

公開買付けに係る実務とインサイダー取引のリスク

証券取引等監視委員会 事務局総務課課長補佐 田中賢次
証券取引等監視委員会 事務局市場分析審査課課長補佐 辻畑泰伸

証券取引等監視委員会（以下「監視委」という）は、米国を震源地とするいわゆるサブプライム・ローンに端を発する金融危機がもたらした世界的な市場の混乱や環境の変化の中、我が国における証券市場での不正取引のリスクは高くなっていると認識している。事実、近年の企業経営を取り巻く環境を反映して、企業再編に関連する公開買付け（以下「TOB」という）の件数が増加し、それに伴いTOB取引に関連したインサイダー取引の摘発件数も増加している。

監視委では従前から不正取引に対しては厳正に対処しているところであるが、今後はインサイダー取引の未然防止も重要な課題であるとの認識のもと、監視委内にプロジェクト・チームを設置し、①TOB取引実務の理解、②TOB取引に係るインサイダー取引のリスクの所在の特定、③対応策の検討という観点からTOB取引に関連する関係者に対して、平成22年1月以降、精力的にヒアリングを行った。

本稿では、今般のヒアリングにおける貴重な意見を踏まえ、TOB取引の実務および不正取引のリスクへの対応についての主な論点を紹介することとしたい。なお、本稿中の意見にわたる部分については、私見であることをあらかじめお断りしておく。

1 監視委の問題意識

冒頭で述べたように、TOB取引に関連したインサイダー取引の摘発件数はここ数年増加している（【図表1】参照）。この背景としては、近年の経済環境を反映して企業再編に関連するTOB取引の件数が増加していること¹、TOB取引の対象者の株式には通常プレミアムが付くため、TOB取引の公表前に

当該株式を取得することにより確実に利得を得ることができること、TOB取引に関与する関係者が他の重要事実と比べて多数に上ること、さらにTOB取引のスキームが組成され公表に至るまでの期間が比較的長いことなどが主な要因であると考えられる。

監視委では、従前から市場の公正を汚す行為に対しては厳正に対処しており、今後とも、TOB取引を重要事実とするインサイダー取引を含めた不正取引について、告発や課

1 我が国におけるTOB取引の件数は、平成17年に50件であったものが、平成20年に78件、平成21年には79件に増加している。

【図表1】 TOBを重要事実とするインサイダー取引の処分件数の推移（事務年度ベース）

(件)

区分	事務年度				
	H17 H17/7-H18/6	H18 H18/7-H19/6	H19 H19/7-H20/6	H20 H20/7-H21/6	H21 H21/7-H22/3
課徴金納付命令勧告 《インサイダー取引》	9	9	21	18	29
（うちTOB関係）	(0)	(0)	(3)	(6)	(9)
告発 《インサイダー取引》	5	9	2	7	5
（うちTOB関係）	(0)	(0)	(2)	(0)	(2)
合計 《インサイダー取引》	14	18	23	25	34
（うちTOB関係）	(0)	(0)	(5)	(6)	(11)

(注) 上記件数のTOB関係は、TOBに準ずる行為を除く
【参考】 TOBに準ずる行為～課徴金納付命令勧告：1件（H20）、告発：1件（H17）

徴金勧告等により厳しく対応していくことは当然のことであるが、インサイダー取引を発生させない未然防止の観点も非常に重要な課題であると認識している。

上記の認識から、TOB取引実務を理解した上で、TOB取引に関連するインサイダー取引のリスクの所在を特定し、さらに、特定したリスクの軽減策を含むTOB取引に関連するインサイダー取引の未然防止策を検討するため、監視委内に各課横断的なプロジェクト・チームを設置し、平成22年1月以降、TOB取引に関連する当事者であるファイナンシャル・アドバイザー（以下「FA」という）を受託する証券会社・投資銀行、法律事務所、監査法人、税理士法人、金融機関、印刷会社等に対し、合計26回にわたり、TOB取引の実務についてヒアリングを行った²。

なお、TOB取引に関連したインサイダー取引については、英国の金融監督当局である金融サービス機構（以下「英国FSA」という）においても懸念を抱いており、英国FSAが発行する「Market Watch 21号（2007

年7月発行）」「Market Watch 27号（2008年6月発行）」において、TOB取引関連の情報の不正利用によるインサイダー取引防止について採り上げている。Market Watch 27号では、情報の不正利用防止のための6項目の原則を盛り込んだ「内部情報の取り扱いに関するグッドプラクティスの原則(Principles of good practice for the handling of inside information)」を公表している³。

2 TOB取引実務

我が国におけるTOB取引については、いわゆる「ライブドア事件」を受けて、TOB制度の見直しが行われ、金融商品取引法上の制度整備が進んでいる。一方、経済のグローバル化の進展との関係でTOB取引を見た場合、国内外の市場競争力強化を目的とするM&Aがますます増加しており、TOB取引は経営戦略の一環として定着している。

これらの経済状況を踏まえ、TOB取引に関連する不正取引、とりわけインサイダー

2 監視委におけるこのような取組みはこれまで、「CDS取引に関する実態把握」「CDS取引に関するリスク管理」について関係当事者に対してヒアリングを行い、結果をとりまとめ公表してきたところであるが、非規制業種を含め広く関係当事者を対象としたのは今回が初である。

3 http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter21.pdf
http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter27.pdf

取引が増加傾向にあることから、監視委では、TOB取引実務について、TOB取引プロセスにおけるインサイダー取引のリスクの所在を認識するという観点から検証を行うこととした。検証を行う上で、我々は、TOB取引の準備段階から公表に至る過程での各関係者間における、インサイダー取引を行おうとする者にとって有用な情報（以下「主要情報」という）の広がりについてとくに着目した。ここでいう主要情報として我々が注目したのは、①買付者名、②対象者名、③TOB取引の事実、④TOB取引の実施時期の4つの情報であり、これらの情報はインサイダー取引を行おうとする者にとってきわめて重要な情報であると考えられる。TOB取引を含む企業再編に関する情報の広がりを考える上で、これらの主要情報が、どのような市場関係者に、いつのタイミングで広がっていくのかについてまとめたものが【図表2】である。なお、【図表2】は典型的な事務プロセスについてまとめたものであり、すべてのTOB取引プロセスを網羅したものではない。

次の3では【図表2】に基づき、TOB取引の典型的な事務プロセスについて、時間軸に沿った形で、簡単に考察することとする。

3 TOB取引における関係者間の情報の広がり

TOB取引には、その関与者として、買付者・対象者といった取引当事者がその中心にいることは言うまでもないが、専門的知識や膨大な作業の必要性などにより、各取引当事者の周辺に、各種サービスを提供する多くの関係者が存在する。したがって、TOB取引に関する情報は、案件の検討に入ってからTOB取引が実施されるまでの期間にわたり、多数の関係者に広がっていくこととなる。関係者間の情報の広がりについて理解を深めるため、主要情報が各当事者間にどのタイミングで広がっていくかに焦点を当て、各段階の業務内容についてポイントを記載する。

(1) M&A取引に共通のプロセス（TOB取引実施の約1～3カ月前）

TOB取引実施の約1～3カ月前における共通プロセスは以下のとおりである。

① 取引方針の検討、対象者へのアプローチ

TOB取引プロセスの初期段階として、買付者が対象者にアプローチし、取引方針等の検討を行う。この段階では、スキームがTOBに決定されていない場合、TOB取引に特化した情報ではなく、M&A取引全般に関する情報のやりとりが行われる。主要情報という観点では「買付者名」「対象者名」が明らかにされる。

② スケジュールおよびスキームの決定

TOB取引の実施を前提とした企業再編のスキームを決定する。この段階以降、スキーム全体に関与するFAが、案件の中心的な役割を果たすこととなる。TOB取引では、一般に法律的な観点からの助言が必要となるケースが多く、弁護士もこの段階から関与することも多い。この段階で、主要情報に「TOB取引の事実」が付け加わる。

③ プロジェクト・チームの組成等、キックオフミーティングの実施・対応

スキームの決定後、必要な関係者を特定しプロジェクト・チームが結成され、キックオフミーティングが開催される。通常、買付者またはFAの紹介により会計士、税理士等の専門家が招集される。

④ 各デューデリジェンスの実施・対応等

買付者による対象者に対するデューデリジェンス（以下「DD」という）が行われることが多い。DDは法務、財務、税務面が中心となるが、案件により人事、環境、IT等のDDも各専門家により実施される場合がある。この段階では、おおよそ「TOB取引の実施時期」が判明していることが多い。

【図表2】関与者・情報内容・時間軸の観点による、TOB公表前までの情報の広がり

時間軸	公開買付開始前プロセス							
	M&A取引に共通のプロセス（公表日前1～3カ月）				TOB取引固有のプロセス（公表日前1カ月）			
	取引方針の検討 対象者へのア プローチ	スケジュールお よびスキームの 決定	プロジェクト・ チームの組成 等、キックオ フ、ミーティ ングの実施	各デューデリ ジェンスの実 施・対応	法定書類・通 知書類作成等	TOB価格の検討	関係相手先との 交渉等	
関与者	A (注1)	A+B	A+B	A+B+C	A+B+C	A+B+C	A+B+C	
買付者側	公開買付者							
	FA (FA業務)	買付者→	スキーム検討 全体プロセス管 理	関係者の紹介、 関係者間の仲介	DD支援		価格算定業務	交渉支援
	FA (公開買付代理業務)				買付者、FA、 PE→	書類作成		
	弁護士 (法律事務所)	買付者、FA→	スキーム検討	関係者間の仲 介	法務DD実施	書類作成・レ ビュー		交渉支援
	会計士 (監査法人)	買付者、FA→	スキーム検討		財務DD等実施	書類作成支援	価格算定業務	
	税理士 (税理士法人)	買付者、FA、 監査法人→	スキーム検討		税務DD実施			
	金融機関	買付者→				融資証明書、 預金証明書発行		
	印刷会社				買付者→	提出データ、 印刷物作成等		
	プライベート・ エクイティ 対象者	買付者→	スキーム検討		DD実施			条件等の調整・ 交渉
	FA	対象者→	全体プロセス管 理	関係者間の仲介			価格算定業務	交渉支援
対象者側	弁護士 (法律事務所)	対象者、FA→			DD対応	書類作成・レ ビュー		交渉支援
	印刷会社				対象者→	提出データ 印刷物作成等		
	大株主	買付者、FA、 対象者→						
	株主側弁護士	大株主→						応募契約に係る アドバイス、交 渉
その他の情報伝達先	株主側税理士	大株主→						
	メインバンク	買付者、対象者 →						
	取引所						買付者、対象者 →	
	特別関係者						買付者、FA→	
	官公庁						買付者、FA、 対象者→	
取引先						買付者、FA→		

注1. 表のA、B、Cは各段階で知り得る情報の内容を示す。A=対象者（買付者）の名前、B=TOBの事実、C=TOBの時期
注2. □は、ケースにより関与することを示す。
注3. →は、情報の入手元を示す。

①から④までのプロセスは主に買付者側から見た場合であるが、対象者側も同様にFA、弁護士、会計士等の関与が見られる。ただし、概ね対象者側では買付者側に比べ、各当事者の作業量は少ない。

以上がTOB取引実施の約1～3カ月前の

各段階における業務内容であり、インサイダー取引との関係で我々がとくに注視している4つの主要情報については、複数の当事者間に広がっている。

(2) TOB取引固有のプロセス (TOB取引実施の約1カ月前)

TOB取引実施の約1カ月前になるとTOB取引のスキームは具体的に固まっており、当該主要情報は買付者側および対象者側関係者のほか、大株主、官公庁、取引所等、その他の情報伝達先に伝わることになる。

⑤ 法定書類・適時開示書類の作成等

公開買付代理人業務が開始される。日系の証券会社では、買付者側FAが公開買付代理人を兼ねることが一般的であることから、主要情報の広がり観点からは、FA内での情報の広がり注視する必要がある。買付資金としてファイナンスが必要な場合は、銀行はこの段階よりも早い段階から関与し、さらに内部では複数の部門が関与することから、FAと同様、金融機関内における主要情報の広がりにも留意する必要がある。印刷会社におけるTOB取引公表に向けた作業が開始されるのもこの時期である。

⑥ TOB価格の検討

買付者、買付者側FAを中心に、TOB価格の算定を行う。通常、TOB取引ではTOB価格はきわめて重要な情報であるが、インサイダー取引のリスクという観点から見た場合、既述の主要情報よりは低位に位置付けられる。

⑦ 関係相手先との交渉等

株主、取引先、特別関係者との交渉を行う。応募契約を締結するような案件の成否に関わる大株主が存在する場合は、この段階よりも早い段階から関与することもある。また、この段階において官公庁および取引所に対する事前相談が実施される。

TOB取引における関係者間の情報の広がりについて、上記①～⑦のように時系列で見えた場合、**【図表2】**より次の2点を特徴的に読み取ることができる。

- FAがTOB取引の中心的な存在として、取引の初期段階から関与する。
- 多数の関係者が同時並行に、あるいは段階的に関与することから、主要情報は多数の関係者に広がりを持つこととなる。

以上、監視委の観点からTOB取引実務を検証することにより、各関係者間での情報の広がりについて考察した。次に、TOB取引実務を踏まえ、各関係者内部、関係者間で情報提供を行う際に生ずるインサイダー取引のリスクを検討することとする。

4 インサイダー取引のリスクの所在

各関係者のインサイダー取引のリスク（関係者内部の役職員がインサイダー取引を行う場合だけでなく、当該役職員が第三者に情報漏えいを行う場合も含む）は、各関係者のTOB取引への関与の度合い（作業量・関与タイミング・関与者数・関与頻度・受領情報の内容等）を考慮した関係者固有のリスクから、各関係者のインサイダー取引への対応状況（情報管理態勢・投資ルール・法令・業界等による規制・関係者の属性等）を考慮したリスク・コントロール分を引くことで、その把握を行った。

(1) 買付者側関係者

a 買付者

買付者は、TOB取引の当事者自身であり、DD、公開買付届出書等の作成、価格算定等の多くの作業に直接・間接に関与し、第三者（株主・取引先等）に情報提供する場合も買付者を起点に行われることが多いことから、買付者の固有のリスクは非常に高いものとなっている。

また、買付者はFAや専門家等とは異なり、TOB取引を過去に行った経験は乏しいことが多く、その情報管理態勢・投資ルールも様々であることから、買付者のリスク・コ

ントロールは各社で差が大きく、一般的には必ずしも十分ではない。とくに、後述のFAによる注意喚起等の役割が十分に果たされていない場合は、かかるリスクはより高まることとなる。

したがって、買付者のインサイダー取引のリスクは相対的に高いものと考えられる。

b プライベート・エクイティ

プライベート・エクイティ（以下「PE」という）は、買付者の1つの形態であり、その関与度の高さから固有のリスクは高いものとなっている。それに加え、PEは買付資金の一部を銀行からの融資によって賄うため、銀行が関係者として登場してくるが、銀行は社内関与者数が多いことなどから、PEの周辺関係者の固有のリスクも高くなりやすい。

一方で、PEは買付者と異なりM&A取引経験も多く、情報管理方法についての知識は一定程度持っている上、ヒアリング先のPEの情報管理態勢・投資ルールに関しては徐々にその強化が図られている。しかしながら、PEも様々な業者があり、業界内の統一ルールもない現状では、すべてのPEについて十分な情報管理態勢・投資ルールが構築されているかについては、依然疑義が残るところではある。とくに、M&Aアドバイザー業務を行うFAを雇わない場合、PEがFAの果たす注意喚起等の役割を担わなければ、PEの周辺関係者に対する注意喚起等の実行が不十分になるおそれもある。

したがって、PEのインサイダー取引のリスクは高いとまではいえないものの、相当程度存在するものと考えられ、とくに、PEがFAの注意喚起等の役割を十分に果たさない

場合、PEの周辺関係者のインサイダー取引リスクが懸念される。

c FA

FAは、前章で述べたとおり、買付者側関係者の中心的な役割を担っており、取引の初期段階から関与し、その作業量ゆえ関与者数も多いため、固有のリスクは高いものとなっている。とくに、公開買付代理人を併任する場合、TOB開始前のリテール統括部門への情報開示範囲が広い場合は、その固有のリスクは高まることとなる⁴。

一方、ヒアリング先のFAにおける社内情報管理態勢・投資ルールについては、各社で若干の差異はあるものの、大きな差異は見受けられず、ヒアリング先の各社の情報管理態勢のレベルは収斂されてきたと思われる。また、日本証券業協会においても「協会における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」を制定し、業界内の一定の管理態勢の統一化を行っているところである。ただし、FAは案件受任時に行うコンフリクト・チェック時点では、法人関係情報として登録するかどうかはケース・バイ・ケースとのことであり、必ずしも法人関係情報としての情報管理手順に乗るようなルールが明確化されているわけではない。

したがって、固有のリスクは高いと思われるものの、規制業種であること、それに対応したリスク・コントロールを実施していることから、FAのインサイダー取引リスクは高いとまではいえない。しかしながら、①リテール統括部門への情報開示内容が広い場合や、②コンフリクト・チェック時点で適切な管理がなされない場合は、そのインサイダー

4 FAは、投資銀行部門が中心となってFA業務を取り扱うところ、公開買付代理人も併任している場合は、TOB開始後の株主からの応募の受付に対応するために、TOB公表前から全国の支店を統括するリテール統括部門がその準備手続を行うこととなる。そのため、投資銀行部門はリテール統括部門に一定のTOB情報を伝えることとなるが、このリテール統括部門への情報伝達内容は各社で異なり、TOB公表前の段階では、TOBのおおよその規模（株主数や株主分布など）だけ伝え個別の買付者・対象者名は伝えず、リテール統括部門が全国の支店の株主からの応募受付態勢の規模を把握するというFAもあれば、TOB公表前の段階で既にリテール統括部門に個別の買付者・対象者名を伝えるFAもある。後者の場合は、より広い範囲の社員がTOB情報を知ることになることから、FA社内全体の固有のリスクは高まることとなる。

取引リスクは高まる可能性がある。

d 銀行

銀行は、①買付者に融資等を行う場合、当該ファイナンスを直接担当する部署のみならず、審査部・調査部、シンジケーション部、決裁ラインの幹部など相当多数の関係者が関与することとなり、また買付者との間で守秘義務契約を締結していない例もあることから、固有のリスクは相当程度存在すると考えている。一方で、②残高証明を発行するだけの場合は、非常に間接的な関与となり、③買付者等からメインバンク等の立場で任意に説明を受ける場合は、関与者数は基本的に少ないと考えられるものの、その情報管理が重要となる。

一方、ヒアリング先の各銀行における情報管理態勢については、各行で若干の差異はあるものの、大きな差異は見受けられず、比較的証券会社に近い管理態勢になってきているように見受けられ、また、投資ルールも昨今強化されてきている。ただし、ヒアリング先以外の銀行については明らかではない。

以上の点を考えると、銀行は、融資を実行する場合にとくに関与者数が多く、メインバンクとして情報受領する場合もあることや、守秘義務契約を締結していない例もあることを考慮すると、インサイダー取引のリスクは存在するといえる。

e 弁護士

弁護士は、買付者側関係者の中ではFAの次に早く登場することが多く、法務DD・公開買付届出書作成等その作業量も多く、固有のリスクは比較的高いものとなっている。ただし、弁護士は、弁護士法上の守秘義務が課せられており、その職種上、他の関係者と比して情報管理意識は基本的には高いものとなっていると思われる。また、情報管理態勢・投資ルールも比較的FAに近い管理態勢が敷かれており、一般的にはリスク・コントロールも高いレベルのものとなっているように見受けられる。したがって弁護士は、他の

関係者と比するとインサイダー取引のリスクは比較的低いと考える。

f 会計士・税理士

買付者側の会計士は、基本的にはDD・価格算定が中心であり、買付者側の税理士も、ストラクチャー検討・税務DDが中心で、必ずしも作業量が多いわけではない。一方で、会計士・税理士は公認会計士法・税理士法上の守秘義務が課せられており、その職種上、他の関係者と比して情報管理意識は基本的には高いものとなっていると思われる。また、買付者側の会計士・税理士は、4大監査法人を中心とする監査法人・税理士法人に属する会計士・税理士が中心であり、ヒアリングの限りでは、投資ルールについては若干の差異があるものの、その情報管理態勢は強化されてきている。したがって買付者側の会計士・税理士は、他の関係者と比するとインサイダー取引のリスクは比較的低いと考える。

g DD業者

DD業者（環境・人事・IT・ビジネスなど）は、TOB取引ではDDのみに関与し、また必ずしもすべてのTOB案件でこれらDDを実施するわけではなく、伝達する情報も取引スキームがTOBであるとの事実も伝えないこともあるとのことであり、DD業者の固有のリスクは比較的低いものとなっている。ただし、監査法人系以外のDD業者は特段の規制を受けず、業界ルールや法律上の守秘義務が存しないことが多く、情報管理態勢・投資ルールも各社様々であることから、リスク・コントロールは不十分である可能性がある。したがって、DD業者のインサイダー取引のリスクは否定できない。

h 印刷会社

印刷会社は開示書類のデータ作成や印刷準備等という間接的な業務を行い、その関与するタイミングも比較的遅いものの、短時間で作業を行う必要があることから24時間体制での対応となっており、関与者数は多くなりがちである。また、一部業務を外業者に業務

委託する印刷会社もあり、その固有のリスクは比較的高いものとなっている。

一方、印刷会社の情報管理態勢は、一定レベル以上のインサイダー情報については取扱部署を限定するなど強化されつつある。ただし、最近では改善されつつあるものの、買付者との間で守秘義務契約を締結しない例もあるとのことであり、リスク・コントロールも十分ではない可能性もある。

したがって、関与者数の多さ、外部委託の可能性、守秘義務契約の不締結等を考慮すると、インサイダー取引のリスクは依然存在していると考ええる。

i 取引先

買付者・対象者は、重要な取引先との関係を考慮し、TOBを行うことを当該取引先に任意に開示することがあるが、当該取引先への開示は限定されており、基本的にはTOBへの関与度は低い。ただし、取引先は買付者等と同様、様々なレベルの情報管理態勢・投資ルールの会社があり、リスク・コントロールは一般的には必ずしも十分ではないと考えられることから、取引先のインサイダー取引のリスクは一定程度存在するといえる。

(2) 対象者側関係者

a 対象者

対象者は、意見表明が作業の中心であり、買付者に比べるとその作業量は多くはないが、DD対応との関係では作業も発生し、とくに、DDインタビューを受ける対象者従業員は、必ずしもTOB取引を知らされていないこともあり、かかる従業員から情報が漏れるリスクが存在する。また、対象者側の第三者（取引先・メインバンク等）に情報提供する場合も対象者を起点に行われることが多く、株主への伝達を対象者が行う例もある。したがって、対象者の固有のリスクは非常に高いものとなっている。

一方、対象者は買付者と同様、TOB取引を頻繁に行っていることはまれであり、その

社内の情報管理態勢・投資ルールも各社で様々である。また、FAによる注意喚起等の役割が十分に果たされていない場合、リスクが高まることについても、買付者と同様である。

したがって、対象者のインサイダー取引のリスクは相対的に高いものと考ええる。

b FA（対象者側）

対象者側FAは、対象者の作業量は買付者に比べると少ないことを反映して、買付者側FAに比べれば作業量・関与者数は少なく、またとくに公開買付代理人業務も存在しないので、固有の情報漏えいリスクは買付者側FAに比べれば低い。しかし、あくまで対象者側関係者の中心的な役割を担っていることから、一定程度のリスクがあることは否定できない。

一方、対象者側FAの情報管理態勢・投資ルールは買付者側FAと同様の内容であり、情報管理態勢と投資ルールとの観点では、FAのリスク・コントロールは比較的高いものとなっている。また、FAが監査法人系のアドバイザー会社であった場合、基本的に監査法人と同様の情報管理態勢等を取っている。

したがって、対象者側FAのインサイダー取引リスクは高くはないものと考ええる。

c 弁護士（対象者側）

対象者側の弁護士は、基本的には対象者による意見表明への法的助言が中心であり、買付者側弁護士のような法務DD・公開買付届出書作成等の作業はないことから、固有のリスクは比較的低いものとなっている。一方、弁護士法上の守秘義務や情報管理態勢・投資ルールの点は買付者側弁護士と同様であり、他の関係者と比すると、インサイダー取引のリスクは比較的低いと考ええる。

(3) 株主側関係者・その他

a 株主

株主は、TOB取引の公表前段階では必ず

登場する当事者というわけではないものの、大株主と買付者との間で応募契約を締結する場合は、株主は契約交渉などで関与割合が多まり、とくに株主が大企業である場合などは、TOB取引の関与者数も増える。一方、応募契約を締結しないまでも、買付者が株主に事前にコンタクトを取る場合もあるが、かかる場合は、基本的には少数の者がTOB情報の伝達を受けるだけの立場であるため、固有のリスクは原則としては高くはないと考えられる。

次に、買付者・対象者と同様、株主の情報管理態勢・投資ルールも各社で様々であり、とくに、株主が創業家等の個人である場合は、その情報管理意識も差が大きいと考えられる。また、株主周辺で、個人税理士や独立系M&Aアドバイザー会社がFAに近い役割を果たしていることがあるが、規制業種ではないこと、TOB取引の経験が少ないこともあること、株主側は株価高騰を抑制するインセンティブが弱いこと等から、注意喚起等の役割を十分に果たしていないことも考えられる。

以上の点を考慮すると、株主のインサイダー取引のリスクは相対的に高いものと考えられ、とくにTOB取引の経験の少なさ、情報管理態勢・投資ルールの各社の温度差、FAの注意喚起等の役割が不十分であることがそのリスクを高める要因となっている。

b 個人税理士

個人税理士は前述のとおり、創業家等の大株主側でFAに近い役割を果たすことがあるが、必ずTOB取引に関与するとは限らない。しかしながら、個人税理士が関与した場合は、比較的TOB取引の早い段階から関与し、応募契約やTOB価格の交渉など幅広い業務を行うため、その場合は固有のリスクは比較的高いものとなっている。また、個人税理士は、税理士法上の守秘義務が課せられているものの、監査法人系の税理士法人とは異なり、個人税理士は情報管理態勢に関して個人

差が大きいと考えられる。したがって、個人税理士は、インサイダー取引のリスクが高いとまではいえないが、一定のリスクは存在する。

c 官公庁

TOB取引に関係する官公庁としては、監督官庁、公正取引委員会、財務局等であり、買付者・対象者からの相談が行われる場合は、多くの情報が伝達される可能性がある。ただし、作業量は他のTOB関係者に比べれば基本的に少なく、またすべての事例で官公庁が関与するというわけではないので、その固有のリスクは高いわけではない。一方、官公庁の情報管理態勢に関して、ヒアリングの過程で、過去においては、大部屋において相談を行うことや担当者の机に未公表の書類が置かれていたこともあったとの指摘があった。したがって、官公庁のインサイダー取引のリスクは高いわけではないが、上記管理態勢の指摘に関しては留意が必要である。

5 インサイダー取引を事前抑止するための対応策

TOBの実務プロセスにおけるインサイダー取引のリスクの所在が、各当事者との関連で認識されたことを踏まえ、当該リスクを軽減し、インサイダー取引を事前抑止するための対応策として、①FAの注意喚起等における役割、②情報伝達範囲・内容の限定、③情報管理態勢等の強化、④守秘義務契約締結の奨励、⑤経緯報告書の内容の充実を検討することが有益であると考えられる。

(1) FAの注意喚起等の役割

a リスクへの対応

買付者・対象者・株主は、前章で述べたとおり、インサイダー取引のリスクが高いが、かかるリスクを軽減するには、各当事者はTOB取引経験が乏しく、様々な当事者がいることから、各々が講ずる対応策では必ずしも十分ではない。そこで考えられる対応策

が、FAによる周辺関係者に対する注意喚起等の役割である。

TOB取引の初期段階から関与し、各関係者と広く接触する機会が多い証券会社系のFAは、従前より、インサイダー取引防止という観点からだけでなく、TOB取引自体の中止や株価高騰を防ぐという観点からも、関係者から情報漏えいがなされないよう一定の注意喚起等を行ってきている。かかるFAの役割は、TOB取引に係るインサイダー取引事前抑止の観点から有益かつ実効的であると考える⁵。

一方で、FAはあくまで買付者・対象者から委託を受けてその職務を行うものであり、各関係者に対する注意喚起も限界があろうし、またFAの本来的業務に当然含まれるものともいえない。したがって、FAおよびTOB取引実務に過度な負担とならないような対応策にする視点も必要である。

b 対応策の内容

以上の点にかんがみ、FAが従前より行っていた以下の方策については、今後も実施していくことが、インサイダー取引未然防止の観点から有効である。

① 注意喚起

関係者に対し、情報管理の重要性およびその具体策について、関係者のTOB取引経験や情報管理意識等に応じた注意喚起を行う。その際には、当該関係者の社内関係者にも周知させるよう関係者に対して求めるとともに、情報を同僚・知人・親族等に不用意に漏らすことのないよう注意喚起も行うものとする。

② 情報伝達先の限定

FAとして情報伝達先をできる限り限定

するよう努める。例えば、FAとして関係者のパーティーズ・リストを作成し、リストに掲載されない関係者に情報が伝わらないようにする。また、買付者に対し、同様のパーティーズ・リストの作成等による情報管理を要請する。

③ 情報漏えい防止策

FAが社外の関係者と連絡するに際して、コード化した案件名・当事者名の利用、ファイル等にパスワードを付するといった、第三者にTOB情報が漏れないような方策を講ずる。また、買付者に対しても、同様の第三者への情報漏えい防止策を要請する。

以上に加え、従前より一部のFAが行っていた以下の方策に関しても、関係者のTOB取引経験や情報管理意識等を考慮し、必要に応じ実施することが有益であると考えられる。

④ 経緯報告書作成の協力

依頼者に対し、後日証券取引所から経緯報告書⁶を徴収される可能性が高いことを伝え、情報伝達等に関する記録の作成・保管等を促す。経緯報告書作成が証券取引所から要請された際には、買付者・対象者の経緯報告書作成に可能な範囲で協力する。

⑤ 守秘義務契約の奨励

買付者・対象者が情報を提供する先の第三者との間で、守秘義務契約をできる限り締結するよう買付者・対象者にアドバイスする。

⑥ 個別の注意喚起

情報管理態勢・意識が十分ではないと考えられる関係者に個別に情報管理に関する注意喚起を行う。

5 英国のThe Takeover Codeにおいては、「アドバイザーは常に、協議の初期段階から、依頼者に対して秘密保持の重要性に関する注意喚起をしなくてはならない」(Rule 2.1の注書)、「ファイナンシャルアドバイザーは、合理的に可能な範囲で、依頼者とその取締役がコード上の責任を遵守するよう確保しなくてはならない」(Introduction 3 (f))と規定し、FAは、依頼者に対し情報管理の重要性を注意喚起し、可能な範囲で依頼者が適切な情報管理を行うよう確保する義務を負っている。

6 経緯報告書とは、証券取引所がインサイダー取引等の審査の過程で発行会社に作成を要請する書面で、重要事実を構成する取引の経緯や関与した関係者の一覧等を時系列で記載するものをいう。

⑦ 誓約書の徴収

買付者・対象者の内部で関与する職員から、必要に応じ情報管理に係る誓約書を会社に差し入れるよう買付者・対象者にアドバイスする。

⑧ 弁護士による注意喚起

買付者・対象者の役職員向けに弁護士にインサイダー取引規制等についての解説を行ってもらうようアレンジする。

⑨ DD実施方法

DD実施の過程で、TOB取引を知らされていない対象者従業員にTOB情報が伝わらないような工夫を行い、またその旨を関係者に要請する。

⑩ 株主・取引先・特別関係者への情報伝達

株主・取引先への情報伝達はできる限り限定した範囲で行うよう依頼者にアドバイスする。買付者の特別関係者の持株数調査の過程で、TOB情報が広範囲の者に伝わらないよう留意する。

なお、上記対応策に関しては、監査法人系アドバイザー会社やプライベート・エクイティがFAとしての役割を果たしている場合も、上記①～⑩の方策を実施することが、インサイダー取引未然防止の観点から有効である。

(2) 情報伝達範囲・内容の限定

a リスクへの対応

情報伝達に伴う情報漏えいリスクは、まず社内での情報伝達範囲は業種ごとによって差異があり、例えばFAのリテール部門への情報伝達、銀行の情報伝達範囲の広さがリスクとして認識されている。次に、第三者への情報伝達としては、案件や当事者ごとに温度差があり、例えば株主・取引先への情報伝達がリスクとして認識されている。これらリスクを軽減するには、情報伝達範囲および内容の限定が有効となる。

b 対応策の内容

ヒアリングでは、情報を伝達する範囲をできる限り限定するようにしている（「Need to know」の原則）と回答する関係者は多く、その必要性については一定の理解がなされている。TOB取引の準備には大量の作業が発生し、相応の数の関係者が関与せざるを得ないことは理解できるものの、一方で、その関与者が増加すればするだけ情報漏えいリスクは高まってゆく。したがって、今後も実務上可能な限りでTOB取引の関係者および各社内での情報伝達先の限定を行うことが、インサイダー取引未然防止の観点から有益であると考えている。

また、留意すべきは情報を伝達する者の「範囲」だけでなく、かかる情報「内容」の限定もある。社内関係者の中でもTOB取引に対する関与の度合いは様々であり、その関与が間接的な者に対しては、その職務に必要な範囲の情報のみを伝達するという点にも注意が必要であり、とくに2で述べた主要情報（①TOB取引の事実、②対象者名、③買付者名、④TOB開始時期）についてはとくに重要な情報として、相手の職務に必要な範囲の情報のみを伝達することに留意することが有益である。

なお、個別の関係者で、とくに具体的な対応が有効と考える関係者は以下のとおりである。

① FA

FAは、前章で述べたとおり、リテール統括部門への情報開示範囲について各社で差異が見られるところ、公開買付代理人実務を遂行する上で支障にならないのであれば、できる限り個別の買付者・対象者名は伝達しない取扱いとすることが、インサイダー取引未然防止の観点から有益である。

② 銀行

銀行はファイナンスを実行する場合、前章で述べたとおり多くの関係者が関与

するところ、与信リスク管理の観点から多数の部署・関係者が関与するのはやむを得ない面があるものの、できる限りの情報伝達範囲を限定することがインサイダー取引未然防止の観点から有益である。また、銀行は、メインバンクとしてTOB情報を受領する場合においても、情報管理を徹底することが有益である。

③ 株主・取引先

買付者・対象者による株主・取引先への接触は、TOB取引実務の観点から一定の必要性はあるものの、情報漏えい防止との関係では、その相手方の範囲はできる限り限定されていることが望ましく、仮に情報伝達が必要であっても、適切な情報管理がなされるよう相手方に求めることが有益である。

(3) 情報管理態勢等の強化

a リスクへの対応

各当事者におけるTOB関連情報の管理については、前章で述べたとおり、規制業種か否か、関係法令の要請、内部統制全般の有効性等を反映して、関係者ごとに差異があると認識しており、各々の現状に応じた情報管理態勢・投資ルールの強化が有益である。

b 対応策の内容

具体的には、以下の情報管理態勢の強化が、インサイダー取引未然防止の観点から有益である。

① 銀行

銀行内の情報共有の範囲は広く、与信管理の観点から情報伝達範囲の限定に限界があるのであれば、情報を伝達した上での情報管理態勢等の一層の充実が重要となってくる。

② 個人税理士

大株主側でFAに近い役割を果たす個人税理士は、その情報管理態勢につき各人で差異が大きいと考えられることから、その情報管理態勢強化が有益である。

③ 印刷会社

印刷会社は、印刷の過程で第三者の業者に一部業務委託している例があり、当該業務委託先の情報管理も徹底するようにすることが有益である。

④ DD業者

DD業者は、TOB取引への関与は限定されているが、監査法人系のDD業者でない場合はその情報管理レベルは様々であることから、その情報管理態勢の強化が有益である。

⑤ 官公庁

情報管理に留意しなければならないのは、官公庁もその例外ではなく、TOBを中心とする未公表のM&A案件などの相談に関しては、個室利用や文書管理を含む情報管理態勢への留意が有益である。

⑥ コンフリクト・チェック等

FA・銀行・各専門家は案件受任前のコンフリクト・チェック時から適切な情報管理がなされるよう各関係者は留意すべきであり、とくにFA・銀行は、法人関係情報として登録しない場合であっても、法人関係情報と同等の情報管理を行うことが有益である。

(4) 守秘義務契約の奨励

法律上守秘義務を負っている専門家以外の当事者のなかでは、銀行や印刷会社を買付者等との間で守秘義務契約を締結していない例が見受けられ、情報漏えいのリスクを高める要因となっており、かかるリスクを軽減する手段として、守秘義務契約の締結が考えられる。

当然ながら守秘義務契約締結の効果を過大視することはできず、契約を結んだだけでその遵守がなされなければ絵に描いた餅となる。しかしながら、守秘義務契約を締結したという事実は1つの抑止力になり得るものであり、その締結をできる限り推進することは関係者の情報管理に対する意識を高める上で

一定の効果を果たすであろう。したがって、TOB関係者、とくに銀行および印刷会社は、買付者との間で守秘義務契約を締結することがインサイダー取引未然予防の観点から有益であると考えられる。

(5) 経緯報告書の内容の充実

a リスクへの対応

関係者のうち社内の関与者数が多い者として、買付者・FA・銀行・印刷会社・対象者が挙げられ、かかる社内関与者を経緯報告書で的確に把握することは、当局がインサイダー取引の調査・審査を行う上で有益であり、インサイダー取引のリスクを抑止するために重要である。それに加え、対象者・買付者に経緯報告書の作成を求める環境が存在することは、経緯報告書作成に備えて対象者・買付者自身の自発的な情報管理態勢整備につながり、ひいてはインサイダー取引の未然予防という効果が期待される。したがって、経緯報告書の内容の充実は、TOB取引のインサイダー取引リスクを軽減させるために有益な手段となる。

b 対応策の内容

対象者と買付者の上場する証券取引所が異なる場合、対象者の経緯報告書のみしか証券取引所から入手できないこともあるが、買付者側の経緯報告書の重要性は高いことから、買付者・対象者の上場取引所が異なる場合であっても、できる限り両社の経緯報告書が得られるような体制づくりの検討が有効である。

また、現在の経緯報告書は、買付者・対象者が会議等で実際に直接接した関係者のみしか記載されていないことが多く、各関係者の会社内で案件に関与した者は記載されていないことが多いが、経緯報告書作成に際して、各関係者にその作成協力を求めることにより、かかる社内関与者の記載も可能になる

と考える。したがって、各関係者の社内関与者や株主・取引先等の関係者もできる限り記載することの検討が有益である。

6 今後の課題

監視委としては、本ヒアリングにおいて特定されたインサイダー取引のリスクを軽減するため、TOB取引に関係する当事者各々がそれぞれの立場で改善策を検討することが、インサイダー取引の未然防止、ひいては公正な証券市場の確立に向け市場規律強化の上できわめて重要なことであると考えている。

本ヒアリングにおいて明らかになった諸問題について、監視委内で認識を共有するとともに、金融庁関係各課に対しても、ワークショップ等様々な機会を利用して、問題提起を行いたい。また、5において提案した対応策を具体的に実現するためには、自主規制機関をはじめとする市場の公正性に重要な役割を持つ諸団体ほか、関係者各々による具体的な対応策を検討することが重要であると考えている。今後、監視委としても、インサイダー取引を発生させない未然防止の観点から、市場規律強化に向けた取組みとして、関係する市場参加者をサポートし、また連携を強化する必要があると考えている⁷。

(たなか けんじ/つじはた やすのぶ)

⁷ 監視委では、平成22年7月15日に市場参加者向けに、TOB取引実務とインサイダー取引のリスクに関するセミナーを開催した (<http://www.fsa.go.jp/sesc/torikumi/torikumi.htm>)。