

**「社債券の私募等の取扱い等に関する規則」(案)の制定等に関する  
パブリックコメントの結果について**

平成 29 年 2 月 14 日

日本証券業協会

本協会では、「社債券の私募等の取扱い等に関する規則」(案)について、平成 28 年 12 月 21 日から平成 29 年 1 月 20 日までの間、パブリックコメントの募集を行いました。

この間に寄せられた意見・質問(12件、6者)及びそれらに対する考え方は、以下のとおりです。

項番	意見・質問	考え方
1. 全般		
1	本規則(案)は不適切な事案の再発防止を図るため制定されるものであるから、協会においても、協会員が行う審査規定等対象社債券の私募等の取扱い等の状況を適切に把握し、万一問題が生じた場合には迅速に対応する態勢が整備されることが望ましいと考える。就いては、協会員が審査規定等対象社債券の私募等の取扱い等を行った場合には、当該協会員からその状況等について協会に対する報告を求めることとしては如何か。	ご意見を踏まえて、本規則第 11 条を新設し、報告を求めることといたします。
2	社債券の私募等の取扱いについては、従前規程が無かった中、詳細な審査要件等を課すこととした主旨は、事実上取扱いを禁止する主旨か。	本規則は、診療報酬債権等を裏付け資産とすると称して SPC 等が発行した社債券の私募の取扱いを行った会員について、その発行体等の財務情報や商品内容の審査を十分に行わず、事実とは異なる内容を説明して顧客に販売を行ったとして行政処分を受けるという事案が多数発生したことを踏まえ、再発防止を目的の一つとして、投資者保護上必要な施策として制定するものです。 また、その内容は、協会員が本規則の対象となる社債券の私募等の取扱い等を行う場合、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を行うこと等を

項番	意見・質問	考え方
		<p>求めるものであります。</p> <p>なお、ご質問の趣旨が必ずしも定かではありませんが、協会員において、本規則に定める厳正な審査の結果、問題のないことを確認できた場合における、審査規定等対象社債券の私募等の取扱い等を行うことは可能です。</p>
3	<p>当該規則制定時の協会記者会見を受けた、一部報道（2016. 12. 15 4:35 からNHK）では、「当該規則に違反した場合には最大5億円の過怠金の支払いを命じるなど罰則を科す。」とされているが、当該規則案には罰則規定が無いが、真偽、公表主旨如何。</p>	<p>本規則への適用に限らず、本協会は、定款の定めにより、協会員が本協会の規則に違反したときは当該協会の処分を行うことができます。</p> <p>また、その処分の種類の中には、過怠金の賦課があり、その際の金額は原則として5億円を上限としております。報道は、この点を示したものと認識しております。</p> <p>なお、協会員に対する処分は、法令等違反行為の重大性、悪質性、影響度、法令等遵守に対する意識及び態度、内部管理態勢の状況等の要素を総合的に勘案のうえ検討されることとなります。</p>
2. 第2条及び別表1		
4	<p>組成・発行時、または勧誘の時点では審査規定等対象社債券に該当しなかった債券であっても、販売後に発行体が適用除外に該当しなくなった場合は、その時点から別表に定めるモニタリング・情報提供を行う必要があるという理解で正しいか。</p>	<p>本規則は、審査規定等対象社債券の私募等の取扱い等を行うに際して必要な審査やモニタリング、情報提供を定めたものです。したがって、社債券の組成・発行時に別表1に掲げる適用除外要件に該当していたものの、販売後に該当しないこととなってしまった社債券について、改めて私募等の取扱い等を行う場合には、当該社債券について、審査・モニタリング等を行う必要があります。当該社債券が審査規定等対象社債券となった後に私募等の取扱い等を行うことを予定していない場合、直ちに本規則に規定するモニタリングや当該モニタリング結果に基づく顧客への情報提供の規定が適用されるもので</p>

項番	意見・質問	考え方
		<p>はありません。</p> <p>ただし、その場合であっても、販売を行った証券会社の立場として、投資者保護の観点から、発行者等に生じた重大な事象などの必要な情報については提供すべきであると考えられます。</p>
5	<p>本自主規制案においては、私募債に関する事前審査とモニタリングを義務付ける自主規制ルールの適用除外とする社債券に、発行者が投資適格以上の信用格付を取得した会社等が発行する債券及び投資適格以上の信用格付を取得した資産流動化商品等が含まれています。</p> <p>この様な適用除外要件が設けられた理由に関して、「私募債等の商品審査及び販売態勢等のあり方に関するワーキング・グループ(WG) 第2回の資料において、「信用格付業者の信用格付により、発行者の信頼性が確保されていると考えられる」とあります。このことから、本自主規制案においては、投資家の信用リスク判断の参考情報という位置づけの信用格付が、証券会社による販売債券の信頼性に関する判断のために代替的に利用されることになると考えられます。</p> <p>米国のサブプライムローン問題においては、信用リスク評価である信用格付を例えば流動性リスクの判断に代替的に用いることが問題視されました。すなわち、信用格付が意味する情報とそれ以外の目的に利用される情報の混同を排除することの重要性を規制当局が認識しました。その後国際協調の下に導入された本邦格付会社規制においては、この様な混同を避けるために、信用格付業者に格付提供時に信用格付の前提・意義・限界</p>	<p>ご意見にもあるとおり、本規則で求める審査は債券投資における信用リスクを評価するためのものとは同じではありません。</p> <p>信頼性が不確かな者が発行する社債券について、発行者等について審査及び継続的なモニタリングを行うことで、投資家への販売が適当なものであるかどうかを審査することが目的です。したがって審査は発行者及びその業務の実在性及び健全性の確認に重きを置いています。</p> <p>発行者が、法令による基準を満たした登録信用格付業者に対して信用格付の取得を行う行為自体が、その実在性を明らかにするとともに、登録信用格付業者が法令で規定された業務管理体制（例えば、信用格付けの付与のために用いられる情報について十分な品質を確保するための措置がとられている等）に基づき信用状態に関する評価をされていることが、本規則で協会員に求める審査にかなうものと判断し、審査規定等対象社債券からの適用除外要件としたものです。</p> <p>ご意見中「ワーキング・グループ(WG) 第2回の資料において、『信用格付業者の信用格付により、発行者の信頼性が確保されていると考えられる』とあります。」と記載いただいておりますが、おそらくこれは同ワーキングでの意見照会におけるワーキング委員の意見を抽出されたものであると思われま</p>

項番	意見・質問	考え方
	<p>に関する説明の記載を義務づけることにより、信用格付に対する格付利用者の誤解を生じさせないための措置が設けられています。</p> <p>さらに、金融安定理事会が2010年10月にG20に対して報告した「格付会社による信用格付への依存抑制のための原則」に基づき、各国の基準、法律および規制における信用格付の参照が見直され、信用格付の参照が合理的な必要性がなく代替的に用いられている場合には、信用格付の参照を撤廃することが推進され、現在も続けられています。</p> <p>貴協会が2011年6月27日に発表した「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ 中間報告書」においては、「金商業者等は、投資家との関係においては、投資家が格付の限界等を十分理解できるようにすることや投資家が格付に依存しないよう留意し、自己責任原則が徹底されるような対応を講じる必要がある。また、自らも格付の限界等を十分理解したうえで、格付情報に加え金商業者自身による追加的な分析を行う必要がある。」とあります。</p> <p>以上に述べた通りの認識に基づけば、会員証券会社に一律に適用される自主規制ルールにおいて、証券会社が取り扱う私募債の信頼性の判断の一部を信用格付の参照によって代替するのは望ましい方法とは言えないと思われます。</p> <p>なお、本自主規制においては、そもそも投資適格以上の信用格付の取得を含む適用除外要件を満たした私募債については、そのことが直接的に事前審査とモニタリングを行わなくてよいということは意味せず、事前審査とモニタリングを行うか否かの判断については証券会社に委ねられていると認識し</p>	<p>す。事務局にて取りまとめた同回資料の別紙1では「登録信用格付業者により、発行者(保証体を含む)の信用状況が確認、評価されているため。」としており、上記の考え方を示しております。なお、「信用状況が確認、評価されている」とは言え、登録信用格付業者が投資適格ではないと評価された発行者又は社債券については、改めて協会員による審査を行うべきであろうと考え、適用除外要件とはしていません。</p> <p>また、本規則で規定しているのは別表に掲げる義務としての審査の要否であり、協会員にとって新たに扱う有価証券については、別途合理的根拠適合性(当該有価証券に適合する顧客が想定できないものは販売してはならない)の確認の義務が課せられていることを付言いたします。</p>

項番	意見・質問	考え方
	<p>ています。しかしながら、当該自主規制ルール導入の発端となった私募債販売に関する虚偽表示等の行政処分事例から示唆されることは、販売債券の審査要否に関して自主規制ルールとして義務を課さずに証券会社自身の判断に全てを委ねた場合には、事前審査が必要と考えられる商品に対して適切な審査がなされない蓋然性が相応にあるということです。今後ルール適用除外債券に関して、事前審査とモニタリングの要否の判断を委ねられたはずの証券会社が、投資適格以上の格付取得を理由に事前審査とモニタリングが必要と考えられる商品に対して適切な対応をとらない事案が発生することが懸念されます。その場合には、前述の通り信用格付はあくまで債券投資における信用リスク評価であり、証券会社が行う販売債券の信頼性に関する審査とは性格を異にするものであることから、結果として誰も販売債券の信頼性に対して検証をしていないということになると思われます。</p>	
<b>3. 第5条及び別表2</b>		
6	<p>「適正又は適法の監査意見を受けた財務諸表等を入手し、財務状況の健全性について審査する。」とありますが、この監査意見は、必ずしも監査報告書に基づいた監査意見だけではなく、監査法人が発行会社の決算報告書に対して投資家の為に合意された手続きの確認を報告するものでも良いのでしょうか。</p> <p>財務諸表に関する第三者検証に多様な形があっても良いのではないのでしょうか。</p>	<p>財務諸表の入手を求めているのは、発行者等の財務の健全性を確認する目的ですが、財務諸表を精査するには高い専門性を必要とすることが考えられますので、監査法人等の専門家が監査し、「適正又は適法の監査意見を受けた財務諸表等」を対象とすることとしています。合意された手続きに関する業務実施者の報告は、手続実施結果を事実に基づいて報告するのみにとどまり、手続実施結果から導かれる結論の報告も、保証の提供もしない（合意された手続業務に関する実務指針(平成28年4月27日 日本公認会計士協会 監</p>

項番	意見・質問	考え方
		<p>査・保証実務委員会（実務指針：第92号）とされていることから、上記目的に対しては不適當であり「適正又は適法の監査意見」には含まれないと考えます。</p>
7	<p>当規則案、別表2、第5条に規定する社債等の審査について、(2)資産の流動化を目的として発行される債券における①アレンジャーの実在性、業務遂行能力、②資産の流動化のスキームの合理性、適切性、別表4、第7条第1項に規定する情報提供については、業務遂行能力や事業計画等において、各会員が適切と判断する数値基準等のメルクマールや情報提供ツールの特定が行われていないが、追って、協会からガイドライン等が提示される主旨か、会員が自主的判断を行うこととなるのか、制定主旨をお示し願いたい。</p>	<p>資産の流動化を目的とした社債に限らず、本規則及び別表において審査及び判断の数値的な基準（具体例）は示しておりません。</p> <p>審査規定等対象社債券を取扱う各協会員において、取扱う社債券の発行者等及び社債券の特性に応じ、別表2に掲げる項目について、適切と考えられる方法で厳正に審査をいただき、投資者に販売するに適正であるかどうかを自ら判断いただくこととなります。</p> <p>今般の行政処分事案を踏まえて、資産流動化のスキーム等に応じて、自社において適切な審査項目及び判断の基準を設ける必要があると考えます。</p>
8	<p>今回の規則において、特に社債券の審査に関して、私募若しくは私募の取扱いのみが対象であり、私募債の引受は対象とならないとの理解で良いか？ 私募による社債の引受を行う場合、従来、協会規則（「有価証券の引受け等に関する規則」）の直接の対象ではないものの、「同規則の趣旨を踏まえた適切な対応が望まれる」（H19.5.29日証協パブコメ25番）として、同規則に準じた審査を行う必要があったものと理解しているが、今回の新規則が私募債の引受審査に与える直接の影響は無いことについてご確認をお願いします。</p>	<p>ご質問の趣旨が明らかではありませんが、投資者に対して私募の取扱いを行う場合には本規則で規定する審査を行うことが必要です。</p> <p>ただし、社債券の私募の引受け時に審査を行うにあたっては、別表2の2.（2）において「有価証券の引受け等に関する規則」に準じた引受審査を行っている場合には本規則第5条に基づく審査を行わなくてよい旨の規定（一部の場合を除く。）を設けております。</p>
4. 第6条及び別表3		
9	<p>①から⑥までありますが、流動化目的の発行会社情報として、財務状況や事業の状況等についてもモニタリング対象とすべきでは</p>	<p>発行者の財務諸表等については「アレンジャー等の実在性及び業務遂行能力」（別表3の1.（2）①）において、発行者の事業の</p>

項番	意見・質問	考え方
	<p>ないでしょうか。</p> <p>発行会社情報は、モニタリング対象と考えます。</p>	<p>状況等については「資産の流動化のスキームの適切性」（別表3の1.（2）②）において、それぞれモニタリングの対象と規定しています。</p>
5. 第7条第1項及び別表4		
10	<p>①から⑤までありますが、流動化目的の発行会社情報として、財務状況や事業の状況等についても投資家に情報提供すべきではないでしょうか。</p> <p>発行会社情報は、投資家にも提供すべきと考えます。</p>	<p>販売を開始するに際して、資産の流動化を目的として発行される債券の発行者は、当該社債券の発行のみを目的としたSPC等であることが多く、発行前の財務状況に関する情報を投資者に提供する意義が見出しにくいと考えます。また、当該発行者の中には設立後1年を経過していない場合も想定され得ます。そのような場合には財務諸表等が作成されていないと考えます。このため、資産流動化を目的として発行される債券については、勧誘時において発行者の財務状況について情報提供することを求めておりません。</p> <p>もちろん、発行者の財務状況や事業の状況等について情報提供可能な情報があれば、投資家に対して提供することを妨げるものではありません。</p> <p>なお、販売後には、別表5の1.（2）①の規定において「事業報告等のためアレンジャー等が作成した定期レポートや決算報告書等を情報提供」を求めており、発行者の財務状況や事業の状況等に関して情報提供されます。</p>
6. 第7条第2項及び別表5		
11	<p>審査規定等対象社債券の移管または保護預かりを受けた場合で、私募等の取扱等を行うことを想定していない場合は、移管または保護預かりを受けた証券会社はモニタリング及び情報提供を行うことが移管元または保護預かりを行っていた証券会社において</p>	<p>別表5の3.（1）②又は（2）②の規定により、私募等の取扱い等を想定しているかどうかにかかわらず、審査規定等対象社債券の保護預かりを受ける場合には、保護預かりを受けた協会員において当該審査規定等対象社債券について本規則第6条に規定するモニタリ</p>

項番	意見・質問	考え方
	<p>引き続きできることの確認を行うことだけが求められており、販売に至らない限り実際のモニタリング及び情報提供を行うことは求められていないという理解で正しいか。</p>	<p>ングが可能であることを確認する必要があります。</p> <p>また、審査規定等対象社債券が移管された後は、移管元の協会員がモニタリング及び情報提供を行うことを約した場合（別表5の3.(1)④に該当する場合）を除き、販売に至らない場合であっても、移管先の協会員がモニタリング及び情報提供の義務を負うものと考えます。</p>
12	<p>施行日前にすでに移管・保護預かりを受けている社債券については、私募等の取扱い等を行わない限り、モニタリングが可能であること及び情報提供が行えることの確認を行わなくてもよいという理解で正しいか。</p> <p>また、施行日後に移管・保護預かりを受けた場合でも、当該債券が施行前に組成・発行された債券であれば同様にモニタリング・情報提供の確認を行わなくてよいという理解で正しいか。</p> <p>施行前に組成された債券であってもその後セカンダリーで適格機関投資家以外に売付け勧誘を行う場合には、本新規則が適用されるはずであるので当該モニタリング・情報提供ができることの確認が必要になるべきではないかと考えるが、WGにて「組成時（規則施行前）にモニタリングや顧客への情報提供を行っていない社債券の場合、規則施行後であってもモニタリング及び顧客への情報提供を行わなくてよいと考えている。」との回答があったため念のため確認させてほしい。</p>	<p>本規則の施行前に既に移管・保護預りを受けている社債券については、本規則の施行時において別表1に掲げる適用除外要件に該当しない場合であっても、私募等の取扱い等を行わない場合には、モニタリングが可能であることの確認及び本規則第7条第2項に規定する顧客への情報提供を行う必要はありません。また、当該社債券について規則施行後に私募等の取扱い等を行うのであれば、取扱い等を行うまでに審査を実施し、事後モニタリングを行い、それぞれ顧客に情報提供することが必要となります。ご指摘のWGでの議論は、私募等の取扱い等を行わない限りの場合の議論です。</p> <p>施行日後に移管・保護預りを受けた場合については項番11をご参照ください。</p> <p>なお、施行前に組成された社債券であってもその後セカンダリーで適格機関投資家以外に売付け勧誘を行う場合には、本規則が適用され、当該モニタリング・情報提供ができることの確認が必要になると考えます。</p>

以上