月24日に発表した金融改革プログラムの中で金融立国を掲げ、金融機関の製版分離を容易にし、多様で良質な金融商品・サービスが適時適切に提供されるようにするとしている。これは、将来の金融機関は製造部門と販売部門に分かれ、それぞれの強みを発揮し、経営資源の配分の最適化を図ることであろう。すでに製版分離が金融ビジネスの前提として一般化している状況にあっては、顧客との接点となる「販売業者に個社ごとに組成業者等と同等の態勢整備を求める」ことは製版分離を促進するという政府の方針に逆行する。</p> <p>正確で必要な情報が迅速に顧客へ提供されることが重要であり、提供される情報が販売業者の手によって作成されたものであるかどうかは問題ではない。逆にいえば、販売業者としては十分な情報収集能力と分析能力を保有し、最終的に顧客に必要な情報を提供することができれば良い。顧客⇒販売業者⇒組成業者等⇒原資産という流れで追跡可能性は十分確保できており、投資者保護に欠けるおそれはない。</p> <p>また、「販売業者に個社ごとに組成業者等と同等の態勢整備を求める」とすると、証券化商品の組成に関わる高度に専門的な人材・態勢、つまりは製版分離の流れの中で販売業者がこれまで追求してきた専門性とは異なる人材・態勢を各社が一齊に確保する必要があり、経営資源の配分の点でも非効率かつ現実的ではないと考えられる。さらに、販売業者各社における態勢整備には相当の時間を要することも予想されることから、一時的には証券化商品市場への参加者の大幅な減少、これに伴う市場の急速な縮小による新たなリスクの顕在化の恐れも否定できない。一方で、投資者にとっても証券化商品市場の縮小は証券化商品への投資機会を限定的とするものであり、かえって投資者の利益や利便性を損なうのではないか。</p> <p>以上の理由により、左記の変更を加えたとしても投資者保護上問題はないと考える。</p>	<p>トレーサビリティは、販売会社が組成業者等を通じて必要な情報を入手し、投資家へ提供することで、トレース（追跡）を確保するものと考えており、ご指摘の趣旨は現在の記述の趣旨と変わらないものと考えます。</p>
13	<p>証券化商品の取引は、本監督指針改正案にも記載されているとおり、基本的にプロ同士の取引であり、販売者に求められる役割は、投資家に対して投資家がリスクの分析に必要な情報を、販売目論見書等を通じて法令等に即した形で適切に開示をしていくことであると理解しており、投資家側も投資判断にあたっては、かかるリスクを適切に分析したうえで投資を行うことが求められており、投資家が必要なリスク分析を行わずに証券化商品を購入したことによる起因する損害にかかる責任を販売者が負うことまでは求められていないという理解でいいか確認させていただきたい。</p>	<p>監督指針の記述は、必ずしも「法令等に違反してなければ何をしてもいい」という趣旨ではありません。また、投資家が必要なリスク分析を行わずに証券化商品を購入したことによる起因する損害にかかる責任を販売者が負うことを求めたものではありません。</p>

14	<p>留意事項については、規制することに意味があるかという点と実務対応の可否の双方を勘案すべきことを以下の通り明示していただきたい。</p> <p>「IV-3-1-2 (5) …その販売に関しては、上記の点も踏まえ、証券化商品の内容及び特性、証券会社等の役割を考慮し、市場慣行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。」</p> <p>「V-2-1-1 (4) そのため、証券化商品（信託受益権）の内容及び特性、信託受益権販売業者の役割等を考慮し、市場慣行に照らして合理的かる可能な範囲で、以下のような点に留意するものとする。」</p>	<p>分析や情報伝達することに意味があるかという点と実務対応の可否の双方については、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心議論されるものと考えています。</p>
15	公募により販売される CLO なども、改正案の①～④の条件を満たさない金融商品取引業者は、その販売を行うことができないということを確認させていただきたい。	監督指針の改正は、投資家にとって必要な情報が適切に伝達されているかどうかを着眼点としたものであり、①～④は条件ではなく、また、「それを満たさなければ販売ができない」というものではありません。
16	<p>②及び③において、「社内手続き・ルールが定められており」を削除し、それに代えて、⑤として、①乃至④の分析及び態勢整備が市場状況並びに市場慣行（市場参加者の自主規制ルールを含む）に鑑みて合理的なものか、という旨の規制を設ける (理由)</p> <p>態勢という言葉が示す通り、とりわけ、今回の問題においては、市場状況に応じた柔軟かつ同時に必要な対応がとられるべきと思われます。社内手続・社内ルールの作成が要求される場合には、往々にして、社内規程を作成すれば事が足りる又は形式的に社内規程にある手続きを踏めば充分と言うことになりがちであると思われます。むしろ、時々の市場状況・市場慣行に応じた合理的な態勢整備がなされているかが検証されるべきと思われる。</p>	「市場慣行に鑑みて合理的」は、現状に比べトレーリティがどのように改善するかが不明なため修正は困難です。
17	第一種金融商品取引業の留意点（5）証券化商品の販売に係る留意事項が新設されているが、問題意識に有るとおり、法令上の義務がない事項について留意義務を実質的に課す内容となっている。この措置は、法律による委任の範囲を超えるのではないか。どのような根拠によって、問題ない整理となるのか。	監督上の着眼点は、何らかの義務を課すものではなく、「公益又は投資者保護」という行政対応の視点を明確かつ具体的に示し、監督行政の透明性を図ることを意図しています。
18	第二種金融商品取引業の留意点（4）証券化商品の販売に係る留意事項が新設されているが、原資産の情報が伝達されることが重要なのであれば、そもそも立法措置となるべき事項ではないではないか。	監督指針の改正案は、トレーリティ改善のための原則（プリンシプル）を示したものであり、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール検討の場を通じて業界自身が策定するベスト・プラクティスに関する議論に繋がるものであると考えています。
19	<p>金商法第2条第2項に各号例挙された有価証券（以下「2項有価証券」）につき、第一種金融商品取引業及び第二種金融商品取引業を営む者が発行時に引受けを行った場合においても、投資家に販売する行為は、第二種金融商品取引業である私募又は募集の取扱いと整理されるので、IV-3-1-2-(5)の適用を受けることはなく、V-2-1-1-(4)の適用を受けるという理解で良いか。</p> <p>上記の理解ではなく、引受けた商品の投資家への販売は、引受け行為に含まれるものとして第一種金融商品取引業の監督指針であるIV-3-1-2-(5)の適用を受ける場合、投資者への販売という点においては、引受（第一種金融商品取引業）と、私募の取扱い又は売買の媒介等（第二種金融商品取引業）との間に、差を設ける必要性を感じないが、信託受益権以外の2項有価証券を引受け販売する場合と、私募の取扱い又は売買の媒介等を行う場合に差が生じるので、両文の平仄をとって欲しい。例えば、証券化商品のリスクの不透明さに関して、いわゆる1項有価証券及び信託受益権と、信託受益権以外の2項有価証券との間に、流動性あるいは市場への影響度等において差があると考えるのであれば、IV-3-1-2-(5)についても、2項有価証券は信託受益権に限定する等の平仄をとって欲しい。</p>	そのような理解で結構です。
20	証券化商品について、「投資者との接点を有する限りにおいて」単なる売買の媒介しか行わない場合であっても、留意事項としてあげられていることを高く評価する。消費者に身近な投資信託等に、サブプライムの証券化商品が含まれているかどうかは、消費者の大きな関心事であるが、仕組みやリスクに関する証券会社の説明は、証券会社が理解していないのではないかという心許なさを感じることが多く、つっこみだ説明は組成者にお任せのように考へている事業者も多いように見受けられる。監督指針が改正されることで、仕組みやリスク（現下では特にサブプライムローン証券化商品のトレース）についての突っ込んだ質問に対しても答えるべきこと、独自にリスク評価すること等が、説明義務の内容そのものであり、そのための体制の構築が求められていることが再確認でき、販売事業者の取り組むべき課題が明確にされ、説明義務の内容そのものであり、そのための体制の構築が求められていることが再確認でき、販売事業者の取り組むべき課題が明確にされ、説明義務	ご意見として参考にさせていただきます。

務の範囲が広く深いことを再認識することができる。また、証券会社は、仕組みやリスクを独自に分析・理解して販売する商品を選ぶべきこと、選んだ商品に問題があった場合には、選んだ証券会社にも責任があることが二次効果として確認されるようになると思われる。金融庁においては、証券会社の取組を早期調査し、結果を公表するよう望む。

サブプライムローンの証券化商品が拡散して、トレースができないといった捉え方がされているように思うが、そうした場合であっても、どこまでトレースでき、どこで情報が切れたかを明確に開示することを求める。単に拡散してわからないではなく、どこまで、このような手法でトレースできたが、このような理由で情報が切断されたという開示が必要である。関係者が緻密なトレースを行うことは、今回の金融危機に対する今後の対応や法制度の構築にも大きく貢献する。

監督局の取組は高く評価できるが、あくまでも法制度の枠組みの中のことである。今回の問題は、法制度の枠組みを超えるところ（日本に引き寄せて考えたら）で起こっており、抜本的な解決や日本発のサブプライム問題の発生の未然防止には、以下の2つの法制での構築が必要である。

・モーゲージ規制

借り手の債務不履行がなければ、今回の金融危機は起らぬ。証券化はリスク分散機能を果たすことができた。米国ではプレダトリーローンの被害は、低所得者層への住宅ローン、プライムローンを利用できるのにそれを知らずにサブプライムローンを利用した層、住宅改修のためにモーゲージ利用者など広い範囲で生じている。いずれもモーゲージについての知識をほとんど持たず、手数料、金利、自らの負う担保に関する重い責任などを知らずに契約にいたっている。また、一定の知識層であっても、複雑なモーゲージについて十分理解できない者が多いと言われている。こうした状況を踏まえ、開示規制の見直し（わかりやすい開示、文書の単純化、邦語とに異なる複雑な開示規制の統一化等）、勧誘・販売方法の規制強化、違反の場合の損害賠償責任などに加え、消費者教育への取組が強く提唱されている。中でも、始めて住宅ローンなど高額なモーゲージを利用する者に対するカウンセリングの重要性が認識され、国の予算の増額が唱えられている。米国の被害は日本でも起こりうることである。一定期間後に金利が上がるモーゲージ、使用目的自由なモーゲージ、家の改修工事のモーゲージ等日本でも広く使われている。金利があがったり、担保価値が下落したりして、返済ができなくなる者、金利上昇に伴う債券価格の下落で、モーゲージの証券化商品を抱えた金融機関に影響が及ぶことなど様々な状況が想定される。割賦販売や貸金の分野では、規制が整備されているが、モーゲージ規制は手つかずである。法の隙間を狙って、例えば変額保険のモーゲージのような想像もつかない被害が生じる可能性がある。今回のサブプライム問題を目の当たりにし、金商法から抜け落ちているモーゲージの規制のあり方を検討することの必要性を痛感しており、早急に取り組んでほしい。

・証券化規制

金融危機が起こって初めて、証券化に対する規制がほとんどないことがわかり、驚いている。わからないことだらけで、あいまいなことしか言えないが、例えば、証券化商品の組成にあたりデフォルト率の計算方法の統一化、オリジネーターが売ることのできるモーゲージのリスクの範囲、売ってはいけない範囲、オリジネーターの責任（抗弁の接続）、格付け会社の利益相反行為の防止、メザニンで格付けがあがっていく仕組みをどこでシャットするか、トレース可能な開示等に関わる規制がないままここまで証券化が進んでしまったのが、素人目から見ても不可解である。今のままでは、問題が起こって初めてあわてて対処療法するという悪循環を断ち切れない。諸外国でも検討されていることと思うが、日本の当局も、国内外から金融工学や金融法に関わる高度の専門知識を持つ者を集め証券化の法の制定に着手することが必要である。

21 改正案中に「証券会社等」の語が使用されているが、金商法上は本来は「金融商品取引業者」の語を用いて定義すべきであるにもかかわらず、旧来の「証券会社」の語を用いている理由を教えていただきたい。（旧来の「証券会社」の語は、金商法上の特例で例外的に使用継続を認められているにすぎないはずである。）

「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」では、「証券会社等（第一種金融商品取引業（有価証券関連業に限る。）を行う者をいう。以下同じ。）」と定義しています。

証券化商品の定義について

1 本件は、サブプライムローン問題で顕在化した「リスク所在の不確実性」に対応するためと認識しているが、これらの対応については、全ての証券化商品の販売に際して求められるものではなく、本文に記載の通り「複雑な構造を有し、原資産のリスクが不透明となっている」証券化商品の販売に際して、求められるものであるという理解でよいか。

また、具体的にどのような証券化商品を販売する際に、留意事項の様な対応が必要かどうかについては、業界における自主的な対応に委ねられるという理解でよいか。

（理由）

金融技術の発展に伴い、証券化商品については、リスクの所在の把握に高度な判断力を必要とする複雑な構造を有するものから、リスクの

監督指針でいうところの証券化商品は、複雑な構造を有し、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者（場合によっては二次販売者）、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達がなされない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握が困難になるような商品性を想定していますが、具体的にどのような商品がトレーサビリティの対象になり得るか、なるべ

	<p>所在が明確な単純な構造のものまで、多岐に渡っており、留意事項のような対応を一律に求めるることは馴染まないため。また、証券化商品の多様性や金融技術の進化のスピードを踏まえると、監督指針において、留意事項のような対応が求められる証券化商品を具体的に類型化し、ルール化することは困難であると思料されるため。</p>	<p>きかは、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心議論されるものと考えています。</p>
2	<p>「証券化商品」の適用範囲が不明確である。冒頭に「証券化商品には、複雑な構造を有し、原資産のリスクが不透明になっている場合があり、」とのくだりがあるが、これが改正の際の問題意識であるならば、①～④に掲げられた留意事項の適用対象を、「証券化商品のうち下記(a) (b)の双方に該当するもの」に限定するよう、文中で定義を明確化していただきたい。</p> <p>(a) 原資産に係る信用リスクを優先劣後構造の関係にある二以上のエクスポージャーに階層化している。</p> <p>(b) 期限前返済率・延滞債権比率・担保権執行率などの原資産の状況を示す指標を、発行体・組成業者または信託会社のいずれも、直接または間接に投資家に伝達していない。</p> <p>また、上記(a) (b)のいずれかに該当しない商品として、以下の(x)～(z)のような類型が考えられるが、これらについては①～④に掲げられた留意事項が適用されないと理解してよいか、併せて確認させていただきたい。</p> <p>(x) いわゆるパワー・リバース・デュアル・カレンシー債をはじめとする為替連動債券</p> <p>(y) いわゆる日経平均連動債をはじめとする株価指数連動債券</p> <p>(z) いわゆる他社株転換可能債(EB)をはじめとする株価連動債券</p> <p>(w) 上記(x)・(y)・(z)のいずれかを組入れた投資信託の受益証券</p> <p>(理由)</p> <p>今般のサブプライム問題で焦点となったのは、サブプライム・ローン RMBS と、それを再証券化した CDO of RMBS その他の再証券化商品（いわゆる「CDO スクエアード」）である。これらを除いた証券化商品については、一時的な市場の流動性低下局面こそ見られたものの、深刻な減価はこれまでのところ発生していないと考えられる。特段問題を引き起こしていないタイプの証券化商品にまで一律に①～④に掲げる販売態勢の整備を求めるに案件組成コストの飛躍的上昇を通じて、証券化商品市場の急激な縮小を引き起こすおそれがある。証券化商品市場の重要性や健全な発展を考慮すると、「証券化商品」全般ではなく、それらのうち現在問題となっているタイプの商品のみに「監督指針」改正案の適用対象を絞るほうが望ましいと考えられる。</p> <p>上記の限定要件のうち(a)は、新BIS規制上の「証券化商品」の定義であり、監督当局にとっても市場参加者にとっても馴染みやすいものと考えられる。また(b)は CDO of RMBS その他の再証券化商品を念頭に置いたもので、販売業者が顧客へ補完情報を伝達することによって初めて顧客自身によるリスク管理が可能になる商品を類型化したものである</p>	
3	<p>「証券化商品」とは、基本的には証券化取引（原資産に係る信用リスクを優先劣後構造の関係にある二以上のエクspoージャーに階層化し、その一部又は全部を第三者に移転する性質を有する取引：平成18年3月27日金融庁告示第19号第1条第2号）に係る商品をいうと理解してよいか。以下のような商品は、「証券化商品」に該当しないと理解してよいか。</p> <p>① シンプルな手形債権・売掛債権流動化商品</p> <p>② 優先劣後構造を採っていても、原資産の債務者向けエクspoージャーとして取扱う商品、フル・リコース型のセラー（委託者）向けエクspoージャーとして取扱う商品</p> <p>③ 現物不動産を取得するのと同視される目的をもって、単に、受益権化した商品（所謂アクイジション型の不動産取引）</p>	
4	<p>証券化商品の定義について明確にしていただきたい。証券化商品は、一般的には、流動性に欠ける資産を裏づけとして発行される金融商品を対象とすると、例えば、ローンやリース債権を証券化した MBS や ABS のみならず、不動産そのものを証券化した REIT も含まれると考えられる。一方、証券化商品に限定されず、複雑な金融商品を対象としているのであれば、金利や通貨の価格など金融商品市場で形成される相場や店頭デリバティブの価値に連動して損益が変動する仕組みの金融商品全般が対象となると考えられる。例えば、限界事例として、CDO には、証券化商品である ABS 型 CDO と、店頭デリバティブであるクレジット・デフォルト・スワップにリンクしたシンセティック CDO があるが、前者を含み、後者は含まないと考えてよいのか。</p>	
5	<p>「証券化商品」の定義を明確にしていただきたい。例えば、リパッケージ債や VC・PE ファンド等、有価証券を原資産としたものは含まれるという理解でよろしいか。また、資産流動化法に基づき、届出が行われている商品は含まれないという理解でいいか確認させていただきたい。</p>	
6	<p>本監督指針の対象となる証券化商品は、その構造が複雑で原資産のリスクが不透明になっているものに限定し、原資産を一次証券化したに過ぎない商品など「追跡可能性」が問題とならない商品は対象から除外することを明確にした表現をしていただきたい。</p> <p>(理由)</p> <p>証券化商品において原資産を一次証券化したもののようにその構造が複雑ではないものもあり、そのような証券化商品は監督指針改正案の懸念（追跡可能性等の問題）の対象となっているとは考えられず、従って、留意事項の対象とする実益も乏しいため。証券化商品の概念は非</p>	

	常に広く捉えることもでき、そのように広く捉えた場合には、追跡可能性の確保等の問題が生じない証券化商品も含んでしまうため。	
7	①FOF やヘッジファンド等投資対象が多層構造になる場合や、②国内外の投資信託の最終投資先が集団投資スキームや CLO 等証券化商品の場合、更に、③原資産が多数の小口の貸付債権プール等について、どこまでトレーサビリティが要求されるのか考え方について示していただきたい。	
8	改正案における証券化商品の定義として、金融商品取引業者がオリジネーション情報にアクセスが可能な証券化案件または再証券化案件に限定されているのか、それとも金商法第2条に該当する商品またはそれ以上の資産(ABL等)を対象とするものの確認をさせていただきたい。証券化商品はその複雑性と多様性に特徴があることから、短期的な混乱を回避するためにも、当面はより限定的な取扱が望ましいと思料する。	
9	「証券化商品」とは、市場では様々な意味合いで使われており、当該監督指針の適用範囲にかなり大きな認識の相違を生じさせるおそれがある。本監督指針で使われる「証券化商品」の定義を明らかにして欲しい。	
10	対象となる証券化商品について、金商法及び監督指針には定義が定められていないが、市場慣行や各金融商品取引業者の運用等により、一般的に証券化商品として取り扱われている商品を意味するという理解でよいか。	
11	<p>改正案では「証券化商品」の定義が明確でなく、広く捉えればさまざまな商品にまで広がりうるものと思われる。今回の改正の目的は、様々な投資家がそのリスクを深く思量することなく投資する可能性のある「格付けの付された」有価証券のうち、公的な開示制度がないような金融商品について、そのトレーザビリティの向上を図ることに主眼があるかと推量する。</p> <p>エクイティ部分や格付けのつかない劣後部分については、そもそも投資家サイドにおいて自発的なリスク分析が行われる事が期待できること、販売にあたってはかなりの説明が行われている現況に鑑みれば、商品内容の把握、リスク説明において、監督指針において規定する必要性は低いものと考えられる。また、公的な開示制度に乗っている公募商品においては、そもそも開示制度が存在していることから、過度に負担のかかる要請と言わざるを得ない。これらの観点から、「証券化商品」に含まれる金融商品について、以下の認識でよいものか教えて欲しい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 商品の形態がローンであれば、この規制の対象ではない。(そもそも金融商品取引業ではない) ② 証券化商品の取引と結果的に同等の経済的効果を有しても、デリバティブ取引（クレジット・デリバティブ取引等）は、この規制の対象ではない。（多くの場合、顧客は金融商品取引業にならない、という側面もある） ③ 公募商品であれば、この規制の対象ではない。 ④ 格付けの付されていない商品は、この規制の対象ではない。 ⑤ ファンド（例えば不動産信託受益権を保有する SPC）への匿名組合出資、TMK の特定出資、優先出資等のエクイティ部分については、この規制の対象ではない。 ⑥ 投資業を主として行っているような事業会社の社債についても、この規制の対象ではない。 	<p>監督指針でいうところの証券化商品は、複雑な構造を有し、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者（場合によっては二次販売者）、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達がなされない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握が困難になるような商品性を想定していますが、具体的にどのような商品がトレーザビリティの対象になり得るか、なるべきかは、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。（ただし、左記のうち①、②については、明らかにご指摘の通りと考えられます。）</p>
12	本件、金融システムの安定性の観点から規制をかけるのであれば、実務が萎縮することおよび過度な負担の回避のためにも、「証券化商品」の中でも、商品組成規模が一定額以上の案件に限定する等の限定を設けるべきではないか。	<p>監督指針で示す着眼点は、商品組成規模によって変化するものではないと考えます。</p> <p>いずれにしても、具体的にどのような商品がトレーザビリティの対象になり得るか、なるべきかは、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。</p>
13	証券化商品の原資産として絵画や映画等の芸術、ワイン、知的財産権等が含まれている場合、理論的に価格の算定を行うことが困難な場合が考えられる。一方、証券化にはもともと原資産自体の流動性が希薄であるため、証券化により流動性を付与し、証券化商品市場の活性化に繋がる目的もあると考えられる。改正案の趣旨については賛同できる部分もあるが、改正案により証券化市場が縮小に繋がる可能性も否定できないと考えるが、この点についてはどのように考えておられるのか示していただきたい。	<p>証券化という金融技術は、ポートフォリオのリスク・リターンを管理するための有用な手法であり、また、信用仲介チャネルの複線化、金融市場の効率化に資するものであると考えています。今回の監督指針の改正は、個々の金融商品取引業者における必要な情報伝達のための取組みにより、わが国証券化市場が一層透明・公正なものとなり、さらなる発展を遂げることを期待しているもので、証券化市場の縮小を意図しているものではありません。こうした観点から、具体的なルールについては今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心</p>

		に議論していただくことが適當と考えています。
14	<p>投資信託は、下記の理由により証券化商品には含まれないと考えるが、この理解でよいか。 (理由)</p> <p>証券化商品は、一般に、個人向けローン、住宅ローン、企業向けローン及び商業用不動産担保ローンなどを裏付けとして発行される証券が代表的で、さらにこれら証券化商品を裏付けとして発行される債務担保証券や同種の資産を裏付けとし発行される短期の証券である資産担保証券などを含めて総称した概念であり、投資信託はこの概念に含まれていないものと考える。</p> <p>また、投資信託は、以下の制度的仕組みにより、証券化商品とは異なっている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・日々基準価額を算出しており、価格の透明性が高い。 ・投信は単にリパッケージした証券化商品とは異なり、委託会社が投資対象を調査・分析し運用を行っている。 ・法令で運用報告書、有価証券報告書で定期的に全銘柄開示を行っており、投信協会ルールで資産組入れ状況等の適時開示が義務付けられている（一部私募投信等は委託会社判断による開示）。 ・監督指針は基本的に法令上の開示義務や業者の説明義務の対象にならないプロ同士の取引を前提としているが、一般的投資信託は金商法の枠組みの中で、ファンド全体のリスク・リターンに関して、ファンドの商品性、投資家のニーズに応じた的確な説明、情報の提供を行うよう意図されている。 ・委託会社が受益者や投資者からの問い合わせ窓口を設けて、運用報告書や目論見書にて運用会社の連絡先を開示しており、顧客の質問に誠実に対応している。 	<p>に議論していただくことが適當と考えています。</p> <p>そのような理解で結構です。</p>
15	「証券化商品」とあるが、ここにいう「証券化商品」に投資信託受益証券が含まれないことを確認したい。	
16	第一種金融商品取引業の留意点（5）証券化商品の販売に係る留意事項が新設されているが、証券化は、原資産の信用リスクを法的にコントロールすることを指すことから、原資産のリスクが不透明な商品はそもそも証券化商品と呼べず本項の対象となりえないのではないか。	IV-3-1-2(5)柱書きを以下のように修正します。 「証券化商品の中には、複雑な構造を有し、組成・販売の過程に複数の関係者が介在するものがあり、原資産の組成者から、証券化商品の組成者、販売者（場合によっては二次販売者）、投資家に至る一連の流れの中で、原資産の内容やリスクにつき適切な情報伝達がなされない場合には、投資家におけるリスクの的確な把握が困難になるおそれがある。」
17	<p>改正案の概要説明の中では、「証券化商品の追跡可能性の確保について」に関する監督指針の改正は、サブプライムローン問題に対する検討を受けたものであることが説明されている。この点、不動産の流動化取引においては、不動産を信託財産とする信託受益権がしばしば利用されるが、サブプライムローン問題では、信用リスクを中心とした債権のリスク把握が困難となることが問題とされており、不動産に関するリスクの追跡可能性が問題となっているわけではなく、不動産を信託財産とする信託受益権について改正案の趣旨が妥当するものではないと考える。これに加えて、①不動産を信託財産とする信託受益権については、実務上各信託ごとに単一の信託受益権が設定され、金融商品というよりは不動産自体と同等のものとして取引がおこなわれることが一般的であるところ、原資産への追跡可能性の重要性を考慮するとしても、サブプライムローン問題で対象となっているような金銭債権を原資産とする証券化商品と同様の基準で規律を設けることは適当でないこと、②特に宅地又は建物に係る信託の受益権については、宅地建物取引業法に基づく規制の適用対象ともなっており、原資産へ追跡可能性という観点について、不動産の特性に即した規制が既にもうけられていること、などの点に鑑みて、不動産を信託財産とする信託受益権に係る取引に関して、監督指針によって追跡可能性の確保に関する規律を行うことは適当でなく、また、その必要も低いものと考える。</p> <p>そこで、このような不動産を信託財産とする信託受益権は、改正案V-2-1-1(4)で対象とされている証券化商品（信託受益権）に該当しないと考えるが、そのような理解でよいか。また、そのような理解が正しくないのであれば、上記の理由から不動産を信託財産とする信託受益権を改正案V-2-1-1(4)で対象とされている証券化商品（信託受益権）から除外する修正をするべきである。</p>	どのような証券化商品についてどのような情報提供が望ましいかについては、当局が一義的に定めるのではなく、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。
18	商品の内容、取引の態様、金融商品取引業者の関与の程度などは個別具体的な取引ごとに応じて、金融商品取引業者に求められる証券化商品の追跡可能性の確保の水準は、一律ではないことを明示するために、改正案V-2-1-1(4)柱書き第1段落の末尾を「そのため、販売に関しては上記の視点も踏まえ、市場慣行、証券化商品の属性、取引の態様、金融商品取引業者が担う役割、投資家の属性及び投資家が取引に参加する目的などに応じて、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」と改めるべきである	どのような証券化商品についてどのような情報提供が望ましいかについては、当局が一義的に定めるのではなく、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。

19	改正案V-2-1-1(4)は、証券化商品（信託受益権）を対象としているが、信託乃至信託受益権は幅広い分野において利用されており、その取扱いを行う業者に対して信託財産への追跡可能性を求めることが馴染まない性質のものも多いと考えるところ、改正案V-2-1-1(4)は信託受益権一般を対象とするものではなく、証券化商品としての性質を有する信託受益権のみを対象としているとの理解でよいか確認させていただきたい。かかる理解でよいのであれば、その趣旨が明確となるよう表現を改めていただきたい。	そのような理解で結構です。
20	改正案IV-3-1-2(5)は第一種金融商品取引業に関する規定であり、第二種金融商品取引業に関しては、改正案V-2-1-1(4)の対象となるものを除き改正案IV-3-1-2(5)のような規制は設けられていないところ、その取扱いが第二種金融商品取引業に区別される金商法第2条第2項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利については、改正案IV-3-1-2(5)で対象とされている「証券化商品」に該当することはないとの理解でよい。なお、仮に金商法第2条第2項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利の中にも「証券化商品」に該当するものがあり、第一種金融商品取引業も営む金融商品取引業者が、そのような権利を取り扱う場合には改正案IV-3-1-2-(5)の対象となるとするのでは、そのような商品を第一種金融商品取引業も営む金融商品取引業者が取り扱う場合と第二種金融商品取引業のみを営む金融商品取引業者が取り扱う場合とでは不均衡となることから妥当ではないと考える。 また、監督指針IV-3-1は、「有価証券関連業に係る業務の適切性」であるところ、その取扱いが有価証券関連業の対象とならない商品については「証券化商品」に該当することはないとの理解でよい。	そのような理解で結構です。
特定投資家との取引について		
1	金商法政府令等のパブリックコメント回答（「概要及び考え方」p.184 N0.8）において、プロに対しても一律アマとして取り扱うようなことは、金商法の法制度趣旨からも許されないとされている。一方で、本監督指針改正案ではプロ間取引についても実質的に契約締結前説明と同等、もしくはそれ以上ともなりかねないものを求めているように読み取れるが、矛盾とならないか。	監督指針では、証券化市場の透明性の向上を念頭に、プロ同士の取引であっても必要な情報が提供されるような態勢整備を求めているものであり、例えば一般投資家向けの利用者保護規定のように、契約締結前交付書面の交付等がなければ法令違反に該当するということを規定しているものではありません。
2	金商法の趣旨に鑑み、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な内容、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な内容、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。」 (理由) 金商法では、金融市场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	監督指針の改正案はそもそもプロ同士の取引を含む取引における原則（プリンシプル）を示すためのものであり、特定投資家を顧客とする取引に適用しないとすることはできません。また、運用においても、硬直的・画一的なものとならないよう留意します。 また、証券化商品の情報開示等に関する具体的なルールは、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、市場関係者を中心に議論されるものと考えています。その中で、証券化商品の特性や取引の特性等を踏まえた合理的なルールが作られるものと考えています。

	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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いえない場合もある。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。</p> <p>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まっ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。</p>	
3	<p>特定投資家を顧客とする取引については、ここに規定する留意点は適用されないとすべきであり、その旨を監督指針上、明確にしていただきたい。</p> <p>なお、証券化商品の追跡可能性の確保の重要性に鑑みて、特定投資家を顧客とする取引について一律に改正案IV-3-1-2(5)の適用を除外することが難しいとしても、証券化商品に対する知見を有するプロの投資家であれば（必要な情報が入手できることを前提とする限り）理論価格等の評価・算定を自ら行うことも可能であると考えられるところ、改正案IV-3-1-2(5)④については、特定投資家を顧客とする取引に適用しないとの考え方にも合理性があると考える。従って、改正案IV-3-1-2(5)④についてのみ、特定投資家を顧客とする取引に適用しないという規制態様についてもあわせて検討いただきたい。 (理由)</p> <p>特定投資家を顧客とする取引については、当該規定は適用されないとすべきである。すなわち、金商法においては、規制の柔軟化が図られており、その趣旨・目的は、①特定投資家と一般投資家の区分により、適切な利用者保護とリスク・キャピタルの供給の円滑化を両立させること、②特定投資家は、その知識・経験・財産の状況などから、適合性原則の下で保護が欠けることとならず、かつ当事者も必ずしも行政規制による保護を望んでいないと考えられること、③特定投資家は、行政規制ではなく市場規律に委ねることにより、過剰規制による取引コストを削減し、グローバルな競争環境に置かれている我が国金融・資本市場における取引の円滑を促進することなどが挙げられるとしている。かかる趣旨を踏まえて、金商法の下では特定投資家を顧客とする取引については金融商品取引業者に適用される行為規制が軽減されているが（金商法45条。特に金商法37条の3に定める契約締結前の書面の交付についても適用除外とされている。）、当該規定が特定投資家を顧客とする取引についても適用されるのであれば、事实上、行為規制としての証券化商品の原資産に関する情報収集義務・情報伝達義務を金融商品取引業者に課すことなく、金商法における規制の柔軟化の考え方方に抵触するものであると考える。当該規定を特定投資家を顧客とする取引についても適用することは現行の金商法の考え方方に抵触するものであり、妥当とはいえないと考える。</p>	そもそもプロ同士の取引における望ましい原則（プリンシップ）を記載したものであるため、特定投資家に一律適用しないと整理することは困難ですが、監督指針の改正案は、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケースにおいてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。
4	<p>特定投資家を顧客とする取引については、改正案V-2-1-1(4)に規定する留意点は適用されないとすべきであり、監督指針上、その旨を明確にしていただきたい。</p> <p>また、特定投資家を顧客とする取引について一律に改正案V-2-1-1(4)の適用を除外することが難しいとしても、改正案V-2-1-1(4)④についてのみ特定投資家を顧客とする取引に適用しないという規制態様についてもあわせて検討いただきたい。</p> <p>さらに改正案V-2-1-1(4)④については、あらかじめ顧客が市場価格乃至理論価格の評価・算定を求めていた場合に限って適用すること及び第2文を削除することもご検討いただきたい。</p>	そもそもプロ同士の取引における望ましい原則（プリンシップ）を記載したものであるため、特定投資家に一律適用しないと整理することは困難ですが、監督指針の改正案は、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケースにおいてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。 <p>また、④において、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</p>

		であり、価格提示を義務化したものではありません。
5	「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）と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、以下のような点に留意するものとする」とあるが、「プロ」には「特定投資家以外の顧客である法人又は個人が特定投資家とみなされる場合を含む」との理解でよいか。また、プロのみを相手とした場合であれば、以下の4つの態勢整備は特定投資家に適用除外となる行為規制以外の範囲（金商法第36条顧客に対する誠実義務）に限定されるとの理解でよいか。	「プロ」についてはそのような理解で結構です。なお、監督指針における態勢整備の記述は、当然、法令上の行為規制を拡大解釈したものではなく、トレーサビリティ改善のための原則（プリンシプル）を示したものです。今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール検討の場を通じて業界自身が策定するベスト・プラクティスに関する議論に繋がるものであると考えています。
6	何を「適切な説明」と考えるか、という点について、関係者間の認識に相当程度の幅が生じる可能性があると思われる。「適切な説明」がなされたか否かを判断するガイドラインを示してほしい。 適格機関投資家とそれ以外の投資家等、販売する投資家によって「適切な説明」の水準が異なることもありうると思われる。販売する投資家別のガイドラインを示してほしい。	説明の適切性は、販売者と投資者との関係や入手可能な情報の如何、取引慣行等によって様々に判断されるものであり、一義的に決まるものではないと考えられるが、どのような説明がベスト・プラクティスとして望ましいかについては、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。
7	改正案の表現を、自主的な取組を推奨し、かつ、証券化商品の特性や取引形態等ごとに留意すべき事項が異なる旨の内容に変更いただきたい。具体的には第2文中に以下の表現を追加いただきたい。 「プロ同士の取引においては、証券化商品ごとの特性・形態、取引の形態、金融商品取引業者の担う役割等を勘案し、市場慣行に照らし合理的かつ可能な範囲で留意する旨」 (理由) 本改正案はプロ同士の取引も対象としているが、金商法の趣旨に鑑み、プロ同士の取引における情報開示の拡充等については、あくまで相互の自助努力により行い、原則は監督・規制の対象とすべきではないと考える。 さらに、証券化商品とは、RMBS、CDO、割賦債権 ABS、CMBS、投資口、不動産信託受益権、集団投資スキームにおける匿名出資持分、国内での組成はいまだ少数であるが、これら証券化商品の再証券化商品等も販売されている。いわゆるエクイティの性質を有するものから債権の性質を有するものまで多様であり、その取引形態やスキームも多岐に渡る。そのため、それぞれの証券化商品、スキーム等ごとに金融商品取引業者が求められる役割も違い、それぞれの役割に応じた留意点があるものと考える。 また、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、守秘義務の設定状況等により、販売者である金融商品取引業者が提供できる情報が限定される場合がある。 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一律に金融商品取引業者に適用するのではなく、それぞれの場合に応じた留意点とすべきと考える。	「市場慣行に照らし合理的かつ可能な範囲」は、現状に比べトレーサビリティがどのように改善するかが不明なため修正は困難です。ただし、プロ同士の取引であるため、重要なのは業界におけるベストプラクティスであると考えており、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。
8	プロ同士の取引における「販売に係る留意事項」の位置付けについて 多様な証券化商品について、個別に必要十分な「分析」の程度を明定することには限界があると思われる。プロ同士の取引では、何らかのガイドラインを制定するとしても、最後は当事者間の合意に委ねられることが望ましいと考える。この点、改正案では、プロ同士の取引における「留意事項」の位置付けが分かりづらいのではないか。	多様な証券化商品について、個別に必要十分な「分析」の程度を明定することには限界があるとのご指摘はその通りだと考えます。 なお、「留意事項」とは、監督上の（当局）の留意すべき事項という位置付けであり、プロ同士の当事者の合意についても、すべて委ねるということは難しいと考えるもの、重要な要素と考えます。
9	第一種金融商品取引業の留意点（5）証券化商品の販売に係る留意事項が新設され、投資者である顧客から要望があれば、トレースできる態勢を要求する内容となっているが、問題意識にあるとおりプロ同士の売買では要望しない措置を取ることができるために、結果として当該態勢はそもそも要求されないのではないか。	プロ投資家であっても販売会社に対して情報提供を求めることがあります。
10	第二種金融商品取引業の留意点（4）証券化商品の販売に係る留意事項が新設され、投資者である顧客から要望があれば、トレースできる態勢を要求する内容となっているが、問題意識にあるとおりプロ同士の売買では要望しない措置を取ることができるので、結果として当該態	プロ投資家であっても販売会社に対して情報提供を求めることがあります、その際に適切に情報伝達ができる態勢が

	勢はそもそも要求されないのでないか。	整備されているかどうかを着眼点としています。
11	<p>業者が、利用者の知識・経験・財産等に適合した形で販売・勧誘を行わなければならないという（広義の）適合性原則は、金融商品取引業者の業務運営一般に適用されるものであり（金商法40条第1項）、改正案IV-3-1-2(5)との関係でも適用されるべきものと考える。そこで、改正案IV-3-1-2(5)①乃至④の各項目について、適合性の原則に照らして必要かつ適切な限度で適用されるものであるという趣旨を明確にするための修正をするべきである。具体的な修正案としては、それぞれ以下のように改めるべきと考える。</p> <p>「①…情報を収集し、当該販売における投資家の属性等を踏まえ、適合性の原則に照らして、必要かつ適切な…」 「②…等についても、当該販売における投資家の属性等を踏まえ、適合性の原則に照らして、必要刈る適切な情報伝達を…」 「③…できるよう、当該販売における投資家の属性を踏まえ、適合性の原則に照らして、必要かつ適切な情報伝達の…」</p>	適合性の原則をプロ同士の証券化商品の取引にまで拡大する趣旨ではありません。
12	<p>改正案V-2-1-1(4)①乃至④の各項目について、適合性の原則に照らして必要かつ適切な限度で適用されるものであるという趣旨を明確にするための修正をするべきである。</p> <p>特に信託受益権については、実際に原資産を管理する受託者が存在し、投資家は受益者として受託者から原資産に関する情報を取得することが可能であることから、金融商品取引業者に求められる原資産への追跡可能性の確保の水準は相対的に低くなるものと考えられる。改正案V-2-1-1(4)については、原資産を管理する受託者の存在という信託の特性も踏まえた表現に改めることを検討いただきたい。</p>	適合性の原則をプロ同士の証券化商品の取引にまで拡大する趣旨ではありません。
13	<p>「金融・資本市場競争力強化プラン」においては、「プロに限定した取引の活発化」という項目において、「我が国では、今後とも、情報開示等による投資者保護の重要性はより一層高まっていくものと考えられるが、金融・資本市場の活性化、国際競争力の強化を図っていく観点から、プロの投資者については、一般投資者と区別した上で、自己責任に立脚した、より自由度の高い取引を可能としていくことが必要である。」としている。本問題に関しては、その後に続く、「なお、こうした自由度の高い取引を行うに当たって、プロ投資者の適正な自己規律が働くかない場合には、マーケット価格の変動等により、取引参加するプロ投資者自身やその背後の一般投資者等に想定外の損失が生じる可能性がある。」とされている点が重要な点は論を待たず、その意味で本監督指針において示されている方向性の下敷きとなる問題点に関しては強く認識した上で議論を展開すべきであると理解しているが、そこでやはり基本となる点とは、その後に言及されている「プロ投資者においては、プロとして責任をもった行動とリスク管理の徹底が重要となる。」といった点であると考える。その原則は、同「プラン」「証券化商品に関する適切なリスク評価とその情報開示の強化」において、「わが国証券化市場の透明性を向上させるためには、証券化に関わる個々の当事者が原資産のリスクに関する適切な評価を行うとともに、その情報を提供することにより、追跡可能性を改善する必要がある。民間金融関係者とも連携し、そのための仕組みづくりを進めていく。」とされている点と通底していると考える。その意味で、証券化商品市場の育成・発展を考えていく上で、すべての取引参加者に対し相応の規律が求められるべきであり、過度に販売業者のみに責任を負わせるような規制の方は、市場の活性化を目指すべき・レギュレーションという方向性が示される中、機関投資家層における自己責任原則の徹底とその原則に立脚したリスク評価についての有るべき育成という方向性に逆行しかねず、結果として日本のプロ市場を矮小化することにつながりかねないという懸念がある。その意味で、市場の健全な育成・発展のために、販売業者に対してのみの過度な規制とならないよう、バランスの取れた規制・監督となることを望みたい。</p>	ご意見として参考にさせていただきます。
証券化商品の売買の媒介時等の留意事項について		
1	<p>「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、同様に以下の点に留意が必要である」との記載があるが、媒介の場合、運用会社等より、必要な情報等を入手する態勢が整備されていればよいと考える。 (理由) 「単なる売買の媒介」を行う場合は、情報格差があるため「留意」する事項の実施は困難である。</p>	<p>監督指針では、証券化商品の販売がなされた後においても、投資家からアクセスできる情報ソースが販売会社のみという事態を想定し、販売会社における情報伝達態勢の整備を着眼点としています。しかしながら、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケースにおいてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。</p> <p>また、なお書きを以下のように修正します。 「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</p>

		<u>ことが望ましい。」</u>
2	<p>投資者が、媒介した証券化商品の原資産の内容等の情報を、媒介した証券会社等以外のルート（例えば当初アレンジャー証券会社等）より得られることが確認できている場合には、本規定の例外であるものと理解してよいか。</p>	<p>監督指針では、販売会社における情報伝達態勢の整備を着眼点としていますが、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケース、実務上意味がないような場合においてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。</p> <p>また、なお書きを以下のように修正します。 「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。」</u></p>
3	<p>「投資者と接点を有する限りにおいては、」との文言がある。だが、不動産信託受益権販売業者が、不動産を原資産とし、原資産の特性が不動産から変質されていない信託受益権の売買その他の取引に係る業務を行う場合、不動産（実物）取引と同様に投資者との接点は売買の段階のみであることから、「投資者と接点を有する限りにおいては」との文言における接点の終点は、「売買が完了した時点」であることを明らかとされたい。</p> <p>この点に関し、不動産を原資産とする信託受益権は特定物を裏づけとしているため、その個別性が強い。不動産（実物）の売買に關与した宅地建物取引業者が売買時における重要事項説明の義務は負うが、その後の情報提供義務は負っていない。これと同様に、不動産信託受益権販売業者の場合も、金商法37条の3に基づく契約締結前の書面の交付義務については、内閣府令85条の契約締結前交付書面の記載事項の特則などに基づく、詳細な情報提供あるいは説明が求められるものの、信託受益権の販売後において、不動産信託受益権販売業者は信託財産たる不動産に関する情報開示を関係者に求める権限を有しておらず、情報を得る立場にないことによる。</p>	<p>監督指針では、証券化商品の販売がなされた後においても、投資家からアクセスできる情報ソースが販売会社のみという事態を想定し、販売会社における情報伝達態勢の整備を着眼点としています。しかしながら、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケースにおいてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。</p> <p>また、なお書きを以下のように修正します。 「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。」</u></p>
4	<p>「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。</p> <p>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。</p> <p>仮に、注意喚起の観点から上記のなお書きを削除することが難しいとしても、上記で述べた内容がなお書き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。</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。 「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。」</u></p>
5	<p>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。 （理由）</p> <p>金融商品取引業者が限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いうる立場にあり、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。</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。 「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。」</u></p>

	<p>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。この様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。</p> <p>この様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。</p>	
6	<p>「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」の適用範囲の限定について</p> <p>既に発行され流通過程にある証券化商品を販売する場合において、新規に組成が行われる案件と比べて、販売する証券会社が入手できる情報には限りがあるのがマーケットの実情であり、販売証券会社に新規に組成が行われる場合と同様に情報伝達義務や分析義務を課すのは、証券化商品の流通性を阻害しセカンダリー市場の萎縮につながる恐れが高い。当初組成した証券会社と販売証券会社が同一グループ内にある等密接な関係を有する場合は別として、それ以外の証券化商品の媒介・販売のみを行なう者については、①～③全てではなく、投資者が購入・売却の判断に必要な情報を入手するルートを確保する点に限定してフォーカスすべきと考える。</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。</p> <p>「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>
7	<p>原資産の内容やリスクに関する情報は、オリジネーター、アセット・マネージャー、信託銀行、格付け機関、既に当該原資産を裏付けとする証券化商品を保有している投資者に存在しており、アレンジャー以外の金融商品取引業者は守秘義務契約条項等の理由によりこれらの当事者から自由に原資産の情報を取得できない場合が多く、その場合、セカンダリー市場でのマーケットメイクを行える証券会社は事実上、当初のアレンジメントを行った証券会社等のみとなり、セカンダリー取引が必要以上に萎縮しかねないという重大な懸念を生じせしめる虞が相当あると考えられる。については、以下を追加の上、セカンダリー市場が不必要に萎縮しないよう手当をしていただきたい。</p> <p>「なお、証券会社等が単なる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、(i) 法律又は契約上の制約により証券会社等において原資産に関する情報の入手が不可能又は実務上困難な場合その他必要と認められる場合(アレンジャーの業務撤退等の場合)又は(ii) 投資者である顧客によるリスクの所在把握に支障がない特段の事情がある場合(例えば、証券会社等がセカンダリー市場で販売使用とする証券化商品を投資者が既に保有しており、当該投資者が単に買増しを行うにすぎない場合)を除き、同様に以下の点に留意が必要である。」</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。</p> <p>「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>
8	<p>「その販売に関しては、上記の視点も踏まえ、以下のような点に留意するものとする。」とある部分に関し、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せず画一的な対応を求めていたいのではない旨を何らかの形で明確化していただけないでしょうか。たとえば、「その販売に関しては、上記の視点も踏まえ、当該証券化商品の特性、金融商品取引業者(証券会社等)が担う役割、投資家の属性及び投資家が取引に参加する目的などに応じ、合理的な範囲で、以下のような点に留意するものとする。」といった表現が考えられます。</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。</p> <p>「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>
9	<p>「証券会社等が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、証券化商品ごとの特性・形態、取引の形態、金融商品取引業者の担う役割等を勘案し、市場慣行に照らし合理的かつ可能な範囲で留意する。」という表現に変更いただきたい。</p> <p>(理由) セカンダリーでの売買において、投資者自身が情報を収集し投資判断が出来る状況にある等、本監督指針の目的が達成されていると思われる状況にあっても、金融商品取引業者が本改正案の留意事項を一律に遵守しなければならないとすることは、証券化市場における流動性を損なうこととなる</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。</p> <p>「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>
10	<p>第一種金融商品取引業の留意点(5)証券化商品の販売に係る留意事項が新設されているが、媒介しかしない場合に、当該商品の理論価格を算定する態勢を社内に構築することはおよそ想定しがたいので、限定的な役割しか担わないことを実質的に禁じる指針なのか。</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。</p> <p>「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>
11	<p>第二種金融商品取引業の留意点(4)証券化商品の販売に係る留意事項が新設されているが、媒介しかしない場合に、当該商品の理論価格を算定する態勢を社内に構築することはおよそ想定しがたいので、限定的な役割しか担わないことを実質的に禁じる指針なのか。</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。</p> <p>「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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>
12	<p>引受販売の場合に限定し、流通市場での販売においては義務ではなく、可能な範囲で履行すべきというプリンシブルであることを確認した</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。</p>

	<p>い。 (理由)</p> <p>引受販売の場合に限定せず、流通市場においても留意する必要があるとすれば、当初の引受販売業者でない金融商品取引業者が流通市場で証券化商品を譲受ける場合に、譲渡人が金融商品取引業者以外であれば、譲受けた証券化商品を再譲渡する場合には、譲渡人以外から必要な情報を入手できない限り、譲受人たる金融商品取引業者には本監督指針の履行が困難となる。</p> <p>しかし、流通市場における売買は一般には公開情報のもとにして行われる。公開情報が規定された①と②を履行するために十分な情報ではない場合がある。また、当初の引受販売業者ではない金融商品取引業者が公開情報以外の情報を入手できる立場にない可能性は十分にある。</p> <p>公開情報の拡充の必要性については賛成であるものの、金融商品取引業者に本規定を適用することによって公開情報の拡充が達成することは困難と思われる。むしろ、本監督指針の対象となる金融商取引業者のうち、当該証券化商品の当初の引受販売業者以外の金融商品取引業者が流通市場に介在することを実態的に困難とするに留まる可能性がある。これは日本における証券化商品の流通市場の発展を阻害するリスクがあると考えられる。</p>	<p>「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期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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>
13	<p>「単なる売買の媒介しか行なわないなど限定期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」とある部分に関し、証券化商品の原資産にかかる情報は、証券会社等が単なる媒介者として証券化商品の売買に介在する場合等において、証券会社等が入手困難または入手不可能な状況も考えられるところである。また、証券会社等に「以下の点」につき留意することが顧客から期待されていない場合・状況もあり得るかと思う。たとえば、証券化商品の組成者がもはや存在しないなど外的状況などによるかまたは法的な制約・契約上の権利義務との関係で、証券会社等が関連する情報を入手することが困難または不可能な場合などが考えられる。また、投資者が組成者・トラスティー等から直接関連する情報を入手できる場合には、必ずしも同様に「以下の点」に留意することは求められていないという理解でよいか。</p>	<p>そのような理解で結構です。 また、なお書きを以下のように修正します。 「なお、証券会社等が単なる売買の媒介しか行ないなど限定期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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>
14	<p>末尾を「その販売に関しては、上記の視点も踏まえ、市場慣行、証券化商品の属性、取引の態様、金融商品取引業者が担う役割、投資家の属性及び投資家が取引に参加する目的等に応じて、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。」と改めるべきである。なお、取引の態様や金融商品取引業者が担う役割などに応じて追跡可能性の確保を図ることを明記することに伴い、改正案IV-3-1-2(5)柱書第3段落は、削除するか、あるいは、第3段落の場合も第2段落に追記する取引の態様や金融商品取引業者が担う役割などに応じた規制となることを明確にするために、少なくとも「なお、証券会社等が単なる売買の媒介しか行ないなど限定期的な役割しか担わない場合であっても、そのことのみを一律に以下の留意事項が適用されなくなるものではないことに留意が必要である。」といった表現に改めるべきである。 (理由)</p> <p>一口に証券化商品の取引といつても、取引の目的、商品の内容、商品組成の際ににおける投資者の想定、取引の態様、審査業者の関与の程度などは個別具体的な取引ごとに異なり、金融商品取引業者に求められる（あるいは金融商品取引業者が実行できる）証券化商品の追跡可能性の確保の水準は、一律でないと考える。また、アレンジャーとして案件組成に関与した金融商品取引業者が証券化事業から撤退してしまった場合やオリジネーターが証券化対象資産に関する部門を事業譲渡等で売却してしまった場合など、金融商品取引業者やオリジネーターその他の関連当事者のその後の事情により、原資産の内容やリスク・過去に取り扱った取引に関する情報の収集・分析・評価を行うことが困難となることもあり得るが、そのような場合にまで金融商品取引業者に証券化商品の追跡可能性の確保を求めるのでは金融商品取引業者の営業の自由を著しく制約することになり（あるいは事实上不可能を強いるものであり）妥当でないと考える。他方で投資家が以前に購入し、既に原資産の内容・リスクに関する情報を保有している証券化商品について、更に買増しを行う目的で、案件組成時のアレンジャーとは異なる金融商品取引業者に当該証券化商品の購入の媒介を依頼する場合等もあり得るが、このような場合には、投資家は当該金融商品取引業者に原資産の内容・リスクに関する情報収集や分析を必ずしも求めないと考えられる。このような場合にも、証券化商品や取引との関係で不必要な規制を金融商品取引業者に強いことになるのでは、取引に関して不要なコストが発生することになり、かえって投資者の不利益につながることになる。</p> <p>具体的には、実務上、証券化商品の取引を行うに際しては、以下のような場面があり、このような場面では、金融商品取引業者に求められる証券化商品の追跡可能性の確保の水準は、限定されるべきであると考える。</p> <p>① 証券化商品の内容によっては（特に信託受益権の場合）、アレンジャーや販売業者に過ぎない金融商品取引業者には、受託者、アセット・マネージャーなどから情報が開示されない場合がある（例えば、信託契約上で開示が許容されていない場合がある。）このような場合には、投資家は、自ら又はオリジネーターや売主を通じて充分な情報を保有する受託者、アセット・マネージャーなどから証券化商品に関する情報を取得することも可能である。</p> <p>② 海外で組成された証券化商品について、海外の業者による国内投資家への販売・勧誘をリエゾン的に国内の金融商品取引業者が行うことがあり得る（典型的には、外資系の金融商品取引業者が親会社たる外国法人が組成した証券化商品の販売・勧誘を援助する場合など）。このような場合、金融商品取引業者自身は必ずしも証券化商品の原資産に関する充分な情報を取得する機会を有しない可能性がある一方、投資</p>	<p>どのような証券化商品についてどのような情報提供が望ましいかについては、当局が一義的に定めるのではなく、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。</p> <p>なお書きを以下のように修正します。 「なお、証券会社等が単なる売買の媒介しか行ないなど限定期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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p>

	<p>家の中には海外の業者に対して情報提供などを直接求ることをいとしている場合も存在する。</p> <p>③ 証券化商品によっては、アレンジヤーや販売業者たる金融商品取引業者ではなく、オリジネーターや投資家の主導によって組成され、アレンジヤーや販売会社たる金融商品取引業者の役割が限定されている場合もある。オリジネーターの主導による場合には、投資家は、証券化商品に関する情報をオリジネーターから取得することが可能であり、また、投資家の主導による場合は自ら証券化商品に関する情報を保有していると考えられる一方で、役割が限定されているアレンジヤーや販売業者たる金融商品取引業者は、必ずしも証券化商品に関する十分な情報を取得する機会を有しないことがあり得る。</p> <p>具体的な事例としては、例えば、不動産を引当資産とする特定目的会社を利用した投資商品の組成に際して、不動産開発業者などが投資家として優先出資証券を取得するために、自ら取引を主導して組成するものの、資産の流動化に関する法律第207条に鑑み、金融商品取引業者による私募の取扱いを必要とするような場合が挙げられる。</p> <p>④ 特定の商圏か商品に関して、複数の金融商品取引業者が役割や責任を分担しつつ介在することもあり得る。このような場合には、特定の金融商品取引業者が証券化商品に関する情報の全てを保有しているとは限らない一方で、投資家は取引に関与する他の金融商品取引業者に情報の提供を求めることが可能である。</p> <p>⑤ 原資産が特殊な資産である場合や特別の目的をもって証券化商品が組成される場合など、投資家を含む関係当事者がマーケットバリューを想定しない取引がおこなわれる場合がある。そのような場合には改正案IV-3-1-2(5)④に規定されるような理論価格の評価・算定も必要とされない。また、指名金銭債権などの金融資産を引当資産とする証券化取引の場合、そもそも市場価格（マーケットバリュー）は重視されず、当該引当資産からのキャッシュフローの見込み及び当該見込みが実現する蓋然性の方に投資家その他の関係当事者の主眼がある場合が多く、そのような場合は改正案IV-3-1-2(5)④が前提とする「市場価格の特定が困難となった場合」という事態がそもそも無関係であり、理論価格の評価・算定も必要とされない。</p> <p>さらには、事業の証券化と称される手法に係る証券化商品の場合にも、投資家により重視されるのは（換言すれば取引の主眼とされるのは）、あくまでも当該事業のゴーイング・コンサーーン・バリューであり、マーケットバリューではない。金融商品取引業者が一般事業会社の株式を取り扱う場合に求められないにもかかわらず、ゴーイング・コンサーーン・バリューの評価・算定が改正案により必要とされるのであれば、過度の規制であると思われる。</p>	
15	証券化商品の定義にもよるが、媒介者に改正案に掲げられた情報提供等が義務付けられた場合、セカンダリーマーケットにおける第三者の価格提示機能が期待出来なくなり、元々乏しい流動性が規制導入に伴い一層損なわれる事を懸念する。従って、商品特性、投資家ニーズ、金融商品取引業者の役割、取引契約書上の条件、取引形態、市場慣行に照らした判断が必要と考える。	監督指針の記述は、硬直的・画一的に運用されるものではなく、商品特性、投資家ニーズ、金融商品取引業者の役割、取引契約書上の条件、取引形態等に応じた柔軟な態勢整備を求めているものです。
16	<p>なお書きの部分において、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、同様に①～④の点に留意が必要であるが、媒介業務においては、媒介時の善管注意義務以上のものはないと思料する（媒介者が①～②について説明した上でプロ投資家は自己責任で判断するのが妥当）。証券会社が単なる売買の媒介しか行わない場合には、留意事項③、④については少なくとも下記の変更をご検討いただきたい。</p> <p>留意事項③に関して：</p> <p>「当該顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう」とあるが、「当該証券化商品の特性に応じ、原資産の内容やパフォーマンスに関する情報や格付情報を、投資者が入手することをサポートできるよう」に変更いただきたい。</p> <p>(理由)</p> <p>投資者が一般に閲覧権を有する情報と比べて、証券会社等が、当該情報を入手する権利が制限されている場合があるため。特に、証券会社等が組成者の立場で当初から関与していない場合で、流通市場での取引で参加する場合に想定される。市場の発展のためには、流通市場での参加者の拡大も促す必要があると考えるため、当該コメントを付するもの。</p> <p>留意事項④に関して：</p> <p>「また、当該理論価格等の評価・算定に当たって、客觀性を確保するための態勢が整備されているか。」を削除していただきたい。</p> <p>(理由)</p> <p>理論価格の計算にあたっては、一定のロジックで理論価格を計算することとなるが、特に、流動性が乏しい商品や環境の場合には、その計算過程で、キャッシュフローの見積もりや、割引率の設定など、証券会社等の主觀に依拠せざるを得ない局面があるため。</p>	<p>それぞれ以下のように修正します。</p> <p>「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、<u>実務上可能な範囲で協力することが望ましい。</u>」</p> <p>「④ 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・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。」</p>

証券化商品のリスク等の分析について

1	「販売の際に、格付けのみに依存することなく、自ら分析した原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等についても情報伝達を行うよう、社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。」とあるが、「自ら分析」とあるのは、商品や情報の提供を受けるグループ内他社が分析したものも含まれると理解してよいか確認させていただきたい。	そのような理解で結構です。
2	「販売に先立ち、原資産の内容やリスクに関する情報を収集し、適切な説明が可能となるよう、社内で分析を行っているか。」とあるが、グループ内他社から商品の提供を受けて販売するようなケースで、提供先が情報収集、各種分析を行う体制整備ができている場合に、その結果に基づいて当社が判断するような態勢も、この条件に含まれると理解してよいか確認させていただきたい。	そのような理解で結構です。
3	末尾に、「あるいは、証券化商品の組成者（グループ会社を含む）又は他の販売者が行った分析の内容を、社内で確認しているか」といった表現を加えることを検討いただきたい。いわゆる外資系証券会社（日本法に基づく株式会社形態であるか、外国会社の在日支店形態であるかを問わない）は、外国において当該外国における規制・監督に服して営業している銀行、証券会社等の子会社、孫会社、兄弟会社（究極的な親会社を共通とするグループ会社）による日本国内の機関投資家との取引を媒介する場合が多々あるところ（また、いわゆる日系証券会社が外国において営業する子会社・グループ会社による日本国内の投資者との取引を媒介する場合なども考えられるところ）、そのような場合に、取引の一方の当事者である外国の銀行・証券会社等の社内で態勢整備等が行なわれていれば、媒介者に過ぎない国内の証券会社等の「社内」において重ねて態勢整備等を行なう必要は認められないのではないか。このような場合には、証券化商品の組成者において分析した結果等の情報を入手し、それを確認できる状況にあればよいのではないか。	「社内で」を削除することとします。これにより、グループ会社等が行った分析の確認を行う場合も含まれると解釈していただいて結構です。
4	「販売に先立ち、原資産の内容やリスクに関する情報を収集し、適切な説明が可能となるよう、リスクを検討するために必要な情報の範囲について社内で検討を行っているか。」に変更して欲しい。 (理由) 分析は本来投資家自身の行為であり、金融商品取引業者が分析結果を付す場合にも、引受とは独立したアナリストが中立的に分析を行なうこととなっている。 金融商品取引業者の義務としては、分析結果を受けて投資判断に影響を及ぼすような説明を行なうことではなく、投資家の投資判断に資するよう適切な情報提供を行い、いずれの情報を提供するべきなのか原資産およびスキームの特性に従って検討し、情報の選択、加工が行なわれるべきである。	「社内で」を削除することとします。これにより、アナリスト等が行った分析の確認を行う場合も含まれると解釈していただいて結構です。
5	金融商品取引業者に求められる態勢については、金融商品取引業者自らの「社内」のみならず、海外のグループ会社内部における分析等も考慮に入れられるように文言を改めるべきである。 (理由) 親会社乃至関係会社が海外で組成した証券化商品について、国内投資家への販売・勧説をリエゾン的に国内の金融商品取引業者が行うことがあり得る。このような場合には、金融商品取引業者よりも親会社乃至関係会社の方が原資産や証券化商品に関する情報の収集・分析・評価を行うに適した立場にあるといえ、また、金融商品取引業者は、当該親会社乃至関係会社から収集・分析・評価した情報を取得することにより、顧客に対する情報提供が可能である（他方、海外で組成された証券化商品について、金融商品取引業者が、顧客から要請されれば、親会社乃至関係会社が収集・分析・評価した情報を親会社乃至関係会社から取得し、これを顧客に提供できるだけでは足りず、親会社乃至関係会社とは別に独自に情報の収集・分析・評価を行わなければならないとするのでは、相応の事務コストが発生し、最終的にコスト負担を行う投資家にとって、帰って不利益になる。また、このような事務負担を金融商品取引業者に課すことにより、海外の金融商品を国内で販売することが忌避されることになり、国内の金融市場の発展を著しく阻害するおそれもある。）	「社内で」を削除することとします。これにより、グループ会社等が行った分析の確認を行う場合も含まれると解釈していただいて結構です。
6	改正案V-2-1-1(4)で信託受益権販売業者に求められる態勢については、信託受益権販売業者自らの「社内」のみならず、海外のグループ会社内部における分析等も考慮に入れられるように文言を改めるべきである。	「社内で」を削除することとします。これにより、グループ会社等が行った分析の確認を行う場合も含まれると解釈していただいて結構です。
7	「自ら分析した」を「自ら分析し、あるいは証券化商品の組成者（グループ会社を含む）又は他の販売者が分析した」といった表現に変更することを検討いただきたい。顧客の属性、商品の内容等によって、リスク分析の要否、その結果に関する情報伝達の要否は分かれるようと思われる。原資産のリスクについて何らかの分析を行なっているとすれば、格付け会社とは別途の視点で行なっていることは明白なので、「格付けのみに依存することなく」は不要であるように思える。また、現状、格付け会社は各社とも信用リスクに関する意見を格付け符号（記号）で表現しているとしており、流動性リスク、価格変動リスク等は格付けには織り込まれていない（商品の仕組み・特性上、原資産の価格変動または流動性の如何が当該商品の償還可能性に影響を与える一部の仕組み商品に対する格付けを除く）としているが、格付け会社のなかでムーディーズは流動性リスク等に対する評価も格付け符号に付加して表示するべきかを問う意見募集を現在実施しており、将来、格付けに流動性リスクに対する評価も反映されるようになる可能もあるところ、案文中、「格付けに反映されない」とする部分が難解になるおそれがあるた	「自ら分析した」を削除することとします。 また、監督指針の着眼点は、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケース、実務上意味がないような場合においてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。

	め、これを削除してはどうか。また、原資産のリスクが本邦上場企業の信用リスクなどである場合など、顧客が投資判断を行なうための情報を独自に入手可能と思われる場合などは、分析および情報伝達が必ずしも必要ないことを柱書または本項目中に明示していただきたい。	
8	<p>①の「社内で」は「格付けによる情報のみに依拠せず」のような表現に置き換えることを、②の「自ら分析した」からは「自ら」の部分を削除することを、②と③の「社内手続き・ルールが定められており、必要な体制が整備されているか。」という規定を削除することを希望する。 (理由) ①と②において、分析の実行者を証券会社等の（狭義の意味における）社内に限定する必要性は低く、格付け機関による情報のみに依拠するような状態を排除すれば十分であると思われる。②と③では、情報伝達することを規定すれば十分であると思われる。</p>	<p>①の「社内で」及び②の「自ら分析した」は削除することとします。ただし「社内手続き・ルールの定め、態勢整備」は、個々の事情に鑑み情報伝達が実務上困難である場合も想定し、そのような場合でも「態勢」が整備されなければ問題とはならないという趣旨で記載しているものであり、削除は困難と考えます。</p>
9	<p>顧客の属性は、いわゆるプロの機関投資家から個人まで多種多様であり、顧客属性によっては、必ずしもリスク分析を金融書品取引業者に対して期待していない投資者もいるものと想定されるため、投資者から要請があった場合にリスク分析を提示するという形に記載を緩和していただきたい。 また、リスク分析においては、金融商品取引業者の独断よりも、外部専門家などの第三者の見解に依拠した方が適切である場合もあり得ることから、その旨を明確にすることが適当と思われる。さらに、リスクについては、重要なものから軽微なものまで多種多様であるところ、取捨選択することなく全てについて情報伝達する場合、却ってリスクの所在が不透明になることもあり得ることから、重要と考えるリスクに焦点を絞ることが適当と思われる。 については以下の点を踏まえて追加いただきたい。 「② 販売の際に、格付けのみに依存することなく、自ら又は当該証券会社等が適当と認める外部専門家など第三者が分析した当該証券会社等が重要と認める原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等についても、投資者である顧客からの要望があれば、市場慣行に照らして合理的かつ可能な範囲で情報伝達を行うよう、社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。」</p>	<p>分析や情報伝達することに意味があるかという点と実務対応の可否の双方については、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。</p>
10	<p>証券会社等のなかには、自ら商品の組成を行うのではなく、当該商品の専門業者から仕入れする場合がある。例えば、不動産ファンドやプライベートエクイティ・ファンド等があるが、これは、より当該商品にかかる専門性を有する業者から当該商品を仕入れた方が、より良い商品の提供が可能であるとの考えが背景にあり、委託会社が組成した投資信託を金融機関等が取扱うのと類似の性質のものであると考える。このような場合、証券会社等が原資産にかかる情報収集や分析能力には自ずと限界があるため、組成業者が販売業者や投資家の求めに応じて、情報や分析内容を説明できる態勢を整えていることを販売会社が確認した上で、当該販売会社が原資産の情報収集やリスク分析が十分可能である当該組成業者から、かかる情報や分析内容を入手し、当社が顧客に説明することができる態勢を整えていれば改正案の趣旨に沿うと考える。 (理由) 運用と組成に一切関与しない証券会社等においては、十分なトレーサビリティに対応することに限界があるため、組成を行う専門業者から当該情報を入手することによっても、顧客保護は図られると思われる。</p>	そのような理解で結構です。
11	「情報の収集」、投資家に対する「適切な説明」、及び「社内の分析」とは、投資家による自己責任が健全に果たされるという観点からそれぞれ法令等に従い販売者が合理的に適切と判断する内容及び形式による方法を想定しているとの理解でよいか確認させていただきたい。	法令等に基づく顧客の知識・経験に応じた説明義務が適正に履行される前提で、投資家の自己責任が健全に果たされることは、全ての金融商品取引の基本であると考えます。ただし、今回の監督指針の改正は、証券化商品の透明性・公正性の向上という観点からの原則（プリンシプル）を示したものであり、必ずしも「法令等に違反してなければ何をしてもいい」という趣旨ではありません。
12	原資産に関する情報のうち、オリジネーター及び格付機関を含む販売者以外の第三者が作成して提供した情報については適宜その旨を表記等行なうことでの内容の真実性及び正確性を販売者が独自に分析若しくは検証又は保証する必要は無いとの理解でよいか確認させていただきたい。	第三者が作成した情報の提供は、販売者からの情報提供に含まれるものと考えられますが、第三者からの情報である旨の表記を行えば、その情報の真実性や正確性に関する民事上の一切の責任を問われなくなる、または、業としての望ましくない行為とは絶対にならないとは言い切れないのでないのではないかと思われます。
13	①「原資産の内容やリスクに関する情報を収集し」、④「理論価格等を評価・算定し」との文言について、原資産が不動産である場合、不	不動産鑑定評価書やエンジニアリング・レポートといっ

	<p>動産鑑定評価書やエンジニアリング・レポートの取得が求められているものではないことを確認したい。</p> <p>これらは通常、売買の媒介等を行う不動産信託受益権販売業者が取得するものではなく、取得するケースにおいても、買主等が自らの費用によることが通常である。また、前述の通り、不動産を原資産とする信託受益権は特定物を裏づけとしているため、その個性が強く、価格の決定に当たっても当事者の相対による交渉が前提とされており、不動産信託受益権販売業者がその価値評価について関与する余地は少ない。</p>	<p>た個別の情報を特定しているものではありません。</p>
14	<p>「原資産の内容やリスクに関する情報を収集し…社内で分析を行っているか」とあるが、例えば、不動産証券化案件については、不動産鑑定士等の第三者が作成する鑑定評価書やエンジニアリング・レポート等の資料については、販売業者としてはその記載内容に依拠した上で投資家に対する情報開示を行い、投資家側でかかる資料の内容や価値等を検討するというのが通常であることからすると、ここで「原資産の内容やリスクに関する情報を収集し…社内で分析を行っているか」とは販売者が原資産の内容やリスクに関する当該時点での取引慣行上合理的と考えられる情報収集を行なうよう、社内体制を整備していることが求められているという理解でよいか確認させていただきたい。</p>	<p>「取引慣行上合理的」が何を意味するのか（単なる現状追認という意味か）不明であり、現状に比べトレーサビリティがどのように改善するかが不明なため修正は困難ですが、監督指針は、投資家が、投資した証券化商品に関するリスクの適切な把握・管理ができるよう、必要な情報を販売者から提供するという流れを意図したものであり、不動産関連の第三者が作成した情報の提供もそれに含まれるものと考えられます。</p>
15	<p>改正案にもある通り、当該項目の記載はプロ同士の取引を想定していることから、現状の証券化商品の販売において、金商法や金融商品販売法の定めに従って行っている投資家の損失の危険につながる原因の特定や各種リスクに関する情報提供までは求められてはいないと理解してよいか。また、本項目における「分析」の方法や要求される精度・深度について明確にしていただきたい。</p>	<p>監督指針は、金商法や金融商品販売法の規定を、法令改正なく拡大するものではありません。また、分析の方法や精度・深度は個々の金融商品取引業者が提供しようとする、あるいは顧客から求められた情報の内容等によって決まるものであり、一義的に当局が定めるものではないと考えています。</p>
16	<p>「格付けのみに依存することなく、自ら分析した原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等についても情報伝達を行うよう、(中略)必要な態勢が整備されているか」とあるが、証券化商品の組成は行わず販売のみに携わる証券会社等の場合、例えば以下のような方法で証券化商品を販売する態勢を確保できれば、改正案の求める水準を満たしていると理解してよいか確認させていただきたい。</p> <p>(a) 原資産の内容を把握している組成業者か、原資産の管理を受託する信託会社へ、証券化商品のストレステストを行うよう要請する。</p> <p>(b) ストレステストの条件は、対象となる証券化商品の理論価格が額面から「5割減価する場合」と「3割減価する場合」の2通りとする。</p> <p>(c) 組成業者もしくは信託会社が行ったストレステストの結果に基づき、販売する証券化商品の理論価格が「5割減価する場合」・「3割減価する場合」がそれぞれ生じると想定されている前提（金利水準・原資産の延滞率など）を、販売時に顧客へ伝達する。</p> <p>(理由)</p> <p>改正案は、証券化商品の保有者が自己の財務状況を適切に把握し報告できる環境の整備を目的としていると考える。通常、証券化商品は「満期保有目的有価証券」もしくは「その他有価証券」として保有されているため、証券化商品の保有者が財務状況の把握と報告の際に必要とする情報とは、「金融商品に関する会計基準」および「金融商品会計に関する実務指針」に即して当該証券化商品の減損処理を行うべきか否かを判定する際の情報であると考えられる。このような前提を置くと、どのような状態に至ったときに減損処理を行う必要があるのかを顧客に伝えていれば、顧客は格付機関の判断（格下げの有無）を待たずとも自力で「減損処理の要否」を判断できるのではないか。なお、このような証券化商品の価格変動リスク把握方法は、日本銀行が2008年2月に公表した論文「証券化商品へ投資する場合のリスク管理について」のP.6～P.8でも、リスク管理手法の一例として紹介されている。</p>	<p>監督指針では、分析の方法や精度・深度を特に指定しているわけではありません。分析の精度や内容は、個々の金融商品取引業者が提供しようとする、あるいは顧客から求められた情報の内容等によって決まるものであり、一義的に当局が定めるものではないと考えています。（左記にご指摘いただいたような方法を不十分として否定するものではありません。）</p>
17	<p>「顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう、(中略)必要な態勢が整備されているか」とあるが、証券化商品の組成は行わず販売のみに携わる証券会社等の場合、例えば以下のような方法で証券化商品に係る情報を伝達する態勢を確保できれば、案文の求める水準を満たしていると理解してよいか確認させていただきたい。</p> <p>(a) 証券化商品を販売するにあたって、原資産の内容を把握している組成業者か、原資産の管理を受託する信託会社へ、当該証券化商品の市場価格と運動性の高い参照指標（例えば、証券化商品のインデックス）を問い合わせておく。</p> <p>(b) 市場価格と運動性の高い参照指標を確認できたら、販売時に顧客へ当該参照指標を説明する。</p> <p>(c) 顧客からの要望があれば、当該参照指標の水準および販売時の水準からの変化を伝える。</p> <p>(理由)</p> <p>証券化商品の保有者が財務状況の把握と報告の際に必要とする情報とは、証券化商品の減損処理の要否を判断するための情報であると考える。米国公認会計士協会が昨年10月に公表したガイドライン「Measurements of Fair Value in Illiquid (or Less Illiquid) Markets」では、サブプライムローン証券化商品の時価評価方法の一例としてABX クレジット・デリバティブ指数からの比準を行うことを提案している。この提案に即して考えると、参照指標に関する情報を販売者として顧客に伝達すれば、顧客は自力で保有する証券化商品の減損の要否を判断</p>	<p>監督指針では、分析の方法や水準を特に指定しているわけではありません。分析の水準や内容は、個々の金融商品取引業者が提供しようとする、あるいは顧客から求められた情報の内容等によって決まるものであり、一義的に当局が定めるものではないと考えています。（左記にご指摘いただいたような方法を不十分として否定するものではありません。）</p>

	できるのではないか。なお、このような証券化商品の市場流動性リスク把握方法は、日本銀行が2008年2月に公表した論文「証券化商品へ投資する場合のリスク管理について」のP.8でも、リスク管理手法の一例として紹介されている。	
18	多数の金銭債権を裏付けとする証券化商品においては、一つ一つの債権の内容や債務者の状態を見るのではなく、多数分散プールである集合債権として過去のデータ、傾向を参考に統計的に処理し、分析する手法が用いられており、それらの統計的分析手法の発展こそが、多数分散プールの証券化を可能にした主要因の一つと考えられる。監督指針（案）で掲げられている「原資産の内容やリスクに関する」分析は、裏付け資産の特性によってそれらの統計処理的分析を許容するものであり、必ずしも原資産の個々の内容の確認や分析を要するものではないことを確認したい。	原資産の個々の内容の確認や分析を排除するものではありませんが、統計処理的分析では不十分であると判断されるものではありません。
19	原資産の内容やリスクに関する情報は、多数分散プールを裏づけとする証券化商品など、個々の原資産までトレースすることについて投資判断の前提としてのリスク分析上必ずしも意味がないことも多いことから、合理的に意味がある場合に限定していただきたい。また、実務上も、要望を受けた情報項目によっては、実務上相当のコスト負担が生じたり、そもそも守秘義務の存在や法令上、銀行と証券間の情報共有が制約されること等により原資産の情報全てを取得できない場合もありえるため、実務上合理的に可能な範囲でよい旨を明示していただきたい。 「③ 投資者である顧客からの要望があれば、当該顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を市場慣行・実務慣行に照らして合理的かつ可能な範囲で適切にトレースすることができるよう、情報伝達のための社内手続・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。」	監督指針では、販売会社における情報伝達態勢の整備を着眼点としていますが、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケース、実務上意味がないような場合においてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。 また、「市場慣行・実務慣行に照らして合理的かつ可能な範囲」では、現状に比べトレーサビリティがどのように改善するかが不明なため修正は困難です。
20	アレンジャー等案件を主体的に組成する役割を担う証券会社と異なり、媒介のみしか行わない金融商品取引業者の場合、当初から案件に参画するわけではないので、自社で分析を行うことがスケジュール上困難な場合が多い。したがって、媒介業者については、自ら分析を行う義務を一定程度緩和すべきではないか。	なお書きを以下のように修正します。 「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、 <u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい</u> 。」
21	媒介業者が分析を行うことが必要としても、媒介業者に過度の負担を課すことがないよう、媒介業者がリスク分析を行うにあたっては、オリジネーターやアレンジャーに対して証券化商品のリスク分析に関する質問を行い、当該オリジネーターやアレンジャーの行ったリスク分析を取得し、その内容を確認することで分析していることとすべきである。	なお書きを以下のように修正します。 「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、 <u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい</u> 。」
22	「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。仮に上記の修正が認められない場合は、「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」に修正するべきである。 (理由) 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、格付情報等も参考にしつつ投資判断を行うべきは投資家自身である。	削除・修正は困難です。なお、分析の精度や内容は、個々の金融商品取引業者が提供しようとする、あるいは顧客から求められた情報の内容等によって決まるものであると考えます。
23	第三者へ格付けのみに依存しない、自ら分析した原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等についての情報を伝達する場合には、購入者がそれを鵜呑みにして購入することが無いよう、投資家の責任においても分析を行うことが義務付けられている必要があると思われます。弊社又は弊グループの提供する情報はあくまでも我々のリスク管理のために行われているものであり、投資家のリスクの最終判断は投資家にゆだねられるべきであるということが明文化されることが重要だと思われます。	ご趣旨は理解しますが、監督指針は金融商品取引業者を監督する際の当局の着眼点ですので、そのような記載を行うことは困難です。

顧客に提供する情報について

1	投資者である顧客からの要望があつた場合における、原資産の内容やリスクに関する情報伝達について、「合理性や重要性に係らず一切の例外なくあらゆる情報」を伝達することを求める趣旨ではないことを確認したい。	そのような理解で結構です。
2	「当該顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう…必要な態勢が整備されているか。」とある部分につき、証券会社等は、関連する情報を顧客に提供することを現に多くの場合に行なっているものの、あらゆる場合に行ない得るものではないこと等を十分に考慮していただけないでしょうか	監督指針では、販売会社における情報伝達態勢の整備を着眼点としていますが、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソ

		ースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケース、実務上意味がないような場合においてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。
3	販売に際して投資家に開示する情報としては、例えば LTV、DSCR テストの結果等については、販売者自らが分析した情報よりも格付機関等の第三者が分析した情報を投資家に開示する方が客観性があり投資家の要求にも応えるものである場合もあると考えられ、販売者自身の分析に係る情報の開示が一律に求められるものではなく、また投資家からかかる情報の開示を求められた場合でも、客観性のある情報で代替可能な場合にはかかる客観性のある情報を提供する等、法令等に従い販売者が合理的に適切と判断する内容及び形式による情報を提供することで足りるという理解でよいか確認させていただきたい。	そのような理解で結構です。
4	③について、販売者の立場において入手可能な情報は無限なわけではなく、例えば CMBS の場合における鑑定評価書について、賃料水準の推移などの原情報トレースする態勢の整備は可能であっても、鑑定評価書自体のアップデートを投資家の要望に応じて即時に行うことが出来ない場合があったり、またはエンジニアリング・レポートのアップデートもその時点における不動産の所有者の了解を得る必要や費用の負担等の問題もあり、当然に入手できるわけではないことなどが考えられる。このように原資産の内容やリスクに関する情報を、投資家からの要望に応じて販売者が必ずしも全て入手することが想定されていない場合があることから、販売者が入手可能な又は入手できない可能性のある情報の範囲を予め投資家に対し開示したうえで、実際に開示する情報の範囲は当該開示された範囲の枠内で販売者側で合理的に適切と判断する範囲にとどめたとしても問題ないと理解でよいか確認させていただきたい。	そのような理解で結構です。 例えば証券化商品の売買の媒介のみを行う場合などには、投資家からの要請に応じ、実務上可能な範囲で必要な十分な情報提供を行うことが望まれます。
5	証券化商品の原資産の内容やリスクに関する情報入手・提供について、個人情報保護法や守秘義務契約により制限される場合がある。また、リパッケージスキームでは、原資産へのアクセスが間接的となるため、第三者の協力を得られなければ情報入手が困難となる場合がある。よって、業者の追跡可能性に関する責任が一律的・硬直的に過重となることのないよう、業者が入手可能な範囲で情報伝達すれば足りる旨、明記させていただきたい。	監督指針の記述は、個人情報保護法や個々の守秘義務を侵しても必要な情報を入手し、提供する態勢整備を記載しているものではありません。
6	商品特性に応じて必要とされる態勢には差異があると思われるが、提供可能な情報であっても自ら単独で用意する事を求められるか否かによって、商品の取扱が著しく制限を受ける可能性がある。従って、商品特性、投資家ニーズ、金融商品取引業者の役割、取引契約書上の条件、取引形態、市場慣行に照らした判断が必要と考える。	監督指針の記述は、硬直的・画一的に運用されるものではなく、商品特性、投資家ニーズ、金融商品取引業者の役割、取引契約書上の条件、取引形態等に応じた柔軟な態勢整備を求めているものです。
7	当該文中の「情報」を、「市場慣行に照らし合理的かつ開示可能な情報」に修正いただきたい。 (理由) 例えば、会計士による書簡（AUP レター等）や法律意見書等には、委託契約当事者等以外への開示が規制されているものが多く、また、発行者が提供するサービスレポートは、契約当事者間に守秘義務が課されており、投資家のみに開示できるとなっている場合もある。このように、原資産の内容やリスクに関し情報の提供に規制があるものも存在しており、それら情報については本文中から除外されるべきと考える。	「市場慣行に照らし合理的かつ開示可能な情報」では、現状に比べトレーサビリティがどのように改善するかが不明なため修正は困難です。提供しうる情報、提供すべき情報の整理については、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。
8	「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」に修正していただきたい。 (理由) 上記で示したとおり、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。	監督指針では、投資家からアクセスできる情報ソースが販売会社のみという事態を想定し、販売会社における情報伝達態勢の整備を着眼点としています。しかしながら、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケースにおいてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。
9	アレンジャー等案件を主体的に組成する役割を担う証券会社と異なり、媒介のみしか行わない金融商品取引業者の場合、情報収集はオリジネーター又はアレンジャーからの情報に依拠する他はない。そこで、媒介業者については、収集する情報の範囲として、オリジネーター又はアレンジャーからの情報で足りることを確認したい。	なお書きを以下のように修正します。 「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することが望ましい。」
10	証券化商品の原資産の内容やリスクに関する情報のトレースとあるが、証券化商品には個人情報に係る部分が非常に多いことや、オリジネーター	監督指針では、販売会社における情報伝達態勢の整備を

	<p>ーターや裏付債権の債務者等の関係者間に守秘義務契約があることから、全ての情報開示は不可能であり、トレースすべき情報の範囲について、証券化商品の区分毎に、例えば、以下のような定義を設けていただきたい。</p> <p><ABS(資産担保証券)の場合></p> <p>クレジットカードのローン債権の証券化を例にすると、裏付となるクレジットカード債権の数は2万件から、数十万件となり、また、仕組みの上で、裏付債権は入れ替わることもあるため、これら裏付債権の個々の情報を緻密に管理するのは、ほぼ不可能となる。現状は、オリジネーター・サービスがこれらの情報を管理しているが、レンジャーにこれらの情報の管理を要請するのは過度の規制と思料する。</p> <p>また、個々の投資家が、裏付債権の債務者の個人情報(氏名、年収、クレジット・ヒストリーなど)をトレースするというのは、個人情報保護法の観点から問題があると考えられる。</p> <p>もちろん、裏付債権の属性、パフォーマンスなど、案件を精査する上で必要な情報に関してはきちんとモニター出来るようになっていることは重要であると考える。そこで、例えば、トレースすべき情報は、裏付債権の個々の情報ではなく、① Static Pool, Dynamic Poolのヒストリカル及び現在のパフォーマンス、属性など、証券化商品の精査及びパフォーマンス・モニタリングに必要な情報や、② オリジネーター、サービス、バックアップ・サービスなどの経営状態、財務状況などの情報、裏付資産の契約書の雑形、裏付債権が適格基準に満たされているかなどの調査の結果と定義し、これらの情報をタイムリーに開示することが実務に即していると考えます。</p> <p><CMBS(商業不動産担保証券)の場合></p> <p>不動産ローンを担保とする場合では、個々のテナントの情報レベルまで求めるなど、過度の規制とならないように、トレースすべき情報は、例えば以下に掲げる情報の範囲内としていただきたい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・借り手の属性のカテゴリー（加重平均LTV、加重平均ローンサイズ、又は担保所在地の地区毎の開示（東京都23区、大阪市等）、等々） ・物件ごとの情報（住所、写真、鑑定書、エンジニアリング・レポート、環境汚染の調査、サイズミック、物件のタイプ、テナントのタイプ、違法性など） ・物件ごとのパフォーマンスの情報（テナントレベルの細かい状況ではなく、物件ごとの収益、支出、空室率、平均賃料、解約、契約の状況、PMレポート、サービスレポートなど） ・ノン・リコース・ローンやTMK特定社債などの契約内容の開示、劣後ローンなどの契約内容の開示 <p>しかしながら、特定物件名を開示することは個人情報保護法に関連し、過度に情報のトレースを義務付けると、証券化ビジネスの促進を妨げ、セカンダリーマークетがなくなる可能性がある。</p> <p><WBS(事業証券化)の場合></p> <p>オペレータの経営状態、財務状況、経営者の情報(ヒストリカルな情報を含む)</p> <p>営業を行うための資産状況、現在及び過去の営業成績、収益、コスト、集客の状況など、分析を行うために必要な情報</p>	<p>着眼点としていますが、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケース、実務上意味がないような場合においてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。</p>
11	①の「原資産の内容やリスクに関する情報」、②の「自ら分析した原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等について」の情報とは、原資産が不動産である場合は、不動産信託受益権販売業者が内閣府令85条などの説明義務に関連して収集した情報との理解でよいか。	監督指針の記述は、プロ同士の取引であっても一般投資家向けの契約締結前交付書面の内容を通知することを義務付けたものではなく、投資家がリスク等を判断するためには必要十分な情報を提供する態勢整備を着眼点としたものです。
12	不動産証券化のピークルとして、資産の流動化に関する法律に基づく特定目的会社を用いた場合に、証券会社（第一種金融商品取引業者）が優先出資証券の私募の取扱いを行う場合がある。この場合において、私募の取扱いが終了した後における原資産（特定資産）の内容やリスクに関する情報は、直接アセット・マネージャーにこれを求めることが習慣上、前提とされている。また、証券会社が継続的にこれを把握することは、負担が大きい一方で、例えばプロ投資家の多くが望むところではない。そこで、本件の様な場合には、必ずしも、継続的な情報開示の為の体制整備を証券会社に求めるものではないことを確認したい。	監督指針では、投資家からアクセスできる情報ソースが販売会社のみという事態を想定し、販売会社における情報伝達態勢の整備を着眼点としています。しかしながら、他の法令等の制約などにより実務上不可能なケースや、そもそも投資家が販売会社以外のソースにアクセス可能で、必要十分な情報の入手ができるようなケースにおいてまで、硬直的に態勢整備を求める趣旨ではありません。
13	当初販売段階のみならず、流通段階においても、過度に原資産の内容やリスクに関する情報収集・開示が求められるとすれば、プロを対象にした私募の商品であっても、法定開示並み、場合によっては法定開示以上のコストを発行者や販売者に強いることにもなりかねないので、この監督指針の趣旨がそこまでの負担を強いるものでないことを明らかにしていただきたい。 (理由) 仮にそうだとすれば、証券化のコストの大額な上昇を招くことも危惧され、それによって証券化の市場縮小を招きかねないため。	監督指針において、「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」と記載している通り、法定開示並みの情報提供を販売会社に強いるものではありません。
14	証券化商品のプール開示レベルはオリジネーターの経営戦略上または技術的問題など様々な理由から案件に応じて著しく異なっており、ま	実際にどのような情報が伝達され得るのか、されるべき

	<p>た当初証券化商品組成時に利用可能な情報とモニタリングの過程で利用可能な情報にも大きな乖離があると認識している。一般的に、投資家への情報提供を目的として継続開示される情報は、案件組成時において予め定められており当該情報以外に提供情報を求める場合、その内容及びタイミングについての自由度は乏しいものと思われる。更に、セレクティブ・ディスクロージャーの観点から、ある投資家より要望があっても、一部の投資家に対してのみ情報を追加的に提供する事がないような対応も必要となる。従って、提供情報の範囲に関しては、案件組成時において、予めオリジネーター及び投資家が合意した内容が尊重される事が望ましいと考えます。尚、格付は格付会社の意見であり、その定義も格付基準と呼ばれる判断アルゴリズムも完全に格付会社の裁量に帰属するものとなっている。従って、格付情報は投資家の判断に基づき、第三者による客観的意見として利用されるものであり、金融商品取引業者を介在させて提供されることは、本来望ましくないと考えている。(但し一部プライベート案件(含むプロ私募案件)などにおいて、格付機関から直接投資家に情報提供出来ない場合においては、可能限り限定的に金融商品取引業者が情報提供に関わる事は必要と考える。)</p>	<p>なのは、今後、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」における自主ルール等の検討の場において、実務家を中心に議論されるものと考えています。</p>
15	<p>冒頭の「販売の際に、」を削除し、「証券化商品の組成時または投資者が情報を入手することが困難である場合には、」を挿入して欲しい。 (理由) プライマリーにおいて、公募の目論見書や私募の商品内容説明書を作成する場合には、原資産およびスキームの特性に従って提供すべき情報を検討すべきである。 一方セカンダリーにおいては、公募案件や、情報が入手可能な形で提供されている場合には、当初の開示方針に関する分析は、当初アレンジャーによって情報が整理されている。逆に、公募案件や情報が入手可能な案件で開示されている以上の情報を集め、これを分析し、その結果を投資家に提示しなければならないという規制は、証券化商品の情報開示に務め流動性を高めようと商品組成したアレンジャーやオリジネーターの努力へのインセンティブを殺さかねないと考える。</p>	<p>公募案件や情報が入手可能な案件で開示されている以上の情報を集め、これを分析し、その結果を投資家に提示しなければならないという規制ではありません。</p>
16	<p>証券化商品は、オリジネーター(裏付け資産)と特定投資家双方のニーズに基づき、ギリギリの均衡点を見つけて組成するオートクチュール型金融商品であり、画一的な管理を求めることがプロ市場における柔軟な商品組成を損なうことを危惧している。また、案件組成の経緯や機能分担の相違により入手可能な情報レベルが異なること、また一義的には投資家が受益権やボンド所有者として情報を受領する契約上の権限を有し、継続的情報提供能力が金融商品取引業者には限られると認識している。従って、オリジネーションレベルの情報へのアクセスが限定的な案件において、金融取引業者に情報伝達を期待することは、構造的に実行不可能な事案も多いという認識に基づき判断いただきたい。</p>	<p>監督指針の記述は、硬直的・画一的に運用されるものではなく、商品特性、投資家ニーズ、金融商品取引業者の役割、取引契約書上の条件、取引形態等に応じた柔軟な態勢整備を求めているものです。</p>
17	<p>流通市場での原資産の情報開示に関しては、証券会社が担えるものではなく、資産を管理する機関(受託会社・社債管理会社)、及びオリジネーター(両者とも裏付け資産に対し、継続的に関与できる立場)が負うべきものであると考える。しかしながら、証券化商品のトレーサビリティを確保するためには、この点を踏まえて、現実的な対応として、IV-3-1-2-(5)①②③及びV-2-1-1(4)①②③に関しては、「その証券会社が当該金融商品の主幹事の引受け販売会社である場合で、かつ、その売出し時点において」に限定して規制の対象としていただきたい。また、④に関しては、「主幹事の場合」に限定し、かつ、「市場価格の特定が困難となった場合にも、理論価格等を合理的に評価・算出し、…整備しているか。」とし、「また、…」以降を削除していただきたい。 (理由) 一般的に、金融商品に関して証券会社が情報にアクセスできるのは、その証券会社が当該証券化商品の引受け、又は売出しを行う場合においてのみである。この時点においては、当然に①にあるように、販売に先立ち、減資さんの内容やリスクに関する情報を収集し、適切な説明が可能となるよう、社内で分析を行っており、商品概要説明書等の作成を通じて投資家に対し、②を満たした情報提供を行っている(引受け審査という形態で、社内手続き、ルールも制定されている)。 一方、流通市場において、プロを相手とする証券化商品の取引において、①に記載がある内容の行為は一般的に行っておらず、投資家は、当該商品に関し、十分にリスクを認識した上で、購入の意志表示をしているものと思われる。極めて短期間に市場で売買を成立させることが優先される流通市場において、①に記載のある業務を行うことは実務上限界があり、かつ流動性を著しく劣化させることとなると思われる。 流通市場での原資産の情報に関しては、引受け又は売出しを実施した金融商品に関しては、証券会社(主幹事)が継続的に情報を入手する権利を有していない場合が多いものと思われる。例えば、信託受益権の場合は、受益者は、受託者である信託銀行に対し、当然に、受託資産の情報提供を受ける権利を有しているものの、当該受益権の引受け又は売出しを行った証券会社であっても、情報請求の権利を有することは極めて例外的な形態となっている(ましてや、単なる媒介の役割を担っている証券会社の場合は、ほとんど入手不可能と思われる)。これは、SPCの社債、海外の社債に關しても同様であり、投資家は、社債管理会社やトラスティーに情報開示の権利を有しているものの、証券会社には、その権利はない。 なお、引受け、販売時点において、主幹事証券会社は、オリジネーターとの交渉窓口となり、非常に強固な関係を維持しているが、その他の証券会社は、オリジネーターとの関係では、主幹事証券会社の関係でしかないため、原資産の情報へのアクセス能力は格段に差があることもある。主幹事証券会社の場合、オリジネーターから直接、情報を入手できるものの、その他の証券会社の場合、主幹事証券会社経由となって</p>	<p>必ずしも主幹事の引受け販売会社である場合のみを想定しているものではなく、修正は困難です。 また、④を以下のように修正します。 「④ 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・算定に当たっては、また、当該理論価格等の評価・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。」</p>

	おり、情報の入手には限界がある。	
18	<p>規定の意図する原資産の情報開示の必要性については賛成であるものの、本来は公開情報の拡充によって達成されるべきものであると考えているため、「当該顧客が原資産の内容やリスクに関する情報をトレースすることができるよう、適切な協力を実行しているか。」という表現に変えるとともに、情報の伝達自体を金融商品取引業者が行う義務を負うものではないことを確認したい。</p> <p>(理由)</p> <p>情報開示を証券会社等の販売業者への規制により解決することは必ずしも適切ではなく、公開情報の拡充によって達成されるべきものである。金融商品販売業者は、当初の引受販売を行っても継続的に情報を入手できる立場であるとは限らず、また、当初の投資家が証券化商品を転売した場合には、必ずしも新たな投資家を把握する立場はない。こういった条件については受益権方式における受託者、社債方式における社債管理会社に劣る。</p> <p>また、本監督指針の想定する金融商品取引業者を通じた開示方法は、伝達をうける投資家が限定され、公平性の点で公開情報に比べて劣る。金融商品取引業者による情報伝達は代替手段であり、販売先に対して適切な協力を実行する必要があるものの、金融商品取引業者自身が常に情報伝達を担うことは合理的ではないと思われる。</p>	「適切な協力」は曖昧に過ぎ、修正は困難と考えます。また、監督指針は情報伝達を義務付けるものではありませんが、情報伝達態勢の整備について、今後の監督上の着眼点とするものです。
19	<p>情報伝達について述べている②で「原資産のリスク、格付に反映されない流動性リスク等についても情報伝達」と情報伝達の対象として流動性リスクが記載されているが、社内分析について述べている①では「原資産の内容やリスクに関する情報を収集し・・・社内分析」と社内分析の対象として流動性リスクが明示的には記載されていない。この書分けには何か意図があるのか。</p> <p>販売時点における「流動性リスク」に関する情報伝達とは、どのような情報の伝達を想定しているのか、についてもう少し明確にしてほしい。市場流動性リスクの把握方法として、例えば対象商品の類似商品市場規模におけるシェアやビッド・オファー・スプレッドの把握等が考えられるが、全ての証券化商品においてそのような情報が提供できるとは限らない。また新商品等、場合によってはそのような情報提供が馴染まないことも想定される。あるいは、株式や国債等に比較し一般に証券化商品の市場流動性が低いことについて、あるいは裏付資産の特性やストラクチャーの複雑さ等により、証券化商品の中でも相対的に市場流動性リスクが大きいと判断される商品について相対的に流動性リスクが高い旨の注意喚起を行う、というような情報伝達を想定しているのか。</p>	<p>流動性リスクを明示していないのは、当該リスクは可能性、必要性の面で必ずしも分析の対象となるものではないと考えるためです。</p> <p>基本的には、流動性リスクが高い旨の注意喚起のような情報伝達を想定しています。</p>
証券化商品の販売時の留意事項について		
1	<p>流動性リスクの具体的な説明については、「セカンダリーマーケットが存在しないため、売却できない可能性がある旨」を事前に説明すれば十分という認識で問題ないか確認させていただきたい。</p> <p>(理由)</p> <p>それ以上の説明は困難と考えるため。</p>	そのような理解で結構です。
2	<p>「格付けのみに依存することなく」との指針が示されているが、証券化取引においては、弁護士、会計士・税理士、不動産鑑定士、格付機関等の専門家が各専門分野において適切な役割を担うことが通常である。したがって、金融商品取引業者等が「販売の際に」求められるのは、「証券会社等が当該取引において求められる役割に応じて」と理解してよいか。そうであれば、「格付けのみに依存することなく」の部分は、「当該取引において求められる役割に応じて」としていただきたい。</p>	ご意見中の「役割」の内容が必ずしも明確ではありませんが、格付けの情報のみに依存せずに必要な情報を提供する役割を求めているのが今回の改正の趣旨です。
3	<p>証券化市場においては、リーガルリスクは弁護士、会計・税務リスクについては会計士・税理士のオピニオン、不動産価格については不動産鑑定士の鑑定価格等に依拠して商品組成されることも多く、格付けの提供もそれらの専門オピニオンの一環として位置付けられる。然るに、そもそも「格付けのみに依存」すべきでないのであれば、業者は弁護士や会計士・税理士や不動産鑑定士のオピニオンにも依存することは出来ないとのロジックも成立する訳であり、徒な混乱を証券化市場にもたらすだけであると思料する。当局としては格付会社の格付の信頼性についてどのような認識を持つのか。格付の信頼性確保には当局の監督下での指導が有効な手段ではないのか。</p>	「格付けのみに依存することなく」という日本語は、そもそも格付け情報を利用することを前提として、それのみに依存することのないように、という意味であって、「業者は弁護士や会計士・税理士や不動産鑑定士のオピニオンにも依存することは出来ない」とのロジックは、全く成立していません。
4	<p>媒介業者が、原資産のリスクに関し、格付けの情報を超えた分析を行うことは、多額のコストがかかるので、それを実施しようとすると顧客に対して多額の媒介手数料を徴収せざるを得なくなる。したがって、ある程度格付けに依拠した分析も許容されるべきであり、「格付けのみに依存することなく」という文言は削除すべきである。</p>	<p>なお書きを以下のように修正します。</p> <p>「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することが望ましい。」</p>

証券化商品の時価評価の提供について

1	<p>本件は、理論価格等の評価・算定を行う独立した部署の設置や、理論価格等の評価・算定に際してのモデル等に対する外部監査の実施といった、販売会社内の客観性の証明では無く、理論価格等の算出・提供プロセスからの情報利用者の利益を優先するような恣意性の排除の問題であるという理解でよいか。</p>	<p>当該記述は、理論価格等の評価・算定を行う独立した部署の設置や、理論価格等の評価・算定に際してのモデル等に対する外部監査の実施といったことを求めているものではありません。明確化のため、④を以下のように修正します。</p> <p>〔④ 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・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。〕</p> <p>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るいるかどうかを着眼点とするという趣旨です。</p> <p>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。</p> <p>なお、④を以下のように修正します。</p> <p>〔④ 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・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。〕</p>
2	<p>「市場価格の特定が困難になった場合に、顧客からの要望があれば、理論価格又は参考価格を評価・算定し、顧客に迅速に提示するよう努めているか」といった表現に改めることを検討いただきたい。また、「また、当該理論価格等の評価・算定に当たって、客観性を確保するための態勢が整備されているか。」は削除を検討いただきたい。</p> <p>「市場価格の特定が困難」となるのは、市場環境により極端に流動性が低下（同種または類似の金融商品の売買事例の減少）、業界全体または特定の証券会社等にリスク管理上または財務上の制約がある状況、原資産に関する情報が十分に入手できない状況等が考えられるところであるが、このような場合においても常に証券会社等に「理論価格等」を評価・算定し、それを顧客に迅速に提示することを求めるることは、証券会社等にとって酷に過ぎ、「努めているか」といった程度の表現がふさわしいのではないか。また、数理モデルを用いて価格評価する場合にあっても、モデルや手法の選択は言うまでもなく、価格評価の重要な要素となるデフォルト確率や相関といったパラメーターの決定は多分に恣意的・主観的なものであり、客観的であるとは言えない。従って、「理論価格等の評価・算定に当たって、客観性を確保」することは困難であると考える。金融商品の価格評価は、どのような手法を用いるにせよ、恣意的・主観的なものにならざるを得ないと考える。仮に算出部署とは別部署が算出結果やパラメーターをダブル・チェックするような体制を整備したとしても、そもそも主観的であるこれらの数字に対して客観性を担保する実効性があるとは考えにくくよう思える。</p> <p>我が国証券化市場の健全な発展を目指す観点において、機関投資家の投資判断スキルの更なる向上も重要であると考えており、ひとり証券会社等にリスク分析・時価評価の責を負わせ、その結果の顧客たる機関投資家への伝達を一律に広く求めるることは、本来は対等の立場と考えられるプロ同士の取引を萎縮させ、ひいては今後わが国金融・資本市場の国際的な競争力強化の障害とならないか懸念される。</p>	<p>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るいるかどうかを着眼点とするという趣旨です。</p> <p>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。</p> <p>なお、④を以下のように修正します。</p> <p>〔④ 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・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。〕</p>
3	<p>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。 (理由) 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る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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>	<p>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るいるかどうかを着眼点とするという趣旨です。</p> <p>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。</p>
4	<p>IV-3-1-2 (5) ④は、あらかじめ顧客が市場価格乃至理論価格の評価・算定を求めていた場合に限って適用される旨に改めるべきである。 (理由) 証券化商品の性質や取引の態様によっては、市場価格・理論価格の評価・算定が常に求められるものではないと考えられる。そもそも、証券化の手法は、流動性の乏しい資産を活用して資金調達の便宜をはかることを可能とする側面も有するところ、証券化商品の流動性を前提と</p>	<p>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る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ありません。</p>

	<p>せず、原資産からのキャッシュフローを評価して顧客が投資を行う事例の方が典型的であると思われる。そのような場合に証券化商品の市場価格を取得しようとすると、投げ売りを前提とした価格として評価されることになりかねず（あるいは証券会社として自己ポジションで買い取ってもよいと考える価格と受け取られることを勘案すれば、証券会社としては廉価をつけざるをえないこととなると思われ）、市場価格乃至理論価格の特定も不可能ではないかもしれないものの、顧客の意図又は当該証券化取引の当初からの目的には全く適わない価格となてしまい、投資者の保護にはつながらないと考える。さらに、理論価格を算定するための精緻なモデル等を用意している顧客もいる中で、証券会社が、異なる理論価格やモデルに基づいて算出した価格を顧客に提供することは、顧客間に混乱を招くなど、顧客にとり不利益となる可能性も十二分に考えられる。そもそも、自ら理論価格算定のためのモデル等を擁している投資家が求めるのは、証券会社が提示する市場価格や理論価格ではなく、情報の偏在を是正し、自らのモデル等を適用するための情報のみであると考えられる。</p> <p>このような観点からも、市場価格・理論価格の評価・算定が常に求められるものではないと考えられる。</p>	
5	<p>本文中の表現に「顧客の求めに応じ提示する旨」を追加いただきたい。 (理由) 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の提示することや、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る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と考える。</p>	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るかどうかを着眼点とするという趣旨です。
6	<p>「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・算定に当たって、客觀性を確保するための態勢が整備されているか。」とあるが、例えば社内時価についてグループ他社から提供を受けている場合、当該商品についても理論価格の評価・算定は他社が行うことになるが、この場合、態勢が整備されていると考えてよいか確認させていただきたい。</p>	そのような理解で結構です。
7	<p>「理論価格等を評価・算定し」を「金融商品取引業者又は第三者が算定・評価した理論価格等を」に修正いただきたい。 (理由) RMBSのような一定の証券化商品については、理論価格等を算出可能であるが、不動産の証券化における匿名組合出資持分等においては、それ自身の理論価格の算定が困難なため、アセット・マネージャー等が取得した裏付け不動産の継続鑑定評価書を参考として投資者に提示する場合もある。そのような場合等必ずしも理論価格は金融商品取引業者が評価・算出できるものではないと考える。</p>	理論価格等の評価・算定には、必ずしも金融商品取引業者自らが算定するケースだけでなく、第三者が算定した理論価格を評価するケースを含みます。
8	<p>我が国における証券化商品の取引については、事実上流通市場が存在しないため市場価格は存在しない。流通市場や市場価格が存在することを前提とした④の記載は不適切であり削除若しくは取引実態を踏まえた修正が必要と考える。 また、証券化商品の理論価格等の評価に際しては、原資産の種類に応じた将来CFの予測シナリオとリスクプレミアム等の前提条件の設定が必要であるが、原資産の性質によってはこれらの前提条件の設定自体が困難な場合がある。更に、セカンダリー市場が未発達な現状においては、流動性プレミアムによる価格への影響が著しく、それらの証券化商品の信用リスクや流動性リスクに係るリスクプレミアムを公示性のある市場データに依拠して推定することも極めて難しいケースが多い。したがって、理論価格の評価を行う上での前提条件の設定は、各業者の判断、即ち「主觀」により行う必要がある。 また、不動産を原資産としている場合、そもそも市場価格の特定は難しく、また、迅速な理論価格の顧客宛提示についても、それが鑑定評価を指すならば、顧客の要請に基づき都度柔軟に提示することは、現状の実務実態に照らせば不可能である。 以上の通り、証券化商品の理論価格には共通概念として確立した「客觀性」は現在の時点では存在しないと考えられる。このような観点から本項目を削除する、または少なくとも「客觀性を確保するための態勢が整備されているか」という文言について「必要な態勢整備に努めているか」等に修正いただきたい。</p>	<p>④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」</p>
9	<p>流通市場や市場価格を前提としない「客觀性」の程度には、自ずと一定の幅があると解すべきだが、そのような理解でよいか。 また、その場合、客觀性を確保するため別組織を設けてチェックをすることまで求められるものではないという理解でよいか。</p>	<p>④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」</p>
10	<p>「客觀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いただきたい。 (理由) 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觀によるところが大き</p>	<p>④を以下のように修正します。 「④ 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</p>

	<p>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。</p> <p>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だと認定していくことは合理的ではない。</p> <p>むしろ、理論価格の提示を求めるのではなく、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。</p>	<p>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・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。」</p>
11	<p>「客観性を確保するための態勢が整備されているか。」との記載は削除いただきたい。 (理由)</p> <p>極端に市場の流動性が低下する場合、原資産に関する情報が十分に入手できない場合等において、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、多分に恣意的・主観的なものにならざるをえないことから、客観性の確保は実務上著しく困難と考える。</p> <p>また、不動産証券化商品について裏付け不動産の継続鑑定評価書を提示する場合等は、独立した第三者が評価しているため、金融商品取引業者において客観性を確保する態勢は不要と考える。</p>	
12	<p>「また、当該理論価格等の評価・算定に当たって、客観性を確保するための態勢が整備されているか」の部分は削除すべきである。 (理由)</p> <p>証券化商品の理論価格は、採用する理論価格算定のための方法やモデルに依存し、かつ、具体的な評価・算定に当たって必ずしも客観的に値が確定するものではないため、本質的に主観的な要素が介在せざるを得ないものである。従って、理論価格等の「客観性」の確保を求めるることは妥当ではなく、かえって金融商品取引業者の提示する理論価格等が客観的なものであるとの誤解を投資者に生じさせることになりかねない。</p>	
13	<p>理論価格の算定の重要性は理解するものの、当面は、引受販売時に原資産に関する情報を入手した引受販売会社に限定した役割とすべきと思われる。また、市場における議論が深まるまで、理論価格等の評価・算定方法は、各社独自の判断に基づくものとなることから、「客観性を確保する」という表現は削除するか、「合理性を確保する」に置き換えることを希望する。 (理由)</p> <p>会計・税務における理論価格の位置づけは明確にはなっていない。本監督指針に従って達成すべき理論価格の評価・算出の目的および必要とされる適格性も明確ではない。理論価格評価に関する更なる議論が必要である。</p> <p>証券会社が妥当な理論価格等を評価・算定するに十分な情報を継続的に入手する立場にない可能性がある。現状では公開情報等により評価した理論価格は、本監督指針が期待する適格性を欠く可能性がある。</p> <p>理論価格等の評価・算定方法について市場の合意は形成されておらず、証券会社等が適切と判断した前提の利用が必要である。前提是主観的な判断により決めるしかなく、「客観性を確保する」ことは極めて困難であると考える。</p>	<p>なお書を以下のように修正します。 「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期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、<u>実務上可能な範囲で協力をすることが望ましい。</u>」</p> <p>また、④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」</p>
14	<p>証券化商品の理論価格の評価・算定は他のクレジット商品と同様に、一定のキャッシュフローの想定をするとともに、該当証券のパフォーマンス、需要、市場環境等を総合的に勘案し、一定のクレジットリスクプレッドで割り引くことによりなされるため、画一的な客観性を確保することは困難である。したがって、「市場価格の特定が困難になった場合であっても、理論価格等の評価・算定が第三者に行われる等客観的に、かつ合理的に説明可能な形で得られる場合は、顧客に迅速かつ・・・提示する事が出来る態勢が整備されているか。」とし、その後の一文を削除していただきたい。 (理由)</p> <p>理論価格は、殆どの場合、何らかの主観に基づくファクターをインプットして求める場合が多いと思われる。ごく特殊な第三者機関であるエージェントが客観的にNAVを公表しているSIVのケースを除き、トレーダーが出す価格以外の“理論価格”を提示するのは困難であり、結果的にその理論価格はトレーダーの出す主観ファクターに基づく価格に帰着せざるを得ないものと思われる。また、その理論価格の客観性は</p>	<p>④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」</p>

	検証極めて困難であることが想定される。そのような第三者的な検証に耐えない情報を求められたから出すというのは証券業者にとっては過大なリスクであり、米系業者等ではアカウンティングポリシー上困難な場合が多いことが想定される。従って、予め顧客が求めている場合であっても、第三者的に検証に耐えないものしかアベイラブルでない場合は、一概に提示を義務付けたり、コミットすべきではないと考える。	
15	本来目論見書にも記載のあるとおり、セカンダリー市場や換金性が著しく限定的となる事が想定され、多数の投資家も基本的に満期保有を前提とした運用対象として取得している一般的証券化商品について、市場クラッシュ時における理論価格の評価・算出を求めるることは本来の商品特性として馴染まないと思われる。ましてや、経済合理的なインセンティブに基づき、金融商品取引業者がベストエフォットベースで提示する買取価格について客観性を確保することは著しく困難と思われる。客観性とは、特定の個人の主觀の考え方や評価から独立して普遍性を有することであり、どのようなモデルに基づくものであろうとも評価者の主觀から独立することは達成が困難との懸念をもっている。また客観性を真に期待するのであれば、(現実的には困難と思われますが)利害関係を有しない第三者による理論価格の評価・算定が必要と思われる。また、価格提示を行うことに自然なインセンティブを有する金融商品取引業者が価格提示を行えない状況とは余程の事象が生じている状況と思料され、そのような状況下に証券化商品に限って理論価格の評価・算定を求める事は金融市場を歪める可能性も懸念されることから、導入に際しては再度市場参加者との対話を通じて慎重に検討いただきたい。	④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」
16	理論価格とは、モデルを選択し、それに必要な様々なパラメータと前提条件を置いて算出されるものであり、どれだけ客観性の確保に務めたとしても、それらの選択過程において一定の主觀的な判断が入らざるを得ないと考える。特に理論価格を算出しなければならない場合とは、当該証券化商品の流動性が著しく低下し、市場価格の特定が困難になった状況と想定されるので、そういう状況において算出する理論価格には、算出者の選択に幅が出やすく、態勢整備の問題とは別に最終的に客観性を確保するのは極めて困難である。このような理論価格の算出に関する「客観性の確保」を謳うことは、あたかも客観性を確保した理論価格が存在するかのような誤解を招く懼れがあり、「理論的な根拠を確保するための」又は「特性に応じた一定の理論的算出方法に基づく算出・評価の」態勢整備等に改めて欲しい。	④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」
17	証券化商品の理論価格等の評価・算定については、金融商品取引業者によって個別性があり、最終的には個々の金融商品取引業者が妥当と考える方法にならざるを得ないためこの点を明示していただきたい。 また、顧客の属性もいわゆるプロの機関投資家から個人まで多種多様であり、顧客属性によっては、必ずしも理論価格等の提示を要請しない投資家も想定されるところ、一律に理論価格等を提示する態勢は金融商品取引業者のコスト負担を考慮すると過度な要請とも考えられるため、顧客から要請された場合等に限定するなどして記載を緩和していただきたい。さらに、「客観性の確保」を市場価格の特定が困難な局面で厳密に行なうことは不可能又は著しく困難なことが予想されるため、実務上可能な範囲での対応とならざるを得ないこと、努力して評価・算定しても理論価格が結果的に客観的な価格（市場価格）と異なることも想定されるため、客観性の確保はあくまで努力規定である旨明示していただきたい。以上の点を踏まえて、以下下線のとおり文言の追加をいただきたい。 「④ 市場価格の特定が困難となった場合にも、証券会社等が自ら妥当と考える理論価格等を評価・算定し、理論価格等の提示について顧客から要望があれば、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、当該証券会社等が自ら妥当と考える理論価格等の評価・算定に当たって、証券会社等が実務上可能な範囲で客観性を確保するよう努めるための態勢が整備されているか。」	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つた場合にそれに対応可能となつてゐ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ありません。 また、④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」
18	理論価格等の評価・算定に当たって、客観性を確保するための態勢とは具体的にどの程度のものが要求されるのか確認させていただきたい。頻度は月次程度であれば問題ないか確認させていただきたい。	特に頻度を指定するものではありません。 なお、④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」
19	「理論価格の評価・算定」を求めているが、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。 (理由) 「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いため、適切に値付けさ	④を以下のように修正します。 「④ 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・算定に当たっては、情報利用者による意図的な特定

	<p>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採用できない場合などが考えられる。</p> <p>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</p>	<p>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。」</p>
20	<p>証券化商品にあたっては、基準となる価格算定モデルが確立していないことから、理論価格の算定が要求されると、金融商品取引業者としては、入手可能な情報のみを利用して独自の算出方法を採用して算定せざるを得ない。これでは、入手した情報の内容・精度や採用した算定方法如何によって、理論価格に相当の幅が生じることが回避できず、そもそも理論価格算定の意味が乏しいと言わざるを得ない。このように基準となる価格算定モデルが確立していない現状においては、金融商品取引業者に理論価格の算定を求めるのは時期尚早であり、また、それでも金融商品取引業者に理論価格算定を求めるというのであれば、基準となる価格算定に関するモデルや算定に関する考え方を提示すべきである。</p>	<p>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る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。</p>
21	<p>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。</p>	<p>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。 なお、監督指針は、価格の算定方法のあり方を規定しているものではありません。</p>
22	<p>「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」の整備 日本証券業協会が日本公認会計士協会と協議の上で取り纏めた「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（ガイドライン）」（平成12年8月）のⅡ.2.(4)①では、「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」とされている。ガイドラインの見直しについて両協会で何ら協議されていない中で、改正案は結論を先取りしたかのような印象を与えかねず、見直しを行っていただきたい。 ガイドラインのⅠ.2.では、証券会社による時価情報の提供は努力規定とされている。ガイドラインの見直しについて両協会で何ら協議されていない中で、改正案が時価情報の提供を（努力規定ではなく）義務化することを意図したものではないことを念の為確認したい。</p>	<p>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る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。</p>
23	<p>金融商品取引業者の自主的な取組を推奨する内容に変更いただきたい。具体的には以下の表現に変更いただきたい。 「理論価格等の評価・算定等により、顧客が保有する証券化商品の時価の把握を支援する態勢が整備されている旨」 (理由) 市場価格の特定が困難となった場合には、原資産に関する情報が十分に入手できない場合等も考えられ、理論価格自体の算定・評価の十分性に懸念が残る。また、有価証券の販売において、理論価格の算定・評価・継続的な提示は求められておらず、顧客への提示については、あくまで金融商品取引業者の自主的な取組である。さらには、本留意事項を監督の指針とすることは、投資者の企業会計へ影響を及ぼす可能性も考えられる。このような観点から本留意事項は当該態勢整備への取組を推奨する内容であるべきと考える。</p>	<p>価格を提示できる「態勢整備」と記載しているのであり、「顧客が時価を把握する支援体制」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。</p>
24	<p>客観的に合理的に説明可能な形で理論価格が得られない場合は、提示が不可能であると理解して良いか確認させていただきたい。</p>	<p>客観的・合理的に説明可能な形で必ず理論価格を出すことを求めているものではありません。 なお、④を以下のように修正します。 「④ 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・算定に当たっては、情報利用者による意図的な特定</p>

		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。」
25	証券化商品の「理論価格等を評価・算定」する場合、証券化商品が原資産を裏付けとして発行されていることから、本来、組み入れ資産から生ずる将来のキャッシュ・フローから計算する必要がある。しかし、これが困難な場合、金融市場で形成される他の類似の商品の相場から理論価格を評価・算定することでも、かかる態勢が整備されているという理解でよいか。	そのような理解で結構です。 なお、④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」
26	「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」とある。これについて、当該証券化商品の市場価格と連動性の高い参照指標（例えば、証券化商品のインデックス）の水準を、顧客の求めに応じて顧客に迅速かつ的確に提示する態勢を確保すれば、理論価格そのものを提示できなくとも、改正案の求める水準の態勢が構築されていると理解してよいか確認させていただきたい。 (理由) サブプライム・ローン証券化商品にとっての ABX クレジット・デリバティブ指数のような参照指標の水準を迅速かつ的確に提示できれば、顧客は自力で保有する証券化商品の減損の要否を判断できるのではないかと考えられるため。	そのような理解で結構です。 なお、④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」
27	オリジネーションを行っていないケースでは理論価格の算定が事実上困難或いは時間を要するケースが想定されるが、包括的な社内ルールを整備してそれに沿って運用すれば問題ないか確認させていただきたい。	そのような理解で結構です。 なお、④を以下のように修正します。 「④ 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・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。」
28	「迅速」を「遅滞なく」とする等、実務上可能な限りにおいて理論価格の評価・算定及び提示を行なう旨の表現としていただきたい。 (理由) 証券会社等は投資家に対して、実務上可能な限りにおいて市場価格や理論価格の提示を行なうものの、リソースや技術上の制約は存在し(評価・算定を海外関連会社において行なっているものもあります)、その点を意識した表現としていただきたいため。	実務上可能な範囲で迅速にという趣旨です。
29	媒介業者については、市場価格の特定が困難な場合に、理論価格算定のため必要となる情報として、デフォルト率や繰り上げ弁済率、信用スプレッドや流動性スプレッドは入手困難であり、迅速な対応やデータの確度にも限度があることから「迅速かつ適格」の文言は削除すべきである。また、かかる文言の削除が困難な場合には、「迅速」とは概ねどの程度の期間をいうのか、明示していただきたい。ケースバイケースとは思われるが、実際の業務遂行にあたっての基準となるので、一定の指標を示していただきたい。	なお書きを以下のように修正します。 「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。」
30	「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」との記載がある。例えば、知的財産権を信託財産とする信託受益権のように（信託業法施行規則第 37 条第 1 項第 7 号ご参照）、評価額を投資家等に報告する必要のないものについては、上記の態勢整備は不要と考える。 (理由) 法律上、報告不要としているものまで、対象とすべきでないと考える。	そのような理解で結構です。

英語による御意見

1 Prior to sales, carry out internal analysis of the underlying assets' contents and risk to enable the provision of appropriate information when required. The Centre and CFAJ are very much in support of the principle of this proposal. In its representation to regulators in the United States, the Centre has stood by its view that originators and arrangers of asset-backed securities should make available all relevant information about the pool of assets used in (or the contents of) a securitized product, the structure of the product, and the servicer of the product prior to its issuance. The Centre has also advocated that credit quality and performance information about the underlying assets behind the securities be made available on an ongoing basis. The challenge of the proposal is identifying the relevant information that should be internally analyzed and subsequently made available to the chain of players involved in the sale of the securitized products, including the ultimate investors. While originators and arrangers should be able to analyze the contents of the underlying assets with great level of detail, it may be impractical to expect credit rating agencies and distributors of securitized products - the party with the most direct interface with investors - to inspect and value every asset included in a securitization pool. The Centre and CFAJ therefore believe that guidance is needed with regards to the pieces of information that should be reasonably shared among the key players involved in the securitization market. For this purpose, the Centre and CFAJ believe that the following are some of the relevant pieces of information: 1) average balance; 2) loan-to-value ratios; 3) percentage of the portfolio with full documentation; 4) geographic concentrations; 5) deal structure; 6) percentages of the portfolio suffering from 30-, 60-, and 90-day delinquencies; 7) defaults; 8) prepayments; 9) real-estate owned; and 10) remaining balances. Furthermore, items 6 through 10 above should be analyzed and made available for disclosure on an ongoing basis. The Centre and CFAJ believe that the new proposed supervisory checkpoint can be effective and enforceable as long as it provides guidance on the scope of the internal analysis necessary for communication; the analysis is done on a regular basis depending on the life of the product; and the outcome of the analysis is communicated to all entities involved, including the end-investors.	Your comment will be taken into account in the operation of supervision. In addition to the amendments, the self-regulatory organization, Japan Securities Dealers Association is establishing a working group to draw up best practices for distributors on information disclosure (including creation of a standard format) and risk valuation of securitized products. The JSDA will discuss what information should be disclosed by the distributors.
2 When selling securitised products, internal procedures and rules exist so that internal analysis of underlying assets' contents and risk, and liquidity risk not reflected in the rating is communicated internally. Merely depending on ratings is inappropriate when selling the product. The Centre and CFAJ are very much in support of this proposal. We believe that the securitization market has reached a point where credit ratings have become a major, if not the most important, determinant of investment decisions. The Centre has recently proposed to IOSCO, in light of the organization's ongoing review of its Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, that credit rating agencies: 1) use a rating nomenclature that distinguishes structured products from both corporate and commercial paper ratings to help investors recognize the differences; 2) refine or otherwise eliminate the concept of "investment grade" wherever possible to reduce the incidence of misconception about the purpose of the CRA's ratings; and 3) refrain from rating new structured products until the statistical data are sufficiently robust to produce a defensible rating. Absent these mechanisms, and in light of the current weaknesses in the credit rating process, the Centre and CFAJ believe it has become imperative for all entities involved in the creation and sale of securitized products - from the originators to the investors - to conduct their own due diligence on the contents and structure of these products to fully comprehend their inherent risks, especially where the underlying assets include subprime mortgages. One example of such due diligence is to perform stress-testing on the portfolio to visualize how its valuation and liquidity would perform in difficult situations, including a period of financial crisis. We therefore support the FSA's initiative to require these entities to set up internal rules and procedures for continuously and regularly analyzing the underlying assets' inherent and liquidity risks, regardless of the rating already assigned by credit rating agencies to these instruments. For practical considerations, we further add that these rules and procedures must be determined at the company level, and subsequently reported to and validated by the FSA to ensure that they meet the standard of diligence that the FSA deems appropriate.	The checkpoints listed on the Guideline are not regulatory rules in themselves but are intended to introduce desired practices in the business operations of financial instruments firms. The Japan Securities Dealers Association is establishing a working group to draw up best practices for distributors on information disclosure (including creation of a standard format) and risk valuation of securitized products. We believe they will make a preferable practice of the industry.
3 Ensuring that internal procedures and rules exist so as to enable information of the underlying assets' contents and risks to	We understand the importance of the formalized

	<p>be available to customers/investors when requested.</p> <p>The Centre and CFAJ believe that this is the crux of the Proposal for ensuring the traceability of securitized products. We fully support the FSA's view that entities involved in the creation and sale of these instruments must have rules and procedures ensuring transparency with regards to their inherent risks. Originators and arrangers must have the readiness and the ability to disclose to credit rating agencies, distributors and investors information about their most current analysis of the credit quality and performance of the underlying securities. Equally important, a mechanism must be in place - such as in the prospectus or via a provision in the securities purchase agreement - to make sure that such information is indeed accessible to the securities distributors and investors without preconditions or prejudice. We believe that a formalized system of communicating risks is a necessary, if not sufficient, condition for the information asymmetry currently inherent in the securitization market to be eliminated or minimized at least.</p>	<p>system of communicating risks.</p> <p>The Japan Securities Dealers Association is establishing a working group to discuss issues related to distribution of securitized products, and the creation of a standard format for disclosure will be included in the scope of the discussion.</p> <p>We believe that the standardization of information will contribute to solving the information asymmetry.</p>
4	<p>Ensuring that even when the market value of the product is difficult to ascertain, procedures exist so as to enable smooth provision of information on the theoretical price and valuation when requested. Procedures should exist so that the valuation process is objective and appropriate.</p> <p>The Centre and CFAJ agree with this proposal, and even go a step further by calling on underwriters or arranging institutions to create a transparent secondary trading market. The goal is to increase transparency in the pricing methods and methodology of mortgage structured products and their derivatives. These markets would include specialists or market makers who would step in and provide liquidity into the market for products and structures they have created</p>	Your comment will be taken into account in the supervisory operation and planning.
IV-3-3-3 店頭デリバティブ取引業に係る業務の適切性		
1	<p>店頭金融先物取引に係るリスク管理態勢については、概要(4)にもある通り、店頭金融先物取引のうちいわゆる外為証拠金取引を扱う業者を対象としていると考えられるが、旧金融先物取引法の規制下にあった過去の経緯により、店頭金融先物取引の一部である通貨オプション取引しか行っていない登録金融機関においても、当該条項が適用されることとなるよう見受けられる。</p> <p>登録金融機関である銀行は、通貨オプション取引のみならず、店頭デリバティブ取引として金商法において同一の規制の下にある金利スワップなど、他の店頭デリバティブ取引も含めた市場リスクを全社的に管理した上で、業務を総合的に運営しており、外為証拠金取引のみを行っている店頭金融先物取引業者と同じ目線・観点で、特定の取引だけに限定したリスク管理態勢を求めるのは適切ではないのではないか。</p> <p>以上の理由により、前回のパブコメ(平成19年7月31日『「金融商品取引業等向けの総合的な監督指針(案)」に対するパブリックコメントの結果等について』の「コメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」No.107)にも同趣旨の要望があったが、本条項については、登録金融機関への準用を外していただきたい。具体的には、「VII-1 業務の適切性(登録金融機関)」における「登録金融機関の業務の適切性については、(中略) IV-3-3(IV-3-3-4を除く。) (中略)に準ずるほか、」との記載について、「登録金融機関の業務の適切性については、(中略) IV-3-3(IV-3-3-4を除く。) (中略)に準ずるほか、」と修正(下線部を追加)していただきたい。</p>	<p>以下のように記載します。</p> <p>「VII-1 業務の適切性(登録金融機関)</p> <p>登録金融機関の業務の適切性については、III-2(III-2-3-4(2)、III-2-6(1)②、III-2-8(3)及びIII-2-9を除く。)及びIV-3-1(IV-3-1-2(1)及びIV-3-1-4を除く。)、IV-3-3(IV-3-3-1(1)、IV-3-3-2(3)③から⑥まで及びIV-3-3-4を除く。ただし、登録金融機関がいわゆる外国為替証拠金取引を業として行う場合にはこの限りではない。)、VI-2及びVII-2に準ずるほか、以下の点に留意するものとする。」</p>
2	<p>本件は、昨今の外為証拠金業者の破綻事例等およびそれを踏まえて行った外為証拠金業者に対する一斉調査の結果を踏まえた、外為証拠金業者に対する監督上の着眼点であると認識している。</p> <p>このため、登録金融機関は対象外であると理解しており、その旨、明確化いただきたい。</p> <p>具体的には、本指針上、登録金融機関が準用される部分が記載されているVII-1において、本件は対象外である旨、明記いただきたい。</p>	<p>以下のように記載します。</p> <p>「VII-1 業務の適切性(登録金融機関)</p> <p>登録金融機関の業務の適切性については、III-2(III-2-3-4(2)、III-2-6(1)②、III-2-8(3)及びIII-2-9を除く。)及びIV-3-1(IV-3-1-2(1)及びIV-3-1-4を除く。)、IV-3-3(IV-3-3-1(1)、IV-3-3-2(3)③から⑥まで及びIV-3-3-4を除く。ただし、登録金融機関がいわゆる外国為替証拠金取引を業として行う場合にはこの限りではない。)、VI-2及びVII-2に準ずるほか、以下の点に留意するものとする。」</p>
3	<p>自らはインターバンク市場や顧客との取引においてマーケットメイク能力をもたない外国為替証拠金取引業者が、特定の金融機関と行う狭</p>	そのような理解で結構です。

	<p>義の「カバー取引」を念頭に置いた、説明義務や管理手法が、インターバンク市場の参加者や外国為替証拠金取引を手がけていない業者に求められるものではないこと、あるいは、業態に応じて適切と判断される者を実行していれば許容されるものであることを確認したい。 (理由) 当社の業務として、店頭金融先物取引に該当する通貨オプション等の店頭デリバティブ取引を提供しているが、一方でいわゆる外国為替証拠金取引及びそれに類する取引を提供しているものではない。また、多くの外国為替証拠金取引の業者に見られるように、顧客との店頭デリバティブ取引に伴う自己勘定の為替エクスポートジャーを機械的に一定の銀行等にカバー取引をするものではなく、自己勘定で有する為替に係るポジション（通貨に係る店頭デリバティブ取引の他、外貨建ての有価証券や、それに伴う直物為替取引など）をトータルに管理し、リスクリミット等の適切な管理を設定の上、必要に応じてエクスポートジャーのヘッジやポジションカバーのための取引を行い、一方でリスクの許容する範囲でロング/ショートのポジションを取って取引を行っており、それらをいわゆるインターバンク市場において、自らが参加者として、他の参加者と通貨オプション等の店頭デリバティブ取引を含む為替の取引を執行したり、あるいは他の業者との相対の店頭デリバティブ取引により、ポジションのリスク管理を行っている。</p> <p>したがって、店頭金融先物取引に該当する店頭デリバティブ取引を顧客に提供するにあたって、契約締結前交付書面などにおいて、監督指針IV-3-3-2(3)⑤に基づき、カバー取引相手方としてインターバンク市場における取引による旨を記載しているが、前述の通り、機械的なカバー取引を行っているものではないので、外国為替証拠金業者が行っている狭義のカバー取引を念頭において、発注方法や執行基準の説明義務を課せられると、業務の状況に合致せず、説明が難しいものとなる。また、同様に、自らインターバンクでマーケットメイクなどを行わず、特定の銀行等に一律にカバー取引を行う外国為替証拠金取引業者を念頭において一律の機械的な管理手法を求めるすれば業務に支障を生じる。</p>	
4	<p>相場の変動等により追加すべき保証金は「顧客への立替金」と同義ではない。</p> <p>相対取引においては、取引所取引と異なりカバー取引はあくまで自社が市場リスクを回避するための手段であり、対顧客取引とは独立した別個のものであるからである。しかしながらフルカバーを前提とすれば、自己の相場観に基づいて行う取引でもないため、カバー先に差し入れる保証金の原資は顧客からの預託金となっている。</p> <p>例えば、カバー先の証拠金比率がポジションの5%、対顧客取引における証拠金比率がポジションの10%の場合、業者としては必ずしも顧客から預った保証金を全額カバー先に差し入れる必要はない。証拠金率の問題以外にも、カバー先破綻のリスクを勘案すれば、むしろ取引先リスク軽減のため、カバー先と国内銀行口座にて分散して預けるほうが理に適っている。</p> <p>自己取引を行っていないことを前提とすれば、カバー先への預託金と国内銀行口座にて分別している資金の性格には何ら違いない。顧客資産はカバー先預託金か国内銀行口座にて保管されており、自己資産と明確に分離されている。</p> <p>この状況で、今回の案通りの監督指針改正となれば、いわばカバー先・国内銀行口座間の資金移動操作も認められなくなり、実務上著しく不具合を生じる。カバー取引におけるポジションの維持を自己資金で行うことが義務付けられれば、よほど自己の流動性資産に余裕のある業者でないと営業を続けられなくなり、業者の財務的な健全性を示した指標である自己資本規制比率が意味を持たなくなる。</p>	<p>カバー取引相手方への追加保証金に、顧客勘定として管理する他の顧客の保証金を充てることは許されず、自己勘定で支払う必要があります。この趣旨を明確化するため、以下のように修正します。</p> <p>「IV-3-3-1 (1) ② カバー取引相手方へ預託した保証金について、相場の変動等により追加すべき保証金が発生した場合には、自己勘定において支払うこととし、顧客勘定として管理する他の顧客の保証金をこれに充てることのないように管理しているか」</p>
5	<p>改正案における「カバー取引相手方へ預託した保証金について、相場の変動等により追加すべき保証金（顧客への立替金）が発生した場合には、自己勘定において支払うこととし、顧客勘定として管理する保証金をこれに充てることのないように管理しているか」については、当社においては追加して保証金をカバー取引先に支払う場合においても、個別顧客に対する立替金は、原則発生していないので、顧客建玉の維持及び新規建玉を行うため、カバー取引への追加する保証金は、顧客立替金に相当せず、万一個別顧客において預かり金額を上回る値洗い損が発生している場合は、当該差額分合計額は顧客立替金であり自己勘定において処理を行えば、当社の財務の健全性及び分別保管義務の観点から見ても、顧客勘定として処理する保証金より、カバー取引先へ追加して保証金の支払いを行ってもかまわないものと了解してよいか。 (理由) ・保証金比率 当社の対顧客保証金比率及び計算方法（取引単位あたり通貨別固定保証金+追加保証金制度）とカバー取引先保証金比率及び計算方法（通貨別固定比率、メインテナスマージン制度）は異なっているが、対顧客保証金比率は、カバー取引先保証金比率より高めに設定している。カバー取引においては、保証金がイニシアルマージン必要額を下回った場合新規建玉ができなくなり、メインテナスマージンを下回った場合は、建玉の一部を決済しなければならなくなる。また、カバー取引では、原則的には建玉時の値段が維持され、保証金にも現実損益のみが反映されるが、値洗い損益は、毎日（毎時）認識され有効となる保証金額に反映される。 ・追加保証金 当社では、相場の変動により、個別顧客において全ての取引通貨を合算した値洗い損が合計本保証金額（本証拠金額）の50%を超えた場合、追加保証金（追証拠金=本証拠金額の50%）を顧客に課す。この場合において、個別顧客の預かり金額が、本保証金額と追加保証金額の合計を下回る場合、差額（不足額）を個別顧客に請求し、支払わせるか、建玉の一部又は全部を決済して不足額を解消することになる。不</p>	<p>個別の業務の方法については、パブリックコメントの回答としてはお答えしかねますので、別途ご相談ください。</p>

	足額が発生している場合においても、50%という追加保証金制度のため、預かり金額を超える値洗い損は通常発生しない。急激な相場変動時にはロスカットルールにより預かり金額を超える損失が発生しないように努めている。カバー取引先への預託保証金については、当社の対顧客の資金の流動性を考慮して、顧客からの預かり金を全て保証金として預託している訳ではないので、相場の変動時に値洗い損の発生によりカバー取引先における有効な保証金が減少した場合、カバー取引先との新規建玉及び建玉維持のため、保証金を追加して支払わざるを得なくなる。この場合、追加する保証金が、新規建玉のためなのか、建玉維持のためなのか、損金補てんのためなのかを区分することは不可能である。	
6	②自己勘定取引を行う担当者の取引の発注に関し、誤発注を回避するためのソフトリミット・ハードリミットを設けているかとあるが、当社は、取次先のシステムを利用して、店頭外国為替証拠金取引の自己勘定取引を行うことを検討しているところである。担当者別に取引口座を設け、それぞれの口座に証拠金を差し入れることにより、個々の担当者が限度額を超えて発注することを不可能にすることで、ハードリミットのみ(ソフトリミットは設定できない)を設定する方法でも問題ないか。自社システムでないので、発注金額に段階的な制限を設けることが困難なためである。	個別の業務の方法については、パブリックコメントの回答としてはお答えしかねますので、別途ご相談ください。
7	店頭金融先物取引業者は顧客の預かり資産の全てを信託の方法によって分別管理するべきこととするよう金融商品取引業等府令を改正すべきである。	ご意見として参考にさせていただきます。 なお、区分管理の方法については、一方で、 ① 区分管理の方法を限定するよりも、むしろ法令で定める区分管理を徹底することの方が重要である、 ② カバー取引も業者が過度にリスクを抱え込むことを避ける上で必要と考えられる、 等の指摘もあり、別途の慎重な検討を要するものと考えられます。