



日本証券業協会

Japan Securities Dealers Association



どうしくん®

どう し

10/4は
証券投資の日

「社債券の私募等の取扱い等に関する
規則」等の一部改正(案)に関する
パブリックコメントの募集について

2023年7月18日

日本証券業協会

私募債規則制定の経緯

- ◆ 2016年に行政処分があったいわゆるレセプト債事件では、診療報酬債権等を裏付資産とすると称してSPCが発行した社債券の私募の取扱いを行った会員が、その発行者の事業実態や財務情報、商品内容の審査を十分に行わず、事実と異なる虚偽の説明をして顧客に販売していた。
- ◆ 当該事案を受け、協会員が行う社債券の私募等の取扱い等において、規制の対象とする社債券の範囲、当該社債券の発行者等の審査及びモニタリング並びに顧客への情報提供等について検討を行い、2017年、「社債券の私募等の取扱い等に関する規則」（私募債規則）を制定した。

規則改正検討の契機

- ◆ 私募債規則の制定から5年が経過し、資産を流動化するスキームを用いて発行される債券（資産流動化債券）について、規則制定時には想定されなかった商品の発行事例が見られるようになった。

私募債WGでの検討

- ◆ 2022年10月、私募債規則の見直しに係る検討を行うため、私募債WGを改めて設置し、資産流動化債券の私募等の取扱い等に関し、適切な審査・モニタリング等が実施されるよう検討を行った。
- ◆ 今般、同WGにおける議論を踏まえ、私募債規則等の一部改正を行うこととする。

規則の対象となる**審査規定等対象社債券**（※）の私募等の取扱い等を行うに当たっては、以下を行うこととする。

- ① 以下の項目について**発行者等の審査・モニタリング**の実施
- ② 審査・モニタリング結果について**顧客への情報提供**（発行者の財務状況、資金使途、事業計画等）

⇒ 規則別表にて、**具体的な審査・モニタリング・顧客への情報提供に係る具体的な項目を規定**、
また、「『社債券の私募等の取扱い等に関する規則』考え方について」（Q&A）にて、**本規則の規定の趣旨を明確化**

【審査項目】（別表2）

➤ 資産流動化債券

- ・アレンジャーの実在性及び業務遂行能力
- ・資産の流動化のスキームの合理性、適切性
- ・募集又は売出しの潜脱目的の該当性 等

➤ 企業金融型債券

- ・発行者の実在性、事業の実在性
- ・発行者の財務状況の健全性
- ・発行者の事業計画の妥当性
- ・発行者の法令遵守状況等の整備状況
- ・調達する資金の使途 等

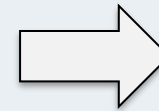
【モニタリング項目】（別表3）

➤ 資産流動化債券

- ・アレンジャーの実在性及び業務遂行能力
- ・資産の流動化のスキームの合理性、適切性
- ・募集又は売出しの潜脱目的の該当性 等

➤ 企業金融型債券

- ・発行者が行う事業の状況
- ・発行者の財務状況の健全性
- ・発行者の法令遵守状況等の整備状況
- ・調達した資金の使途 等



**審査・モニタリング結果を
顧客へ情報提供**

（別表4、5）

※ **審査規定等対象社債券**とは、当該社債券及びその発行者の信頼性について審査が必要と考えられるものであり、以下の①～③を除く

- ① 上場会社、金融機関グループ等、投資適格以上の信用格付を取得した会社等が発行した社債券等
- ② 振替債、上場プログラムに基づく社債券、①の子会社が発行した社債券、①の保証が付された社債券、投資適格以上の有価証券格付を取得した資産流動化債券等、プロジェクトファイナンスに伴い発行される一定の社債券、政府保証債、国際機関債等
- ③ ①～②の社債や国債等のリパッケージ債（適切に管理されているもの）

私募債規則等の改正内容について

(1) 販売会社がオリジネーターを兼ねる場合の対応

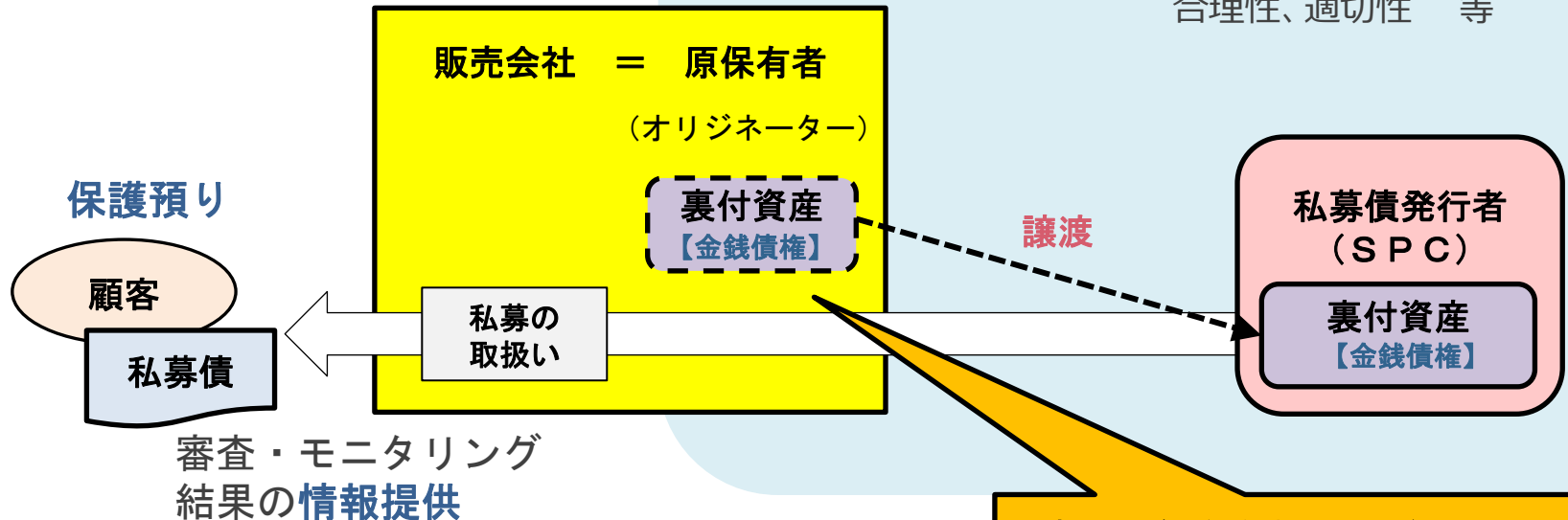
事例①:販売会社がオリジネーターを兼ねる場合

- 販売会社がオリジネーターを兼ね、販売会社がSPC等に対して裏付資産を譲渡したり販売会社がSPC等を組成する一方で、顧客に対して資産流動化債券を販売する立場となる事例。

販売会社による流動化スキームに対する審査が形骸化するおそれ

審査・モニタリング

- ・アレンジャー等の実在性及び業務遂行能力
- ・資産の流動化のスキームの合理性、適切性等



流動化スキームにより生じる利益相反に関する顧客への情報提供が十分でないおそれ

販売会社が原保有者（オリジネーター）を兼ねる場合、私募債発行者に対して裏付資産を譲渡する立場となる一方で、顧客に対して私募債を販売する立場となるため、顧客に対して利益相反関係が生じると考えられる。

私募債規則等の改正内容について

(1) 販売会社がオリジネーターを兼ねる場合の対応



事例①:販売会社がオリジネーターを兼ねる場合

- 販売会社がオリジネーターを兼ね、販売会社がSPC等に対して裏付資産を譲渡したり販売会社がSPC等を組成する一方で、顧客に対して資産流動化債券を販売する立場となる事例。

懸念点

- 販売会社と顧客との間で利益相反関係が生じてしまう。
- 販売会社による流動化スキームに対する審査が形骸化するおそれがある。
- 流動化スキームにより生じる利益相反に関する顧客への情報提供が十分でないおそれがある。

具体的な対応

- 自社又は関係会社が裏付資産のオリジネーターとなる場合に、審査項目として以下の内容を追加
 - ① 販売会社がオリジネーターを兼ねるスキームを用いることの合理性 (別表2 (2) ②)
 - ② 上記スキームにより生じる利益相反関係への対応策 (※) (別表2 (2) ②)
- 自社又は関係会社が裏付資産のオリジネーターとなる場合に、顧客への情報提供項目として以下の内容を追加
 - ③ 上記スキームにより生じる利益相反関係の存在、スキームの合理性、利益相反関係への対応策 (別表4 (2) ②)

※ Q&Aにおいて、「利益相反関係への対応策」に関する考え方を明確化する。

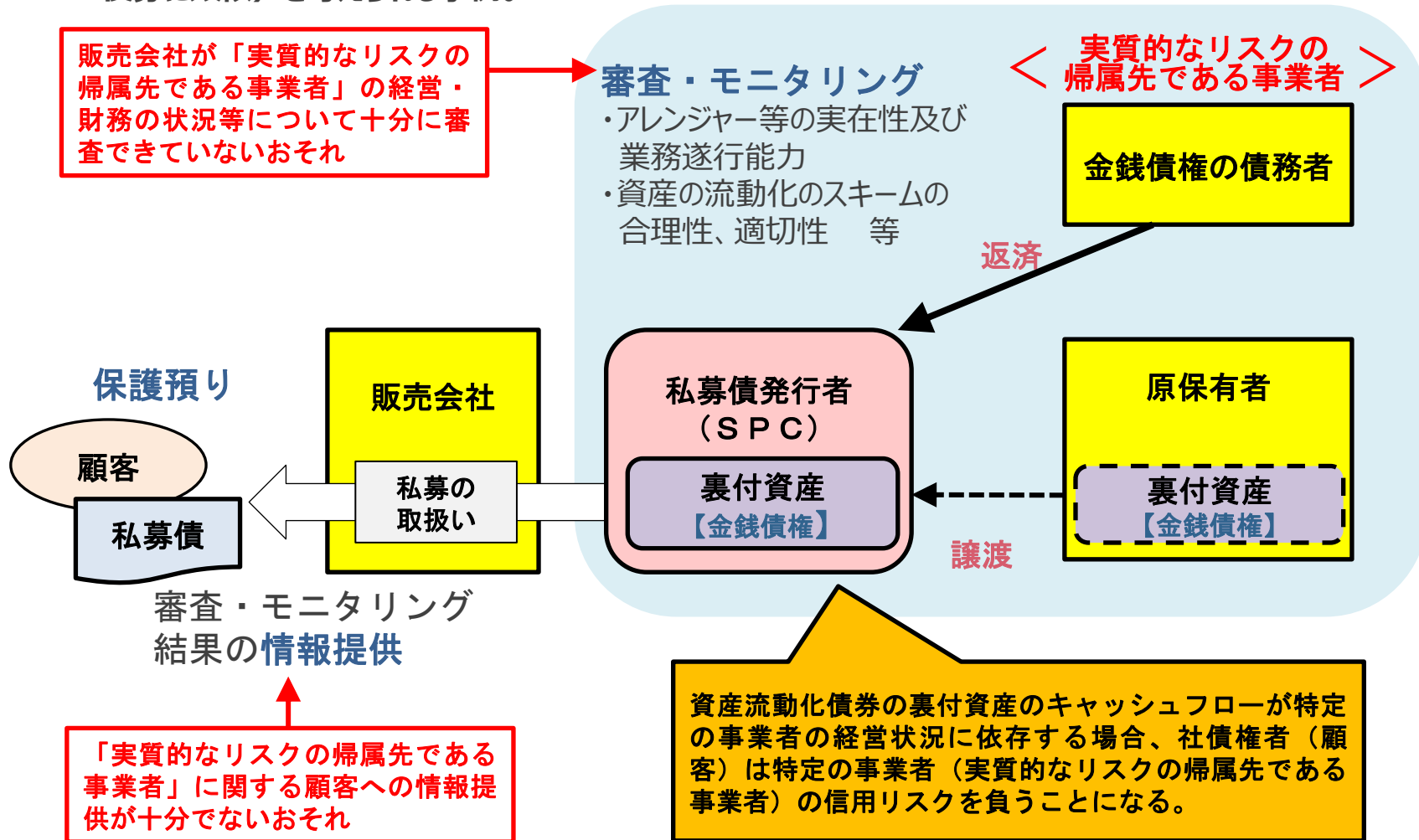
- ・ 「利益相反関係への対応策」の考え方として、オリジネーション部署が審査・モニタリング結果に影響を与えないことについて実効性が確保されていることが必要である旨
- ・ また、上記対応策の実効性を確保するための方法として、例えば、オリジネーション部署と審査・モニタリング部署が業務上分離していること及び資産流動化債券の裏付資産の取引について金商法第36条に規定する利益相反管理の対象とする旨

私募債規則等の改正内容について

(2) 裏付資産に係るキャッシュフローを把握するための対応

事例②:裏付資産のキャッシュフローが特定の事業者の経営状況等に依存する場合

- 資産流動化債券の裏付資産が特定の事業会社への債権や特定の事業会社が発行する有価証券であり、当該裏付資産のキャッシュフロー（社債権者への元利金の支払い）が当該事業者の経営状況に依存する（企業金融型債券に類似）と考えられる事例。



私募債規則等の改正内容について

(2) 裏付資産に係るキャッシュフローを把握するための対応

事例②:裏付資産のキャッシュフローが特定の事業者の経営状況等に依存する場合

- 資産流動化債券の裏付資産が特定の事業会社への債権や特定の事業会社が発行する有価証券であり、当該裏付資産のキャッシュフロー（社債権者への元利金の支払い）が当該事業者の経営状況に依存する（企業金融型債券に類似）と考えられる事例。

懸念点

- 「実質的なリスクの帰属先である事業者」の経営・財務の状況等について十分に審査できていないおそれがある。
- 「実質的なリスクの帰属先である事業者」に関する顧客への情報提供が十分でないおそれがある。

具体的な対応

- 資産流動化債券における審査・モニタリング項目として、以下の内容を追加
 - ① 裏付資産に係る「実質的なリスクの帰属先である事業者」(*)が存在する場合、当該事業者の経営・財務の状況、調達資金の使途（別表2（2）⑥、別表3（2）⑥）
- 資産流動化債券における顧客への情報提供項目として、以下の内容を追加
 - ② 「実質的なリスクの帰属先である事業者」が存在する場合、その名称及び当該事業者の経営・財務の状況並びに当該事業者の経営・財務の状況が元利金の支払に与える影響（別表4（2）⑤、別表5（2）②）

※ Q&Aにおいて、「実質的なリスクの帰属先である事業者」及び裏付資産の審査・モニタリング方法に関する考え方を明確化する。

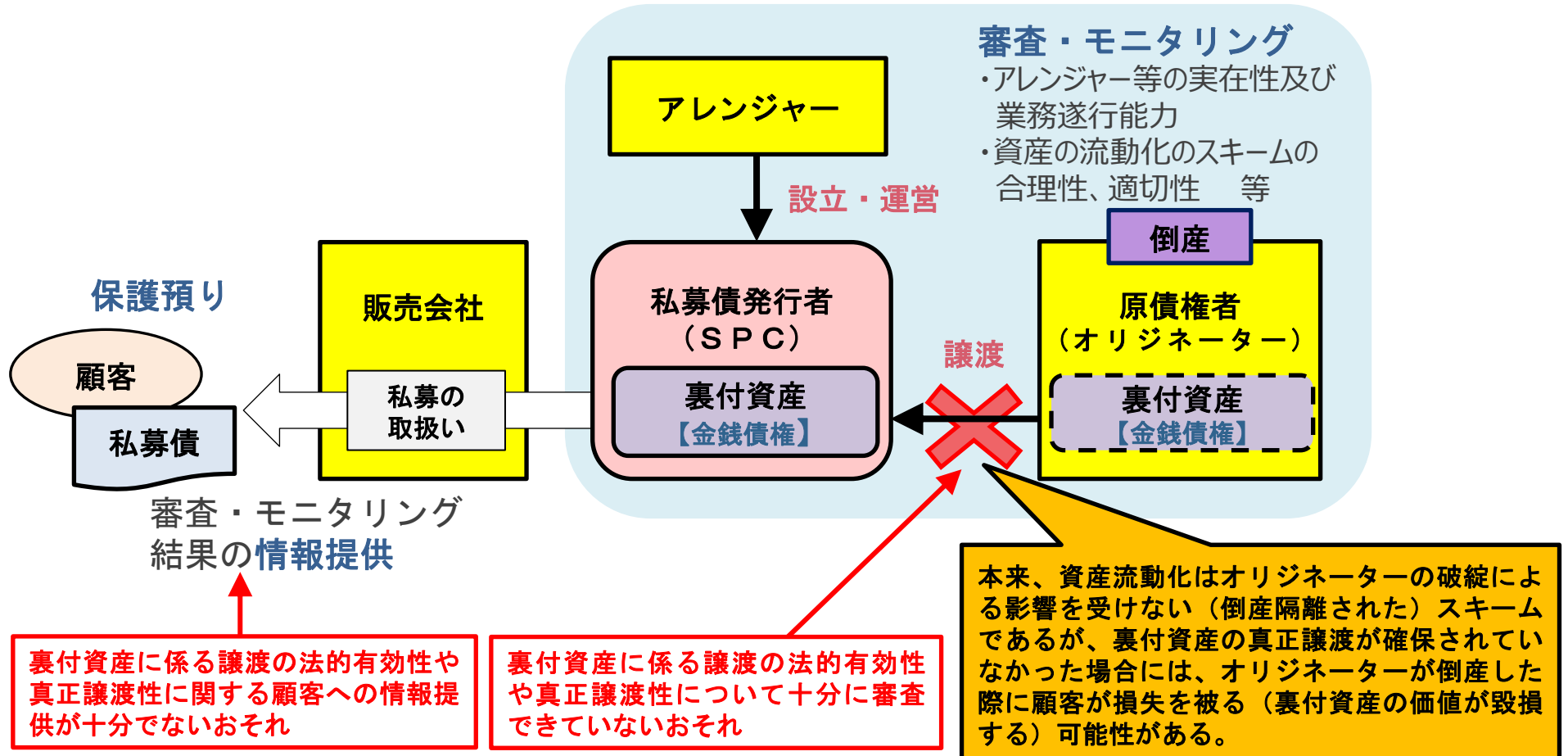
- ・ 「実質的なリスクの帰属先である事業者」を特定するための方法の例示として、集中度テストを行うことが考えられる旨
- ・ モニタリングを実施する各時点で裏付資産の構成や保有比率等が変化している場合には、改めて「実質的なリスクの帰属先である事業者」を特定の上でモニタリングを実施する必要がある旨、また、当該事業者のモニタリングを継続して行う態勢が確保できない場合には、その債券の私募等の取扱い等を行ってはならない旨
- ・ 裏付資産が受益証券や証券化商品の場合の審査・モニタリングの対象範囲を明確にするため、その信託財産や裏付資産もルックスルーした上で、最終的なルックスルー先の資産まで含めて審査・モニタリングの対象とする旨

私募債規則等の改正内容について

(3) 裏付資産に係る真正譲渡を確保するための対応

事例③:裏付資産に係る真正譲渡が確保されていない場合

- 医療法人から私募債の発行者に対し、私募債の裏付資産となる診療報酬債権の譲渡がなされていた事案（規則制定前に発行、当該私募債はデフォルト）について、当該医療法人の民事再生手続において、当該診療報酬債権の譲渡が実質的には譲渡担保権の設定に該当し、担保権消滅許可の対象（当該診療報酬債権について別除権の届出はなされていない）になると決定されたため、私募債の社債権者に対して十分な弁済が行われなかった事例。



事例③:裏付資産に係る真正譲渡が確保されていない場合

- 医療法人から私募債の発行者に対し、私募債の裏付資産となる診療報酬債権の譲渡がなされていた事案（規則制定前に発行、当該私募債はデフォルト）について、当該医療法人の民事再生手続において、当該診療報酬債権の譲渡が実質的には譲渡担保権の設定に該当し、担保権消滅許可の対象（当該診療報酬債権について別除権の届出はなされていない）になると決定されたため、私募債の社債権者に対して十分な弁済が行われなかった事例。

懸念点

- 裏付資産に係る譲渡の法的有効性や真正譲渡性について十分に審査できていないおそれがある。
- 裏付資産に係る譲渡の法的有効性や真正譲渡性に関する顧客への情報提供が十分でないおそれがある。

具体的な対応

- 資産流動化債券における審査項目として、以下の内容を追加
 - ① 裏付資産に係る譲渡の法的有効性及び真正譲渡性（※）（別表2（2）②）
- 資産流動化債券における顧客への情報提供項目として、以下の内容を追加
 - ② 裏付資産に係る譲渡の法的有効性及び真正譲渡性の確認内容（別表4（2）②）

※ Q&Aにおいて、裏付資産に係る真正譲渡性の審査に関する考え方を明確化する。

- ・ 真正譲渡が確保されていることを確認する方法として、例えば、金銭債権が裏付資産の場合には、当該資産の譲渡に係る契約内容や裏付資産に係る対抗要件の具備について確認した上で、弁護士等から真正譲渡に関する意見書を取得する旨

審査・モニタリング内容や根拠書類等の提供について

具体的な対応

➤ 私募債規則に、以下の内容を追加

- ✓ 協会が必要に応じて協会員に対して審査・モニタリング・情報提供に関する照会、事情聴取又は資料の徴求を行うことができ、協会員は求めに応じなければならない。(規則第11条第2項)

資産流動化債券の定義について

具体的な対応

- ✓ 現行の定義を「資産を流動化するスキームを用いて発行される債券」と修正し、流動化スキームを用いているか否かで企業金融型・資産流動化債券の該当性を判断することを明確化する。(別表2(1)等)

J-Ships規則等に基づく検証及び審査との重複適用について

具体的な対応

- ✓ J-Ships規則等に基づく投資勧誘が行われる新株予約権付社債券は審査規定等対象社債券から除外する。(別表1(2)⑧)