

# 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

## 1 はじめに

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、わ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。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、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およ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。

## 2 監視委員会の問題意識

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。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<sup>(1)</sup>、TOB取引の対象者の株式には通常プレミアムがつくため、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に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要要因であると考えられる。

<sup>(1)</sup> わが国における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。

監視委員会では、従来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抑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抑止策を検討するため、監視委員会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回に亘り、TOB取引の実務についてヒアリングを行った。

## 3 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、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（【図表】参照）。

なお、【図表】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。

TOB取引における情報の広がりという観点から、【図表】を俯瞰した場合、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。

TOB取引に関する監視委員会の問題意識を踏まえ、各関係者間での情報の広がりという視点から取引実務を概観した。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生じ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（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を考慮した関係者固有のリスクから、各関係者の情報管理態勢等のインサイダー取引への対応状況を考慮したリスク・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

#### ① 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、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

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

時間軸 関与者	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 の編成等、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・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	
	A(注1)	A+B	A+B	A+B+C	A+B+C	A+B+C	A+B+C	
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、 関係者間の紹介	DD支援		価格算定業務	交渉支援	
FA (公開買付代理人業務)				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	関係者間の紹介	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	関係者間の紹介			価格算定業務	交渉支援	
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	
株主側税理士	大株主→							
メインバンク	買付者、対象者→							
取引先						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→		
取引所						買付者、FA→		

注1. 表のA, B, Cは各段階で知りう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。

有の情報漏えいリスクは非常に高い。

一方、買付者のTOB取引経験は乏しいことが多く、その情報管理態勢・投資ルールも各社ごとに様々であり、特に、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と考える。

## ② プライベート・エクイティ

プライベート・エクイティ(PE)は、その関与度の高さから固有のリスクは高くなっており、特にPEには融資を得べく銀行が関係者として登場してくることから、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M&A取引経験も多い上、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、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・投資ルールがなされているかについては依然疑義が残るところではあり、特に、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相当程度存在するものと考えられる。

## ③ F A

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、固有のリスクは高く、特に、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<sup>2)</sup>。

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、各社ごと若干の差異はあるものの、大きな差異は見受けられず、そ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「協会員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訳ではない。

したがって、FAのインサイダー取引リスクは高いとまではいえないが、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、そのインサイダー取引リスクは高まる可能性がある。

## ④ 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、法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。一方

<sup>2)</sup> 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ごとに異なり、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公表前の段階ですで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。

で、②残高証明を発行するだけの場合や、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、関与度は低く、ただ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、各行ごと若干の差異はあるものの、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確ではない。

以上の点を考えると、銀行は、関与者数の多さ、メインバンクとして情報受領、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。

#### ⑤ 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。ただし、弁護士は、弁護士法上の守秘義務が課せられている上、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。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える。

#### ⑥ 会計士・税理士

買付者側の会計士・税理士は、基本的にはDD・価格算定・ストラクチャー検討が中心で、必ずしも作業量が多いわけではない。一方で、各々公認会計士法・税理士法上の守秘義務が課せられており、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、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。

#### ⑦ DD業者

DD業者（環境・人事・IT・ビジネスなど）は、DDのみに関与し、また必ずしもすべての案件で実施する訳ではなく、伝達する情報も限定されることが多く、DD業者の固有のリスクは比較的低い。ただし、監査法人系以外のDD業者は特段の規制を受けず、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ことから、そのインサイダー取引のリスクは否定できない。

#### ⑧ 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、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、一部業務を外部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。

一方、印刷会社の情報管理態勢は昨今強化され、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。

#### ⑨ 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、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。

#### (2) 対象者側関係者

##### ① 対象者

対象者は、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かなり発生する可能性はある。また、対象者側の取引先・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、対象者の固有の情報漏えいリスクは非常に高い。

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・投資ルールも各社ごとに様々である。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と考える。

##### ② FA (対象者側)

対象者側FAは、買付者側FAに比べれば作業量・関与者数は少なく、また特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に比べれば低いが、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、買付者側FAと同様、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く、特に、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とっている。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と考える。

##### ③ 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るため固有のリスクは比較的低く、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る。

#### (3) 株主側関係者・その他

##### ① 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高まる。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とる場合は、基本的には固有のリスクは高くはない。

次に、買付者・対象者と同様、株主の情報管理態勢・投資ルールも各社ごとに様々であり、特に、株主が創業者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思われる。また、株主側で、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、規制業種ではなく、TOB取引の経験も差があり、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可能性もある。

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と考える。

##### 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、必ずTOB取引に関与するとは限らないが、関与した場合は、応募契約やTOB価格の交渉など幅広い業務を行うため、固有のリスクは比較的高い。また、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。

##### ③ 官公庁

TOB取引に係る官公庁（監督官庁、公正取引委員会、財務局等）は、多くの情報が

伝達される可能性があるが、作業量は基本的に少なく、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、官公庁の情報管理体制勢に関して、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もあった。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未然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

買付者・対象者・株主は、前章で述べた通り、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<sup>3)</sup>。

一方で、FAの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。

以上の点に鑑み、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、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>4)</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

情報伝達に伴う情報漏えいリスクは、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、株主・取引先への情報伝達等がリスクとして認識されているが、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取引の準備には相応の数の関係者が関与せざるをえ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抑止の観

<sup>3)</sup> 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怠ってはならない」(Rule 2.1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」(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。

<sup>4)</sup> 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。

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、特に3で述べた主要事実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通りである。

#### ① F A

FAは、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抑止の観点から有益である。

#### ② 銀行

銀行は融資等を実行する場合、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え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、メインバンクとしてTOB情報を受領する場合も同様である。

#### 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

各当事者におけるTOB関連情報の管理については、前章で述べた通り、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り、具体的には、以下の対応策が、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

銀行は、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情報管理態勢等の一層の充実が重要となる。

##### 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、特に監査法人系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

官公庁においても、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

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ないものの、守秘義務契約を締結したという事実はひとつの大きな抑止力になりうるものであり、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ている。

#### (5) 経緯報告書の内容の充実

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繋がり、ひいてはインサイダー取引の未然予防という効果も期待される。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。

しかしながら、第一に、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。

第二に、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、かかる社内関与者や株主・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

監視委員会としては、公正な証券市場の構築のためには、事後的な監視、摘発に留まらず、不公正取引として認識される前に、顕在化しつつあるリスクに対しても未然抑止の観点から対応することが今後一層重要になると考えており、かかる未然抑止の取組を行う上で、証券市場に関係する様々な市場参加者についても、各々がルールを遵守して行動する市場規律の強化が求められると考えている。

今回実施したヒアリングにおいて明らかになった諸問題について、監視委員会・金融庁関係各課・取引所等に対しても、ワークショップ等様々な機会を利用して、認識の共有、問題提起を行うと共に、前章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も必要であると考えている。