

インサイダー取引規制の適用除外範囲の拡大に係る活用事例等説明会 講演録

冒頭挨拶 （日本取引所自主規制法人 常任理事 松崎 裕之）

どうもみなさんこんにちは。お忙しい中、本日は当説明会にお越しいただきまして、誠にありがとうございます。また、上場会社の皆様方には日頃よりご高配を賜りまして厚く御礼申し上げます。説明会の開催にあたりまして一言ご挨拶申し上げます。

さて、今般、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令が改正されまして、インサイダー取引規制の適用除外として、いわゆる知る前契約・計画にかかるセーフハーバーの範囲が広がることとなりました。ご高承のとおりインサイダー取引規制に関しては法令の規定が複雑でわかりにくく、また、適用除外の範囲も極めて限定されているといったことで、役職員が自社株売買をするのに大きな障害となっていると、こういったご批判が経済界の皆様から兼ねてから示されておりました。こうした事情から日本経団連様では 2012 年の 12 月に「インサイダー取引規制の見直しについての意見」というものを発表されておられまして、その中で知る前契約・計画にかかる適用除外の要件見直し、ということを提言されておられます。また、2013 年の 12 月に金融資本市場活性化有識者会合がまとめた提言におきましても上場会社の役職員が持ち株保有に過度に慎重になっている、との問題提起が行われており、同様にインサイダー取引規制の見直しの必要性を訴え、また、各上場会社における社内ルールが過剰に厳しい内容となっている傾向にあるのではないかと、こういった指摘も加えてございます。今般の内閣府令の背景にはこうした上場会社の皆様、特に経営者の皆様からの要請があるものと理解しております。私ども取引所といたしましても自社株売買に対する過度な制約が除かれ、我が国資本市場が公正さを保ちつつ、活発な取引が行われる場となることを期待しているところでございまして、改正内閣府令の施行に併せて上場会社の代表者の皆様に「役職員による自社株売買機会の確保に向けて」と題する通知を送らせていただき、内閣府令の改正についてお知らせするとともに各社の社内ルールについて、今回の改正への対応と併せ、それが過剰なものとなっていないか、点検をいただくということをお願いした次第でございます。

そこで本日は、上場会社のご担当者を対象に改正府令の具体的な活用例や自社株売買にかかる社内ルールを点検する際の観点などについて、ご紹介をさせていただきたいということで説明会を開催させていただきました。皆様におかれましては、知る前契約・計画の活用ですとか自社株売買にかかる社内ルールの見直しについて、既に経営陣の皆様と議論を始めているという会社様もおありになるでしょうし、また、今後検討しなければいけないという風にお考えの方も多いのではないかと思います。本日の説明会が少しでもその参考になりましたら幸いです。

また、私どもでは今後全上場会社を対象としてアンケート調査を予定してございます。アンケート調査の結果につきましては、集計のうえフィードバックをさせていただきたいと

いう風に思っております。上場会社の皆様に有益な情報になるのではないかと思いますので、お手数をおかけしますがアンケートの方にも後日になりますけれどもご協力をいただければと思います。

最後に役職員の方々の自社株売買に関して現在インサイダー取引規制を防止しつつ、十分な売買機会を提供するということが求められている訳ですが、こういった社内ルールにするにいたしましても教育・研修の重要性を強調してし過ぎることはないのではないかと思います。ご案内のとおり、私どもでは COMLEC という組織で各種のセミナーですとかコンプライアンス研修の講師派遣、それから e-learning の教材の提供なども行っておりますので、ご活用いただければと思います。

また、J-IRISSにつきましてもほとんどの上場会社にご登録いただいておりますけれども、受託証券会社における水際での未然防止に役立つものですので登録情報のアップデートを適切に行っていただくとともに、もしまだご利用されていない会社の方がいらっしゃいましたら、この機会にぜひご検討いただきたいと思いますと思っております。

それではこの後説明会の本題に入らせていただきます。ご清聴のほどよろしく願いいたします。

説明会本編 （日本取引所自主規制法人 売買審査部 調査役 小西 透）

売買審査部調査役の小西と申します。本日はお忙しい中お時間を頂戴しましてありがとうございます。本日は冒頭のご挨拶でも申し上げましたとおり、今般、法令の改正によって新しく利用可能となったセーフハーバーである「知る前契約」「知る前計画」の制度概要と、この制度を上場会社の皆様におかれてどのように活用することが考えられるか、関連して「知る前契約・計画」の活用を含めて各役職員の方に自社株の売買機会を確保するためにどのような観点からの社内ルールの見直しが考えられるかについてご紹介を差し上げたいと考えております。

2 ページ目ご覧いただきますと、目次のようなものがございますが、本日は、今申し上げたような 3 本立てでご説明を進めていくことを予定しております。スケジュールとしては、私からのご説明を 70 分程度させていただきまして、その後、終了予定時間までの間、会場全体での質疑応答を行うかたちで進めさせていただきたいと考えております。

1. 知る前契約・計画の制度及び改正内容

それでは 3 ページ以下、最初に、「知る前契約・計画」の制度及び改正内容というところで、今般新しくできた制度の概要についてご説明を進めていきたいと思っております。

「知る前契約・計画」とは？

4 ページ目をご覧ください。「知る前契約・計画とは」でございますけれども、こちら簡単な例を使ってどういったことができるようになるかをご紹介差し上げたいと思います。時系列に三つイベントを並べておりますが、まず真ん中からご覧ください。2016 年 1 月 15 日にインサイダー情報を入手しました。次に三つ目のイベントで 2016 年 2 月 20 日に売買期日が来たので 1,000 株の買付けを行いました。インサイダー情報を入手して、その後で自社株の売買を行ったという状況がございます。インサイダー情報を知ってした株取引、これはインサイダー情報が未公表の間はインサイダー取引として規制されています。

これが原則的な取扱いではあるのですけれども、時系列で言いますと左端になりますが、このケースでは実はインサイダー情報を入手する前に一定の契約・計画を作成していた。その中で 2016 年 2 月 20 日に 1,000 株の買付けを行う予定であることが記載されていた、という状況がございました。かつその契約・計画のコピーを証券会社に提出しておいた。このような手続きを踏むことによってどのような取扱いになるかという、この売買はインサイダー情報を「知る前」の契約・計画に基づく取引ということでインサイダー取引にならない、インサイダー取引規制が適用されない、という取扱いになることになりました。これが新しくできたいわゆる「知る前契約・計画」の概要でございます。

これまで売買ができなかったケースの例

5 ページ目をご覧くださいまして、これまでは売買ができなかったケースの一例というところをご紹介を差し上げます。こちらの方、上場会社の役職員の方ですが、その勤め先の上場会社では決算発表後に売買可能期間というものを設定して、その間のみ自社株の売買を認めるという運用がされていたという事例としております。

この方が考えたことでございますけれども、「来週になれば売買可能期間になるから、持株会で積み立てた株を少し売っておこう」、このようなことを考えておりました。ところがその次の週が来る前、週末のタイミングでインサイダー情報を入手してしまいました。この場合、この方はインサイダー情報を知ったから売るということを決めたわけではないのだけれども、インサイダー情報を知ってしまったから売ることができない、そういう状況になってしまっていたわけでございます。

「知る前契約・計画」の基本的な考え方

そこで、こういったケースがあるということを念頭に今般の法令改正がどのような考え方に基づいてなされたかが 6 ページの話でございます。基本的な考え方として、先ほどの例の役職員の方はインサイダー情報を知ったから売るわけではないのに、ということを考えております。実際のところ、インサイダー取引規制、そもそもなぜこのような規制があるのか、というところから考えた場合、インサイダー情報、株価に影響を与えるような重要な会社の内部情報を知って、その情報を一般投資家が知る前に、そのインサイダー情報が

公表される前のタイミングで、情報において優位に立っている方の取引を認めてしまうと、そういった情報にアクセスする手段を持たない、そういった情報を知らない一般投資家からしてみると不公正な取引に見える、ズルいという風に思われてしまって、結果的に証券市場に対する信頼が失われてしまうかも知れない。だからこそこういった取引は規制されているわけでございます。ところが、今回、この役職員の方がおっしゃっているとおり、インサイダー情報を知ったから売るわけではない、その前から売るとは決めていたのだ、というようなケースであれば、売買を認めてもよいのではないかと、そこで一定の要件の下でこういった売買を認めようということで基本的な考え方が整理されました。

ポイントは三つでございます。箇条書きの一つ目、知る前に売買が決定されていたことが客観的に明らかになっていけば、後でインサイダー情報を知ったとしても売買を認めても良いのではないかと。知る前に売買が決定されていたことが必要というのが一つ目の基本的な考え方です。ただ、本人がそう思っただけということであると、規制する側の当局などの立場でも証拠がないので判断のしようがない。そう思っただけなら規制をかけないとかたちだと、実際のところ、なかなか規制が行き届かずに証券市場への信頼を保てなくなるかもしれないので、制度上、知る前に売買が決定されていたことは客観的に明らかになっていることが要件として求められることになりました。これが二つ目のポイントです。また、箇条書きの二つ目、規制の潜脱行為を防ぐため、裁量的に売買を行うことは認められない、という考え方も示されました。潜脱行為、規制をすり抜けるような行為として具体的にどのようなものを念頭に今回の要件が設けられたのかということについては後程詳しくご説明しますが、裁量的に売買を行うことは認められない、という基本的な考え方があることだけは今のところご理解いただければと思います。

「知る前契約・計画」の要件

これらの考え方を要件に落とした内容が次の7ページの内容になります。知る前契約・計画の要件ですが、まず一つ目の要件は知る前に作成した契約・計画に基づく売買であること、二つ目の要件が知る前にその契約・計画の写しが証券会社に提出されていること、三つ目が契約・計画の中で売買の期日、期日ごとの売買の数量又は総額が定められているか、期日・数量等を決定する裁量の余地がない決定方法が定められていること。この三つが求められる内容の概要となっております。詳しくはこの後ご説明していきますけれども、二つ目の要件、こちらが知る前契約・計画がインサイダー情報を入手する前に存在していたのだということを客観的に明らかにするための要件、三つ目の期日・数量等の定めが必要であるという話が裁量的な売買を認めないための要件という風に、大まかなところではご理解いただければと思います。

先ほどのケースでの「知る前計画」の利用

このような要件の下で先ほどのケースではどのような対応ができるようになるかが、8ペ

ージの内容になります。先ほどのケースでの「知る前計画」の利用ということで、来週売買可能期間になるからそこで株を売ろうというところを考えたところで、要件に則って売却期日と数量を決めて計画を作成し、証券会社に提出をしておく、その証券会社に提出した後にインサイダー情報を入手しても知る前に作成した計画どおりに売却をすることができる、このような対応が可能となったということでございます。

証券会社への提出の意義

今申し上げた流れのなかでこの役職員の方、証券会社に作成した計画の写しを提出したわけでございます。9 ページ、証券会社への提出の意義でございますけれども、証券会社に提出したときに何も言われなかったからこれで大丈夫と考えてしまうかもしれませんが、これは正しくない。どういうことかと申しますと、この証券会社への提出というのはあくまでインサイダー情報を知った後に日付をバックデートするようなかたちで「知る前契約・計画」がねつ造されることを防ぐための要件だということであり、証券会社に求められているのは基本的には提出日を確認するということと、その提出日に提出された内容がどういったものかを後で検証できるよう、写しを保管しておくことまでです。内容が法令の要件を満たしているかどうかまでのチェックは、少なくとも今のところ、求められていない状況です。ですので、証券会社への提出は要件に入っているのだけれども、内容のチェックをしてもらえるから大丈夫だという考え方をすることはできず、作成する側で要件を満たしているかどうかの確認をする必要が出てくるということでございます。

「知る前契約・計画」の要件（キーワード）

10 ページにあらためて要件を載せておりますけれども、幾つか要件の中でポイントとなるキーワードがございますので、そちらを赤字で表示しております。一つ目のキーワード「知る前」とはこういった意味なのか、①の要件の中で「契約・計画に基づく売買」であるという要件が入っているが、この「基づく」というのがこういった考え方かというのもポイントになってまいります。また、③の要件の中、契約・計画で定めなければならない事項のところの「期日」の定め方、あるいは「数量又は総額」の定め方、それと期日や数量又は総額を定める「裁量の余地のない方式」というのはこういったものなのか、この五つのキーワードを中心に制度概要を少し掘り下げてご紹介させていただきたいと思っております。

「知る前」の意義

11 ページをご覧ください。「知る前」という言葉の意義でございます。結論は下 4 行に書いているのですが、まずは事例を通じてご説明したいと思います。

こちらほぼ最初にご説明した「知る前契約・計画とは」というところに載せたタイムラインと同じような話なのですけれども、12 月 15 日に契約・計画を作成して 2 月 20 日に 1,000 株を買い付ける予定を立てました。その契約・計画の写しは証券会社に提出しました。こ

こまでは一緒なのですが、実はこちらのケースではその作成時点、証券会社への提出時点で、インサイダー情報 A を保有していました。インサイダー情報 A との関係では知る前の要件を満たさなさそうに見えますけれども、続けます。こんどは証券会社に提出した後に別のインサイダー情報 B を 1 月 15 日に入手しました。インサイダー情報 B との関係では、この契約・計画は知る前に作成されたと言えそうです。それで 1 月 30 日のところ、このタイミングでインサイダー情報 A は公表されました。適時開示されたとお考えいただいても結構です。これによって、もともとインサイダー情報 A というのは未公表の重要事実または公開買付け等事実であったのですけれども、公表されたことによって、それを知っていても取引しても構わない、つまりインサイダー情報ではなくなったという状況になりました。その後、売買期日 2 月 20 日になりましたので予定通り 1,000 株を買い付けたという状況を考えます。この場合には実際に 1,000 株の買付けを行っているタイミングで知っているインサイダー情報は B だけですので、そのインサイダー情報 B との関係では「知る前」に作成した契約・計画に基づく売買ということで、このような売買は適用除外の要件を満たすという風に考えられます。

結論です。売買時に知っているインサイダー情報を知る前であれば良い。こちら金融庁・証券取引等監視委員会の方でもそのような旨を Q&A で考え方を示されております。したがって、この制度は知っているインサイダー情報があるとしてもそのインサイダー情報の公表後の売買を事前に計画するというかたちで利用可能である。「知る前契約・計画」という名前ではあるのですけれども、その契約・計画が作成された時点でインサイダー情報を知っていても構わない。ただし、その時点で予定することができるのは、あくまで証券会社に提出するまでに知っていたインサイダー情報が公表された後の売買である。このような考え方になるわけでございます。

「期日」の意義

次の要件に参ります。12 ページです。「基づく」の話は少し後回しにさせていただいて、契約・計画の内容のうち、まずは「期日」の意義でございます。結論として、特定の具体的な日付を定めるのであれば問題ないのだけれども 1 日を超える期間や期限を定めるだけでは足りない、というのが基本的な考え方になります。例を幾つか並べさせていただいておりますが、「2016 年 2 月 25 日」というような具体的な日付を定めるのであれば問題がないけれども、例えば「3 月 31 日まで」と期限だけを定めたり、「5 月 16 日から 5 月 31 日」と期間を定めるだけでは足りません。では 4 つ目の事例はどうかというと「2016 年の毎月 20 日」、こちら毎月 20 日にそれぞれ売買を行うということで定めるのであれば、特定の具体的な日付を複数定めているかたちになりますので、このような定め方であれば問題ないという考え方になっております。

では、こういった具体的な日付以外にどのような定め方が考えられるか。二つ例を記載させていただきます。「2016 年 4 月 1 日以降、東京証券取引所における終値が初めて

〇円を超えた日の翌営業日」というような定め方で、このようなものは期日を決定する裁量の余地がない方式として認められる。同様に売買をする方におかれて期日について裁量の余地がなければ良いということで、証券会社等に売買の期日を一任すると、こちら信託銀行というケースもあろうかと思えますけれども、そういった取扱いも認められるという風な考え方が示されております。そこで考え方として一つ問題になりそうなのが一番下「インサイダー情報 A が公表された日の翌日」というような定め方は認められるのかどうか。こちら先ほどの知る前の意義と照らし合わせて考えると、計画を立てた時点、契約を作成した時点で知っているインサイダー情報があるのであれば、その公表後の売買が認められるのだから、それが公表された日の翌日あるいは適時開示された日の翌日という風な定め方は一つ検討に値しそうですが、こちらについては留意点がございます。

期日を決定する「裁量の余地がない方式」

次の 13 ページをご覧ください。「期日を決定する『裁量の余地がない方式』」というときの、特に「裁量の余地」についての考え方ですね。一定の条件をつけてその条件を満たす特定の日を売買期日とする方式を定めることは可能というのが基本的な考え方なのですが、ただし、一定の条件をつけてその条件を満たす日と定める場合には、その条件が意思決定により満たされる場合、その意思決定に関与する者にとって裁量の余地がないか疑義が生じてしまうということがございます。ピンと来ないかも知れませんが、例えば、公表、適時開示と言い換えても良いかも知れませんが、ある重要案件があるとしてそれをいつ開示するかというのは自動的に誰かが決めてくれるわけではありません。上場会社の内部でこれをいつ開示するかということは決定するという流れがあるわけです。それは担当役員の方が決めるのかも知れない、取締役会で決めるのかも知れない、いずれにしても何らかの意思決定があって決められるということは、その意思決定に関与される方にとっては、裁量の余地がないとは言えない。売買をするために公表期日をいじるというのは、ほぼ有り得ない話かなとも思うのですけれども、裁量の余地がないと言えるかといえば、裁量の余地がないとは言えないのではないかと、というのが問題になってくるということがございます。こちら同様の考え方が、今回の本制度を新たに創設するにあたって行われたパブリックコメントに対する金融庁の考え方というところで考え方が示されております。こちら金融庁ウェブサイトで公表されておりますが、このように公表の期日を条件付けにを使って売買の期日を定める場合について、公表の期日の決定に関して裁量を有する者については売買等の期日に関しても裁量を有することとなるという考え方が示されております。ですので、言ってしまうと公表の期日の決定に関与される方にとっては「裁量の余地がない」の要件を満たすか疑義が生じてしまうのでこういった日付の定め方は使えない、ということにご留意いただく必要があるかと思えます。これは公表の期日に関わらず、記載したとおり条件が意思決定により満たされるような場合についてはその条件付けというのは日付を決定する方式として使えない可能性があるということです。

「数量又は総額」

期日に続きまして「数量又は総額」を定めなければいけないというところですが、14 ページになります。数量又は総額の定め方については、先ほど要件のところにも記載したとおりなのですが、「期日ごとに」売買の数量又は総額を定める必要があるというところが一番の留意点かなと考えております。具体的には、1 回だけの売買については 1,000 株を買い付けるとか、売り付けるとか、或いは総額 100 万円買い付けるとか、そういったかたちで定めることは差し支えがないけれども、1 株以上 100 株以下の範囲でというようなかたちで裁量の余地が生じてしまうような定め方は認められない。このような考え方になっております。例では書いておりませんが、何らか数式などを用いて裁量の余地なく決まるようなかたちが設定できるのであれば、そういった定め方も問題はありません。また、先ほど複数の期日を定めることは可能という話を差し上げたのですが、その場合でも期日ごとに売買する量を定めなければいけないということで、具体例として書かせていただきましたが、「2 月 1 日から 2 月 29 日まで毎営業日」と定める場合にはその毎営業日 100 株を買い付ける或いは売り付けるというかたちで期日ごとに定める必要がございます。言い方を換えると、2 月 1 日から 2 月 29 日まで毎日売買を行うのだけれども数量・総額については全体で総額 1 億円とか或いは全体で合計 10,000 株とか、そういった定め方は認められないということになっております。

契約・計画に「基づく」売買

次の要件というところで先ほど飛ばさせていただいた「基づく売買」というところの要件についてお話を差し上げたいと思います。15 ページです。順番前後しますが、本文 4 行目ところで括弧書きを書かせていただきました。法令上の文言では「契約の履行」あるいは「計画の実行」として売買を行う必要があるという要件が定められております。法令上は「基づく」という文言ではなくこの二つの文言であります。説明の便宜上、元のままだと長いので、簡略化のため「基づく」という言葉で呼ばさせていただきます。

これはどういった要件か。先ほど期日や数量等について裁量の予定がないように定める必要があると申しあげましたけれども、それと同様に契約・計画の内容を恣意的に実行することも認められない、というのが基本的な考え方です。その結果どういったことが認められないのか。これが例で示したところで、10,000 株を買う計画でしたけれども株価が今後とも下がりそうなので、今買わなくても良いかな、と考えて 1,000 株だけ買い付けました。契約・計画では 10,000 株買うと決めていたのを一部だけ実行する、これは恣意的な実行だという考え方になっております。では次はどうかというと 1,000 株しか買わなかったことは変わらないのだけれどもストップ高で売買が成立せず 1,000 株しか買えなかった。このケースは恣意的に 1,000 株だけ買ったという話ではなくて、1,000 株しか買えなかったという状況ですので、「基づく」売買であることが否定されるわけではないという考え方にな

っております。ただ、可能な限りは契約・計画のとおりに売買をしないと契約・計画に基づく認められない可能性があるため、恣意的にならないように、言い換えると一部執行ということは基本的に認められないと押さえていただくことが肝要かと思えます。

契約・計画の中止・撤回

次の 16 ページの話でございます。一部実行や一部中止はダメなのだとして、全部中止・撤回するのはどうかという点ですが、中止・撤回をして売買をしないことは原則として認められるという考え方が示されております。このため、似たような例ですが、10,000 株を買い付ける計画だったのだけれども予定よりも株価が高くなってしまって予算オーバーなので買付けを全く実行しなかった。こういった場合であれば、特に問題はない、認められるという考え方が示されております。ただし、先ほど申し上げたとおり、一部中止は「基づく」売買であるとの要件を満たさない可能性があるというのが一つ、もう一つは新しく申し上げることとなりますが、複数の契約・計画を立てておいて、その一部だけを実行あるいは中止するという場合は、そもそも「裁量の余地がない」方式により売買の条件が定められているという要件を満たさない可能性があるという問題がございます。

売買の中止が認められないケース

このように申し上げるとピンとこないと思いますので次のスライドを使ってご説明します。17 ページをご覧ください。売買の中止が認められないケースとして、二つ例を掲げさせていただきました。一つ目の例は複数の期日、具体的には毎月 15 日に 1,000 株の買付けを行う計画を立てていたケースで考えていた場合に 1 月は買付けを実行した、2 月は中止した、3 月は実行した、というようなかたちで、各期日で見れば全部やるか全部やらないかのどちらかを守っているとも言えそうなのですが、こういった場合についても契約・計画の一部しか実行していないので基づくとは言えないという考え方になっております。これはどういうことかということ、それぞれのタイミングで計画を作成した後に知ったインサイダー情報があるという場合に、1 月は今後株価が上がりそうだから買った、2 月は今持っている重要事実が公表されたら株価が下がりそうだから今買うのは損だということでやらなかった、3 月はその重要事実が公表されたのでまた 1,000 株を買った。こういうことを認めていってしまうと、要するに事前に計画を立てておいてその一部だけを実行するかたちで、インサイダー取引を合法的にできてしまうのと実質的に近い状況になってしまう、これは困るということで一部実行は複数の期日の売買であろうとなかろうと認められない、このような考え方になっているわけです。

下の例はもう少し極端な例で、2016 年 1 月 14 日以降、毎営業日に、1,000 株を買うという計画と 1,000 株を売るという計画を両方立てておいた。そこで 1 月 14 日は買付けをします、1 月 15 日は売付けをします、14 日の売付けの計画、15 日の買付けの計画をどうするかということ実行しない。これは全て別々の計画なので全部実行か全部止めるかのどちらか

でやっていますよというような弁明があり得るかも知れませんが、こういった場合までいってしまうと最早「基づく」売買ではないというレベル感ではなく、そもそもこの計画自体は売買条件が「特定されている」とか、あるいは「裁量の余地がない」方式により決定されるというような要件を満たさないのではないかと、こういう考え方が示されているわけでございます。こういった潜脱的、規制をすり抜けるようなかたちでの「知る前契約・計画」の利用はできない。そのために基本的に一部実行が認められていないというような考え方で押さえておいていただければと思います。

契約・計画の修正・変更

18 ページは少しマイナーな論点になりますが、契約・計画の修正・変更は認められるかでございます。こちら修正・変更をする場合にはその契約・計画を一度中止して新たに定めなおすのと同じ取扱いになるという風に押さえておいていただければと思います。つまり、修正・変更をした時点で改めて「知る前契約・計画」の要件を満たし直す必要がある。売買期日や数量を定め直す必要があるのと同時に証券会社への提出の手続きについても改めて行う必要があるということになるわけでございます。

「知る前契約・計画」の制度概要（まとめ）

以上、申し上げましたところをスライド一枚にまとめさせていただいたのが 19 ページの内容でございます。「知る前契約・計画」の制度概要、まず一つ目の要件は売買の期日・数量の計画を決める。こちら契約の中で定めるのでも結構です。その写しを証券会社に提出しておく、その証券会社に提出するまでに知っていたインサイダー情報が公表された後であれば、証券会社への提出の後に別のインサイダー情報を知ったとしても計画通りの売買を実行可能である。このような制度だとまとめることができるかと思います。

留意点が二つございまして、まず一つ目、計画は全部実行するか、全く実行しないかのどちらかにしないと適法性に疑義が生じてくるというところが留意点かと考えております。これは先ほど申し上げたとおり複数計画を立てた場合であってもその一部だけを実行するというのが問題視される可能性があるということでございます。もう一つの話ですけれども売買の期日や数量は計画によって裁量の余地がなく決まる必要があるということです。言い換えると一つ目の箇条書きのところでは売買の期日・数量の計画を決めてという書き方をしたのですが、ここを具体的な日付と具体的な数量をもって計画を立てておけばこの要件については特に問題にならないが、諸々のニーズに応えようとするとなんらかの条件が満たされた場合にその翌営業日に売買を行うとかそういったかたちで定めたいというケースは出てくるのではないかと思います。そういったケースでは、先ほどご説明したような考えに基づいて裁量の余地なく決まる必要があるという要件を満たす必要があることにご留意いただければと思います。以上、「知る前契約・計画」の制度概要でございます。

2. 「知る前契約・計画」の活用例

それでは二番目のパートに移りまして、20 ページ以降で『知る前契約・計画』の活用例に進んで参ります。

21 ページをご覧ください。「知る前契約・計画」の活用例について、例をいくつか箇条書きで挙げております。「役職員個人によるもの」を3つ、「上場会社によるもの」を3つということで挙げておりますが、「上場会社によるもの」の3番目につきましては、M&A や資本・業務提携であるとか、取引特有の問題点が生じる可能性はありますが、時間の関係もございまして本日の説明からは割愛させていただきます。ちなみにこちらの活用例の展示内容は、スライド下部に記載しておりますが、本件法制度の立案担当者が商事法務に寄稿した、いわゆる立案担当者論文と理解されるものでございます。本日の説明内容も多く引用させていただきますので、ご参考までに紹介をさせていただきます。

持株会が規制の適用除外となる場合の整理

それでは22 ページをご覧ください。まず、持株会関係での活用ですが、22 ページの内容は知る前契約・計画の利用例という話ではございませんで、知る前契約・計画の制度ができる前に生じていた問題点を整理したものでございます。スライドにありますとおり、「持株会を通じた『買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合』」にはインサイダー取引規制の適用除外とするということで、かみ砕いていえば、持株会を通じた定時・定額の買付けについてはインサイダー取引規制がかからない、という今までも存在したセーフハーバーがございました。この関係で生じていた問題点として、1つ目「買付けの時期や口数等に裁量が働かない必要がある」というものが、インサイダー取引規制の法制度自体ができたときから考え方としてございまして、立法時の立案担当者の解説などを見ていると、重要事実を知った後に行われる口数の変更は適用除外に該当しないという考え方が示されておりました。ですので、保守的に運用されている会社様などはこの要件を忠実に守って、口数変更や新規入会について、あくまで重要事実を知らない間だけ認めるような形で運用されていると聞いておりまして、逆にそのような形で制限がかかっているということでございます。2つ目が、持株会を通じた買付けについては適用除外があるものの、売付けについては適用除外が無いということです。特に問題になっていたのが、会社を退職されるなどして退会した際に、単元未満株について、今後それが増えることは無いため、売却するなりして処分したいのだけれども、インサイダー規制が適用されることから、処分がなかなかできないこともあったと聞いております。

持株会での「知る前契約・計画」の利用例

これらの問題点に「知る前契約・計画」を利用して対応できるのではないかと、ということで23 ページでございます。タイムラインに示した具体例は、出資口数の増加でございます。来年の1月25日の買付分から出資口数を10口に増加させるということで、申請書を作成

し、コピーを証券会社に提出するという手続きを踏む。実は持株会関連ではもう一つ手続きが必要になりますが、それは後ほど説明いたします。こういった手続きを踏むことによって、既知のインサイダー情報が公表された後であればとの条件は付きますが、申請書を証券会社に提出した後で新たな重要事実を知ったとしても、口数を増加させて良い、口数を増加した後の買付けを進めて良いということになるわけでございます。ここでは口数の増加について書いておりますが、新規入会や口数変更一般について同様に利用することが考えられます。また、同様の立てつけで、今度はその持株会の適用除外とは別の適用除外である「知る前契約・計画」の要件を満たす形でこのようなことを行うことができるのは買付けだけに限定されませんで、退会時の単元未満株の売却等の持ち株の売却の場面でも「知る前契約・計画」を利用することが考えられます。これらの利用法を検討していくうえでの留意点を次のページ以下でご説明差し上げます。

持株会に関して利用する場合の留意点（新規入会・口数変更）

24 ページ、まずは新規入会や口数増加の観点で利用する場合にはどのような留意点があるかというところですが、口数増加等の計画は、役職員の申請と持株会規約が一体となって構成されるものと考えられる、ということです。少し補足しますと、あくまで適用除外の対象となるのは、持株会を通じた買付けでございます。では持株会に口数を増加しますと申請書を出した時に、その申請書だけで計画が完結しているかということ、そうではございません。その口数増加の効力が発生した場合、持株会規約に従った形で買付けが進められていくわけで、その際の売買の総額や数量は規約によって初めて定まります。そういった意味で、持株会規約も「知る前計画」の一部をなすものですから、持株会規約も証券会社に提出する必要があるということになります。

また、2つ目のところで、後ほどご紹介しますが、「知る前契約・計画」は書面で作成し、その書面の写しを証券会社に提出する必要があります。仮に、今回利用を考える持株会の仕組みというのを、会社全体として持株会事務局で対応を進めていこうと考え、持株会事務局の方で持株会に関する「知る前計画」を取りまとめて証券会社に提出する実務運用をした場合に問題となる点として、スライドにありますとおり、証券会社に計画を提出するまでに知ったインサイダー情報との関係では「知る前」とは言えないということがポイントとなります。先ほど要件のところでご説明したとおり、計画の作成時点で知る前の要件を満たしていれば足りるわけではございませんで、証券会社への写しの提出時点でも「知る前」の要件を満たす必要がございます。ですので、場合によっては、事務局の方で申請書を取りまとめて証券会社へ持っていく前に、対象の役職員の方がインサイダー情報を知ってしまう可能性がございます。そのリスクを回避するためには、早期に証券会社に申請書を提出しておく必要性がありますが、それが実務運用として対応可能かどうか、事務局に五月雨に提出される計画を取りまとめて証券会社に持っていくことを、それだけ早期に対応することがどこまで可能かどうかについてお考え頂く必要があるかと考えております。

持株会に関して利用する場合の手順例

今申し上げたポイントをまとめて、手順例として記載したものが 25 ページでございます。まず、持株会規約は「知る前計画」の一部を構成するものとなりますので、証券会社がそのような対応が可能かどうかは別途証券会社にお尋ね頂く必要がございますが、証券会社に持株会規約を先に提出しておく。その次に、役職員からの新規入会・口数変更の申請があった場合には、その申請書が知る前計画の要件を満たすように、申請日、これは知る前に申請していることを記録として残すのと、法令の定める要件である買付け開始月と口数を明確にしておく。これは売買の期日、売買の数量または総額という要件に対応する形で申請書に明記しておくことが肝要かと思えます。その上で、申請書を証券会社に提出する流れになりますが、こちらについては取り扱いがいくつか考えられるかと思えます。持株会関連業務ということで事務局のほうで取りまとめて行うのであれば、実務上対応可能な範囲でかつ早期に提出するという流れを維持するために、例えばですけれども、証券会社に提出するのはあくまでインサイダー情報を持っていると会社の方で認識している人だけにするような形で区別をするようにしておくとか、あるいは、提出を受け付ける時期を限定してしまい、この期間に提出してくればこの日に証券会社に出しに行くことにして、それまでにインサイダー情報を知ってしまった場合には適用除外という形では売買できない、といったように決めてしまうとか。このように、ある程度の形を決めてしまったうえで対応することも 1 つの選択肢だろうと思えます。あるいは、事務局を通さず、各役職員のほうで証券会社に提出させるということも考えられますが、それが現実的かどうか、使い勝手がいいかどうかという点についてはご検討頂く必要があるかと思えます。最後に、新規入会、口数変更後の買付けを開始するということになるわけですが、先ほどもご説明したとおり、証券会社への提出時までには知っていたインサイダー情報の関係では「知る前」の要件を満たしませんので、そのインサイダー情報が公表された後でないと、口数変更後の買付けができない可能性があることにもご留意いただく必要があると考えております。

持株会規約の修正・変更について

口数変更や新規入会については以上ですが、それと関連するところで、持株会規約に関して。計画の一部を構成する場合に証券会社に提出する必要があるというのはわかったのだけれど、では、修正や変更などの改正が入った場合にどうすればよいのかというところ、26 ページです。あくまで、買付けの期日や数量に影響しない修正・変更なのであれば、改めて証券会社に提出する手続きは不要、というのが金融庁からも示されている考え方でございます。少し噛み砕きますと、要は、持株会規約の全体が「知る前計画」の一部を構成するということではございませんで、毎月の何日に買付けを行うなどといった、買付けの期日や総額・数量に関わるところが「知る前計画」の一部を構成するという考え方ができるということございまして、それと無関係なところであれば、規約自体に変更があった

としても、それは「知る前計画」の変更には該当しないと考えてよい、ということでございます。

退会処理に利用する場合の留意点

27 ページに参りまして、退会処理に利用する場合の留意点ですが、こちらについては前提として、持株会規約に定める必要はないというのがひとつあるかと思えます。持株会の適用除外とは別の枠組みで事前に計画を立てればよいのであって、持株会規約で定める必要があるわけではないのですが、利用できる役職員の方にはそのまま利用してもらおうということで、持株会規約で定めることも考えられます。売却と買増しの両方が可能と定めてしまうと、裁量の余地があるとの疑義が生じてしまいますから、例えば、売却についてだけ定める。その場合には、退会時に売却する数量を、例えば、単元未満株すべて、もう少し制限を付けるのであれば、持株会を通じて入手した株式のうち単元未満の部分といった定め方も可能かと思えます。このような定め方であれば、直前に口数変更などが行われていない限り、裁量の余地がないと認められるケースがほとんどだろうと思えます。

あとは売却期日を定めるわけですが、その売却期日の定め方のところでも裁量の余地が無いように、というのが大きな注意点かと思っております。例を 2 つ示させて頂いておりますが、就業規則に定める定年退職の日の翌月の 20 日、というような定め方。定年退職日は基本的にひとりにつき 1 日、1 箇所にとまりますので裁量の余地がなさそうです。一方で、もう少し広げて、持株会規約に定める会員資格を失った日の翌月 20 日という定め方はどうか。これは基本的にすべての会社で認められないのではないかと考えております。期日の例の下の部分ですが、例えば、自己都合退職の日は本人が裁量を有すると考えられるおそれがあります。通常、役職員持株会については、その地位にあることというのが在籍要件になっているはずですので、自己都合退職の場合には退会扱いになるのが通常かと思えますが、その場合に自己都合退職の日というのを本人が決めることができないかという、むしろ本人が決めるものになるわけです。株を売るために会社を辞めるわけではないでしょうが、裁量の余地が働いてしまうというところがございますので、会員資格を失った日を基準にするということは全般的に行うことができないと思われれます。ですので、会員資格の喪失事由のうちの裁量の余地が働かないと考えられるところ、具体的などころで言えば定年退職の日、役員の方で言えば任期満了の日というような形で、裁量の余地が無いように定める必要があるだろうと考えられます。以上が持株会関係のご説明でございました。

役員就任時の「知る前契約・計画」の利用例

続いて 28 ページ、役員就任時の「知る前契約・計画」の利用例というところです。昨今、役員も株主目線での提案をすべきだ等の要望があるというところで、役員に就任するタイミングである程度の株式を持っておきたいというニーズがありますが、特に、従業員から役員に就任されるケースですと、役員に就任する前からインサイダー情報に多く接するよ

うな立場にいらっしゃって、その結果として、役員に就任した後の自社株を取得することが長期間できないというような問題が生じていたと聞いております。その問題への対応として、細かいところまでのご説明いたしません、例えば4月に役員候補に選任されたタイミングで、6月の株主総会の後、7月から9月に毎月20日に1千株ずつ買い付けるという計画を作って証券会社に提出するというのをしておく。実際に買付けのタイミングまでに既知のインサイダー情報が公表されたという前提は満たした上で、計画どおりの買付けを行っていくというように対応することは可能であろうと考えております。

個人による「知る前計画」の決定

このような形で、個人が「知る前契約・計画」を作るうえで何か決まりはあるのか、あるいは、どういった計画を作らなければならないのか、というところが次の29ページでございます。先ほど口頭では申し上げましたが、「知る前契約・計画」の決定の際には、紙の書面の作成が必要とされております。法令上の定めには様式などはございませんので、法令の要件を満たすように計画書を定めておくというのが唯一の留意点であると考えております。決定の日、こちらは「知る前」の要件を書面上でも確認できるようにしておくというのが1つですけれども、その他、売買の期日、期日ごとの売買数量・総額の決定方法を明記するのがポイントかと考えております。法令上求められている記載事項は実はあと2つございまして、1つは売買する銘柄です。あとは、売なのか、買うのかの売買の別を記載することが求められております。注意すべき記載事項として、特に期日と数量・総額について繰り返し申し上げておりますが、この2つも明記する必要があります。

役員就任時の買付けに利用する場合の留意点

様式は特に決められておりませんので、法令の要件に従って計画を立てれば良いという話ではあるのですが、では具体的に役員就任時の買付けに利用する場合の留意点として何かあるか。30ページです。先ほどの例で言いますと4月に役員候補になり、5月の時点でその方が知っているインサイダー情報がすべて公表されたというケースでしたのでうまく回っていたのですが、実際には、役員候補となることが決定した時点で計画を作成する場合には、その時点で知っているインサイダー情報の公表が、役員就任時と言えるような時期に間に合うかどうか1つ課題になるだろうと考えております。例えば、役員候補に選ばれた時に知っているインサイダー情報が長期プロジェクトで、公表までに2年、3年かかるというようなものだったりすると、「知る前計画」をその時点で立てたとしても、2年か3年後にその時点で知っているインサイダー情報が公表された後でなければ売買できない、つまり、「知る前契約・計画」を利用できない、ということも考えられるわけでございます。

このような場合を想定すると、対応としては2つの方向性が考えられると考えております。1つ目の方策は、そのような計画を、役員候補となることが判明した時点ではなく、もっと前倒しで早期に作成するということかと思えます。ただ、役員候補に選ばれていない中で、

役員候補になったらという計画をいつ誰が作成するのか、と考えるとなかなか難しいところがあるのではないかと思います。もちろん、個人の考えとして自分は役員になるだろうと考えて、自主的に計画を立てておくことも考えられるかもしれませんが、なかなかそれを会社として勧めたり強制したりするのは難しいと考えられます。そうすると 2 つ目の方策、役員就任時に役員持株会に一定の口数で入会することをあらかじめ社内規則に定めておくことも選択肢となり得るかと考えております。個人ではなく会社として計画を作っておくという方向性です。こちらにもいろいろな方法があるかと思いますが、例えば、役員持株会の規約の中で定めておくのも 1 つの方法論としてあり得るでしょうし、あるいは、問題になるのが主に従業員出身で役員になられる方ということでもありますので、そのような場合に、従業員持株会の口数と同様、あるいは、2 倍、3 倍でも良いかもしれませんが、一定の口数で役員持株会に入会することも 1 つの方法論としてあり得ると考えております。

ストックオプション行使時の「知る前契約・計画」の利用例

31 ページ、役職員本人による利用例の 3 つ目として、ストックオプション行使関係についてご説明差し上げたいと思います。新株予約権を行使することによって株式を取得する行為については、今回の法令の改正前からインサイダー取引規制の適用除外として定められておりました。そのため、ストックオプションを行使して株式を手に入れるという行為は問題が無かったのですが、肝心の手に入れた株式を売るタイミングではインサイダー取引規制が適用されますので、狙ったタイミングで売れず、株価が下がったタイミングで売ることになるかもしれないということで、そもそもストックオプションの行使が躊躇されるという状況もありました。あるいは、税制非適格のストックオプションに関しては、行使したタイミングで課税がなされる場合があり、事前に資金を準備するのに株を売りたいのだけれどもインサイダー情報があるから売れず、結局、ストックオプションを行使すらいけないという状況もあったと聞いております。そこで、そのような場合に備えて「知る前計画」を作成することが考えられますというところで例を書かせて頂いております。内容としては、先ほどの役員就任時のものと似たような話ではありますが、2016 年 4 月 15 日に 1 千株を売り付けるということで計画を立てて証券会社に提出する。そして、既知のインサイダー情報が期日より前のタイミングで公表されたので、ストックオプションを行使して計画通り株式を売却する。このような形で利用すれば、証券会社に計画を提出した時点で知っているインサイダー情報が公表されれば、その後で、新たなインサイダー情報を知ったとしても売買が可能という状況になるわけでございます。

ストックオプション行使時の売却に利用する場合の留意点

このような利用をする場合の留意点、32 ページですが、ストックオプションの行使に関連してということになると、ストックオプションの行使日と取得株式の売却日を関連付けて定めたい、その方がわかりやすいとお考えになるケースがあるかと思いますが、その場

合には、行使日を裁量の余地がないよう定める必要があるというのが留意点でございます。どういふことかというのが次の段ですが、売却日を行使日の○営業日後と定めたり、取得株の口座入庫日の翌営業日と定めたりした場合には、権利行使日を動かすことで売却期日を動かせる状況では、裁量の余地が無いとは言えないということになってしまうわけです。ですので、このような定め方をしておいて、なおかつ裁量の余地が無いと言えるためには、ストックオプションの行使日について裁量の余地が無いように定める必要が出てくるわけでございます。続いて 2 つ目の留意点です。こちらは価格のところ、売却する価格については「知る前計画」で定める必要があるわけではないのですが、要はどのタイミングで売れば利益が出やすいかを考慮したうえで、具体的には丸括弧の部分ですが、○月○日以降、初めて東証での終値が△円になった日の翌営業日などというような形で定めておく。その日にストップオプションを行使するというのであれば、売却日を東証での終値が△円になった日の○営業日後、などというように定めておくことも考えられるかと思われまゝ。ただし、下部にも記載しておりますが、株価動向によって条件が成就しない可能性もあるということには注意が必要かと考えております。何かと言いますと、ストックオプションというのは行使期間があるものでございますので、場合によっては行使期間中にその条件を満たさないケースが出てこないとは限らないものですから、その点についても注意をして計画を立てるということがポイントかなと思います。

その他の役職員による売買への利用例

33 ページはその他の役職員による売買への利用例というところで、私どもがよく相談を受ける事例の中から 1 つ、このような場合にも利用できるということをご紹介させて頂きたいと思っております。今回の「知る前契約・計画」の制度は、将来の一定の日と売買する数量を定めておけば利用可能な制度ですので、将来への備えとして「知る前計画」を定めておくこともできるのではないかとこのご提案のような話でございます。具体的には、子供の大学進学費用です。「入学金でまとまったお金が必要で、手持ちの株を売って準備したいが、インサイダー情報を知ってしまっている。株価が高いから売りたいというわけではないのだけれど、それは問題ありますか」という相談をよく頂いておりました。こちらについて、インサイダー情報を知っている限りはインサイダー取引になってしまいます、と回答せざるを得ないという状況がございました。そのような形で、株を売りたいというタイミングがある程度見えている、予定が立っているのであれば、それについて事前に計画を立てておくことによってインサイダー取引規制との関係でのリスクを回避しておく、という利用の仕方も考えられるのではないかとこの話でございます。ただし、いろいろな場合に備えようということで複数の計画を立ててしまった場合には、その一部中止あるいは一部実行するということが適合性に疑義を生じさせる結果になる可能性もございますので、そこについては留意が必要かなと考えております。以上が役職員個人についての活用例のご紹介でございました。

自己株式取得に関して生じていた問題点

34 ページからは上場会社での利用の仕方ということで、2 つ例をご紹介させて頂きたいと思えます。まず、自己株式取得に関して生じていた問題点で、こちらは法令の改正前に生じていた問題点というところで長々と書かせて頂いておりますが、自己株式取得については、上限何株まで買うという枠の設定をしたうえで売買の期間も定め、その公表を行っておくという要件を満たせば、具体的にいつ何株買うかといった個別の取得の決定についてはいちいち開示をしなくても売買することができる、という形での適用除外があったところです。問題は、自己株式取得以外のインサイダー情報が存在する場合に、この適用除外が利用できないというところでした、後で他のインサイダー情報が発生してしまっても売買を継続するには信託方式や投資一任方式を利用する必要があった、あるいは、そのような備えをしていないと他のインサイダー情報を知ったところで自己株式取得を止めなければならないという問題が発生していたというところがございます。

自己株式取得での「知る前契約・計画」の利用例

こういった場合への備えとして「知る前計画」を利用できるのではないかとということで、活用例が次の 35 ページでございます。例えば来年 9 月に計画を作る場合、9 月 12 日から 10 月 11 日までの 1 か月間、毎営業日 1 万株ずつ買付けを行うという形で計画を立てて証券会社に提出しておきます。前提として、自己株式取得に係る事項の決定、つまり、先ほど申し上げた取得期間と取得する上限の株式数等について取締役会決議等をしたうえで公表を行っておく必要があるわけですが、その前提の下でこのような計画を作成し証券会社への提出をしておけば、自己株式の取得を進めている間に他のインサイダー情報を知ったとしても、そのまま引き続き計画のとおり売買を進めていくことが可能であるというような利用の仕方が考えられると思えます。

法人による「知る前計画」の決定

次の 36 ページは、「知る前計画」の決定というけれど、それは取締役会決議が必要ですか、という疑問に対するご説明です。こちらについては取締役会決議が必須とはされておりません。例えば、自己株式の取得に関して言いますと、権限分掌規程に定めているというよりは、取締役会の方で取得額と期間を設定したタイミングで、代表取締役の方に個別の売買については委任するというような取扱いをされている会社様が多いかと思えますが、そういった形で権限移譲がされているのであれば代表取締役の方が決定をすれば足りる、そういった形で意思決定をする権限を有する方が決定をすれば足りるということになります。また、書面を作成する必要がありますが、書面の様式についての制限は無いということで、自己株式取得の場合は難しいかもしれませんが、株式の取得という観点から言えば稟議許可書など社内書類でも良いという考え方が示されております。社内書類の記載事項によっ

ては、証券会社に提出するのが適切かという問題はあるかもしれませんが。記載事項の注意点については、個人の場合と同様ということで説明は省略させていただきます。

自己株式取得のために利用する場合の留意点

37 ページ、自己株式取得の話に戻りまして、自己株式取得のために利用する場合の留意点でございますが、自己株式取得については規模が一定以上になりますと、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の中に定めがあるのですが、相場操縦にならないように自己株式取得については金融商品取引法令の中で一定の制約がかかっておりまして、特に取得する株式数の上限の設定などもあるものですから、基本的には複数の期日に分けて実行していかざるを得ないという状況がございます。ToSTNeT を利用する場合は別かもしれませんが、基本的には複数の期日にわたって行っていく必要があるわけです。そうした中で、一部のみを実行する、要するに途中で止めたとなると、計画に基づく売買と言えるかどうか疑義が生じてしまうおそれがあります。もし、他の法令との関係で、このまま売買を続けていけば違法になってしまうことが客観的に明らかというような状況でもあれば別ですが、そのあたりは若干ファジーな部分があり、どうしても意思決定によって中止をすることにならざるを得ないところも出てきてしまうのではないかと思います。結論としては、相場操縦規制にも配慮したうえで、取得開始後に恣意的に売買を止めたと疑われないよう、自己株式取得に関する法令やガイドラインの内容も考慮し、計画を止めなくても済むように計画を立てるとというのが 1 つのポイントになってくるのかなと思っております。また、期日・数量は、信託方式・投資一任方式などで第三者に判断を委ねる方法も選択肢となり得るという話で、これについては法令の改正前からそうだったのではないかと思います。何かといいますと、従前、信託方式・投資一任方式を利用する場合、重要事実を知らない状態で委託をする必要があるというのが金融庁・証券取引等監視委員会の Q&A で示されていた見解でございます。そこに先立って、今知っているインサイダー情報が、このタイミングでは公表されているはずだからということで、実際に公表される前のタイミングで「知る前契約・計画」として信託・投資一任を利用した自己株式取得の決定を行うというのが一応の利用方法としては考えられます。重要事実の公表の前に自己株式の取得を決定するということが適切かどうかなど、いろいろと検討するマターがあるとは思いますが、理屈のうえではこのような利用の仕方もあり得るといってご紹介をさせていただきます。

担保処分での「知る前契約・計画」の利用例

もう一つの利用例として、38 ページ、該当する上場会社様が少なくなるかもしれませんが、担保処分において「知る前契約・計画」を利用することも考えられますというご紹介でございます。他の上場会社関係者にお金を貸し付けているような場合に、その上場会社の株式を担保に取っているというケースですとか、あるいは、取引先等に貸付けを行う際

に、その人の持っている資産として見るべきものが自社の株式しかないというような場合に、少しでも担保価値があるものを、ということで自己株式を貸付金の担保とするケースがあると聞いております。このような場合、実際に債務不履行があった際に担保処分をいつでもできるかという点、インサイダー取引規制との関係で、インサイダー情報があると売却できないというような問題が生じていたものと認識しております。そのような場合に備えて、金銭消費貸借契約やその覚書の中で定めておくのが典型になろうかと思いますが、契約の中で、一定の事由が生じた場合にその翌営業日に何株を売却するという形で売買期日と数量を定めておくことで、仮に後でインサイダー情報を知ったとしても担保処分ができるように対応しておくことが、今後の手当として考えられるということでございます。

担保処分に利用する場合の留意点

留意点ですが、本日は上場会社様全般向けということで、実際に証券会社や金融機関で利用する場合にはこの他にもいろいろと細かく考えなくてはならない点もあるかと思いますが、留意点として大きくまとめてしまうと期日および数量を、裁量の余地がない方式で定める必要がある、という点に尽きるだろうと考えております。そもそも従前の実務では、金銭消費貸借契約などで担保処分の実行日と、売却する数量まで定めているケースは無かっただろうと思われまます。これまでの分の貸付金には今後、覚書を締結するなどしないと使えないということになるかとは思いますが、このような条項を今後の契約に織り込んでおくというのが1つの対応として考えられるのかなと思っております。また、実行条件にも裁量の余地がないようにする必要があるので、簡単に言えば、支払いが期日までになされなかったという事象が発生したら、ということになるかと思っておりますが、それ以外の実行条件等をいろいろ盛り込みたいと考え始めた時に、本当に裁量の余地が無いように定められているのかどうかについては、常に確認をしていかなければならないというように考えております。以上が活用例についてのご紹介でございました。

3. 社内ルール見直しの観点について

最後に社内ルール見直しの観点について、「知る前契約・計画」絡みのところと、それ以外の一般的な部分で、過剰なルールになっていないかという見直しの観点でございます。

「知る前契約・計画」への対応を検討する必要性

「知る前契約・計画」への対応を検討する必要性ですが、今回新しく制度ができて、報道などでも少しずつですが取り上げられているところです。自社では周知等をしていない状況であっても、41ページのように、ある日突然、役職員の方から、「自社株売買をしたいので届け出ます。インサイダー情報は知っていますが、知る前に証券会社に計画を出してあります。」と言われてしまった。届出制を採っている会社様という想定ですが、担当者はどう答えるか。「わかりました、手続を進めます。」と答えるしかないだろうと思っております。

ただ、42 ページに書いておりましたが、担当者としては実際のところ、売買を行う計画の日が迫っている状況でこのようなことをされても、万が一計画に不備があり法令の要件を満たさない状況があっても止めにくい。しかし、その人はインサイダー情報を知って売買をしようとしているわけですから、適用除外の要件を満たさなければインサイダー取引のものになってしまうわけです。ですので、こういった形で苦慮することが無いように、対応について一度検討して頂く必要があるのではないのでしょうか。役職員の売買機会の確保の選択肢は広がったのですが、今回の改正に対してどのような対応が考えられるかということでございます。

「知る前契約・計画」に関する見直しの検討対象

必要という意味ではございませんけれども、こういったところが考えられるのではないかと、いうところをまとめたのが 43 ページでございます。まずは、既に届出制や許可制というのをインサイダー取引の未然防止の体制として採られている会社様におかれては、実際に売買をする時に届出をさせるのに加えて、「知る前契約・計画」を利用する場合にはそれについても届出の対象とするのが 1 つ考えられると思われま。そして、実際に届出を受けるとした場合、そうでなくても相談は受けるとした場合、会社としてどうするか。2 つ目の項目ですが、会社として契約・計画のチェックを行うか、チェックの項目をどのようにするかもポイントになってくるのかなと考えているところです。自由にどのような契約・計画でも作ってよいとしておくと、チェックが非常に大変になり、適切かどうかの判断が微妙な契約・計画が出てくる可能性もあるかと思ひます。そのような場合への備えとして先手を打つ、つまり、事前対応を行うというのも 1 つの選択肢であろうと考えておひまして、具体的には括弧書きのところ。様式を満たすような形で作成してください、として様式を作るとか、期日・数量の特定方法を限定する方法もあるかと思ひます。先ほど今回の制度の概要のまとめのところでも申し上げましたとおり、裁量の余地のない方式で期日・数量を定めてあるかは問題になりやすいと予測されるところです。であれば、チェックの必要が無いように、期日・数量を具体的数値で定める他に、こうした定め方であれば認めます・受け付けます、というものを、先手を打って決めておひしてしまう。それによって役職員での売買機会が十分に確保されるであろうという範囲で決めてしまうということです。ただ、それもなかなか難しいということであれば、期日・数量については特定してくださいという形で当初運用されるというのも 1 つの選択肢としてあるのかもしれない。そのあたりは会社として対応可能かどうかという実務的なところもおありでしょうから、対応可能のところから制度をスタートさせるというのも 1 つの選択肢としてあるかと思ひます。事前対応では難しいところとして、「知る前」の要件を満たすかのチェックをどのように行うかも課題にはなってくるでしょう。

3 つ目のところは少し話が変わりまして、持株会制度での利用が考えられるところがございます。先ほどご紹介したようなところについて見直しを検討するという選択肢になると

ということです。最後が、その他、役職員の売買機会確保のために利用するかというところでは、先ほどご紹介したような、大学進学費用のような話について積極的に紹介をして利用を勧めるということが選択肢としては考えられます。いずれのケースにおいても、制度の中に組み込んでいくにしても、そうでなくとも、新しくできたこの制度について、名前のお知り知る前に契約・計画をしておきさえすれば良いのかといえ、必ずしもそうではないということがお分かり頂けたかと思えます。規制の内容としてはかなり留意点が多いところもございますので、この制度についてどのように周知するかも検討課題になってくるかと考えております。

厳しすぎる社内ルールの問題点

次の44ページに参りまして、社内ルールについて点検をお願いしたいと考えているもう一つのポイントについてのご説明を差し上げたいと思えます。厳しすぎる社内ルールの問題点というところ。これまでも、役職員の自社株売買が阻害されているというところで、売りが阻害されているため、いつ売れるかわからないことから資産を固定させたくないということで、自社株を買うことを萎縮させる結果になっている部分があるとの指摘は多くなされてきました。それ以外に、最近私どもの方で懸念している事項として、社内規制が厳しすぎるために守られないという状況も生じているのではないかと感じさせるような事案がいくつかございました。

私ども売買審査部では、上場会社様の方でインサイダー取引が無いかどうかを調査させて頂く際に、調査の一環として、社内規定がきちんと守られているかどうかというところも、全部が全部というわけではございませんが、チェックをさせて頂いております。その中で、例えば、届出制をおいているのに届出がほとんどなされていないようなケースについては、その旨をお伝えするような実務運用を採り、社内規定の改善のお手伝いをさせて頂いております。実際に見てみますと、非常にきちんとした制度を作られているにも関わらず、届出が全く出しておらず制度が機能していないというような会社様がいくつか出てきているのが実情としてございます。きちんと社内規定を実効性有らしめるためという目的もあって、また、自社株について、役職員にはある程度自由な売買機会が確保されることが望ましいこともあり、この2つの観点から今回点検のお願いをさせて頂いている次第でございます。

「知る前契約・計画」を利用すべきか迷うケースも

今回の「知る前契約・計画」によって、持株会や役員就任時の問題などは解決できるのではないかとお考えかもしれませんが、実はこのようなケースもあるということで45ページの内容をご紹介させていただきます。ある役職員の方が、「持株会で買った株を売りたいのですが」と申請を出してきました。この役職員の方自身は、インサイダー情報を知りません。知らないのですが、同じ部署の中で近い席の人がインサイダー情報に関する案件を進めている状況があると考えてください。そうすると、会社としては、「今売買をするともしかし

たらインサイダーの疑いがかかってしまうかもしれませんよ」と、このように言うかどうかは別として、売買を控えたほうが良いと言うのが保守的な運用としてあるかと思えます。その場合に、この役職員の方が、「いつまで待てばよいでしょうか？後でもよいので、例の知る前なんたらで売却することはできませんか？」と言ってくるかもしれません。ですが、担当者としてはこれに答えられないわけです。「知る前契約・計画」の要件として、売買の期日を定める必要があるというのは先ほどご説明したとおりです。その場合に、売却可能な日を伝えるというのは、公表予定時期を伝えるのとはほぼ同じということになります。案件を知らない人に対して、その案件が存在するということや公表予定時期を伝えることが、情報管理の観点から適切なのか。そこのところを重く見るのであれば、伝えることはできない、すなわち「知る前契約・計画」を使わせることが難しいということになるわけです。変な話ですが、インサイダー情報を知っている人には公表予定時期を伝えられますから「知る前契約・計画」を利用させることができますが、知らない人には利用させることができないというケースも出てくる可能性があります。そういったこともありまして、「知る前契約・計画」でなんでも対応できるわけではないのかな、と考えております。

「過剰に厳しい」社内ルールかを点検する観点

そこで、売買機会の確保のための、社内ルールが過剰に厳しいものになっていないかの点検をお願いしたいと考えております。46 ページ、こちらは冒頭のご挨拶でも申し上げましたが、法改正が施行されたタイミングで通知を出させて頂いておりまして、その中で書かせて頂いた観点と同じ内容でございますので、細かいところは省略させていただきます。この点について、どのような観点で何を見て頂きたいかというところを補足させていただきます。

ルールの対象者

47 ページですが、「ルールの対象者」についてです。インサイダー情報を知り得る人以外には、本来的には規制をかける必要が無いはずですが、これは当局の方がよく仰るのですが、「Need To Know の原則は守られているか」ということで、重要な案件について知っておく必要がある人だけが知っているという状況が徹底されているかどうか、情報管理がどこまでできているか、というところですね。情報管理が徹底されている状況が担保できるのであれば、インサイダー情報を知らない人については売買を許可する、止めなくて済むということができるのではないかと考えております。もちろん、情報共有をすべき範囲の考え方は会社によって様々であるということは承知しております。情報がどこからどう伝わるかわからないというリスクについて重く受け止めていらっしゃる会社があることも承知しております。ですけれども、そのような観点から、ここまでは伝わらないだろう、というところで今の対象者や範囲が広すぎないかという点の点検・検討をお願いしたいと考えているのが1点目です。

売買可能期間（売買禁止期間）

2点目は、48 ページ、売買可能期間（売買禁止期間）に関してですが、定めること自体は非常に有益であると考えております。特に、業績関連情報など発生時期が限定されるインサイダー情報との関係で有効な制度だと思えます。この時期にインサイダー情報が発生する可能性が高いのでそこは止めておこう、あるいは、インサイダー情報が無くなる可能性が高い期間について売買を許可するという形で運用されるのは非常に有効であろうと思えます。一方で、他に広く知られる情報が多い場合、売買可能・禁止期間の存在が売買機会確保の大きな足かせになる場合もあるということです。売買可能・禁止期間が無ければ、このタイミングで売買することができたはずなのに、これがあるから売買できない、というケースも生じ得るのかなと考えております。会社様によって状況が違ふと思えますが、期間設定について工夫の余地が無いかということについてご検討頂きたいと思えます。先ほどの対象者の話とこの話は若干リンクしておりまして、この人達は年がら年中規制をかけておくのは仕方がないが、それ以外の役職・部署の方についてはもう少し緩めても良いのではないか、といった検討もお願いしたいと考えております。

対象となるインサイダー情報

3点目、49 ページは、対象となるインサイダー情報のとらえ方についてご点検頂きたいということです。インサイダー情報については法令上の定めがあるところですので、ある程度明確なところもありますが、軽微基準やバスケット条項に該当するかどうかというのは実務的に判断が難しいと理解しておりまして、そのような場合に、かなり広めに対応されている会社様が多いかと思っております。その結果として売買が全くできないため、本当にお金が必要で困っているという相談があった場合に、では特別に認めましょうなどということで対応される会社様もあるように聞いておりますが、それでは本末転倒です。インサイダー情報があるのであれば売買をしてはいけなはずなので、規制として広めに解釈しておきながら、必要性がある場合に売買を認めてしまうのでは、制度設計として本末転倒であろうと思えます。もちろん、インサイダー情報に該当するリスクが低いから必要な売買については認めるが、管理はする、といった考え方もあり得ますが、インサイダー情報というところについてある程度踏み込んで、とにかく保守的にということではなく、ある程度の範囲内に収めることができないかということについてもご点検・ご検討いただければと考えております。

規制の態様

4点目が規制の態様という話、50 ページのとおり運用全般の話です。「インサイダー情報を知ったと疑われ得る者の売買は止める」のは間違いではございません。保守的な運用をされるということはむしろ正しいと言っても差し支えないとは思いますが、全部が全部とにかく保守的に運用すれば良いかということ、その結果、全体として過剰な規制となること

もあるのかなと考えております。先ほどのルールの対象者と売買可能・禁止期間の話セットで考えたかどうかという話を申し上げましたが、どちらかを緩めるといったことができるのではないかと思います。社内規程だけでなく運用の点検も併せてお願いいたします。

その他の観点

51 ページは、その他見ていく中で、このような観点もあるかもしれません、ということで示させて頂きました。例えば、売買自体は認めているものの、そこに向かう手続きがやたらと厳格であるということで、決裁権者 5 人、10 人に対して許可を求めなければならないというように、手続きに時間がかかりすぎるような形で運用されている場合には改善の余地が無いか。あるいは、無届けでの自社株売買によって生じるリスクは周知されているか、持株会入会前に十分な説明、つまり、インサイダー取引規制があるため売買ができなくなるリスクがあるといったところについて説明がなされているかということですが、後ろの点については、役職員の方で、社内ルールについて役職員の納得が得られているかどうかということです。このような厳しいルールをなぜ守らなければならないのか、守らなくても大丈夫だろうと考えて、届出をしないということが起こらないようにするためには、役職員の方での理解や納得が必要であろうと考えておりますので、この点についても併せて点検をお願いできればと思っております。

売買機会の確保と未然防止体制の実効性

52 ページは売買機会の確保と未然防止体制の実効性というところで、実際にきちんとしたインサイダー取引規制の未然防止体制を敷かれている会社様において、無届けでの売買が頻発していたケースが複数ございました。このように言ってくる役職員の方はなかなかいられないですが、今売買しても問題ないだろう、届出をしなくてもいいだろう、と考えている方がその中に含まれているかもしれないということがございます。逆に、売買機会が適切に確保されていれば、あるいは届出を出した際に適切に売買が許可されていれば、若しくはそのように役職員の方が感じているのであれば、実効性を高めることができるだろうと思います。

社内ルールの点検と必要に応じた見直しを（まとめ）

そういった観点も含めて最後のまとめでございます。繰り返しになりますので申し上げますが、要するに、変えてください・変えるべきだとまでは申しませんので、改善することが可能な部分が無いかどうかについては、この機会に是非とも点検をお願いしたいと考えております。

以上で私からの説明を終わらせて頂きます。どうもありがとうございました。

(以 上)