

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 25 回）
2. 日 時	平成 29 年 3 月 21 日（火）午前 10 時 00 分 ～ 11 時 15 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、前回会合後の意見照会結果をふまえた考え方の整理案及び法人関係情報管理規程モデルの別表案について、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、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、検討を継続することとなった。 （主な意見等） ・ 前回会合の結論として、ハイブリッド証券等の発行等に関する情報が原則として法人関係情報に該当するとまでは整理されてはいない認識である。資料にて提示いただいたように、原則として法人関係情報に該当し、その中で除外できるものがあるという考え方が確定しているのか。 → 前回の会合において、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、そのうえで、管理対象とする範囲について目線を合わせることにについて合意をいただいたと認識している。その合意に基づき、法人関係情報に該当するものと該当しないものについて意見照会を実施し、その結果を踏まえこのような整理を提案させていただいた。（事務局） → ハイブリッド証券に係るすべての情報が法人関係情報に該当するとは限らないということであれば、今までどおりバスケット条項で管理すれば良い。社内規程モデルの別表を改正することは確定しているのか。 → それをご議論いただきたい。（事務局） ・ 提示された資料において、原則として法人関係情報に該当することになっており、驚いている。また、軽微なものとして例示された純資産額の 2.5% 未満という数値については、適時開示の考え方を参考にしたとの説明であったが、利益の額が業績予想の 3 割以上変動することに加え、純資産が 2.5% 以上変動することが適時開示の項目に挙げられているのであり、ハイブリッド証券等の発行等に係る情報が投資判断に与える影響について、業績予想の適時開示の項目と同様であるとは思っていない。 → 適時開示と全く同じ考え方ではなく、それを勘案してこのような例示としてはどうか、という提案が委員よりあったものである。（事務局） ・ 原則として法人関係情報に該当する、という整理になるとは思っていなかった。該当する場合もあるという前提で目線合わせを行うという方向であったと認識

	しており、提案内容は過剰であると感じる。各社においてどのように管理しているかということをもより深く検討していくべきである。また、適時開示は、純利益の変動が純資産に影響を与えるという観点であると思われるため、それと格付上の資本を同様の扱いとすることは、腑に落ちないところがある。サプライズを対象から除外することについても、各社の主観による面があるので、かえって混乱を招くのではないか。 ・本件における2.5%というのはB/S上の話であるが、適時開示はP/Lの話であり、考え方が合っていない。2.5%という水準は厳しすぎるため、明記することは過剰な対応である。また、サプライズがないことは事業法人にも適用して良いと思う。格付会社が事前にハイブリッド証券に係るクライテリアを公表しており、それに即して事業法人が発行するので、もはやハイブリッド証券の発行にサプライズはないと考えている。 ・ハイブリッド証券の資本性の認定は、格付会社が各社でルールを定めており、資本性の認定基準も格付会社によって変化するかもしれない。また、個別の格付レポートには、「投資判断を提供するものではない」旨が記載されている。これらがある中で、株式転換条項が付されている等であればともかく、あくまで負債であるハイブリッド債について、証券会社のルールとすることに無理がある。また、ローンには開示ルールがなく秘匿性があるため、資本性があるということをもって同様に位置付けることにも無理がある。ローンのユーザーのメリットを著しく阻害することになってしまうと考える。海外においても、ハイブリッド証券を同様の管理としている事案は承知していない。 ・ハイブリッド証券の発行は大型になる傾向があるため、2.5%という水準は厳しいように思う。 ・2.5%という数字にこだわるわけではないが、何らかの基準がほしいと思っている。ハイブリッド証券等の発行等の情報について、特段の制限をすることなく投資家に伝達して良いものだとは考えておらず、何も対処しなくて良いという考えには疑問がある。 → 法人関係情報にしない場合でも、まったく制限なく投資家に伝えているわけではない。少なくとも顧客の情報ではあるので、何らかの守秘性は保つよう手当てをしている。 → 法人関係情報ではない場合の社内外の情報管理について、具体的に教えていただきたい。(事務局) → 投資家に伝達する際には、例えばメール文に「口外しないこと」と記す等している。必ずしも守秘義務契約としてサインをいただくものではない。社内での伝達については、不必要な者には伝達しないという大原則があり、また、投資銀行部門はパブリックサイドとは情報遮断をしている。これらは情
--	--

	報管理の話であり、法人関係情報に該当するかどうかとは別である。仮に法人関係情報に該当することになれば、解除の問題もあるし、投資家も困ることとなる。 → 法人関係情報は、投資家のルールではなく、まさに金商業者の情報管理に関するルールではないか。(事務局) → 意見照会結果を見ると、法人関係情報ではない情報としての管理には各社でばらつきがあると考ええる。ハイブリッド証券に限らず社債の発行情報全般について、海外規制との平仄を考え、法人関係情報より広い範囲を MNPI として管理しているという社があった。こうした社は、これら MNPI について、法人関係情報として耐えられるレベルの管理を行っているそうである。一方で、一定の情報管理を行ってはいらぬものの、法人関係情報の管理に比して一部の手続きを簡素化する又は実施しないという社もあれば、ハイブリッド証券という観点からはまったく法人関係情報と考えていないという社もあった。このような状況を踏まえれば、目線合わせとして適切なのは、社内規程モデルに追加することではないかと考えた次第である。なお、解除については、重要事実ではない法人関係情報は、必ずしも重要事実における「公表」を要件とすることまでは求められないのではないかと考える。(事務局) ・ 日証協として、本件について周知したいとの意向は承知している。一方で、現時点では、マーケットに大きな問題は生じていない認識である。よって、法人関係情報に該当するかどうかを議論することに意味はないと考える。あくまで注意喚起をするのであれば、今回提示された資料における「作成上の留意点」として記載すればよい。 → 賛成である。法人関係情報に該当することになれば、社内の手続き等で相当の負担が生じることとなる。法人関係情報に該当しない場合でも、何らかの情報管理が必要であると理解したので、各社においてその点が周知されれば充分であると考ええる。 ・ 本件について事前に当局に感触を伺ったところ、「法人関係情報に該当しうる。」という回答を得ている。また、各社で適切に判断し管理しているということだったので、何が法人関係情報に該当するのか、あるいは該当しないのかを具体的にお示しいただきたいと思い意見照会を実施した。その結果を踏まえたものが今回の資料案である。現時点において十分な管理がされているということが分かれば周知する必要はないのかもしれないが、意見照会結果を踏まえると、事務局として危機感を持っており、このように提案しているということをご理解いただきたい。(事務局) ・ 法人関係情報にすることでどのような効果を見込んでいるのか。法人関係情報は金商業者の規制であるため、当該法人関係情報が重要事実には該当しない限り、投資家は売買が可能であるが、証券会社は法人関係情報を用いた自己売買はで
--	---

きない。また、守秘義務契約の締結によって相手方に制限を課すかどうか等から推測するに、事務局の考える法人関係情報と、各社が現場で考える法人関係情報がすれ違っているのではないかと思う。また、法人関係情報の管理の解除について、重要事実の「公表」と同じであるとの学説もあると承知している。

→ 法人関係情報については、以前よりインサイダー取引規制の一環というところえ方があったと思うが、昨今のアナリストに係る行政処分等を勘案すると、必ずしもインサイダー取引規制の枠組みのみで考えるべきものとは限らないのではないか。（事務局）

・法人関係情報として整理した場合の影響については、改めて整理してほしい。投資家から「これは法人関係情報に該当するのか」と聞かれることはあるし、法人関係情報であれば売買を停止する投資家も存在する。また、法人関係情報に該当するということであれば、債券であっても、守秘義務契約を締結したとしても、国内でのプレ・ヒアリングが制限されてしまうのではないかということに危惧している。

→ 前回会合において、法人関係情報になりうることは合意できていると認識しており、また、当局も「法人関係情報になりうる」としている中で、法人関係情報に該当しうるかどうかという点まで議論を巻き戻したいということか。（事務局）

→ 事務局案では、「資本性の認定を目的として」いることを管理対象の要件としているが、その背景は、資金調達に際し発行体が株価を維持することを目的としているのではないか、ということである。仮にそうであるならば、投資判断に影響を及ぼさないと言い切れるのかは疑問である。法人関係情報と同様の管理をしていることや、手続きが煩雑であることをもって法人関係情報に該当しないという考え方は、法人関係情報の定義上、理解しがたい。（事務局）

・ハイブリッド証券の資本性は、民間の会社である格付機関のルールによって決まる。また、当該ルールは今後変わりうるものであるし、格付レポートは「投資判断を提供するものではない」旨が記載されている。個別の発行体が、個別の格付会社のルールを踏まえてハイブリッド証券を発行しているのであり、マーケットにおける一つのツールである格付情報を、一律に法人関係情報にかかるとして取り込むことの問題について議論がなされていない。

→ 民間の会社であるかどうかにかかわらず、投資判断に影響を与えるかどうかによって、法人関係情報の該当性を判断すべきものであると認識している。（事務局）

→ ハイブリッド証券に係る格付手法の変更や、個別の格付の変更・取り下げ等、日本証券業協会のコントロールの外で、本件に係るルールが今後変更されることが納得できない。

→ 今回議論をしているのは、発行に係る情報を入手してから公表（格付けレ

	ポートの公表を含む) されるまでの間に、どのように管理するかという点である。(事務局) → あくまで社内規程モデル別表の議論をしていることについて、改めてご認識いただきたい。法人関係情報というものの具体的な内容が見えにくい中で、過去、協会からの要望を受け、重要事実と適時開示の項目を列挙し、必要に応じ取捨選択することで、別表としてお示しした経緯がある。「適時開示の項目ではないから別表に追加する必要はない」というご意見は、別表の意義を失わせるものであり、事務局として責任を放棄することになってしまうと思っている。(事務局) 2. その他 特になし。 以上
5. その他	【平成 29 年 6 月 追記】 「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、本会合後に意見照会を実施し、調整を行った結果、ハイブリッド証券等の発行等に関する情報を社内規程モデル別表に追加することで合意した(平成 29 年 6 月に社内規程モデル別表の改正を実施)。意見照会結果は「追加資料」のとおりである。 ※ 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)