

# 解説

## 公開買付けに係るインサイダー取引の リスクと未然抑止策

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「監視委員会」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公正取引のリスクは高くなっていると認識している。とりわけ、近年の経済環境を反映して、企業再編に関連する株式公開買付（以下「TOB」という。）の件数が増加し、それに伴いTOB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。

監視委員会では、従来から不公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抑止も重要な課題であるとの認識の下、監視委員会内にプロジェクトチームを設置し、①TOB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、公開買付けに係るインサイダー取引のリスク及びその未然抑止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 TOB取引実務

TOB取引実務では、当事者としての買付者、対象者のみならず、スキーム全体に関与するファイナンシャル・アドバイザーを受託する証券会社・投資銀行（以下「FA」という。）、専門的な見地からアドバイスする弁護士、公認会計士等の職業専門家、金融機関、印刷会社等、幅広い関係者が関わることとなる。インサイダー取引の観点からは、TOB取引の準備段階から公表に至る過程の中で、インサイダー取引の鍵となる①TOB取引の事実、②対象者名、③買付者名、④TOB実施の時期という主要情報が、これらの多様な当事者に、どのようなタイミングで広がっていくのかを認識することが重要である（次頁の図表1参照）。なお、図表1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。

### 2 インサイダー取引の リスクの所在

各関係者内部及び関係者間において情報が拡散する中で、各関係者におけるリスクの所在を特定することが、インサイダー取引を未然抑止する対応策を講じる上で肝要である。図表2は、インサイダー取引のリスクを測定するに当たり、各関係者のTOB実務への関与度から固有のリスクを把握し、各関係者が採用している情報管理態勢、投資ルール、規制上の制約・属性より各関係者のリスク軽減策を考慮した上で、残存する情報漏えいリスクを示したものである。

### 3 インサイダー取引を未然抑止するための対応策

前項において特定されたりリスクに関し、当該リスクを軽減し、インサイダー取引を未然抑止するための対応策として、①注意喚起等におけるFAの役割、②情報伝達範囲・内容の限定、③情報管理態勢の強化、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

##### (i) 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

図表1 【関与者・情報内容・時間軸の観点による、TOB公表日前までの情報の広がり】

関与者	公開買付開始前プロセス				TOB取引固有のプロセス (公表日前1か月)	
	M&A取引に共通のプロセス (公表日前1～3か月)	プロジェククト・チームの組成等、キッキングの実施	各デューデリジェンスの実施・対応	法定書類・適時開示書類作成等	TOB価格の検討	関係相手先との交渉等
公開買付者	取引方針の検討対象者へのアプローチ	スケジュール及びスキームの決定	プロジェククト・チームの組成等、キッキングの実施	A+B+C	A+B+C	A+B+C
FA (FA業務)	A (注1)	A+B	A+B	A+B+C	A+B+C	A+B+C
FA (公開買付代理人業務)	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 買付者、FA、PE→	価格算定業務	交渉支援
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	交渉支援
会計士 (監査法人)	買付者、FA→	スキーム検討		財務DD実施	書類作成・レビュー	
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	書類作成	
金融機関	買付者→					
印刷会社					融資証明書、預金証明書発行	
プライベート・エグゼクティブ				買付者→	提出データ、印刷物作成等	条件等の調整、交渉
対象者	買付者→	スキーム検討		DD実施		
FA (弁護士事務所)	対象者→	全体プロセス管理	関係者間の仲介	DD対応	価格算定業務	交渉支援
印刷会社	対象者、FA→				書類作成・レビュー	交渉支援
大株主	買付者、FA、対象者→			対象者→	提出データ、印刷物作成等	
株主側弁護士	大株主→					
株主側税理士	大株主→					
メインバンク	買付者、対象者→					
取引先						
特別関係者						
官公庁					買付者、対象者→	
取引所					買付者、FA→	
					買付者、FA、対象者→	
					買付者、FA、対象者→	
					買付者、FA→	
					買付者、FA→	
					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。

図表 2

		TOB実務への関与度	関係者の対応・属性	= 情報漏えいリスク
買付者側	買付者	・ 当事者であり、作業・関与者多い	・ TOB実務の経験乏しい ・ 情報管理態勢は各社ごとさまざま	相対的に高い
	PE	・ 当事者であり、金融機関とのつながり大きい	・ FAの役割を十分果たさない場合あり ・ TOB実務の経験豊富 ・ 情報管理態勢・投資ルールを強化中	高いとまではいえない
	FA	・ 中心的役割を果たし、作業・関与者多い ・ リテール統括部門に情報伝達するケースあり	・ コンフリクト・チェック時の法人関係情報登録はケースバイケース ・ 情報管理態勢・投資ルール強化、協会ルールあり、注意喚起等実施	高いとまではいえない
	銀行	・ 関与者多い、守秘義務契約不締結例あり ・ 間接的な関与の場合あり	・ 情報管理態勢・投資ルール強化	相対的に高くなる蓋然性あり
	弁護士	・ FAに続き早期に関与、作業・関与者多い	・ 情報管理に係る統一的基準なし ・ 法律上守秘義務あり、FA並の情報管理態勢	相対的に低い
	会計士	・ DD中心	・ 法律上守秘義務あり	相対的に低い
	税理士	・ DD中心	・ 法律上守秘義務あり	相対的に低い
	DD業者	・ TOBに係る主要情報を入手することもある ・ DDのみ	・ 資格不要、業界ルールなし、法律上守秘義務なし、情報管理態勢は各社ごとさまざま	高いとまではいえない
	印刷会社	・ 関与者多い。守秘義務契約不締結例あり。一部外部委託あり ・ 関与遅い	・ 協会ルールなし ・ 情報管理態勢強化中	相対的に高くなる蓋然性あり
	取引先	・ 関与者、情報限定的	・ 情報管理態勢は各社ごとさまざま	高いとまではいえない
対象者側	対象者	・ 関与者多い ・ 作業量比較的少ない	・ TOB実務経験乏しい、情報管理は各社ごとさまざま	相対的に高い
	FA	・ 対象者側関係者の中心的役割 ・ 作業量比較的少ない	・ コンフリクトチェック時の法人関係情報登録はケースバイケース ・ 情報管理・投資ルール強化	相対的に低い
	弁護士	・ 作業量比較的少ない	・ 法律上守秘義務あり	相対的に低い
株主側	株主	・ 応募契約時は作業・関与者多い ・ 情報受領のみでは伝達は限定的	・ TOB実務に不慣れ、情報管理態勢は各社ごとさまざま	相対的に高い
	個人税理士等	・ FA的な関与 ・ 関与少ない	・ 情報管理態勢の統一ルールなく、個人差あり ・ 法律上守秘義務あり	高いとまではいえない
他	官公庁・取引所	・ 作業量少ない	・ 情報管理・投資ルール強化	高いとまではいえない

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、さまざまな当事者がいることから、各々が講じ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と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未然抑止の観点から、有益かつ実効的であると考えられる。

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及び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。

(ii) 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、今後も実施することが、インサイダー取引未然抑止の観点から有効である。

#### ① 注意喚起

関係者に対し、情報管理の重要性及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な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じる。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<sup>2</sup>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。

#### 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お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抑止の観点から有効である。

## (2) 情報伝達範囲・内容の限定

### (i) 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、情報伝達範囲及び内容の限定が有効となる。

### (ii) 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いく。したがって、今後も、実務上可能な限りでTOB取引の関係者及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抑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さまざまであり、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、特に、2章で述べた主要事実（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、

特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、特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 F A

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ごとに差異がみられるところ、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抑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抑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

#### (i) 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。

#### (ii) 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抑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ごとの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さまざまであることから、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、特に、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中では、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つの大きな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、特に、銀行及び印刷会社は、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

#### (i) 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抑止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。

#### (ii) 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作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触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、かかる社内関係者の記載も可能になると考える。したがって、各関係者の社内関係者や株主・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。

## 4 今後の課題

監視委員会としては、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していただくことが、インサイダー取引の未然抑止、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極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、委員会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、ワークショップ等さまざまな機会を利用して、問題提起を行いたい。また、上記3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、監視委員会としても、インサイダー取引を発生させない未然抑止の観点から、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、連携を強化していきたい。

#### 〈注〉

- 1 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」(Rule2.1の注書)、「フィ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」(Introduction3(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。
- 2 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。