

「アーバンコーポレイション 転換社債契約等
を巡る事案に関する小委員会」報告書

平成21年2月2日

日本証券業協会
行動規範委員会

アーバンコーポレーション転換社債契約等を巡る事案に関する小委員会名簿

委員長 鳥海智絵（野村証券キャピタルマーケット部次長）

委員 石川高弘（モルガン・スタンレー証券法務部エグゼクティブ
ディレクター）

〃 磯川辰彦（新光証券キャピタルマーケット部副部長）

〃 沖宗浩和（東京証券取引所取引参加者部課長）

〃 杉原浩介（大和証券SMB Cコンプライアンス部部長）

〃 武井一浩（西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士）

〃 弥永真生（筑波大学大学院ビジネス科学研究科教授・企業科学専攻長）

以上 7名

（敬称略・五十音順）

**行動規範委員会「アーバンコーポレーション転換社債
契約等を巡る事案に関する小委員会」報告書
—結論の骨子—**

平成 21 年 2 月 2 日
日 本 証 券 業 協 会

- 1 本件事案に関するBNPパリバ証券会社東京支店（以下「当支店」という。）の一連の行動には著しい問題があったと考える。

本件は、資金繰り等の理由で資本市場からの資金調達を必要としている上場企業に対し、投資家の投資判断において重要度が高い情報（スワップ契約）を非開示とするよう当支店側（営業担当者）から働きかけ、スワップ契約の非開示が市場の透明性と公正性をいかに損なうかについての認識が欠如し、かつ、当支店の内部管理が十全に機能しなかったため、重要な情報が非開示とされた案件に関連する取引が実行され、当支店が収益を上げた事案である。

これは、公正・健全な資本市場が存在することによって初めて「市場の担い手」という社会的な役割を果たし得る証券会社が、自ら市場の透明性・公正性の確保に配慮することなく、資本市場及び本協会の協会員に対する信頼を著しく損なう行動であったといえる。

2. 当支店では、本件において、発行会社による適切な開示のあり方や適切な開示がなされない場合に案件に引き続き関与し進めることの是非について、投資家保護や市場の透明性・公正性確保の観点から、証券会社が本来行うべき検討を十分に行っていなかった。また、当支店における法人関係情報の取扱いや本件の社内決裁に至る過程（取引承認委員会の開催手続き）等をみると、内部管理態勢が十分に機能していなかったと考える。

3. 当支店には、自ら策定した倫理コードの趣旨に対する理解が欠け、法令・規則に明確に規定されていないことには積極的に対応しないというような意識があったと考えられ、これは、「形ばかりの実質を伴わないもの（仏つくって魂いれず）」

と評価されても致し方のない状況であったと考える。

本件は、当支店において、投資者保護や市場の透明性・公正性を確保するために制定されている法令・規則の趣旨を踏まえ、問題の所在を認識し、十分な検討のうえ判断するという自律的な対応がなされていれば、発生し得なかった事案であると考ええる。

当支店においては、倫理コードの実効性等が確保されるよう、根本的な意識改革と内部管理態勢の見直しが必要不可欠である。

4. 本件は、資本市場及び本協会の協会員に対する信頼を著しく失墜させた事案であり、当支店に対する厳格な処分につき検討がなされるよう、行動規範委員会から自主規制部門に求めることが適当であると考ええる。

また、本件事案の発生を踏まえ、すべての協会員において倫理コードの趣旨が徹底されるよう、改めて行動規範委員会から協会員に対して周知を図ることが適当である。その際、本報告書により本件事案がなぜ一般投資家や市場の透明性・公正性を損なったかを示し、倫理コードに照らした対応・行動の重要性を喚起すべきであると考ええる。

5. プライマリー業務は、直接の顧客である発行会社のみならず幅広く市場全体に大きな影響を与え、行動の専門性や経験が必要な分野であり、自主規制規則のあり方については、引き続き、自主規制部門において検討が行われることを期待する。

以 上

アーバンコーポレイション転換社債契約等を巡る事案に関する小委員会報告書

1. はじめに

- (1) 本小委員会は、(株)アーバンコーポレイション（平成20年8月13日付で民事再生手続開始申立て。以下「アーバン社」という。）が平成20年7月11日に発行した2010年満期転換社債型新株予約権付社債（以下「本件転換社債」という。）を巡るBNPパリバ証券会社東京支店（以下「当支店」という。）の契約等行為（以下「本件事案」という。）のあり方に関し、事実関係の調査を行うとともに、法令・規則並びに倫理コードに照らした考え方に関する検討を行うため、平成20年10月、行動規範委員会の下部機関として設置された。
- (2) その後、同年11月11日、当支店が設置した「外部検討委員会」（委員長：松尾邦弘氏）において、「調査報告書」（以下「外部委員会報告書」という。）が公表され、同委員会として把握した事実関係が明らかにされるとともに、同11月28日、金融庁は当支店に対し、「不適切な業務運営を看過するなど、経営管理態勢・内部管理態勢に重大な欠陥があると認められる状況」を理由に、行政処分（業務改善命令）を行う等、本件事案については、別途、事実関係の解明や法令違反の認定等もなされているところである。
- (3) 本小委員会は、本件事案について、外部委員会報告書及び金融庁の当支店に対する行政処分における事実認定も参考にしつつ、当支店の代表者に対する書面調査及び内部管理統括責任者からのヒアリング等を行いながら、以下のとおり、考え方を取りまとめた。

2. 検討の視点

小委員会では、本件事案に係る検討を行うに当たり、本協会の会員である有価証券関連業を行う金融商品取引業者（以下「証券会社」という。）の社会的役割・責務等について、改めて次のとおり確認を行い、本小委員会での検討の視点とした。

(1) 証券会社の社会的役割

公正かつ健全で効率的な資本市場の存在は、国民経済の発展のために不可欠の存在であり、証券会社は、資本市場の参加者・担い手として、その業務を通じて、経済発展に寄与し、経済・社会に貢献するという公共的な役割を担っている。

証券会社は、このような社会的役割を果たすことによって収益を得て存立し得るものであり、証券会社自らが資本市場に対する信頼を失墜させるような行動を取ることは、

自身の存在意義を否定する行為である。

証券会社の行為は、程度は異なるものの、資本市場の公正性と健全性に重大な影響を与え、証券会社のレピュテーションは、資本市場のレピュテーションを構成する重要な要因であることにも留意する必要がある、その観点からも、証券会社の役職員には、プロフェッションに相応しい水準の職業倫理の保有が求められる。

(2) 協会倫理コード

上記のような証券会社の社会的役割を踏まえ、本協会では、平成 19 年 9 月、協会員が資本市場の担い手として、資本市場における仲介機能という責務を負託されていることを十分に認識するとともに、求められる専門性への対応及び役職員の倫理の保持に必要な措置を講じ、業務の執行の公正さに対する社会からの疑念又は不信を招く行為の防止を図り、協会員が担う社会的使命及び役割に係る自己規律の維持及び向上により、資本市場に対する信頼を確保することを目的として、「協会員における倫理コードの保有及び遵守に関する規則」を制定した。当該自主規制規則においては、協会員において、倫理コードの保有（第 2 条）及び倫理コードの実効性確保のため役職員に対する教育研修の実施等の必要な社内体制の整備（第 6 条）を義務付けている。

併せて、本協会では、協会員の役職員が業務を遂行する上での基本的な心構えとして、9 項目からなる「モデル倫理コード」を策定し、その中では、次のような項目を掲げている。

⑧ 資本市場における行為

法令や規則等に定めのないものであっても、社会通念や市場仲介者として求められるものに照らして疑義を生じる可能性のある行為については、自社の倫理コードと照らし、その是非について判断する。

⑨ 社会的使命の自覚と資本市場の健全性及び信頼性の維持、向上

資本市場に関する公正性及び健全性について正しく理解し、資本市場の健全な発展を妨げる行為をしない。また、資本市場の健全性維持を通して、果たすべき社会的使命を自覚して行動する。適正な情報開示を損なったり、公正な価格形成を歪めることにつながる行為に関与する等、協会員に対する信頼を失墜させ、あるいは資本市場の健全性を損ないかねない不適切な行為をしない。

3. 本件事案について

本小委員会では、事実関係の調査を進めるため当支店の代表者からの書面調査及び内部管理統括責任者へのヒアリング調査により、主として、

- ① 本件転換社債発行の案件提案・契約締結に際し、仲介者としての責務に照らして、どのような観点から検討を行うとともに、業務を行ったか（本件転換社債発行時における開示を巡る事実関係等）
- ② 本件転換社債発行に関する契約締結に際しての社内の承認プロセス
- ③ 法人関係情報の管理体制

等について事実関係の確認を行った。

4. 本件事案に対する小委員会としての考え方

本小委員会としては、事実関係の調査を行った結果、本件事案は、証券会社が担っている社会的役割に照らし、次のとおり著しい問題があったと考える。

(1) 倫理意識の欠如、社会通念や市場仲介者として求められる意識の欠如

当支店の倫理コードである「職員行動規範」においては、

- ・ 市場の透明性、公正性、及び健全性を尊重する。
- ・ 正確で客観的な情報を提供し、お客様の信用と信頼を獲得する。
- ・ 業務遂行上、市場の一層の発展と国際化への寄与を心がける。
- ・ プロフェSSIONナルとして、社会からあまねく信頼を得る。

等の規範が掲げているほか、コンプライアンスハンドブックの倫理基準において、「明示的な法令、規則が存在しない状況においても、従業員は高い倫理性をもって公正に業務を遂行しなければなりません」と定められている。

しかしながら、当支店においては、次に掲げる諸点から明らかなように、これらの規範及びその趣旨について、個々の従業員に徹底するとともに社内の意思決定プロセスに反映されていたとは考えられず、倫理コードの実効性が確保されていなかった。

- ① 本件転換社債発行時において、当支店資本市場ソリューション部（以下「CMS部」という。）の担当者は、BNPパリバグループ全体の利益確保を優先し、アーバン社に対して、本件転換社債の発行と密接不可分であり、かつ投資者の投資判断において重要度が高い内容のスワップ契約を非開示にするよう働きかけを行うというきわめて不適切な行動を取った。また、当支店経営層及び内部管理

部門においても、本件事案に関する開示上の問題意識を欠いていたため、CMS部担当者からの「開示は発行会社の責任で行うものであり発行会社が決定するものである」等の説明に対し異論を唱えることもなく、経緯の確認等更なる対応や検討がなされることはなかった。このように、当支店においては、発行会社による適切な開示とは何か、また適切な開示が行われない場合に、案件に引き続き関与し進めることが適切かどうか等、投資者保護や市場の透明性・公正性確保に資するという証券会社の役割に照らして、十分な検討が行われなかった。

また、本件転換社債にスワップ契約が付随するという本件事案を特徴付けるポイントについて、当支店内でも本件スキームが仮装払込みに該当するか否かという観点での協議はあったが、この点についても、当支店の内部管理部門において、本件は法形式上発行されるのは社債券であるから問題ないと意見するにとどまり、発行代わり金を一旦スワップにより支払う点について開示すべきではないかという本質的な論点についての認識が欠如しており、問題が提起されていない状況であった。

その結果、アーバン社の資金調達に関する情報が、投資家の投資判断において重要度が高いものであったにもかかわらず、スワップ契約についての説明がなされず、あたかも転換社債の発行のみがなされるかのごとき開示がなされたことで、本件転換社債の発行額すべてがアーバン社において既存債務の返済に充てられたという誤解を招き、投資家及び市場に大きな影響を与えることとなった。

こうしたスワップ契約の開示の必要性・重要性に関する検討と意識の欠如は、他にも様々な点で株主の利益を損なう事態を招いたものと考えられる。例えば、アーバン社の株主という立場からすると、一つには本件転換社債をスワップ契約と一体としてみた場合の有利発行性という論点があり得るが、スワップ契約に係る開示がなされていない状況下では、そのような論点に関する疑問が生じる余地もなかったことになる。なお、本件転換社債が有利発行に当たるか否かにつき検討したかという小委員会からの質問に対し、当支店からの「アーバン社として有利発行に当たらないと判断している旨を当支店からアーバン社に確認している」との回答があった。この点でも、本事案を手掛ける証券会社として、有利発行に関する論点・リスクを認識した上で検討し、発行会社と十分な協議を行っていないことが見受けられる。

- ② 当支店では、本件転換社債の取扱いの検討過程において、一部、本協会の「会員におけるMSCB等の取扱いに関する規則」や「有価証券の引受け等に関する規則」の趣旨を反映した対応も取られているが、規則の対象となる「商品」や「行

為」でないとして部分的な対応にとどまり、開示の要請や新株予約権の行使制限に係る規定といった投資家や市場の公正性のために証券会社として意識すべき本質的な部分において、これら規則の趣旨を意識した検討・運用がなされたとはいえない。このような不十分な検討の結果として、本件のような大きな問題が発生したものと考えられる。

以上のように、本件は、証券会社としての責務を十分自覚せず、直接の顧客であるアーバン社及びBNPパリバグループのみを意識し、市場や投資家に対する意識が大幅に欠如していた事案といえる。

法令や規則は、制度維持のための必要最低限のルールであり、資本市場のいわば「ゲートキーパー」ともいえるべき証券会社の役割・責務に照らせば、法令や規則上明示的に定められていない点についても、行動規範に照らして、高い倫理観と経験等を持って対処すべきである。その意味で、当支店のこれらの行動は不適切であったといえる。

なお、資金繰り等の理由で資本市場からの資金調達を必要不可欠とし、証券会社に資金調達の提案を求める顧客（発行会社）にとって、証券会社の意見が、時として非常に強く受け止められる可能性があることに、当支店は留意していなかったと考える。

(2) 内部管理態勢面の欠如

当支店においては、非定型的な取引の承認を行う際には「取引承認委員会」が開催される。同委員会は、通常、最低 48 時間前に参加者に資料が配布され、開催までに議論された事項に関するコメントを加えたメモが配布される旨が運用上の規則として定められている。しかしながら、本件事案の承認については、CMS 部からの要請により、未明にメールで招集された会議が、当日の早朝に開催されるという同社においてもきわめて例外的な運営のなかで検討・決定がなされ、上記(1)で指摘したような論点について、問題提起がなされず、具体的な検討や協議が行われなかった。

営業部門において潜在的な問題となるべき論点に関する情報が、同委員会や経営層及び内部管理部门において共有されていないために、社内における牽制機能・内部管理態勢が十分に機能していなかったことも、今回、本件事案のような行為が実行に移された大きな要因になったものと考えられる。

また、当支店内部管理部门においては、本件転換社債にスワップ契約が付随することにより、アーバン社は公表の対象となった 300 億円の資金調達が現実にも可能となるわけでないという情報が「法人関係情報」に該当する可能性があるという認識や検討が欠如していた。その結果、当支店に対する行政処分においても、金融商品取引法第 38 条（禁止行為）第 6 号に基づく金融商品取引業等に関する内閣府令第 117 条第 1 項

第16号に規定する「法人関係情報に基づいて、自己の計算において当該法人関係情報に係る有価証券の売買その他の取引等をする行為」と認定されている。

本小委員会は本件事案においてインサイダー取引が行われたことを認定する立場にないが、当支店の外部委員会報告書においても、「インサイダー取引に該当する可能性は否定できない」と述べられる等の疑義・論点が喚起されている結果となっていることを踏まえれば、この点に関しても、「法人関係情報」への該当性に係る認識や検討不足と同根で、社内での十分な検討や内部管理態勢が欠如していた結果であったとも考えられる。

5. 本件事案に関する行動規範委員会としての対応案について

本小委員会としては、本件事案を踏まえ、行動規範委員会において、次のような対応がなされることにつき検討が行われることを求めたい。

(1) 本協会による定款の規定に基づく処分の検討について

本協会による協会員に対する処分は、自主規制部門（規律委員会及び自主規制会議）において審議・決定される事項であるが、本件事案が、上記のとおり、投資者保護上大いに問題があり、資本市場及び本協会の協会員に対する信頼を著しく失墜させた事案であったことも要素として、当支店に対する厳格な処分及び再発防止策策定の勧告を行うことにつき検討がなされるよう、行動規範委員会から自主規制部門に求めることが適当であると考ええる。

(2) 倫理コードの実効性の確保に向けた取り組み

当支店における上記の問題は、当支店において、「法令・規則に明確に規定されていないことには積極的には対応しない」という意識があったことも大きな要因の一つであると考ええる。これは、資本市場の透明性と公正性を確保するために自ら策定したはずの倫理コードの趣旨に対する理解が欠けた行動であり、プロフェッションに相応しい水準の職業倫理が大きく欠如していたと考えられる。

倫理コードを策定・保有し、社内研修等は実施していたとしても、役職員一人ひとりが、その遵守の必要性を真に「自身」のこととして実感できなければ、「形ばかりの実質を伴わないもの（仏つくって魂いれず）」となり、実際の業務の各場面において適用することは困難である。当支店に対しては、倫理コードの実効性が確保されるよう、根本的な意識改革と内部管理態勢の見直しを行うよう、行動規範委員会から求めることが適当である。

また、本件事案を踏まえ、他の協会員においても、倫理コードの実効性を確保する

ため、継続的に自己点検がなされることが望まれる。本協会においては、外務員資格試験や外務員資格更新研修の内容に倫理に関する項目を組み込む等の対応が行われ、各協会員において倫理意識の向上に向けた取り組みがなされるよう協会員への通知や研修が行われているが、本小委員会報告書を公表し、改めて、行動規範委員会名で、市場仲介者としての社会的役割に照らした本件事案の問題点を示し、協会員における倫理コードの実効性の確保が徹底されるよう、協会員に通知すべきであるとする。

なお、本協会が主催する研修等様々な場面においても、適宜、継続的に周知がなされることが適当である。

(3) 関係自主規制規則に関する検討について

上述のとおり、本件は、投資者保護や市場の透明性・公正性を確保することが協会の重要な責務であるという点についての理解が不足し、また、内部管理態勢面が欠如していた事案であると考えられるが、また同時に、本協会の「有価証券の引受け等に関する規則」や「会員におけるMSCB等の取扱いに関する規則」の趣旨に基づく検討・協議が不足しており、投資者保護、市場の透明性・公正性を確保するために制定されたこれらの規則の趣旨に基づく対応がなされなかった事案であるといえる。

将来発生する事案を予めすべて予見して、法令や規則等で手当てしておくことはもとより困難であるが、証券会社においては、法令や規則にそのような制度的又は性質的な限界があることについての基本的な認識を持った上で、法令や規則に具体的に定めがないとしても、本件のような事案については、一義的には、法令や規則の制定趣旨を踏まえ、関係者がそれぞれの行動規範あるいは証券会社としての責務に照らして問題の所在を認識し、十分な検討の上判断し、対応すべきであるとする。

本件は、まさにその点に関する認識や検討が不足していた事案であり、自律的な対応がなされていれば、発生し得なかった事案であると考えられる。

また、本協会は、自主規制機関として、協会の行う有価証券の売買その他の取引等を公正かつ円滑ならしめ、金融商品取引業の健全な発展を図り、もって投資者の保護に資するという役割を担っているが、投資者保護等の目的に照らし、適宜、自主規制規則の見直しやガイドラインの発出を行うことも必要であるとする。その観点において、プライマリー業務は、直接の顧客である発行会社等のみならず幅広く市場全体に大きな影響を与える分野であり、高度の専門性や経験が必要であることから、規則等のあり方について、引き続き、自主規制部門において検討が行われることが望まれる。

以 上