



株式公開買付等に係る実務と 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

目次

1. 証券取引等監視委員会における問題意識
2. TOBの取引実務
3. インサイダー取引のリスクの所在
4. 対応策
5. 今後の対応

本資料は、ファイナンシャル・アドバイザー等へのヒアリングをもとに作成したものであり、また資料中の意見・解釈にわたる部分は、発表者の個人的考えであり、証券取引等監視委員会の公式の見解を表すものではありません。

1. 証券取引等監視委員会における問題意識.

TOB関連のインサイダー取引の増加

インサイダー取引の
摘発件数の増加(P5)

株式公開買付(TOB)の
件数の増加(P6)

- ・対象会社の株式にプレミアム
- ・多数の関係者
- ・公表までの期間が長い

TOBを重要事実とするインサイダー取引が増加傾向(P5)

【従来】
事後的な対応が中心

【今後】
未然防止の観点がより重要

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）

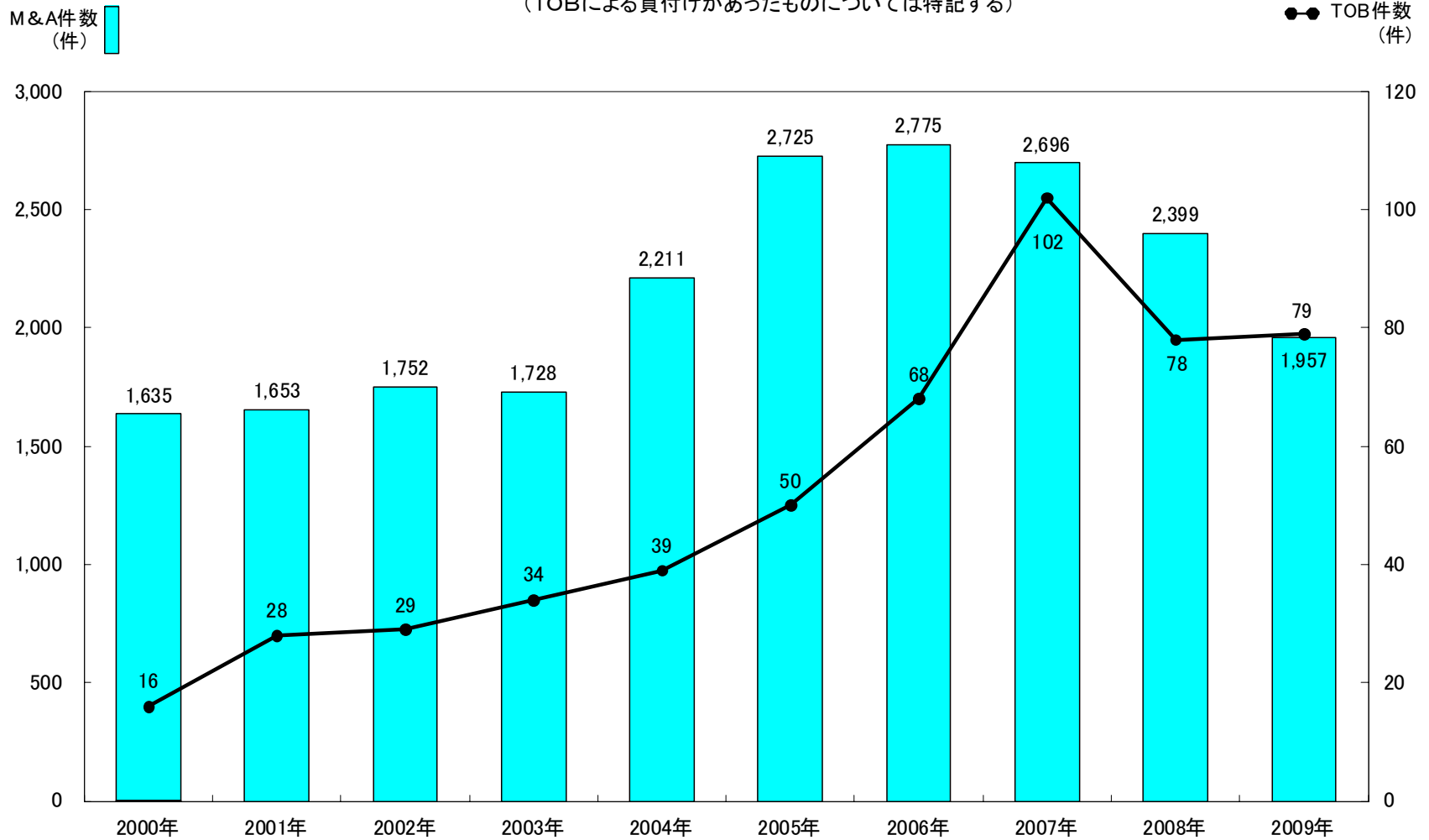
(件)

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）

最近10年間の我が国のM&Aの状況 (TOBによる買付けがあったものについては特記する)



(出所) M&A件数は㈱レコフデータ調べ。TOB件数は公開買付け届出書提出件数による(自己株式TOBの件数を除く)。

英国における取組み

- 英国FSA(※)による、TOB関連のインサイダー情報を取り扱う際の最良の方法(Best Practice)の公表
(「Market Watch」2007.7(21号), 2008.6(27号))
 - 包括的ポリシー及び手続きの制定
 - 情報に接する者の範囲及び情報障壁の厳格化
 - ITコントロールの改善によるインサイダー情報アクセス制限
 - インサイダー取引についての教育・研修の充実
 - 第三者への情報提供に係る留意
 - 個人口座を用いた投資の管理

※Financial Services Authority ;英国金融サービス機構

2. TOBの取引実務

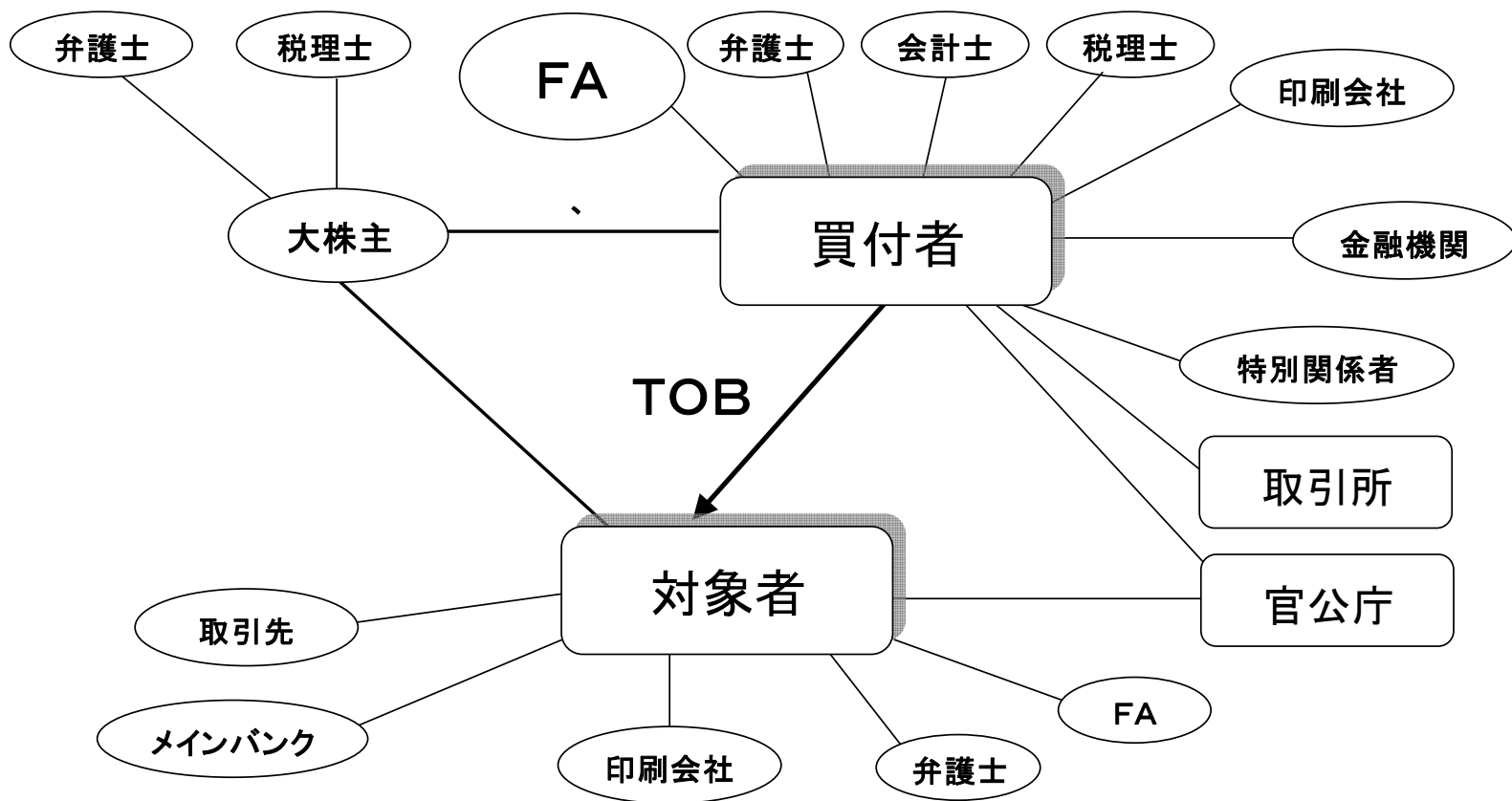
TOBとは？

- Take Over Bid(※)の略称
- 上場会社の株券等について、取引所外で一定の買付を行う場合に、買付者に買付期間、買付数量、買付価格等をあらかじめ提示することを義務付け、株主に公平に売却の機会を与える制度
- 国内外の市場競争力強化を目的として、経営戦略の一環として定着、増加傾向
- 監視委員会はTOBに関する主要情報の広がりに注目
 - ①TOB取引の事実
 - ②対象者名
 - ③買付者名
 - ④TOB実施時期

※公開買付制度とも呼ばれ、米国では、Tender offer と表記されることもある。

TOBを取り巻く関係者

【TOB関係者相関図】



【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 関与者		公開買付開始前(2~3ヶ月程度)						
		共通プロセス			TOBプロセス(公表日前1ヶ月)			
		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	プロジェクト・チームの組成等、キックオフ・ミーティング	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
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	(関係者間の仲介)	DD支援	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		
対象者側	プライベート・エクイティ		スキーム検討		DD実施		条件等の調整・交渉	
	対象者	買付者→						
	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	
	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	
その他の情報伝達先	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。

TOB実務に係るプロセス(1)

TOB実施の約2～3ヶ月前

取引方針の検討、対象者へのアプローチ

- 主要情報としては、「対象者名」「買付者名」
- 取引方針の検討をする際、買付者はFA、弁護士の助言を求めるケースあり

スケジュール及びスキームの決定

- FAによるプロセス全体にわたる関与
- 法律的な観点からの検討、主要情報に「TOB取引の事実」追加

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

- 会計士・税理士等の専門家参加

各デューデリジェンスの実施・対応

- 主要情報に「TOB実施時期」追加

TOB実務に係るプロセス(2)

TOB実施の約1ヶ月前

法定書類・適時開示書類作成等

- 公開買付代理人業務開始
- 官公庁や取引所に事前相談、印刷会社の関与

TOB価格の検討

- 最終買付価格の決定は公表直前
- 買付者、対象者、弁護士を中心に価格決定

関係相手先との交渉等

- 大株主に事前に応募契約の締結、取引先との交渉
- 資金調達を行う場合、金融機関にファイナンスの相談(早い段階から関与するケースあり)
- 残高証明、メインバンクとしての金融機関の関与

3. インサイダー取引のリスクの所在

インサイダー取引のリスクの所在

■ 関係者別のリスク分析の考え方

$$\left(\text{TOB実務への関与度}(\ast 1) \right) - \left(\text{関係者の対応・属性}(\ast 2) \right) = \text{情報漏えいリスク}$$

(※1)各関係者のTOB取引への関与の度合いを作業量・関与タイミング・関与者数・関与頻度・受領情報内容等の観点から検討し、関係者ごとのインサイダー取引の固有のリスクを把握する

(※2)各関係者の情報漏洩への対応状況を、情報管理態勢・投資ルール・法令・業界等による規制・関係者の属性等の観点から検討し、各関係者のリスク・コントロールを把握する

検討対象TOB関係者

■ 買付者側関係者

1. 買付者
2. プライベート・エクイティ
3. FA
4. 銀行
5. 弁護士
6. 会計士・税理士
7. DD業者
8. 印刷会社
9. 取引先

■ 対象者側関係者

1. 対象者
2. FA
3. 弁護士

■ 株主側関係者・その他

1. 株主
2. 個人税理士
3. 官公庁

買付者側関係者① 買付者



- TOB取引への関与
 - 当事者であり、作業及び関与人数が多
- 関係者の対応・属性
 - TOB実務の経験が乏しいことが多い
 - 非上場会社の場合もあり、情報管理態勢が各社ごと様々
- リスク
 - リスクは相対的に高
 - FAによる注意喚起等の役割が果たされない場合のリスクの高まり

買付者側関係者② プライベート・エクイティ

- TOB取引への関与
 - 当事者であり、金融機関との繋がり大
- 関係者の対応・属性
 - TOB実務の経験豊富
 - PE業者への当委員会の取引調査を受けて、情報管理・投資ルールを強化中
 - FAとしての役割を十分果たさない場合、注意喚起等の役割が不十分になる恐れあり
- リスク
 - リスクは高いとまでは言えないものの存在
 - FAの役割を果たさない場合、PEの周辺関係者のリスクの高まり



買付者側関係者③ FA



- TOB取引への関与
 - 中心的役割を果たし、作業量及び関与者数は多
 - 公開買付代理人を併任している場合、FA内部の支店を統括するリテール部門にも情報が伝達
- 関係者の対応・属性
 - 情報管理態勢、投資ルールは強化
 - 日証協のルール(※)あり
 - コンフリクトチェック時に法人関係情報として登録するかはケースバイケース
- リスク
 - リスクは高いとまでは言えないが、①リテール部門の情報開示内容の開示範囲、②コンフリクトチェック時点で適切な管理、如何ではリスク高

※「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」

買付者側関係者④ 銀行



- TOB取引への関与
 - 融資を行う立場で関与する場合、担当部署のみならず、審査部・調査部、シンジケート部、決裁ラインの幹部など情報伝達範囲の広がり大
 - 残高証明発行のみでの関与の場合は極めて間接的関与
 - メインバンクとして情報を得る場合、内部での情報共有は限定的
 - 買付者との間で守秘義務契約を結ばないケース有
- 関係者の対応・属性
 - 情報管理態勢、投資ルールは各銀行ごとに差
- リスク
 - リスクは存在。守秘義務契約を締結しない場合、リスクを高める要因

買付者側関係者⑤ 弁護士



- TOB取引への関与
 - FAに続いて早期に関与し、作業量及び関与者は多
- 関係者の対応・属性
 - 弁護士法上の守秘義務
 - FA並の情報管理態勢。ただし、情報管理に係る統一的基準はなし。
- リスク
 - リスクは相対的に低

買付者側関係者⑥ 会計士・税理士



- TOB取引への関与
 - 再編スキームの検討に関与することがあるものの、基本的にはDDが中心。必ずしも作業量は多くない
- 関係者の対応・属性
 - 公認会計士法・税理士法上の守秘義務
 - 情報管理態勢は強化
 - 投資ルール上では各社で差異あり(全面禁止とするケース、クライアントの株式等に関し禁止とするケースがあり。また、扶養家族を対象とするかにも差異があり)
- リスク
 - リスクは相対的に低

買付者側関係者⑦ DD業者



- TOB取引への関与
 - DDだけに関与し、必ずしも全てのTOB案件に関与しない
 - TOBに係る主要情報を受領しない場合もあり
- 関係者の対応・属性
 - 環境・人事・IT・ビジネス等のDD業者は規制を受けず、資格も必要なく、業界ルールや法律上の守秘義務が不存在
 - 情報管理も業者間で様々
- リスク
 - 関与は限定的だが、インサイダーに係るリスクは否定できない

買付者側関係者⑧ 印刷会社



- TOB取引への関与
 - 関与のタイミングは遅いが、関与者は多
 - 業務の一部を外部委託する業者も存在
- 関係者の対応・属性
 - インサイダー事件を受け、情報管理態勢を強化中
 - 買付者との間で守秘義務契約を締結しない事例もあり
- リスク
 - リスクは依然として存在。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がリスクを高める要因

買付者側関係者⑨取引先



■ TOB取引への関与

- 関与度は低（買付者又は対象者から関係の維持を確認するために情報の伝達を受けることがあるが、特に作業を行うことはない）

■ 関係者の対応・属性

- TOB実務に慣れていることは少
- 情報管理態勢は各社ごと様々

■ リスク

- 一定のリスクは存在（情報伝達が行われないこともあり、その範囲も必ずしも広くないため、リスクが高いとまでは言えない）

対象者側関係者① 対象者



- TOB取引への関与
 - TOBに対する意見表明を行う。作業量は少
 - DD対応では作業が発生し、関与者が増加
- 関係者の対応・属性
 - TOB実務の経験が乏しい
 - 情報管理態勢は各社ごと様々
 - 独自のFAが見つからない場合あり
- リスク
 - リスクは相対的に高い。DD対応、TOB経験の少なさ、情報管理態勢、投資ルール of 各社ごとの温度差がリスクを高める要因
 - FAによる注意喚起等の役割が果たされていない場合やFAがない場合はリスクがより高

対象者側関係者② FA

- TOB取引への関与
 - 買付者側と比べ、作業量は少
 - 対象者側関係者の中心的存在
- 関係者の対応・属性
 - 情報管理態勢及び投資ルールは比較的高い水準
 - コンフリクトチェック時に法人関係情報として登録するかはケースバイケース(買付者側と同様)
- リスク
 - リスクは相対的に低
 - コンフリクトチェック時、法人関係情報として登録しない場合にリスクが高



対象者側関係者③ 弁護士

- TOB取引への関与
 - 意見表明時の法的助言
- 関係者の対応・属性
 - 弁護士は弁護士法上の守秘義務（買付者側と同様）
- リスク
 - リスクは相対的に低



株主側関係者・その他① 株主



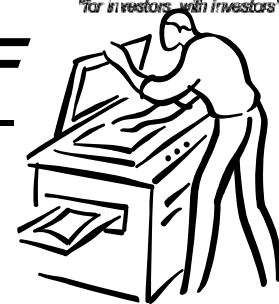
- TOB取引への関与
 - 応募契約を締結する場合、関与者が増加
 - 応募の打診を受けるだけの場合は、基本的に情報伝達の範囲は限定的
- 関係者の対応・属性
 - TOB実務に不慣れ
 - リスク・コントロールは各者間で差が大きく、一般的には必ずしも十分ではない
 - 証券会社系のFAがつくことは少なく、個人税理士等がFAに近い役割を果たしているが、注意喚起等の役割を十分に果たしているかは疑問
- リスク
 - 相対的に高(TOBの経験、情報管理態勢、投資ルールについて各社ごとに差)

株主側関係者・その他② 個人税理士



- TOB取引への関与
 - 創業家系の大株主につき、FAに近い役割を果たすことがあり
 - 応募契約やTOB価格の交渉などを行うことがあり
- 関係者の対応・属性
 - 税理士法上の守秘義務
 - 個人税理士には情報管理態勢の統一ルールがなし。リスク・コントロールには個人差が大きく、必ずしも十分ではない可能性あり
- リスク
 - 関与する事例は多くなく、リスクが高いとまでは言えない(情報管理態勢が十分でない個人税理士も多いと考えられ、その場合はリスクが高)

株主側関係者・その他③ 官公庁



■ TOB取引への関与

- 買付者・対象者が規制業種であったときの監督官庁、競争法上の問題が生じ得る場合の公正取引委員会、公開買付届出書等の事前相談に関連した財務局が関与する場合があります

■ 関係者の対応・属性

- 情報管理態勢及び投資ルールは強化されてきている

■ リスク

- リスクは高いわけではないが、インサイダー事件(※)が発生したこともあり、留意が必要

※経済産業省職員(2005年3月告発)

4. 対応策

未然抑止のための対応策

- インサイダー取引のリスクを軽減し、事前抑止するための対応策として、以下の点を検討することが有益
 - ① FAの注意喚起等の役割
 - 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 経緯書の内容の充実

① FAの注意喚起等の役割

- リスクへの対応
 - 買付者、対象者、大株主はTOB取引へ深く関与するが、TOB取引経験、情報管理態勢に各者ごと差異あり

- 対応策の内容
 - FAの果たす注意喚起等の役割が重要
 - 従前よりFAが行っている方策の継続
 - ① 関係者への注意喚起
 - 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.コード化、パスワード
 - 一部のFAが行っていた方策も必要に応じ実施することが有益
 - ④ 経緯書作成の協力
 - ⑤ 守秘義務契約の奨励
 - 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 DD実施方法の工夫
 - ⑩ 株主・取引先・特別関係者への情報伝達の注意

① FAの注意喚起等の役割(続き)

- 監査法人系アドバイザリー会社
対象者側FAとしての役割を果たしている場合、上記①～⑩の方策を実施することが有益

- プライベート・エクイティ
証券会社系FAを利用しない、または業務を限定させることがある。その場合は、プライベート・エクイティ自身が可能な範囲で上記①～⑩の方策を実施することが有益

② 情報伝達範囲・内容の限定

■ リスクへの対応

- 社内での情報伝達範囲は業種ごとに異なるが、特にFAのリテール部門への伝達、銀行の伝達範囲の広さがリスクとして認識

■ 対応策の内容

- “Need to know”の原則の徹底が有益
- 範囲だけでなく、内容の限定も留意することが有益
- FA: 公開代理人業務を遂行する上で支障がなければ、買付者名・対象者名を伝達しないことが有益
- 銀行: ファイナンスを実行する場合多くの部署に情報が伝達されるが、できる限り範囲を限定することが有益
- 株主・取引先: 事前の接触は一定の必要性が認められるものの、伝達範囲をできる限り限定することが望ましく、伝達する場合にも、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

③ 情報管理態勢の強化

- リスクへの対応
 - 業種により相当の差異があると認識
- 対応策の内容
 - 銀行：情報管理態勢の強化
 - 個人税理士：情報管理態勢の強化
 - 印刷会社：第三者に業務委託をする場合、委託先の情報管理態勢の徹底
 - DD業者（監査法人系以外）：情報管理態勢の強化
 - 官公庁：未公表のM&A案件などの相談に関しては、個室利用の徹底、文書等の管理、情報伝達範囲に注意
 - FA等：コンフリクトチェック時の情報管理の強化
 - 投資ルール実効化策の強化

④ 守秘義務契約締結の奨励

- リスクへの対応
 - 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守秘義務契約を締結していない例が散見
- 対応策の内容
 - 守秘義務契約締結をできる限り推進することが有益

※但し、守秘義務契約締結の効果を過大視すべきではない(英国のBest Practiceにおいても、守秘義務の確認文書に過度に依存することなく、先方の経験、知識に応じて対応を変えるべきとの指摘あり)

⑤ 経緯報告書の内容の充実

■ リスクへの対応

- 関与者を経緯報告書で的確に把握できることは当委員会の調査・審査に有益であるとともに、買付者、対象者自身の情報管理態勢の整備、インサイダー取引の未然予防効果の可能性
- ヒアリングを通して判明したTOB関係者の情報伝達範囲と、経緯報告書に書かれている範囲が一致しないケースあり ex.銀行、印刷会社

■ 対応策の内容

- 買付者の経緯報告書が徴収できる体制作りの検討が有益
- 経緯報告書の記載内容の充実について検討することが有益(関係者の社内関与者の把握)

5. 今後の対応

TOB関連インサイダー取引のリスク の軽減に向けた具体策の検討

1. 監視委員会内及び金融庁との問題意識の共有
2. 市場規律の強化に向けた取り組み
 - ・監視委の問題意識を自主規制機関等の中で共有
 - ・自主規制機関等による5つの対応策についての具体的な取り組みの検討

<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>

情報提供は

<http://www.fsa.go.jp/sesc/watch>

tel: 03-3581-9909