

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
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公開買付け（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簡潔に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。

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。下記の表は、インサイダー取引のリスクを測定するにあたり、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。

	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様々 相対的に高い
	PE	・当事者であり、金融機関との繋がり大きい	・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 高いとまでは言えない
	FA	・中心的役割を果たし、作業・関与者多い ・リテール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 高いとまでは言えない
	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
	公認会計士	・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様々 高いとまでは言えない
	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様々 高いとまでは言えない

		TOB実務への関与度	関係者の対応・属性	情報漏えいリスク
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様々	<u>相対的に高い</u>
	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様々	<u>相対的に高い</u>
	個人税理士等	・F.A的な関与 ・関与が少ない	・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	高いとまでは言えない
他	官公庁・取引所	・作業量少ない	・情報管理・投資ルール強化	高いとまでは言えない

3. 対応策

前項において特定されたリスクに関し、インサイダー取引の未然抑止という観点から次の5点の対応策を提案する。

(1) 注意喚起等におけるFAの役割

FAはTOBの初期段階から関与し、各当事者との接点も多い。また、TOB取引の中止や株価高騰の防止という観点からもFAは、情報漏えい防止にインセンティブを有しており、FAの注意喚起等の役割が有効である。したがって、従来よりFAが行っている以下の方策は、今後も実施することがインサイダー取引事前防止の観点から有益である。

- ①関係者への情報管理等に関する注意喚起
- ②情報伝達先の限定 ex. パーティーズ・リスト
- ③情報漏えい防止策 ex. 案件名コード化、パスワード
また、一部のFAが行っていた以下の方策も、必要に応じ実施することが有益である。
- ④経緯報告書作成の事前周知・協力
- ⑤守秘義務契約締結の奨励
- ⑥個別の関係者役職員への注意喚起
- ⑦誓約書の関係者役職員からの徴収
- ⑧弁護士による注意喚起
- ⑨デューデリジェンス実施方法の工夫
- ⑩株主・取引先・特別関係者への情報伝達に関するアドバイス

(2) 情報伝達範囲・内容の限定

関係者内及び第三者に対する情報伝達がインサイダー取引のリスクとして認識される中で、以下の具体策を実施することがインサイダー取引事前防止の観点から有益である。

- ①“Need to Know”原則の徹底
- ②提供情報の「内容」の限定
- ③公開買付代理人実務を行うFAは、リテール部門に開示する情報を限定
- ④ファイナンスを行う銀行は、情報伝達範囲を限定
- ⑤株主、取引先への事前の接触の範囲の限定

(3) 情報管理態勢の強化

情報管理態勢については、各当事者間（規制業種であるか否、関係法令の要請の有無等により）で相異なる差異が見られ、各関係者の情報管理態勢に応じた投資ルールの強化が有益である。具体的には、以下の対応策が有効である。

- ①銀行：情報管理態勢の強化

- ②個人税理士：情報管理態勢の強化
- ③印刷会社：第三者に業務委託する場合の情報管理態勢の徹底
- ④DD業者：監査法人系以外のDD業者については情報管理態勢の強化
- ⑤官公庁：情報管理態勢の強化
- ⑥FA等：コンフリクトチェック時の情報管理
- ⑦投資ルールの実効化策

(4) 守秘義務契約締結の奨励

法律上守秘義務を負っていない専門家以外の当事者において一部（ex. 銀行、印刷会社）、守秘義務を締結せず情報提供を行っている事例が見られた。守秘義務契約については、締結の効果を過大視することは出来ないが、締結の事実はある一定の抑止力になりえ、関係者の情報管理の意識向上にも一定の効果を果たすことが期待されるため、出来る限り守秘義務契約の締結を奨励する。

(5) 経緯報告書の内容の充実

TOB取引関与者を経緯報告書で的確に把握することは、証券取引所、監視委員会がインサイダー取引の調査・審査をする上で有用であるばかりでなく、対象者、買付者自身の情報管理態勢の面でも有用である。現在の経緯報告書では、①買付者の経緯報告書が徴収できない場合がある、②各関係者の社内関与者が記載されていないケースが多く、経緯報告書の充実は有益であると考えられる。

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頂くことが、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。

とりわけ、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他、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。