

NEWS LINE

証券会社関連の動向……………01

証券関連業務に関する行政の動き……………01

JIPs LINER

「非居住者に係る金融口座情報の自動的交換のための報告制度」  
の概要について……………02

PICK UP TOPICS

ー証券トレンドー 地域金融機関の証券業務戦略……………04

JIPs FOCUS

証券会社における私募債の扱いについて  
～金融商品としての課題……………05

## NEWS LINE

● ビジネスニュース

### ■ 証券会社関連の動向

**清算業務参入** 東京金融取引所が、FX取引の清算・決済業務に進出検討(8/11)

ー8月末に検討会を立ち上げ、カブドットコム証券やコメルツ銀行など10社以上が参加予定

**FX取引参入** 新生銀行は、大手銀行として初めてFX取引に参入(8/9)

ー8月22日より楽天証券の運用システムを利用しサービス開始、収益を両社で分け合う

**業務提携** 楽天証券は、独立系金融アドバイザー(IFA)大手のガイアと提携(7/29)

ー9月末にも個人の資産運用を一任で請け負う「ラップ口座」を提供開始へ

**M&A** 三菱UFJ信託銀行は、米国資産管理会社ライデックス・ファンド・サービスズを買収へ(7/28)

ー対象会社は管理残高が535億ドルと米国10位の規模で、両社合計では3,780億ドルへと拡大

**温泉REIT** 大江戸温泉ホールディングスが新たにREITを立ち上げ、保有する温泉旅館などを組み入れ(7/27)

ー温泉に特化して投資するREITは世界初で、8月中にも上場する見通し

**AI株式需給予測** カブドットコム証券は、日立製作所と共同で人工知能(AI)を用いた株式の需給予測システムを開発(7/25)

ー日本株の貸株業務を対象として、自社の顧客基盤を活用して貸株ビジネス拡大を目指す

**外資参入** シンガポールの銀行最大手DBSグループは、8月中旬に日本で証券業に参入へ(7/25)

ー機関投資家などに、相対的に利回りが高いアジアの金融商品を販売する計画

### ■ 証券関連業務に関する行政の動き

・金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第4回)議事次第(8/2)

ーインベストメント・チェーンにおける顧客本位の業務運営の観点からの指摘事例(リテール販売・助言に関する指摘)より、背景・原因に関する指摘

▶販売手数料等の収入面に過度に偏った業績目標・業績評価体系

▶系列の運用会社の商品販売をより重視した業績目標・業績評価体系

▶販売員の短期ローテーション

▶商品ラインアップが不十分

▶商品提供会社による自社商品の優先販売に向けた販売会社に対するインセンティブ付け

・「金融商品取引業等の自己資本規制比率に関する内閣府令・告示等の一部改正(案)」の公表について(8/1)

ー中央清算されない店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制の施行・適用に際し、自己資本規制比率に係る「金融商品取引業等に関する内閣府令」「金融商品取引業者の市場リスク相当額、取引先リスク相当額及び基礎的リスク相当額の算出の基準等を定める件」等の改正案を取りまとめ

ー施行期日は平成28年9月1日を予定

・「金融サービス利用者相談室」における相談等の受付状況等(期間:平成28年4月1日～同年6月30日)(7/29)

ー分野別に見ると、次のとおり

▶預金・融資等に関する相談等 2,903件

▶保険商品等に関する相談等 2,482件

▶投資商品等に関する相談等 2,482件

▶貸金等に関する相談等 865件

・「金融庁・日本銀行連絡会」の開催について(7/25)

ー金融システム・金融市場を巡る諸情勢について意見交換を行うため、金融庁長官と日本銀行副総裁を含むメンバーからなる「金融庁・日本銀行連絡会」を開催

■「非居住者に係る金融口座情報の自動的交換のための報告制度」の概要について

2017年(平成29年)より対応が必要となる本制度について、金融商品取引業者等(以下、報告金融機関等と呼びます。)の対応について、その概要を整理します。

1 制度の背景

外国の金融機関を通じた国際的な脱税および租税回避行為に対処する目的で、2012年にOECDは、税務当局間で非居住者の口座情報を互いに提供しあう自動的情報交換に関する共通報告基準(国際基準。以下、CRSと呼びます。)の策定に着手しました。その後、G20首脳会議において、このOECDによるCRSの策定が支持・承認されたことを受けて、我が国を含む90を超える国・地域が2018年までにCRSに従った自動的情報交換を開始することを表明しています。

我が国においては、平成27年度税制改正により、「租税条約等の実施に伴う所得税法、法人税法及び地方税法の特例等に関する法令」(以下、「実特法」と呼びます。)および関係法令が整備され、報告金融機関等は、2017年より対象口座の特定手続を開始し、翌2018年に2017年分の報告を行うこととされています。

2 対象口座の特定手続

制度の対応にあたっては、まず、対象口座の特定手続が必要となります。実際は、複数の例外規定を含めて詳細に定められていますが、例外を除く概要は下表のとおりとなります。我が国では、CRSをもとに実特法及び関係法令において、その手続方法や基準が定められています。

ここでの留意点は、特定手続の対象者には日本居住者が含まれる点にあります。(日本に居住(所在)していることを特定することになります。)また、特定手続を行った記録の作成・保存が求められておりますので、実務上の考慮が必要です。

種別	個人	法人
新規口座	<p>「新規届出書*1」、「居住地国確認書類*2」の提出を受け、居住地国等を特定する</p> <p>※居住地国が日本である場合も提出が必要</p>	<p>「新規届出書*1」、「居住地国確認書類*2」の提出を受け、当該法人およびその実質的支配者とその居住地国等(当該法人が特定法人*8に該当する場合に限る。)を特定する</p> <p>※居住地国が日本である場合も提出が必要</p>
既存口座	<p>①「任意届出書*3」、「居住地国確認書類」の提出</p> <p>②個人既存低額特定取引契約者*4の場合 以下のいずれかの方法による</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 特定取引データベースの検索*5</li> <li>● 記録の確認(居住地テスト)*6</li> </ul> <p>③個人既存高額特定取引契約者*4*7の場合 以下の全ての方法を実施して居住地国等を特定する</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 金融機関が管理する顧客情報の電子的記録検索</li> <li>● 金融機関が管理する紙媒体の顧客情報の検索</li> <li>● 特定業務担当者からの聴取</li> </ul>	<p>①「任意届出書*3」、「居住地国確認書類」の提出</p> <p>②2017年12月31日現在の特定取引契約資産額が2,500万円以下の場合</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 手続不要</li> </ul> <p>③2017年12月31日現在の特定取引契約資産額が2,500万円超の場合</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 保存記録の検索→保存記録(または公開情報)の順に確認する</li> <li>● 特定法人*8に該当する場合、犯収法に基づく確認を行い、実質的支配者とその居住地国を特定する</li> </ul>

\*1 2017年1月1日以後、対象者の氏名または名称、住所または本店若しくは主たる事務所の所在地、居住(所在)地国、外国の納税者番号等を記載した「新規届出書」の提出を義務付け。条件を満たせば口座開設申込書との一体化が可能。

\*2 本稿においては「居住地国」および「所在地国」を総称して、「居住地国」と記載する。

\*3 既存顧客が提出するもので、記載事項は新規届出書に準ずる。提出は1回のみで同一契約・同一人が複数回提出することはない。

\*4 2017年12月31日において、特定取引契約に係る資産の価額が1億円以下、または1億円超によりそれぞれ「個人低額特定取引契約者」、「個人高額特定取引契約者」と定義される。同一の者が2以上の特定取引を行っている場合、契約資産額を合算して判定する。外国通貨による資産については12月31日における外国為替相場により邦貨換算する。また、個人低額特定取引契約者が高額特定取引契約者となった場合は再特定手続が必要となる。

\*5 特定取引データベースの検索の結果、ア)郵便局の所在地若しくはイ)郵便物の宛先のいずれかのみ情報しかない場合は、特定取引契約関係書類の確認が必要となる。特定する情報がない場合は任意届出書の提出を要求する。要求しても提出されない場合は「不記録口座」とする。

\*6 居住地国テストはその保存している記録により、簡便な方法で特定手続を行うことができるが、記録の元になる本人確認書類等の有効期限を考慮する必要があり、期限切れとなった場合などにおいては再特定手続が必要となる。

\*7 個人既存高額特定取引契約者の特定を行った結果、ア)郵便局の所在地若しくはイ)郵便物の宛先のいずれかのみ情報しかない場合は、任意届出書の提出を要求する。要求しても提出されない場合は「不記録口座」とする。

\*8 上場法人とその子会社等、国、地方公共団体、中央銀行、政府機関、国際機関、報告金融機関、法人税法別表第一及び第二に掲げる法人で収益事業を行っていないものを除く法人をいう。【実特法10の5⑦四、実特令6の8①】

### 3 報告事項

報告対象となる金融口座を保有する報告金融機関は、以下の要領で対象データを抽出し、所定の時限までにe-Tax等により所轄税務署長に報告事項を提供することが求められています。

項目	内容
抽出基準日	毎年12月31日時点。初回は2017年
対象者	報告金融機関等との間でその営業所を通じて特定取引を行った者(一部の者を除く。)で特定居住地国が報告対象国である者。または特定居住地国が報告対象国・地域以外の特定法人で、その実質的支配者の特定居住地国が報告対象国である者
対象	対象者が報告対象契約(特定取引に係る契約のうち、一定のもの)を締結している場合
報告単位	報告対象契約ごと
報告事項	報告対象契約に係る特定取引を行った者の、氏名または名称、住所または本店若しくは主たる事務所の所在地、特定居住地国の名称、外国の納税者番号、当該報告対象契約に係る資産の価額(抽出日現在)、資産の運用、保有または譲渡による収入金額(税引前)およびその種別、日本の法人番号(一定の場合に限る。)、不記録口座である旨の報告 など
提出期限	抽出基準日の属する年の翌年4月30日まで
提出方法	e-Tax(推奨)若しくは光ディスク(光ディスク、磁気テープまたは磁気ディスク)

### 4 記録の作成・保存

報告金融機関等は、新規届出書等の提出を受けた場合、特定手続等を行った場合、および報告事項を提供した場合は、法令の定めに従って記録の作成・保存が義務付けられます。保存期間は原則として、当該特定取引契約が終了した日から5年間となります。

記録の作成が必要となる場合	記録する事項
新規届出書、任意届出書または異動届出書の提出を受けたとき (新規・既存顧客共通)	<ol style="list-style-type: none"> <li>① 提出を受けた年月日</li> <li>② それぞれの届出書に記載された事項(届出書を書面、電磁的記録、マイクロフィルム等を用いて、記録に添付する方法も可。)</li> <li>③ 任意届出書の提出を受けた場合、提出時に提示を受けた居住地国確認書類の種別</li> <li>④ その他参考となるべき事項</li> </ol>
特定手続または再特定手続を行ったとき (既存顧客のみ)	<ol style="list-style-type: none"> <li>① 特定を行った年月日および行った手続の内容</li> <li>② 特定対象者の氏名または名称および住所または本店若しくは主たる事務所の所在地</li> <li>③ 特定取引に係る契約を識別するための番号・記号等</li> <li>④ 特定対象者の住所等居住地国と認められる国または地域が特定された場合は、特定された国または地域の名称およびその特定の基礎となった情報</li> <li>⑤ 特定対象者の住所等居住地国と認められる国または地域が特定されなかった場合は、その旨</li> <li>⑥ その他参考となるべき事項</li> </ol>
報告事項を提供したとき (新規・既存顧客共通)	<ol style="list-style-type: none"> <li>① 報告事項を提供した年月日および報告事項</li> </ol>

### 5 罰則等

新規届出書等の提出義務は投資家にありますが、報告金融機関等はそれを確認・記録する義務があります。また、国税庁、国税局および税務署の職員には質問検査権が与えられており、検査を拒んだり、所定の時限までに報告を行わなかった場合、あるいは虚偽の記載・報告を行った場合には6月以下の懲役または50万円以下の罰金が課される場合があります。

■ 地域金融機関の証券業務戦略

本誌本年4月号『JIPs FOCUS』で「銀行の証券業務」を取り上げたが、ここ1年で地域金融機関の証券業務に関する動きが再び活発化している。流れは2つあり、証券子会社設立と投資運用業務への参加若しくは強化の動きが、以下のように強まっている。

- ・ 3月 ほくほくフィナンシャルグループは、東海東京証券との共同出資で証券子会社(本店は富山予定)を2016年度中に設立へ
- ・ 4月 東邦銀行の証券子会社(とうほう証券)が営業開始。資本金30億円、役職員50名で福島県内に4支店1営業所を開設
- ・ 5月 七十七銀行は、専門性の高い金融商品・サービスの提供を行うことを目的として証券子会社を設立へ。資本金30億円、来年4月営業開始予定
- ・ 5月 山口フィナンシャルグループと大和証券グループ本社の共同運用会社が業務開始
- ・ 6月 京都銀行と群馬銀行は、資産運用業務におけるコンサルティング営業力の強化に向けて、顧客ニーズに合った商品提案力の向上を図るため、横浜銀行系の資産運用会社への出資を決定。2行合流後の出資比率は横浜銀行が40%、三井住友信託銀行が30%、京都銀行と群馬銀行が15%ずつ
- ・ 7月 京都銀行は、証券会社に金融商品を取り次ぐことができる証券仲介業務(野村證券と提携)を全店舗で始めた。来年5月の証券子会社設立に向け、外国債券や仕組債などの取り扱いも目指す
- ・ 7月 伊予銀行は、証券子会社の「運用口座」で取り扱う金融資産に、今まで銀行窓口で販売していた投資信託や国債などを加え、投資家の運用資産を一元管理。顧客の損益通算などの利便性向上へ

このような動きの背景には、NISAの制度拡充・恒久化に向けた動きや、確定拠出年金制度での個人型の対象

拡大など個人の投資に関する裾野が拡大しており、「貯蓄から投資へ」の動きも今後一層強まることがあげられる。金融機関が個人の投資に関わる部分が増えている一方、個人投資家が負うことになるそれぞれの投資リスクに金融商品の販売者として向き合っていく必要がある。そのため、地域金融機関としても預金やローンを扱う窓口と同じチャンネルで個人の投資リスク商品を扱っていくより、証券子会社方式で通常の銀行業務と切り離す方式に向けて証券関連業務の重心が移りつつある。

地域金融機関の証券関連業務と言えば、今までは投資信託の窓販が中心で、このこと自体は業務収益の改善に大きく貢献してきた。ただし、最近は個人への投資信託の勧誘活動全体に関して、高齢者等への販売ルールなどにより適合性の原則に則った対応が求められるようになってきている。また、大手証券会社などの協力で外国債券なども販売するようになっており、販売者としての多様な金融商品知識が現場で求められるようになってきた。つまり、地域金融機関においても、取り扱う金融商品が多様化し、金融商品販売者としての態勢整備強化が求められるようになってきている。そのため、証券子会社方式の方が、銀行における証券関連業務を強化・管理し易いとの考え方が主流になっているようだ。

地域金融機関の証券子会社設立には、地元証券会社や中堅証券の地域内支店を母体とする方法と、独自に必要な人員を確保しながら営業体制を整える方法があったが、証券子会社設立を睨んで京都銀行のように大手証券会社の金融商品仲介業者として銀行窓口で取り扱う金融商品を増やし、証券子会社の営業体制素地を先に作っておくのも新しい取り組みだろう。また、リテール証券会社がラップ口座など資産管理型営業に軸足を移していることを意識して、地域金融機関でも金融商品販売のための投資運用業務に取り組んでいこうとする動きも強まっており、地域金融機関同士の連携も進みそうだ。

地方銀行の証券子会社

※赤字は予定会社

証券会社	母体(協力証券)	資本金(億円)	証券会社	母体(協力証券)	資本金(億円)
静銀ティーエム証券		30	ふくおか証券	前田証券	21
ワイエム証券	(東海東京証券)	12	いよぎん証券		30
ひろぎんウツミ屋証券	(ウツミ屋証券)	61	池田泉州TT証券	(東海東京証券)	12
常陽証券		30	ごうぎん証券		30
浜銀TT証券	(東海東京証券)	33	第四証券	新潟証券	6
百五証券		30	とうほう証券		30
西日本シティTT証券	(東海東京証券)	15	ほくほくFG子会社	(東海東京証券)	平成28年度下期中
中銀証券	津山証券	20	京都銀行子会社		平成29年5月設立予定
ちばぎん証券	中央証券	43	七十七銀行子会社		平成29年4月営業開始予定

■ 証券会社における私募債の扱いについて ～ 金融商品としての課題

■ 私募債とは何か

■ 個人向け金融商品としての利用

■ 金融商品としての課題

■ 私募債に対する期待とその可能性について

■ 私募債とは何か

私募債とは何かについて見直すことから始めたい。私募債に関する制度の改革は次のとおり。

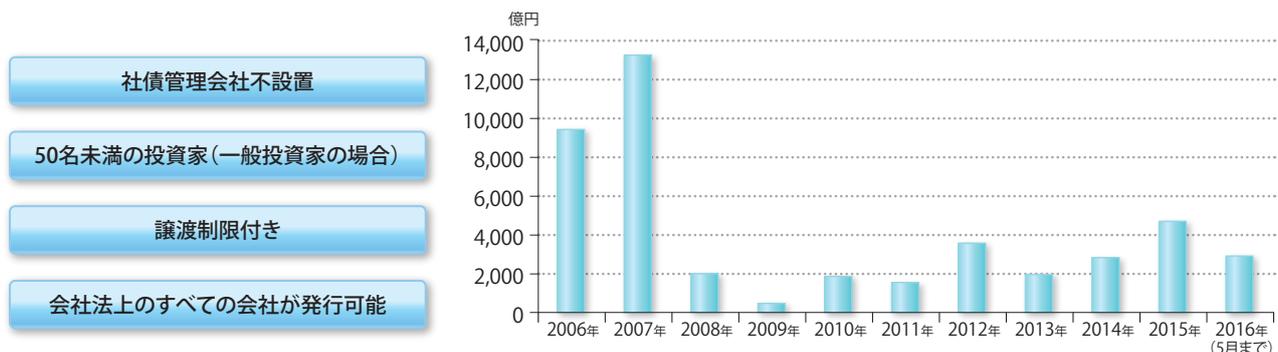
- ・ 1993年以前 社債発行そのものが、旧商法では発行額が制限され、発行するための基準(適債基準)や発行後の財務上の制限(財務制限条項)なども厳格だった
- ・ 1993年(平成5年) 商法改正で社債権者保護のために社債管理会社制度が導入されたが、最低券面1億円以上(プロ投資家向け)若しくは社債一口の最低額が発行総額の50分の1を超える場合(販売可能数が50名未満)に限り社債管理会社設置義務を負う必要がなくなった
- ・ 1996年(平成8年) 適債基準・財務制限条項が撤廃された
- ・ 1999年(平成11年)10月 普通銀行の社債が解禁され、これにより銀行保証の付いた私募債の発行も可能になった
- ・ 2000年(平成12年)4月 中小企業の長期資金調達に利用することが可能な特定社債保証制度(現行は、純資産5千万円以上で財務基準を充たした中小企業は利用でき、私募債発行額の80%まで信用保証協会が保証)が中小企業庁によって始まった
- ・ 2003年(平成15年)3月 中堅・中小企業の私募債を原資産とするCBO(Collateralized Bond Obligation 債券担保証券)が、東京都債券市場構想の中でみずほ銀行によって組成される
- ・ 2006年(平成18年)5月 会社法施行でそれまで私募債は株式会社しか発行できなかったが、合同会社などすべての会社形態での発行が可能になった

一方、金融商品取引法上の私募は、私募債が同法2条1項に定める有価証券で50名未満(少人数勧誘)となった。また、発行額が1億円を超える場合は、私募のために有価証券届出書が提出されておらず継続開示義務が課せられていないことや、勧誘を行う際に譲渡制限の内容を投資家に告知する必要がある。

発行者からすると、調達額が少額に限られる場合や投資家が50名未満に限定される場合、会社法上の社債管理会社設置コストや金商法上の勧誘に伴う継続開示コストが掛からないため、社債発行に係るコストを抑えることができる。そのため、政策的に中小企業の資金調達手段の多様化を目指した施策の一環として、中小企業などの私募債発行が行政上推進され、一部保証や私募債発行費用の補助金対応などが行われている。

また、私募債は証券化商品などの小規模な発行に関しても利用されることが多く、例えば証券化対象の原資産が数十億円規模であっても、その原資産を保有する会社Aに対して融資や投資を行う会社Bが発行する私募債は、社債期日を複数にして毎月継続的に発行していけば、一度の私募債発行が前述のように小規模でも、合計すると相当金額の規模になることが可能だ。証券会社の扱う私募債は、この方式が多用されている。

私募債の定義と証券会社による私募債引受額推移



※日本証券業協会統計資料より作成

■ 個人向け金融商品としての利用

証券会社が個人投資家向けに取り扱う私募債は、大きく分けて2つ投資対象がある。

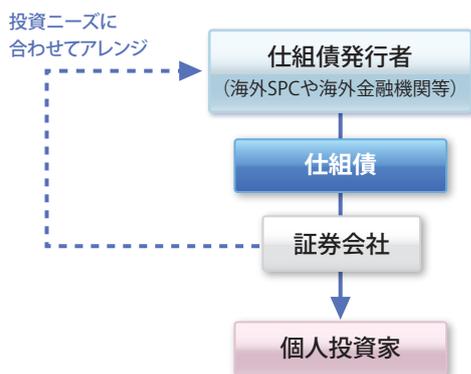
1つは、デリバティブを組み込んだ仕組債を私募債として個人投資家向けに取り扱うケースだ。一般的には、証券会社が大規模に仕組債を売り出す場合、金商法の継続開示制度に則って届出書を提出し目論見書を利用して勧誘を行う。一方では、富裕層などの個々の投資家ニーズに沿った商品を提供する場合、商品設計の自由度が高い少数人を対象とした私募債で対応することも多い。この場合、海外SPCや海外金融機関を発行者とした仕組債を、国内で私募債の売出しとして行うが、商品性やリスクの説明は契約締結前交付書面をもって投資家に伝えられる。下図の仕組債イメージ図は、関係者やその機能を簡略・省略して記載しているが、実際の仕組債を私募として取り扱う証券会社がアレンジメントを行うので、発行スキームの販売者としての意向が強く反映される場合が多い。

もう1つは、比較的小規模の証券化商品としての私募債で、代表的なものは昨年から話題となっている診療報酬等を証券化した、いわゆるレセプト債だ。このレセプト債での私募債利用事例を、証券取引等監視委員会の参考資料(昨年破綻したレセプト債発行者の私募債を取り扱っていた証券会社への行政処分勧告時の資料)等を基に以下に説明したい。(正常に運営されているレセプト債発行者も多いが、発行スキームは基本的に同じ)

【レセプト債の発行概要】

- ・レセプト債の発行を目的とする会社を設立(私募債発行のための器の機能のみ)
- ・病院等から診療報酬債権等(介護報酬が含まれる場合も)を買取る目的で上記の会社が私募債を発行。なお、買取る診療報酬は対象件数が多い方がリスクを減少させるが、これは中小企業の私募債を多く集めた合成証券CBOと同じ考え方
- ・病院等から診療報酬債権の買取りは、通常複数年の契約で毎月買取りが実行されていくが、社債の発行は

仕組債の私募 (イメージ図)



契約に合わせて期日が決まっている訳ではなく、1年程度とするものが多い

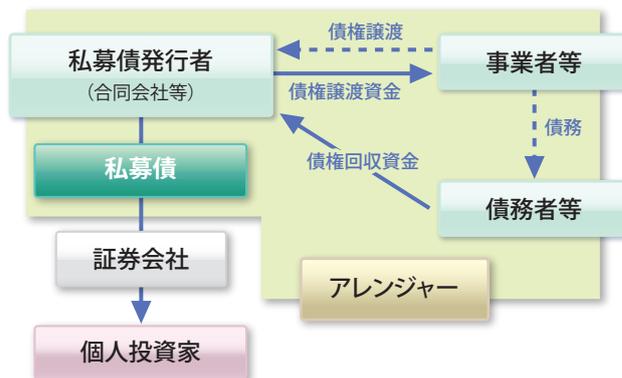
【レセプト債運用のポイント】

- ・病院から買取る診療債権等は、各契約書に定められた料率で割引かれており、実際に受け取った診療報酬等の差額が、私募債のアレンジャーの報酬、私募の取り扱いを行った証券会社の販売手数料、私募債の投資家への利払い、発行会社の運営費用等に充当される
- ・診療債権の支払い元は、社会保険診療報酬基金・国民健康保険団体連合会・市区町村で支払いの安全性は高いとされている
- ・私募債発行会社の運営は、アレンジャーが実質的に行うことが多い
- ・社債管理会社は設置されないが、私募債発行会社の運営が投資家のために行われるよう監視する目的で一般社団法人が設立されることがあるが、その代表者には第三者として公認会計士や税理士が就任することが多い

【レセプト債の留意点】

- ・アレンジャーは私募債の組成が主たる業務だが、流動化する診療債権情報を提供する会社、私募債発行後の資金回収や利払い、債権買取りなど発行会社の必要なオペレーション(実務的作業)を代行する会社などでアレンジャーの関係者が実質的にを行っている場合が多い。私募仕組債と違って、この部分で証券会社に関与することがないので、販売者としてのアレンジャーに対する確認作業が重要になる
- ・発行される私募債は少数人が対象となっているので、それ自体は少額だが、販売証券会社毎に発行日や償還期日を調整することで、多数銘柄の発行を継続的に行うことができ、結果として私募債の発行総額が100億円を超えることがある。昨年11月に破綻したオプティファクター社がアレンジャーを行った3社分の発行総額は227億円、投資家数は2,470名となっていた(私募債取扱証券会社数7社分)

証券化商品としての私募債利用例 (イメージ図)



■ 金融商品としての課題

前章で説明したように証券化商品としての私募債において、アレンジャーの役割が非常に大きい。また、原資産となるものには、診療報酬債権・介護給付費債権・中小企業の一般売掛債権・海外不動産・保釈金・病院不動産などの流動化を目的として私募債発行事例があるが、その対象に制約は設けられていない。また、これらのオペレーションに関して、私募を取り扱うそれぞれの証券会社にその専門性はない。

ただし、少人数を対象とした私募債とはいえ、証券会社として個人投資家に対してこれらの私募債を取り扱うには、商品性を審査したり、発行者の財務内容等を確認する必要がある一方、私募債の発行後、私募債の発行会社やアレンジャーなどのオペレーションに対するモニタリングは必要ではないかと考える。また、私募債販売時に個人投資家に対して行った説明内容と発行会社の実際の運営状況などが一致していることも確認する必要がある。

本年7月に日本証券業協会では、私募債の取り扱いに関して自主規制ルール制定を目的とした“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”が設置された。年内には自主規制案が公表される予定だが、最近の行政処分事由や他の自主規制ルールから、どのような項目が必要か想定してみた。(以下、現時点での筆者の私見のため、実務想定は今後公表される自主規制案をご参照下さい。)

**【商品審査及びモニタリングする項目】**(商品内容に合わせて重要性を順位付けたり、項目を選択すべき)

◇資金用途についての確認

投資家の資金が何に利用されるかは重要で、その原資産買付け状況の適正さも確認しておく必要がある。

◇発行スキームの適正さ

証券化商品は原資産に係るキャッシュフローをマ

ネジメントするスキームが多いが、このフローが適正かどうかを確認することで、将来の原資産の劣化を防ぐ。

◇発行会社の財務内容

私募債は形式的には無担保債のため、発行会社の財務内容の確認は定期的に必要である。

◇原資産の内容や状況

証券会社としては原資産に関する専門性はないものの、専門家やアレンジャーがどのように原資産内容や状況を把握しているかを確認する必要がある。

◇アレンジャーの財務内容

発行会社のオペレーションをアレンジャーに頼っている以上、アレンジャーの運営状況も確認する必要がある。

◇投資家保護の仕組み

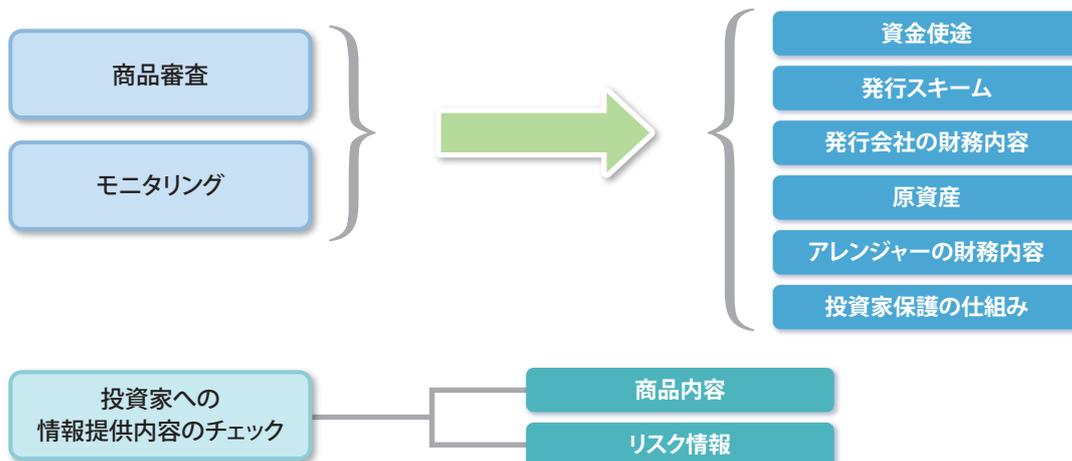
発行会社のオペレーションを、投資家の立場で誰がどのように行っているか確認する必要がある。(一般社団法人、監査法人、税理士法人などの監査等の実態について)

**【投資家への情報提供内容の確認】**

◇契約締結前交付書面などで投資家に示された商品内容・リスク情報に関して、問題がないかどうかの確認を行う必要がある。また、モニタリングを行っていくうえで、投資家に提供した情報と実態の一致を意識する必要がある。

なお、私募債が中小企業のファイナンス手段として行政などにも強く意識されているように、中小規模の事業者にとっては重要な資金調達手段であるので、その事業が地域や社会にとって意味のあることなら適切にリスクを説明したうえで投資家に繋いでいくのも証券会社の社会的に求められている機能のひとつだと考えるが、そのための態勢整備もまた同時に求められている。

私募債で証券会社が求められるデューデリジェンス



■ 私募債に対する期待とその可能性について

私募債は、その多くが無担保無格付けの満期一括償還で、期中の利払いは原資産が生み出すキャッシュフロー、償還は原資産価値が大きく影響する。また、発行会社は原資産を保有するための器で、原資産を取得する資金調達のために社債を発行するが、社債権者は原資産に対する直接の所有権は有しない。

一方、特定の事業に関する原資産を保有する方法として私募ファンドがあるが、その代表的な方法であるGK-TK方式(合同会社を設立して、投資家はその出資を匿名組合の持分で行う方法)では、出資者が原資産を保有する形をとる。この原資産が不動産であれば、私募REITということになるが、出資者は原資産の価格が上昇した場合のメリットを享受することも可能だ。この私募ファンドの組成や自己募集には第二種金融商品取引業として、また投資対象が有価証券の場合は投資運用業として、それぞれの登録が必要で組成者や運営業者は既存の金融行政の枠内にある。

本稿で取り上げた私募債の実質的な組成や運営を行うアレンジャーは、投資対象の専門家ではあるが金融行政の制約は直接受けない場合が多い(一部は、適格機関投資家特例業務“プロ向けファンド”で行っている)。そのため、私募債を扱う証券会社は、前章で取り上げたように投資家のためのデューデリジェンス対応が求められている。

最近1年間で私募債を取り扱った証券会社の行政処分事例が相次いだ。オプティファクター社のような犯罪的事案は論外としても、私募債発行会社での投資目的以外(アレンジャーなど運転資金)の資金流用や、発行した社債間での資金・資産流用が一部にあった。また、私募ファンドの組成者やプロ向けファンド業者の一部資金流用(顧客資産の分別管理義務違反)なども摘発されている。私募債を販売する証券会社の態勢整備が行政処

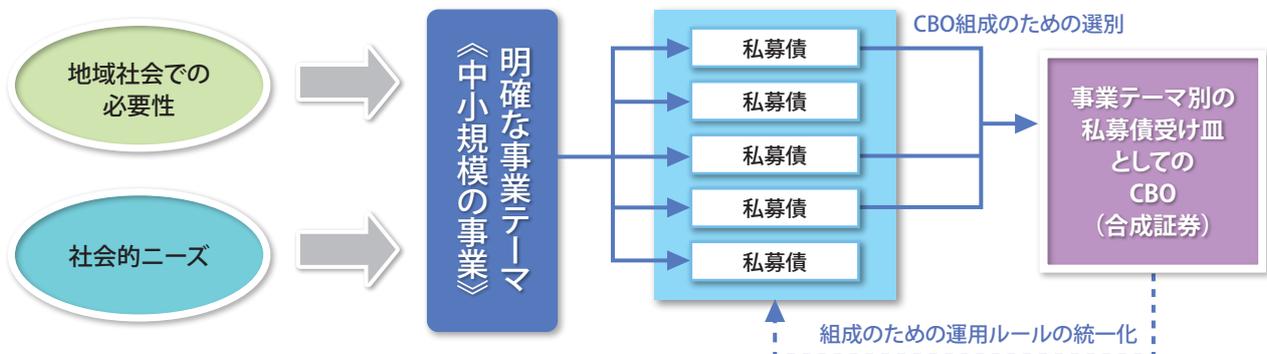
分を通じて求められているが、証券会社の商品審査やモニタリングを通じて、投資家保護と資本市場ルールがアレンジャーなどの事業者に浸透していくことに期待したい。

また、私募債の発行や対象事業の拡大のためには、複数の私募債を組み込んで組成するCBOを事業毎に組成する仕組みがあった方が良いかもしれない。例えば、相当数の私募のレセプト債を集約して、数百億円規模のレセプトCBO組成が実行されれば、個々の私募債に係るデューデリジェンス費用や組成コストを低下させ、原資産内容やその管理方法を向上させていく可能性もある。なお、現在の私募REITにおいては、上場REITという受け皿があるので投資目的も明確であり、その上場REITを意識して私募REIT段階での組成や運用では、投資家保護の仕組みに取り組むことも多くなっている。

現在、証券化商品の私募債は、中小規模の事業やインフラ開発の資金調達手段として利用されているが、ジャンク債市場のない我が国において、投資家からみるとミドルリスク・ミドルリターンを望むことができる市場となる可能性もある。一方、極小規模の資金調達手段でネットを利用するクラウドファンディングとしてのソーシャルレンディングは、国内外においても急成長しているが、投資家のためのデューデリジェンスや投資家保護の在り方は基本的に同じ構造であるべきだ。

私募債であれ私募ファンドであれ、通常の銀行融資が付き難い中小事業(診療報酬債権などのような病院経営に係るものも含む)に係るものが多いが、その事業内容が地域社会に貢献するものだったり、社会的に意義のあることであれば、投資リスクと社会的投資責任などを意識しながら投資判断を行う個人投資家が増えていくことは、我が国の資本市場機能の充実に繋がるのではないだろうか。

私募債拡大のための事例案



【編集・発行】 日本電子計算株式会社 証券事業部

URL <http://www.jip.co.jp/> 〒135-8554 東京都江東区福住2丁目5番4号

【お問い合わせ・ご要望】 TEL:03-3630-7427 FAX:03-3630-7442

Global IT Innovator **NTT DATA**  
NTT DATA Group