

[M&A実務詳解] (2025/11/10)

公開買付け等に係るインサイダー取引のリスクと対応について

田中 賢次(証券取引等監視委員会事務局 取引調査課長)

証券取引等監視委員会(証券監視委)による インサイダー取引 の課徴金勧告事案のうち、公開買付け (TOB)等に係る事案が全体の4分の1を占め最多となっている。M&Aの増加に加え、TOBは公表までの期間が長く関係者も多岐にわたるため、情報管理が煩雑となりリスクが高まることが背景にある。

多くの企業で内部管理態勢に課題があり、特に「取引推奨規制」を盛り込んだ実効性のある社内規程の整備や周知が遅れている。また、「Need To Know」原則の不徹底やアクセス権限管理の甘さから、意図せず情報が漏洩する事例も多い。親族・友人との会食の場などで安易に情報伝達や取引推奨が行われる事例も後を絶たない。

対策として、規程整備や厳格な情報管理に加え、研修の実施が重要である。研修では法令説明のみならず、借名取引でも摘発対象となることや、違反者本人だけでなく上司・同僚・取引先も調査対象となるリスクを具体的に示し、役職員一人ひとりの規範意識を高めることが求められる。

はじめに

証券取引等監視委員会(以下「証券監視委」という)は、市場の公正性・透明性の確保及び投資者保護を使命とし、すべての市場関係者がルールを守り、誰からも信頼される市場を目指して、その職務の遂行に当たっている。その一環として、インサイダー取引などの不正取引について事件関係人や参考人に対する質問調査や立入検査(取引調査)を実施しており、その結果、法令違反が認められれば、内閣総理大臣及び金融庁長官に対して課徴金納付命令を発出するよう勧告を行っている。

インサイダー取引に係る勧告事案でこれまでに最も件数が多いのは、公開買付け等事実に係る事案である。公開買付け等に伴い、自社の役職員がインサイダー取引を行い、又はこれらの取引に関与することとなった場合には、当該会社の内部管理態勢等について投資者や消費者から厳しい目が向けられ、結果として、市場からの信頼も失う事態となる可能性が高い。

また、過去には、情報管理に関して特に注意することが求められる上場会社の役員や税理士法人、監査法人、弁護士法人の職員等によるインサイダー情報の漏洩に端を発する勧告事案もあるところ、そのような事態に陥らないためにも、公開買付け等の関係者におかれては、実効性のある社内規程を整備し、その周知徹底を図りながら、関係者間での情報管理の徹底、ひいてはインサイダー取引防止に努めることが重要である。

本稿では、インサイダー取引規制の基本的な説明のほか、調査の過程で把握した上場会社におけるインサイダー取引防止に係る内部管理態勢における問題点等について、事例を交えて紹介する。

なお、本稿中の意見にわたる部分は、私見であることをあらかじめお断りしておく。

1. インサイダー取引規制の基本

インサイダー取引規制は、

- (1) 会社関係者などのインサイダー取引規制
- (2) 公開買付者等関係者などのインサイダー取引規制
- (3) 2014年4月から施行された情報伝達・取引推奨規制

に大別される。

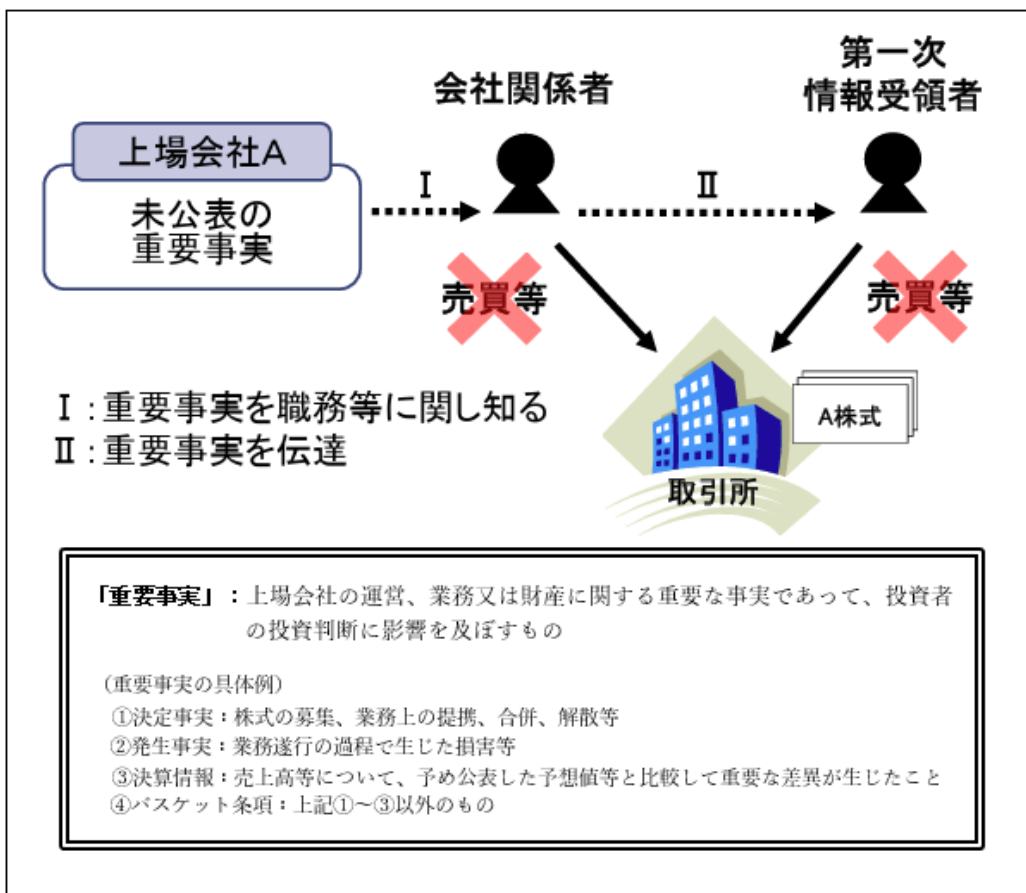
(1) 会社関係者などのインサイダー取引規制(金融商品取引法(以下「法」という)第166条)

ア 規制の概要

- ・「会社関係者」又は「第一次情報受領者」が重要事実を知りながら、その公表前に、当該上場会社等の株式等の売買等を行うことを禁止している。

イ 規制の対象者

- ・ 会社関係者(法第166条第1項各号): 上場会社の役職員や契約締結者の役職員等
- ・ 第一次情報受領者(法第166条第3項): 会社関係者から重要事実の伝達を受けた者



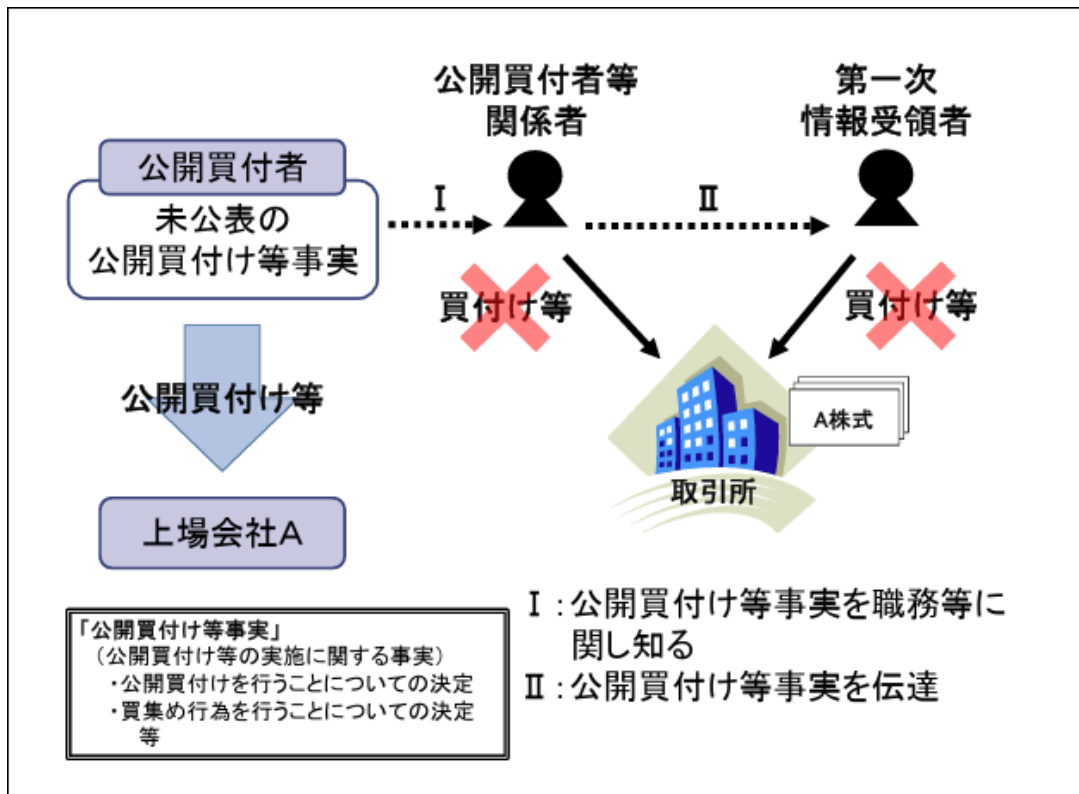
(2) 公開買付者等関係者などのインサイダー取引規制(法第167条)

ア 規制の概要

- ・「公開買付者等関係者」又は「第一次情報受領者」が公開買付け等事実を知りながら、その公表前に、当該上場会社等の株式等の買付け等(対象が「公開買付け等の実施に関する事実」の場合)又は売付け等(対象が「公開買付け等の中止に関する事実」の場合)を行うことを禁止している。

イ 規制の対象者

- ・ 公開買付者等関係者(法第167条第1項): 公開買付者等の役職員や公開買付け等の対象会社の役職員等
- ・ 第一次情報受領者(法第167条第3項): 公開買付者等関係者から公開買付け等事実の伝達を受けた者



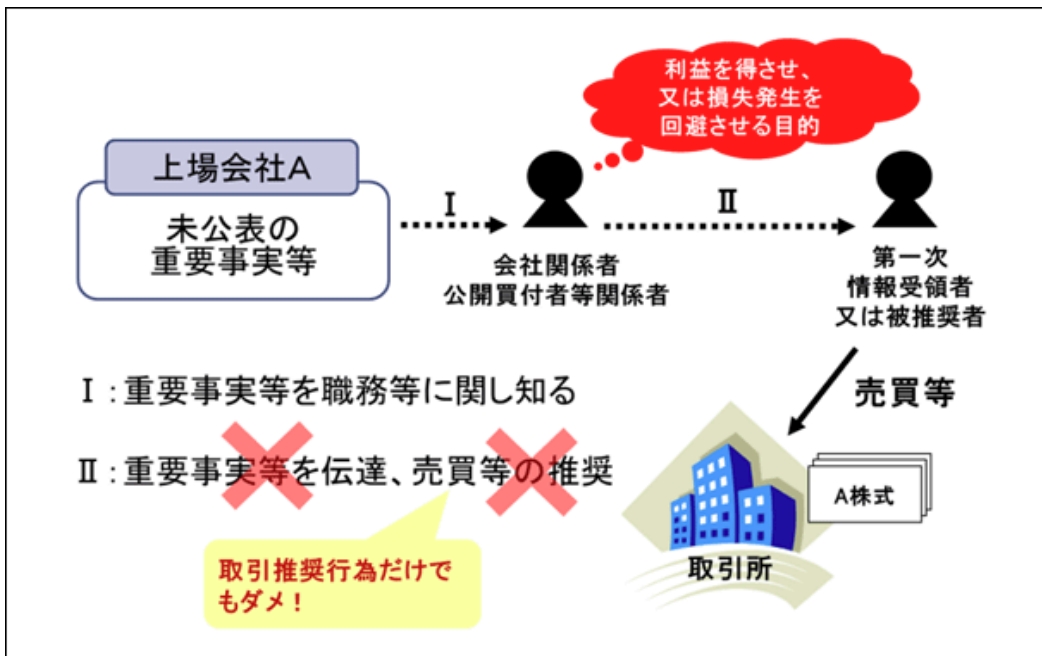
(3) 情報伝達・取引推奨規制(法第167条の2)

ア 規制の概要

- ・ 未公表の重要事実を知っている会社関係者又は未公表の公開買付け等事実を知っている公開買付者等関係者が、他人に対し、公表前に売買等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的をもって、情報伝達又は取引推奨することを禁止している。

イ 規制の対象者

- ・ 会社関係者(法第166条第1項各号): 上場会社の役職員や契約締結者の役職員等
- ・ 公開買付者等関係者(法第167条第1項): 公開買付者等の役職員や公開買付け等の対象会社の役職員等



2. 重要事実等別にみたインサイダー取引の特色(図表1・2参照)

2005年4月の課徴金制度導入以降、2025年3月末までに勧告したインサイダー取引事案に係る課徴金勧告合計は383件であるところ、当該課徴金勧告事案に係る重要事実等(1件の課徴金勧告事案に対し重要事実が複数該当するものあり)の別に分類すると408件となる。その408件の重要事実等のうち、公開買付け等事実は104件(25.5%)と全体の4分の1を占めている。

図表2「重要事実等別の勧告件数」の過去5年度における重要事実等の内訳からもわかるとおり、M&Aに関連する重要事実等に係るインサイダー取引事案は後を絶たない。その背景として、近年の経済環境を反映してM&Aの件数が増加していること、特に公開買付けに関連する株式の買取価格には通常プレミアムがつくため、その公表前に当該株式を取得すると確実に利得を得ることができること、M&A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、さらにM&Aに関与する関係者が他の重要事実等に比べて多数に上り、情報管理が煩雑となることなどが主な要因であると考えられる。

図表1 重要事実等別の構成割合

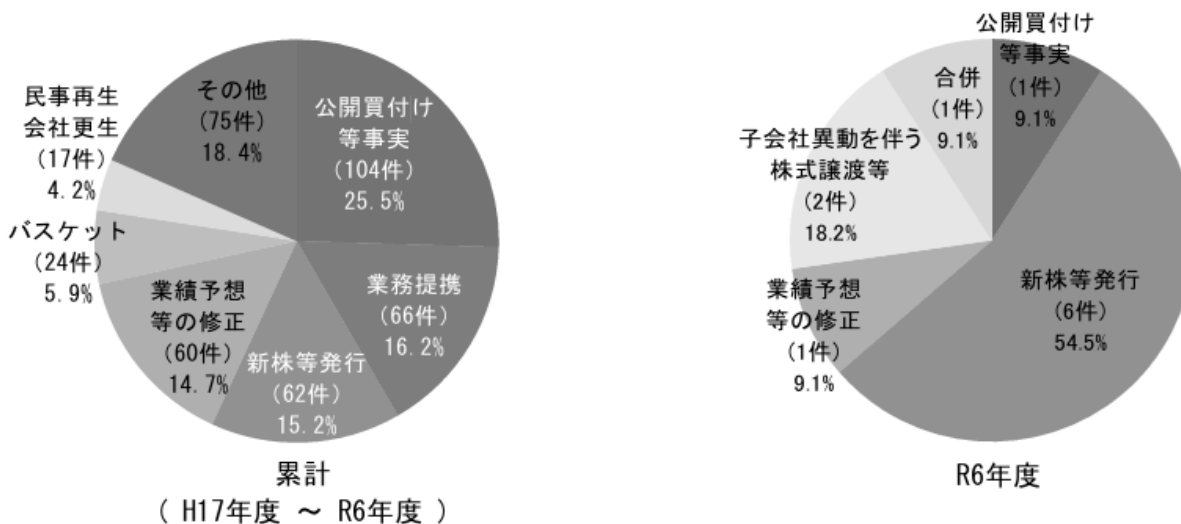


表2 重要事実等別の勧告件数

年度	R2	R3	R4	R5	R6	累計(※)
新株等発行	2	1			6	62
自己株式取得		1				8
株式分割	1					8
剰余金の配当						1
株式交換			3			9
株式移転		1				1
合併	1				1	8
会社の分割	1					2
事業の譲渡または事業の譲受け						6
新製品または新技術の企業化						1
業務提携・解消	2	3		1		66
固定資産の譲渡または取得						2
子会社異動を伴う株式譲渡等			1		2	10
民事再生・会社更生						17
新たな事業の開始						1
損害の発生						5
上場の廃止の原因となる事実						1
行政処分の発生						2
業績予想等の修正		1	1	1	1	60
バスケット条項				1		20
子会社に関する事実		1		3		14
うち子会社に係るバスケット条項				(3)		(4)
公開買付け等事実	3	2	5	8	1	104
うち公開買付けに準ずるもの		(1)				(3)
合計	10	10	10	14	11	408
【参考】勧告件数(違反行為者ベース)	8	6	8	13	12	383

(※) 課徴金制度導入後(H17年度)以降の累計

(注1)違反行為者が複数の重要事実等を知り(あるいは伝達を受け)違反行為に及んでいる場合があるため、「合計」と「勧告件数(違反行為者ベース)」は一致しないことがある。

(注2)取引推奨規制違反は本表に計上。他方、情報伝達規制違反については、情報伝達を受けた者が行ったインサイダー取引の勧告件数に含めて計上。

3. 上場会社におけるインサイダー取引防止に向けた内部管理態勢の状況

(1) インサイダー取引防止規程について

これまで取引推奨規制違反による勧告事案では、多くの会社で、社内規程に取引推奨規制が盛り込まれていなかった。上場会社においては、社内規程の制定以降、長期にわたり見直しが行われていないなどの場合には、社内規程に不備がないか確認のうえ、規程を整備するとともに、自社の役職員を守るためにも、研修等を通じて役職員に規制内容を周知徹底することが重要である。

なお、会社関係者や公開買付者等関係者は、インサイダー情報自体を伝達しなくとも、利益を得させる目的又は損失を回避させる目的をもって取引を推奨すれば、取引推奨規制違反となる。推奨者は、被推奨者から謝礼等を受け取ってなくとも課徴金納付命令の対象となり、推奨者に課されることとなる課徴金額は、被推奨者が得た利益や損失回避額を上回る場合がある。

取引推奨行為の背景には、例えば、過去にお世話になった方へのお礼・恩返しとして「インサイダー情報を伝えるのはまずいが、親しい人には儲けてもらって喜んでもらいたい」といった思いなどがあるのかもしれない。しかし、当該推奨を受けて取引を行った被推奨者は、証券監視委の調査の対象となり、推奨者と同じく自宅や職場等への立入り検査等が行われることになる。

会社関係者や公開買付者等関係者においては、インサイダー情報やその可能性がある情報に接した際には、当該情報を厳重に管理のうえ、より慎重に行動することが求められる。

(2) 社内における情報管理について

全ての役職員に対する完全な情報管理や遮断は、現実的には難しい面もあると考えられるものの、インサイダー取引防止のための取組みとして、“Need To Know”の原則に基づく情報伝達の範囲や内容についての検討を行うことを徹底し、プロジェクト参加者等、職務上の必要によりインサイダー情報を共有した役職員に誓約書の提出を求める仕組みが多くの上場会社で導入されている。また、インサイダー情報を共有した役職員に対しては、情報共有した際に、公表時までには売買禁止であることや違反者は刑事罰・課徴金の対象になりえることを警告するとともに、情報共有者リストに掲載した旨を通知するなどの工夫を行っている企業もある。

他方で、本来インサイダー情報を知得する立場にない者が、業務を行う中で当該情報を知得することも想定されるため、上場会社等においては、インサイダー取引を防止するための規則を整備・点検するとともに、研修等を通じて役職員の情報管理意識を高めていくことが求められる。

(インサイダー情報を知得した実例)

- ▶ アクセス権限漏れのフォルダから、アクセス権限のない職員がインサイダー情報を知得
- ▶ 役員から廃棄を依頼された資料を閲覧してインサイダー情報を知得
- ▶ 幹部のスケジュールからインサイダー情報を知得
- ▶ メール送信を依頼された社員がインサイダー情報を知得

(3) 自社株売買管理について

多くの上場会社は、役職員が自社株売買を行う前に、届出書や申請書等を売買管理責任者宛てに提出し、許可等を得た上で、自社株の売買を行うことを社内規程に定めているが、一部の上場会社では、役員のみを申請・承認制の対象としているところもあるため、全役職員を当該申請・承認制の対象とすることも考えられる。

こうした社内手続は、インサイダー取引防止のための1つの取組みであり、一定の抑止効果があると考えられるが、社内規程の内容やその運用がインサイダー取引規制に沿った内容になっていなければ、かかる手続は防止策として有効に機能していないこととなり、その結果、社内規程による売買許可等を得た取引であっても、インサイダー取引規制に抵触することとなる。

また、多くの上場会社で持株会制度を導入しているところ、何らかの経営に重大な影響を与える事象が発生した際に、損失回避目的で持株会から出庫してその公表前に売り抜けるというインサイダー取引も認められていることから、持株会からの出庫や売付けにかかる許可制度を社内規程に盛り込むことも有効であろう。

(4) 社外への職務上不要なインサイダー情報の伝達・取引推奨について

これまで、上場会社や公開買付者等の役職員及びそれらの会社との契約締結者等の会社関係者・公開買付者等関係者が、親族や友人等にインサイダー情報を伝え、その親族等がインサイダー取引を行った事例も多く、次のような情報伝達・取引推奨規制違反の事例がみられた。

- ▶ 上場会社との契約締結交渉者の社員が知人に利益を得させる目的でインサイダー情報を伝達した

- ▷ 上場会社との契約締結交渉者が複数の知人らに利益を得させる目的で株式の買付けを勧めた
さらに、情報伝達・取引推奨規制違反とまでは認められないものの、以下の事例がみられた。
- ▷ 公開買付者との契約締結交渉者の職員が親族にインサイダー情報を伝達し、情報を受領した親族が自己及び親族名義の証券口座で株式を買い付けた
- ▷ 上場会社の役員が知人にインサイダー情報を伝達し、情報を受領した知人が自己名義の証券口座で株式を買い付けた

親族や知人等との会話で、勤務先や仕事の内容に関し何気なく話したことで、その内容によってはインサイダー取引規制の対象となり得る(たとえ「インサイダー取引になるから取引しないように」と忠告していたとしても、インサイダー取引規制の対象となり得る)。

また、インサイダー情報の伝達や取引推奨が行われた場面の多くは、友人、同僚、取引先等との「会食」の場である。気心の知れた人との会食の場においては、普段は話さないようなことでも、つい気が緩んで、話をしてしまうのかもしれない。気の緩みとはいえ、インサイダー情報の伝達や取引の推奨をした結果、自身のみならず、友人、同僚、取引先等の人達が行った取引が証券監視委の調査の対象となることに注意していただきたい。

(5) 研修等の実施について

役職員への研修は、インサイダー取引の防止の基本的対応と考えられ、効果的になされるべきである。会社の規模、社員数等の理由から一部の役職員を対象に研修を行うことも考えられるが、その場合には、会社での地位や業務内容によってインサイダー情報を知り得る状況やその可能性が異なることに留意して、研修対象者を選定、研修内容を工夫することが重要となる。例えば、役員、執行役員や支店長のような会社の業務を管理する立場にある役職員や、財務経理部門や広報部門など会社の業務執行を決定する機関と近い部署に所属する役職員は、他の職員と比較し、会社のインサイダー情報に触れる機会が多いと考えられるため、より重点的に研修を行う必要があると考える。

一方で、どんなに社内規程を整備し、研修等を実施したとしても、役職員一人ひとりの規範意識が低ければ、インサイダー取引を防止することは困難である。そのため、インサイダー取引防止に係る社内研修等においては、単に法令や禁止事項の説明にとどまらず、

- ・ 少額の取引や、親族・知人や友人・同僚に依頼した借名取引であっても、インサイダー取引として取締りの対象となること
- ・ インサイダー取引が行われると、違反行為者だけでなく、インサイダー情報の決定・発生経緯、社内における情報の伝達状況等を調査するために、上司、同僚、部下までもが証券監視委による調査の対象となり、また、取引先へインサイダー情報を伝達した場合には、取引先も調査の対象となること
- ・ 課徴金納付といった行政処分以外にも、上場会社において、社内規程等に基づく懲戒処分が下されることがあること
- ・ インサイダー取引による利得額を上回る課徴金を課されている事案があること

など、インサイダー取引を行った場合に起こり得る結果等について、分かりやすく説明し、理解を促すことが有効であると考えられる。

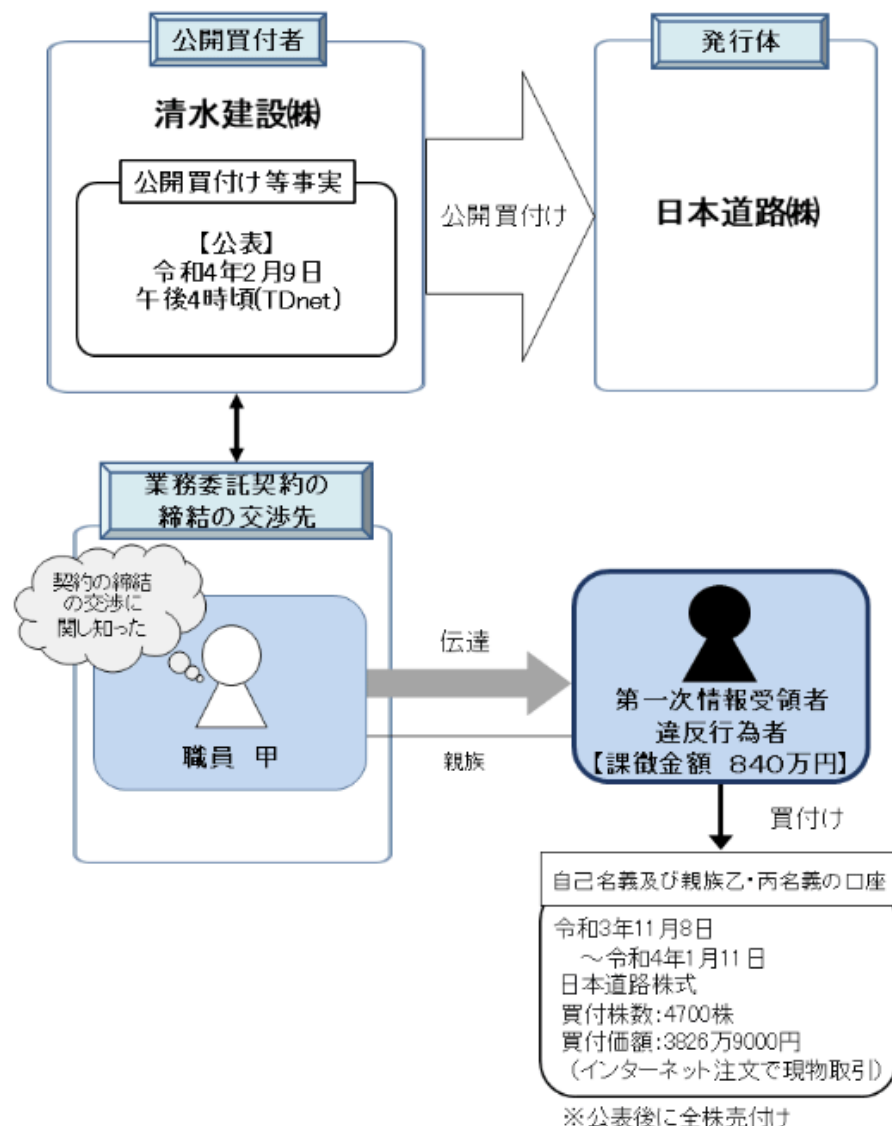
4. インサイダー取引に係る勧告事例

(1) 公開買付けに係るインサイダー取引(図表3参照)

本件は、当時、違反行為者が、清水建設株式会社(以下「清水建設」という)による業務委託契約の締結の交渉先の職員であった親族甲から、同人が同交渉に関し知った、清水建設の業務執行を決定する機関が、日本道路株式会社(以下「日本道路」という)株式の公開買付けを行うことについての決定をした旨の公開買付けの実施に関する事実(以下「公開買付け等事実」という)の伝達を受けながら、公開買付け等事実の公表前に日本道路株式を買い付けた事例である。

本件は、違反行為者が親族甲から伝達された情報を基に、自己名義及び借名口座である親族乙・丙名義の複数の口座を使用し、約2か月間に渡って3,800万円以上もの資金を投じてインサイダー取引を行い、本件公開買付け等事実の公表後に全株売り付けて約716万円の売買差益を得たという巧妙かつ悪質な事案である。

図表3



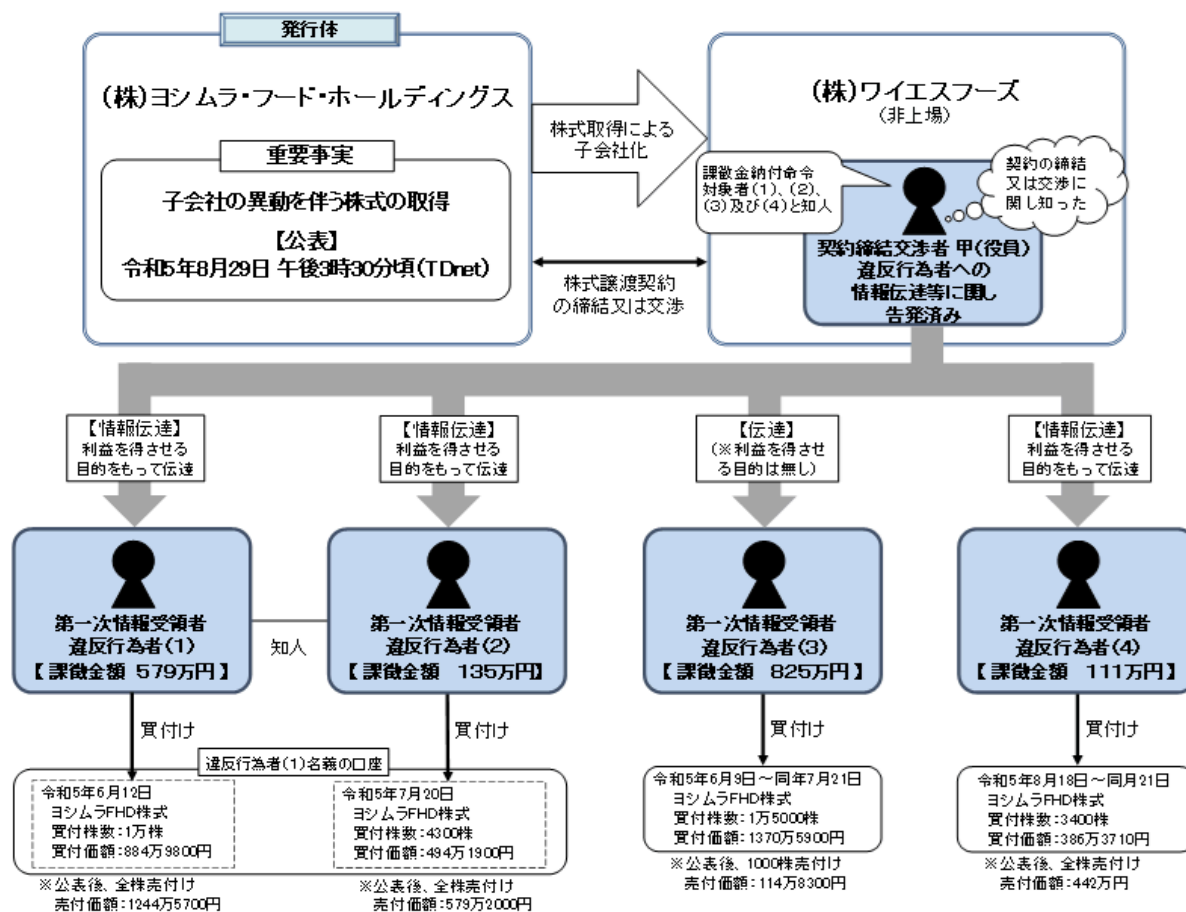
(2) 子会社の異動を伴う株式の取得に係るインサイダー取引(図表4参照)

本件は、違反行為者(1)、違反行為者(2)、違反行為者(3)及び違反行為者(4)が、当時、株式会社ヨシムラ・フー

ド・ホールディングス(以下「ヨシムラFHD」という)との間で株式譲渡契約の締結の交渉をしていた契約締結交渉者甲から、同人が同契約の締結又は交渉に関し知った、ヨシムラFHDの業務執行を決定する機関が、子会社の異動を伴う株式会社ワイエスフーズの株式の取得をすることについての決定をした旨の重要事実(以下「本件重要事実」という)の伝達を受けながら、本件重要事実の公表前にヨシムラFHD株式を買い付けた事例である。

本件は、証券監視委が、インサイダー取引及び情報伝達違反につき告発した甲から本件重要事実の伝達を受けた知人4名によるインサイダー取引事案である。

図表4



(3) 新株式発行に係る取引推奨違反及びインサイダー取引(図表5参照)

本件は、当時、

- 株式会社アルファクス・フード・システム(以下「アルファクス」という)との間で、その発行する株式に係る総数引受契約の締結の交渉をしていた違反行為者(1)が、同契約の締結の交渉に関し、アルファクスの業務執行を決定する機関がその発行する株式を引き受ける者の募集を行うことについての決定をした旨の重要事実(以下「本件重要事実」という)を知りながら、知人の被推奨者甲及び被推奨者乙に対し、同重要事実の公表がされる前にアルファクス株式の買付けをさせることにより同人らに利益を得させる目的をもって、同株式の買付けをすることを勧めたものであり、これにより買付けを勧められた同人らが、同重要事実の公表前にアルファクス株式を買い付け(図表5の「違反行為事実A」)、
- 違反行為者(2)(被推奨者甲と同一人物)、違反行為者(3)及び違反行為者(4)が、知人の契約締結交渉者(違反行為者(1)と同一人物。以下同じ。)から、本件重要事実の伝達を受けながら、同重要事実の公表前にアルファク

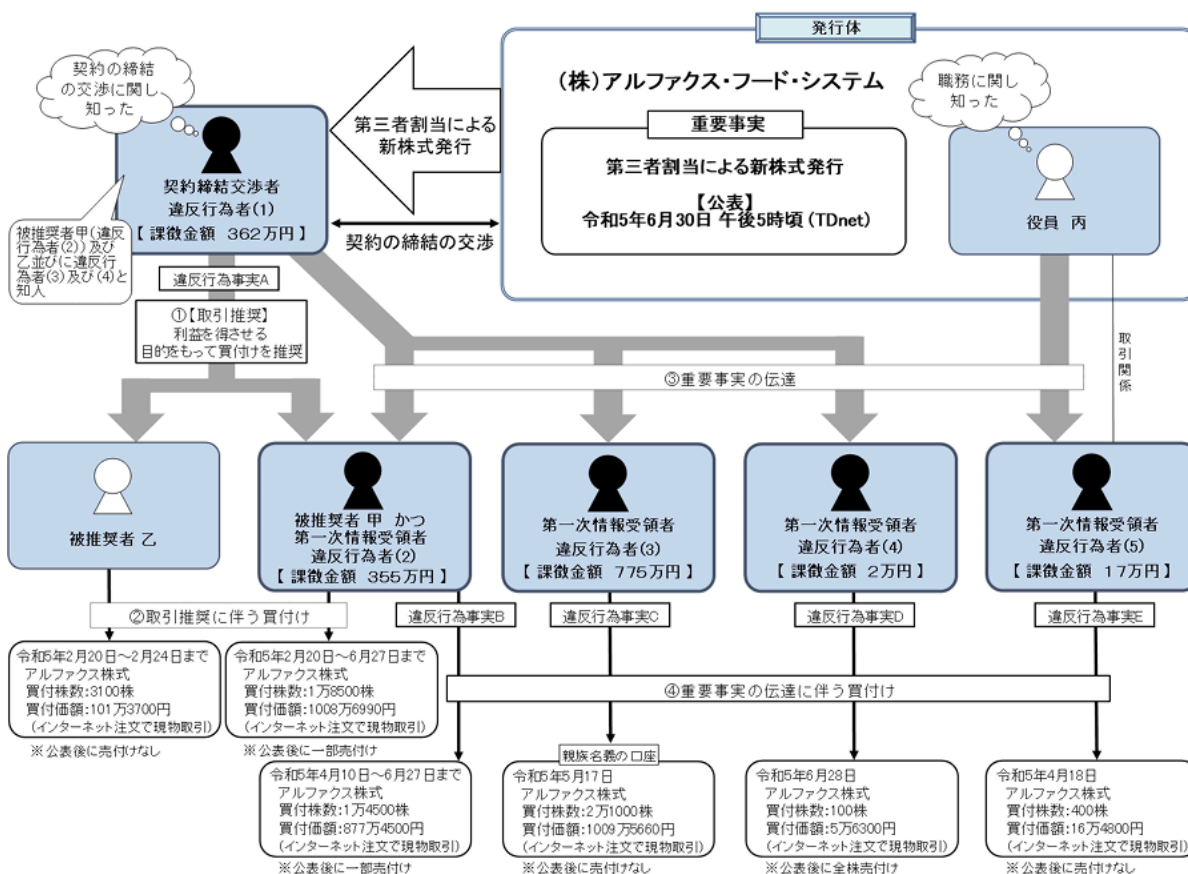
ス株式を買い付け(図表5の「違反行為事実B」、「違反行為事実C」及び「違反行為事実D」。違反行為者(3)は親族名義による買い付け)、

- ・違反行為者(5)が、アルファックスの役員丙から、同人がその職務に関し知った、本件重要事実の伝達を受けながら、同重要事実の公表前にアルファックス株式を買い付けた(図表5の「違反行為事実E」)

という、5名による5つの違反行為が行われた事例である。

本件は、1事案で5名もの違反行為者がおり、その中には法令遵守に関して高い規範意識を持つべき弁護士が含まれているなど、悪質な事例である。また、課徴金額が少額の者についても課徴金納付命令の対象となっている。

図表5



5. 公開買い付け等に係る情報管理の重要性

公開買い付け等は、公開買い付け等を行うことについて決定した後、その公表までに時間を要するケースが多く、当然ながら、その決定から公表までの日数が長いほど、インサイダー取引規制対象となる期間も長くなり、この間に関係者が増加し、その結果、インサイダー取引のリスクが高まることになる。

公開買い付け等に係るインサイダー取引規制では、公開買付者のみならず、被買付企業、FA(ファイナンシャル・アドバイザー)・LA(リーガル・アドバイザー)などの契約締結者、さらには公開買付者等に対し法令に基づく権限を有する公務員なども公開買付者等関係者となり、また、それらの者からの情報受領者も規制の対象となる。

上場会社の役職員やFA及びLAなどの各種専門家は、研修等を通じて、インサイダー取引に関する知識の習得や意識付けの機会が多いと思われるが、情報共有すべき関係者は、必ずしも上場会社の役職員や各種専門家に限られない。例えば、非上場会社の役職員は、インサイダー取引に関する知識の習得や意識付けの機会が必ずしも多い

とは限らず、情報共有に際しては、公開買付け等の関係者が一体となって非上場会社の役職員への啓蒙や適切な情報管理のあり方を含め、インサイダー取引に係る未然防止のための措置を積極的かつ十分に講じることが重要である。

例えば、前記3(2)のとおり、“Need To Know”の原則に基づく情報伝達の範囲やその内容の検討のほか、社内において本来知得すべき立場にない者がインサイダー情報を知得することがないように、重要な情報が格納された社内フォルダへのアクセス権限の管理など、運用面の整備や点検などが挙げられる。

証券監視委としては、引き続き、公開買付け等に係るインサイダー取引を含めた不公正取引について、課徴金勧告等により厳しく対応していくとともに、課徴金勧告事案や調査の過程で把握した実例等の周知などを通じて、インサイダー取引の未然防止に向けた取組みに貢献することも非常に重要な課題であると認識している。信頼される公正・透明な市場確保のために重要な役割を持つ公開買付け等の関係者にとって、本稿が、インサイダー取引規制に対する理解を深めるとともに、インサイダー取引の未然防止に向けた具体的な対応策を再検討する際の一助となれば幸いである。

* * *

証券監視委では、「金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～」を毎年公表している。本書では、インサイダー取引等の金融商品取引法違反となる不公正取引に関し、課徴金納付命令勧告を行った事案について、分析を行うとともに概要を取りまとめ、事例として紹介するほか、監視委コラムなどを掲載しているので、ぜひご覧いただきたい。

<https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/torichou/20250624.html>

■筆者プロフィール■



田中 賢次(たなか・けんじ)

証券取引等監視委員会事務局取引調査課長

1991年に名古屋国税局に入局後、旧大蔵省、財務省、金融庁を経て、2004年より証券監視委の複数の課室にて勤務。その間、英国金融サービス機構(FSA)、タイ証券取引委員会、財務省東北財務局(青森財務事務所長)へ出向。証券監視委国際取引等調査室長、証券監視委国際取引等分析室長を歴任し、2025年7月より現職。