

1. 会合名	「内部者取引防止に関する内部管理態勢等検討ワーキング」（第 24 回）
2. 日 時	平成 29 年 2 月 7 日（火）午前 10 時 00 分 ～ 11 時 30 分
3. 議 案	1. 「ハイブリッド証券」に係る法人関係情報の考え方について 2. その他
4. 主な内容	1. 「ハイブリッド証券」に係る法人関係情報の考え方について 事務局より、いわゆる「ハイブリッド証券」等の法人関係情報の考え方について、協会員からの要望を受けて検討を開始した経緯及び意見照会結果等を資料に沿って説明のうえ、以下のとおり意見交換を行った。 意見交換の結果、今後、事務局より再度意見照会を実施し、本ワーキング・グループ（以下「本WG」という。）においてハイブリッド証券に係る法人関係情報の考え方について整理することとなった。 （主な意見等） ・ 本WGでは、ハイブリッド証券の発行等が法人関係情報であることを前提に、どのような情報管理等を行うかを議論するということなのか。そもそも、ハイブリッド証券に係る情報を法人関係情報として取り扱わないという結論が出ることもあり得るのか確認したい。 → すべてのハイブリッド証券に係る情報が法人関係情報に該当するものではないだろう。本WGの議論により、どのような類型であれば法人関係情報に該当しないと考えられるのか整理し、結論を出したい。（事務局） ・ 20 年来発行され続けているハイブリッド証券が、なぜ今問題視されて議論に上がっているのか理解できない。論点を明らかにしてほしい。 → 元々は、協会員から「各社による情報管理の取扱いの相違が、投資家及び発行体への混乱を招いており、それが不当な営業上の不利益にもつながっていることから、各社における考え方の統一を図ってほしい。」との要望を受けて検討を開始したものである。本WGでの検討に先立ち平成 28 年 8 月に実施した意見照会において、ハイブリッド証券に係る情報を法人関係情報として取り扱っている会社と取り扱っていない会社がある状況がわかった。自主規制としては、そのような現状を勘案するに、法人関係情報として取り扱っていない協会員から他者にハイブリッド証券に係る情報が伝達されているのであれば、今後、投資家間の情報の不均衡による社会的批判を受けるおそれがあることを懸念した。たとえば、過去にはアナリストによる情報伝達や増資インサイダー事案等が問題となったが、これらの事案の当事者は「当該情報が法人関係情報だと思っていなかった」ということから行政処分事案につながったのだろうと思う。本件について、そのような問題が起こらないよう検討したいと考えている。（事務局） → 将来的に起こりうる問題を見据えた未然防止・抑止策の検討をしたいということと認識した。また、事務局から、法人関係情報管理規程（社内規程モ

	デル)の別表(以下「別表」という。)に追記する対応案を提示しているが、金商法や金商業等府令等の改正も視野に入れて検討を進めていくということか。 → 現時点では法令改正要望を視野に入れて検討しているものではないが、本WGからの意見を踏まえて法令改正要望を排除するものではない。ただし、法人関係情報の定義から考えれば、現状においてもハイブリッド証券の発行等の情報が法人関係情報になりうると理解しており、そのような中で法令改正を行うということは、重要事実として個別列挙することを目指すことになる、容易ではないと思う。(事務局) ・事務局よりハイブリッド証券発行事例を調査済との説明があったことに関して伺いたい。本件検討の前提は、ハイブリッド証券発行が投資家の投資判断とりわけ株価に影響を及ぼしうるというものだが、ハイブリッド証券の情報管理のあり方を検討する前に、①ハイブリッド証券発行が株価に影響を与えたと考えられる具体的案件はどれか、②影響があった案件の全体発行状況に占める比率、③影響があった案件の要因分析、の3点をご教示いただきたい。②につき、仮に影響案件比率がごく一部以下であれば、本WGで過剰な自主規制導入に向けた検討が行われていると申し上げざるを得ないであろうし、③につき、仮に影響を与えた要因が、典型的に想定しうる「経営難の企業の長期安定資金導入により経営不安が緩和され株価が好転した」というものであれば、普通社債や長期銀行融資であっても同様の影響があったと思われ、本WGでハイブリッド証券のみを採り上げている根拠が乏しい、ということになる。 → ハイブリッド証券による株価への影響は、明確には判断しにくいものである。公表前後の株価変動だけでは必ずしも分析できない。例えば、最近では増資を発表すると株価が下落する傾向があると考えられるが、それと比較すればハイブリッド証券の発行による株価下落の傾向は見えにくく、それが投資判断に影響を及ぼすものとも言えるような場合もある。法人関係情報として管理している協会員が存在し、株価への影響を与えうると考えられるのであれば、自主規制として、何らかの対応を検討すべきだと思う。(事務局) → 過去の案件の株価や出来高の変動は確認しているが、当方の立場としては、それが直ちに法人関係情報の管理不備があることを示すと断定できるものではないので、検討したいということである。(事務局) ・事務局の現時点までの調査では、これまでの発行案件で明示的に株価に影響を与えた事例は見つかっていない、とのご回答と認識した。また今後に向けて議論するということであれば少なくとも、株価に影響を及ぼしうるパターンを類型化しながら議論することが、過不足のない自主規制の在り方の検討に向けて不可欠と考える。 ・当社では、ハイブリッド証券の発行のみをもって投資判断に影響を与えるとは思っていないため、法人関係情報として取り扱っていない。そもそも社債券の
--	--

	発行はインサイダー情報ではないため、発行そのものでは法人関係情報として取り扱っていない。一方、発行体の状況次第では単なるローンもインサイダー情報となるため、種々の要素により法人関係情報に該当すると判断することはある。 本WGで「ハイブリッド証券に係る情報は法人関係情報に該当する」としているのは、ハイブリッド証券に資本性があることが理由か、それとも株価が動くことが理由か確認していきたい。 → 法人関係情報の定義のとおり、投資判断に影響を及ぼすかどうかで判断すべきものだろう。その影響にもいろいろな種類があると思っており、資本性を有するということは株価を維持しやすいのかもしれないし、自己資本規制対応としてハイブリッド債を発行する場合もあるだろう。このような観点を総合的に判断するのではないか。(事務局) ・ 当社では、一定要件を満たしたハイブリッド証券は法人関係情報若しくは法人関係情報となり得るものとして管理している。資金調達に窮してハイブリッド証券を発行するというケースはあまり見られず、信用力のある会社が資本への影響を勘案して発行している。そこで、資本としての影響が一定以上であるということを要件として法人関係情報として管理している。逆に言えば、資本への影響が軽微なものは管理する必要はないと判断している。 ・ 当社では、すべてを一概に法人関係情報とはしていないが、バスケット条項に該当すると考えられるものは個別に判断し管理の対象としている。当社は債券発行における情報管理は届出前勧誘を防止する観点でルールを設け、管理している。法人関係情報としては扱っていないが、情報管理すべきものとしてハイブリッド証券の発行を独自のルールを設けて管理しているので、事務局によって一律に法人関係情報として定義づけられると、そうした協会の運用が難しくなるのではないかと懸念している。 ・ 当社でも、バスケット条項に該当すると判断したものは、法人関係情報として適切に管理している状況である。 → どのような判断基準を設けているか。(事務局) → ハイブリッド証券を発行する理由として、資金が集められない状況である等は、法人関係情報に該当すると判断し管理している。ただし、それは他の資金調達手段であっても同様である。また、資本が減損している場合には、まず当該情報が管理対象になる。 ・ 当社では、ハイブリッド証券の発行案件が動き出せば、投資判断に影響しかねないと判断し、発行総額・財務状況・発行体格付・資金調達に至った背景等を整理し、法人関係情報への該当性を判断している。資料3の項番3（原則法人関係情報としたうえで除外基準を考えること）と、項番4（案件ごとに重要性
--	--

を勘案して該非を判断すること）は一見対比の意見の方に見えるがどちらで実施しても変わりはないように思う。また、検討の目的は各協会員における目線合わせであることとは理解している一方で、別表作成の際に適時開示との平仄合わせを考慮するのであれば、個別項目に明示するのではなく、（別表の）バスケット項目で読むこととし、その該当性について目線を示せばよいと考える。

→ 委員方には、今回の議論の結果を別表に記載することに違和感を持たれているのかもしれない。事務局としては、継続的に案件を持たれているような会社では注意喚起レターを出せば継続的に管理されるであろうが、継続的に使用される別表の方がより周知性が高いと考えている。よって、別表の方がより有効な手段だと判断し、今回提案させていただいた次第であるが、本WGで議論を進める中で他の有効な手段が見つければその方法を選択することもあり得る。（事務局）

・委員方の発言にあるバスケット条項とはどこを指しているのか。

→ 別表のバスケット条項を指していると理解している。また、そもそも法人関係情報は包括的に定義されている。（事務局）

→ 今回、法人関係情報と整理すると投資家への影響を懸念する意見があるが、一方で、各協会員で判断基準が異なると、プレ・ヒアリングにおいて守秘義務契約の有無等でますます投資家に混乱をきたす恐れがある。考え方の基準が必要ではないか。

・発言の趣旨の確認だが、プレ・ヒアリングとは、「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」（以下「プレヒア規則」という。）上のプレ・ヒアリングを指しているのか、単なる需要調査を指しているのか。

→ 社債券はプレヒア規則の対象外であり、規則上のプレ・ヒアリングではないと理解している。（事務局）

→ プレヒア規則において、国内募集は禁止されているが、本WGにおいて、射程を広げることも含めて議論を行う予定か。

→ 今回の議論でプレヒア規則まで波及することはないと考えている。企業内容等の開示に関する留意事項の改正により、届出前勧誘に該当しない需要の見込み調査の方法が整理されており、現行、それに基づき行われていると理解している。（事務局）

・周知というのは国内外を含むのか。海外にはどのような方法で周知するのか、といったあたりも議論の対象にしていきたい。

・先に述べたように当社ではハイブリッド証券に係る情報を法人関係情報として管理していない。しかしながら本日、こうして他社の意見を聞き、何らかの管理が必要な旨理解した。ハイブリッド証券に係る情報が一律に法人関係情報に該当するかどうかは別として、各社における取扱いに大きな差があることは望

	ましくなく、目線合わせが必要であるように思う。 ・本議論は普通社債をどう考えるかという話と同様である。普通社債であっても投資判断に影響を与えうるので、商品によって「これは法人関係情報に該当する・これは該当しない」といった単純な切り分けを行うことは避けた方がよい。 ・別表の項目に個別列挙するのではなく、すでに存在する別表のバスケット条項において管理することの管理方法であり、結論の一つになるのではないか。 → いずれの方法も現時点では排除していないが、何らかの周知は必要ではないかと考えている。別表を改訂する場合での記載の方法は改めて議論したい。 (事務局) ・ハイブリッド証券の発行が法人関係情報に該当するという認識は共有されているように思うが、そうであれば、管理対象とする範囲について目線合わせをしてはどうか。(事務局) ・資本金の有無だけでは法人関係情報の該非は判断しきれない。1000 億円の資金調達を行う場合、普通社債であれば負債 1000 億円と評価され、ハイブリッド証券であれば、例えば負債 500 億円・資本 500 億円と評価されるといった違いはあるが、バランスシートに 1000 億円の変化を与えるという観点では同じであり、財務内容に与える影響は資本金の有無だけではない。資本金以外でも投資判断に影響を及ぼすものがあることは明らかであり、ハイブリッド証券であることだけを理由に法人関係情報として取り扱うこととするのは、現時点では議論が煮詰まっておらず一律に法人関係情報に該当するという結論には納得できない。 ・目線合わせが必要なことは理解するが、最終的には各協会員で管理することであり、一概に Yes/No というものではないので、判断するにあたっての要素や考慮すべき項目などを示すことでよいのではないか。 ・目線合わせをするといっても、事務局が何らかの形で基準を示せば、それは協会員にとっては守らなければならない基準を設定することと同義である。協会員間でここまで取り扱いに差があるのを聞くと、管理方針の相違により不利益を被る協会員があってもおかしくない。もし基準を示すのであれば、各協会員で判断する材料を提示し、その適用の判断は各社に委ねてはどうか。その後、自社の判断で管理していない社が違反を指摘されたとしてもその社の責任ということで、本WGで責任を持たなくてもよいのではないか。 → 業界全体のことを考える協会としての立場から、最終的に各協会員の責任だからといって、不適切な運用がなされ、違反事例が起こってもしかたがないとは看過できない。明確な基準を設けるのは難しく、最終的に各社で判断
--	--

	する余地は残ると思うが、ある一定のラインを作り、それに沿って各協会員が判断することとしたい。(事務局) ・何故ハイブリッド証券だけに特化し議論しているのか。発行総額などにより法人関係情報となりうる社債やローンはほかにもある。ここまで議論をする必要があるのか。別表に個別列挙するのではなく、注意書きを追加する方法ではどうか。 ・別表のバスケット条項による該非を判断する目線を合わせたいという趣旨である。バスケット条項により判断することは否定していない。 ・様々な要素を加味して総合的な判断をしてはじめてバスケット条項による該非判断ができると考えている。バスケット条項による各社の判断に幅がありすぎるのであれば、その判断基準を明確にして相違を狭める考えには同意である。バスケット条項の考え方が各社各様で異なっているのであれば、統一感を持たせて注意しながら管理していきたい。 成果物として、別表の個別列挙はなじまないのではないかと考える。協会員通知等で全社宛てに継続的に通知し、浸透する取り組みを実施していただきたい。 ・社債券について独自の管理方法があるという社があつたが、当社でも法人関係情報に該当せずとも秘密保持契約を締結して管理等する場合もある。情報管理の方法と法人関係情報かどうかは区別して検討いただきたい。 ・投資判断に影響を及ぼすものはどのようなものか具体的なケースを各協会員から集め、協会で集約し、示してはどうか。 → 最終的に協会で明確な基準を決定することは難しいが、まずは各協会員に対し、法人関係情報とする判断基準や情報管理の対象とするものの判断基準について意見照会をさせていただきたい。また、周知方法についても、意見照会の内容を踏まえ再検討することとしたい。(事務局) ・進め方については賛成である。資料3項番7（開示と併せて検討すべき）について申し上げるなら、法人関係情報に該当したら当然管理解除の問題も発生する。特にハイブリッドローンについては、開示されない場合が多いと思われる。適時開示項目ではないので、発行体が自主的に開示するケースもあるが、最終的には発行体が開示の有無を判断しており、当社において調べたところ、開示されているのは少数であった。今後、高格付の発行体以外がハイブリッドローンを利用するようになれば、開示はより減少するであろう。この点は慎重に検討していただきたい。 → まずは考え方を整理し、各社の対応が異ならない周知方法を検討していきたい。適時開示に関する検討の必要が生じれば、取引所等とも相談しつつ進
--	--

	めてまいりたい。(事務局) ・当社は発行体でもあるので、意見照会をされた際には、発行体としての意見を申し上げてよいのか。 → 金商業者として影響する部分があるのであれば意見いただいても構わないが、本WGにおいてはあくまで法人関係情報の検討をしているのであり、純粹に発行体としての立場で議論いただくことはそぐわない。(事務局) ・劣後債は20年来の歴史があり、本議論の結果は業界外の発行体や投資家等にも少なからず影響を与えるはずであるので、発行体及び投資家の意見も取り入れ、慎重に進める必要があるのではないかと。 → 本当に発行体や投資家等への影響があるのかも含めて、影響範囲を見極めながら検討を進めることとしたい。ただし、その場合に、本WGはあくまで金商業者への規制を話し合う場であることから、どのような方法で発行体としての意見を取り入れて議論を進めるのかといった点も検討することとなる。(事務局) 以上
5. その他	※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問合せ先	自主規制企画部（03-3667-8470）