



# 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 ～ 自社株売買機会の確保に向けて～

---

2015年12月

日本取引所自主規制法人 売買審査部

# 「知る前契約・計画」制度及び改正内容

## 「知る前契約・計画」の活用例

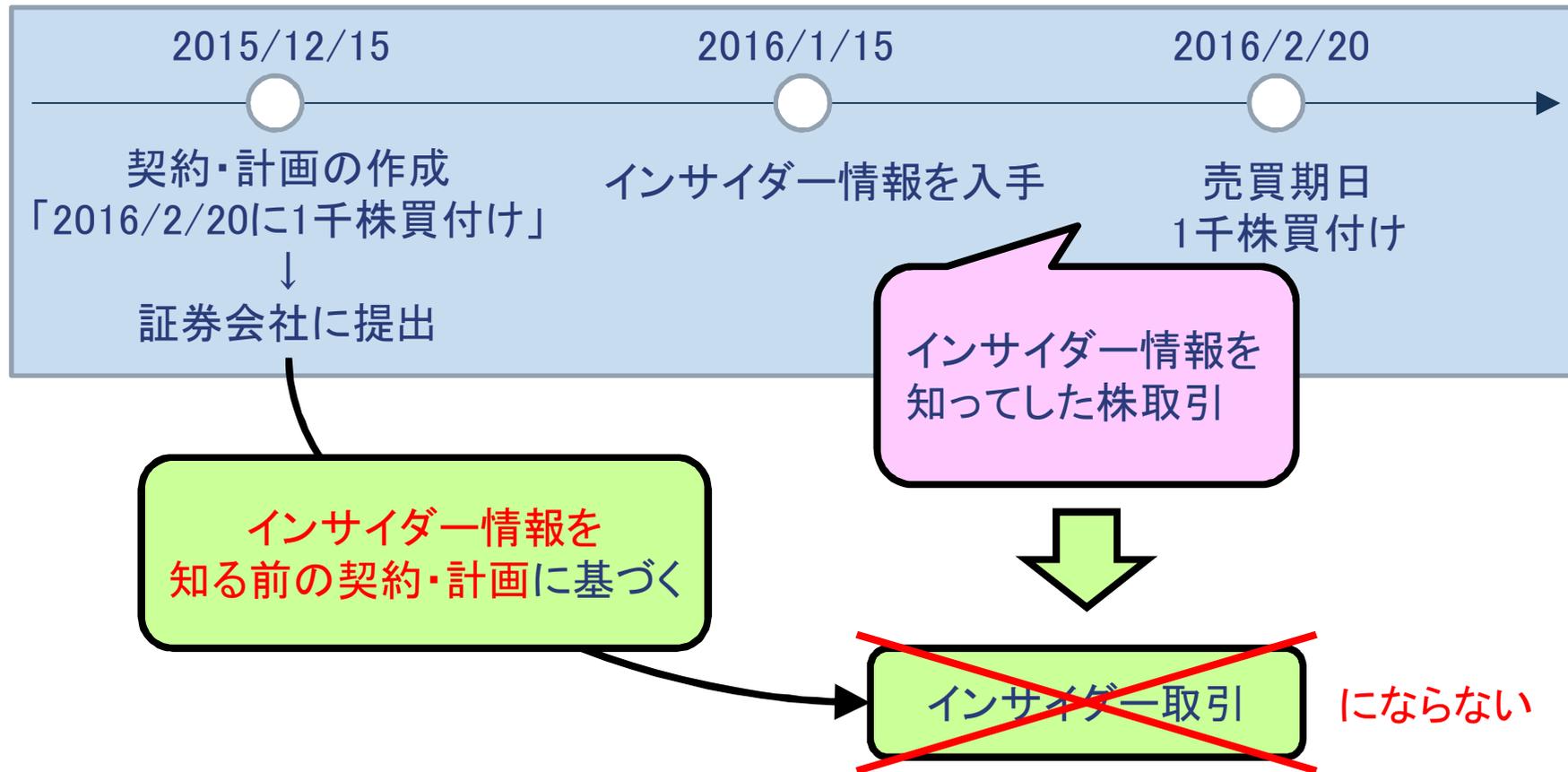
### 社内ルール見直しの観点について

# 「知る前契約・計画」制度及び改正内容

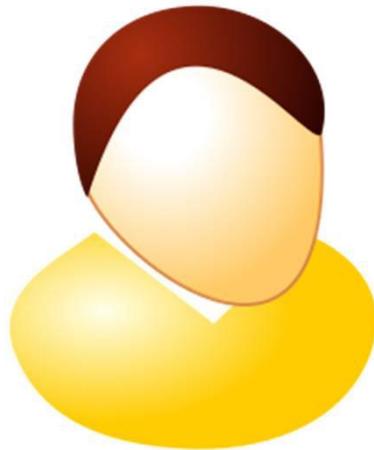
「知る前契約・計画」の活用例

社内ルール見直しの観点について

## 「知る前契約・計画」とは？



## これまで売買ができなかったケースの例



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



週末にインサイダー情報を入手



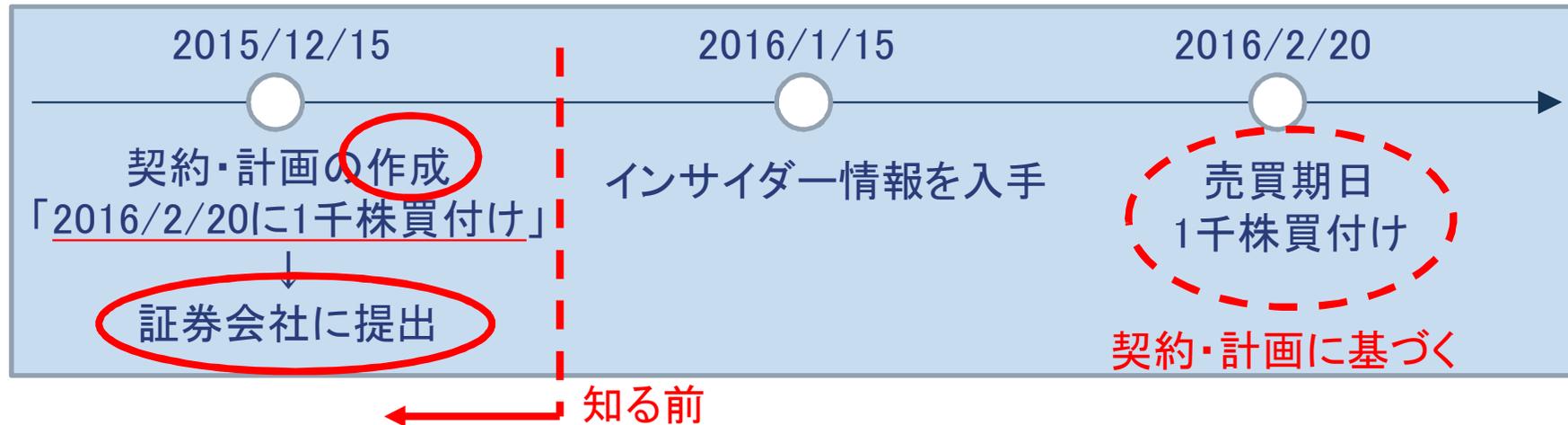
インサイダー情報を知ったから  
売るわけじゃないのに、売れない...

## 「知る前契約・計画」の基本的な考え方



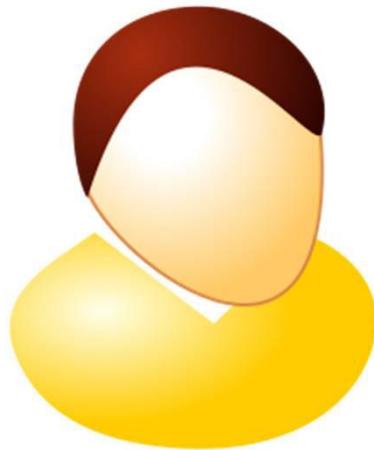
- 知る前に売買が決定されていたことが客観的に明らかになっていれば、後でインサイダー情報を知ったとしても売買を認めてよい
- 規制の潜脱行為を防ぐため、裁量的に売買を行うことは認められない

## 「知る前契約・計画」の要件



- ①「知る前」に作成した契約・計画に基づく売買であること
- ②「知る前」に契約・計画の写しを証券会社に提出したこと
- ③契約・計画で、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

## 先ほどのケースでの「知る前計画」の利用



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

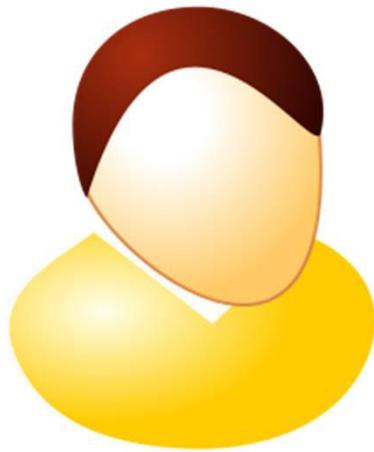


売却期日・数量を決めて計画を作成し、  
証券会社に提出



その後インサイダー情報を入手しても、  
計画通りに売却できる

## 証券会社への提出の意義



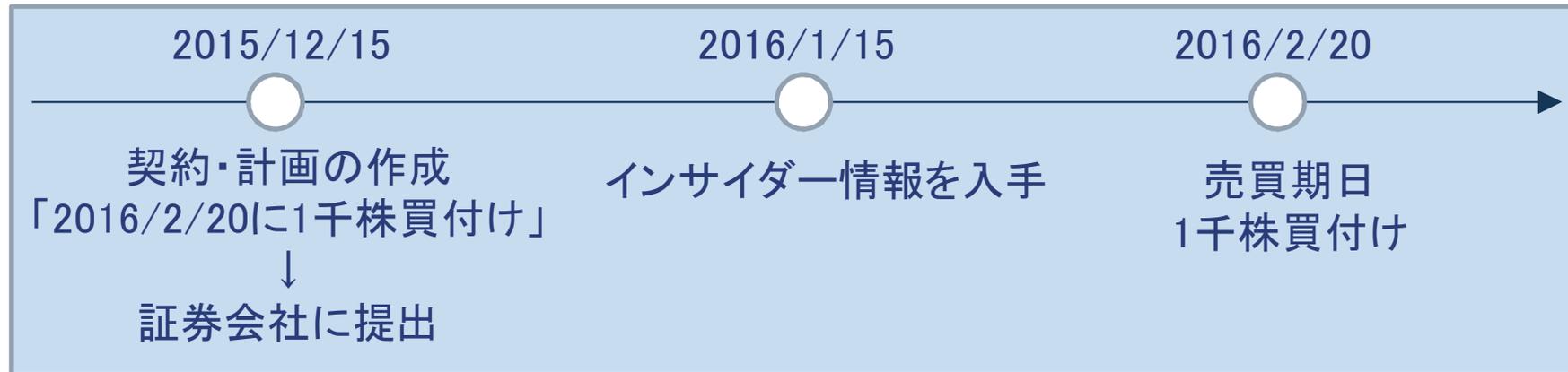
~~証券会社に提出したときに何も  
言われなかったから、これで大丈夫！~~

**インサイダー情報を知った後にねつ造などが  
行われるのを防止するための要件**

- ※証券会社は確定日付を得ることで、上場会社は適時開示することで代替可能
- ※証券会社は自分が作成主体の契約・計画の提出を自ら受けることはできない

証券会社は**提出日を確認するだけで**、それ以上に  
内容のチェックなどを行うことは求められていない

## 「知る前契約・計画」の要件(再掲)



- ①「知る前」に作成した契約・計画に基づく売買であること
- ②「知る前」に契約・計画の写しを証券会社に提出したこと
- ③契約・計画で、売買の期日、期日ごとの売買の数量又は総額が特定されているか、期日・数量等を決定する裁量の余地がない方式が定められていること

## 「知る前」の意義



売買時に知っているインサイダー情報を「知る前」であればよい (金融庁・証券取引等監視委員会「インサイダー取引に関するQ&A」問5)

➡ 知っているインサイダー情報の公表後の  
売買を事前に計画することは可能

## 「期日」の意義

特定の具体的な日付を定めてあれば問題ないが、  
1日を超える期間や期限を定めるだけでは足りない

- 2016年2月25日
- × 2016年3月31日まで
- × 2016年5月16日から5月31日まで
- 2016年の毎月20日
- 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
- 証券会社等に売買の期日を一任
  
- △ インサイダー情報Aが公表された日の翌日

期日を決する裁量の余地がない方式でもOK

## 期日を決定する「裁量の余地がない方式」

一定の条件を付けて、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

ただし、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」か疑義がある

- 本制度案へのパブリックコメントに対する金融庁の考え方(2015.9.2)No27  
「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」  
(裁量を有する者は)「発行会社及び親会社並びにそれぞれの  
業務執行決定機関の構成メンバーに限るとは言えない」

## 「数量又は総額」

「期日ごとに」売買の数量・総額を定める必要がある  
上限・下限を定めるのみでは足りない

- 1000株
- 総額100万円
- × 1株以上100株以下の範囲で

裁量の余地がある  
定めはNG

## 複数の期日を定める場合

- 2月1日から2月29日まで**毎営業日**100株
- × 2月1日から2月29日まで**総額1億円**／合計1万株

期日ごとに定める

## 契約・計画に「基づく」売買

契約・計画の内容に裁量の余地がないよう定める必要があるのと同様、**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**  
(「契約の履行」、「計画の実行」として売買を行う必要あり)

- × 10000株を買う計画だったが、株価が今後も下がりそうなので1000株だけ買った
- 10000株を買う計画だったが、ストップ高で売買が成立せずに1000株しか買えなかった

可能な限りは契約・計画の通りに売買をしないと、契約・計画に「基づく」と認められない可能性

## 契約・計画の中止・撤回

契約・計画を中止・撤回して売買をしないことは原則として認められるとされている

- 10000株を買う計画だったが、予定よりも株価が高くなってしまったため買付けを実行しなかった

ただし、

- ① 契約・計画の一部中止は「基づく」売買であるとの要件を満たさない可能性がある
- ② 複数の契約・計画の一部中止は「裁量の余地がない」の要件を満たさない可能性がある

## 売買の中止が認められないケース



➡ 契約・計画の一部しか実行しておらず「基づく」と言えない



➡ 全体としてみれば「売買条件が特定されているか、裁量の余地がない方式により決定される」要件を満たさない

## 契約・計画の修正・変更

修正・変更は、契約・計画を中止して新たに定め直すのと同じ扱いとなる

➡ 修正・変更の時点で要件を満たす必要あり

※ 参考：スライド26

## <まとめ> 「知る前契約・計画」の制度概要

- ①売買の期日・数量の計画を決めて、  
②その計画を証券会社に提出すると、  
③提出時までには知っていたインサイダー情報が公表されていれば、  
④②の後にインサイダー情報を知っても、  
計画通りの売買を実行可能
- 計画は「全部実行するか全く実行しないか」  
のどちらか（複数計画を立てた場合も）
- 売買の期日や数量は計画によって裁量の  
余地なく決まる必要がある

「知る前契約・計画」制度及び改正内容

## 「知る前契約・計画」の活用例

社内ルール見直しの観点について

## 「知る前契約・計画」の活用例

### 役職員個人によるもの

1. 持株会への加入・拠出金増額・退会時の清算
2. 役員就任時の自社株買増し
3. ストックオプションの行使等による取得株の売却

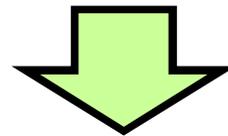
### 上場会社によるもの

1. 株主還元率達成等のための自己株式取得
2. 担保株式の売却
3. 資本提携等に伴う他社株の取得 など

船越涼介「取引規制府令および金商法等ガイドライン一部改正の解説」旬刊商事法務2079号31頁参照

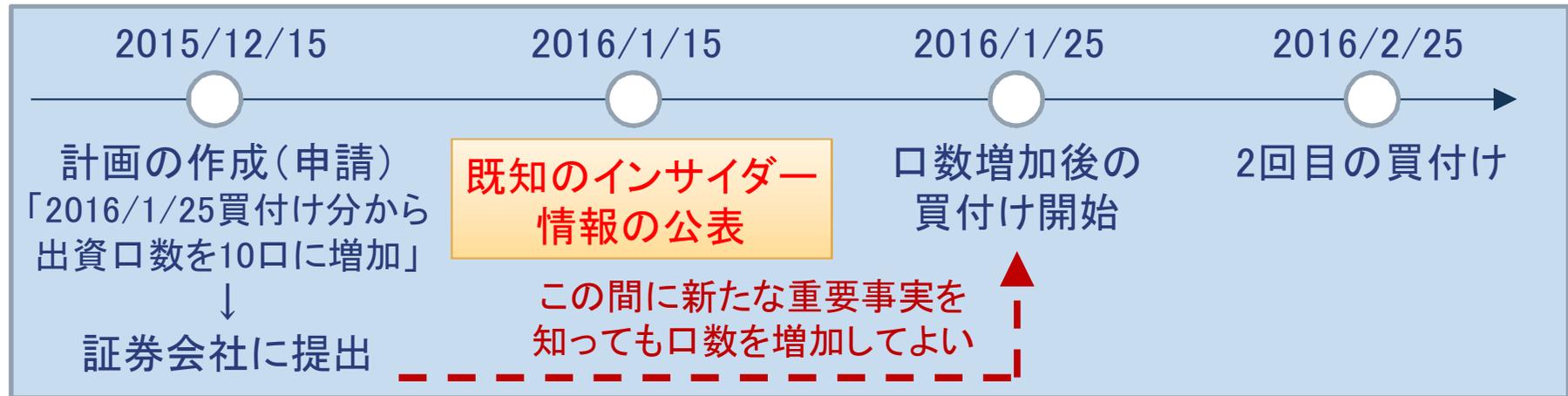
## 持株会が規制の適用除外となる場合の整理

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」



- 買付けの時期や口数等に裁量が働かない必要があり、「重要事実を知った後に行われる口数の増加」などは適用除外に該当しないとされていた
- 売付けには適用除外がなく、退会の際に単元未満株を売却する場合などについては適用除外となる明確な根拠がなかった

## 持株会での「知る前契約・計画」の利用例



新規入会、口数変更などについて、「知る前計画」として処理することが考えられる

持株会の適用除外とは別の枠組みなので、退会時の単元未満株の売却などについても、利用可能

## 持株会に関して利用する場合の留意点

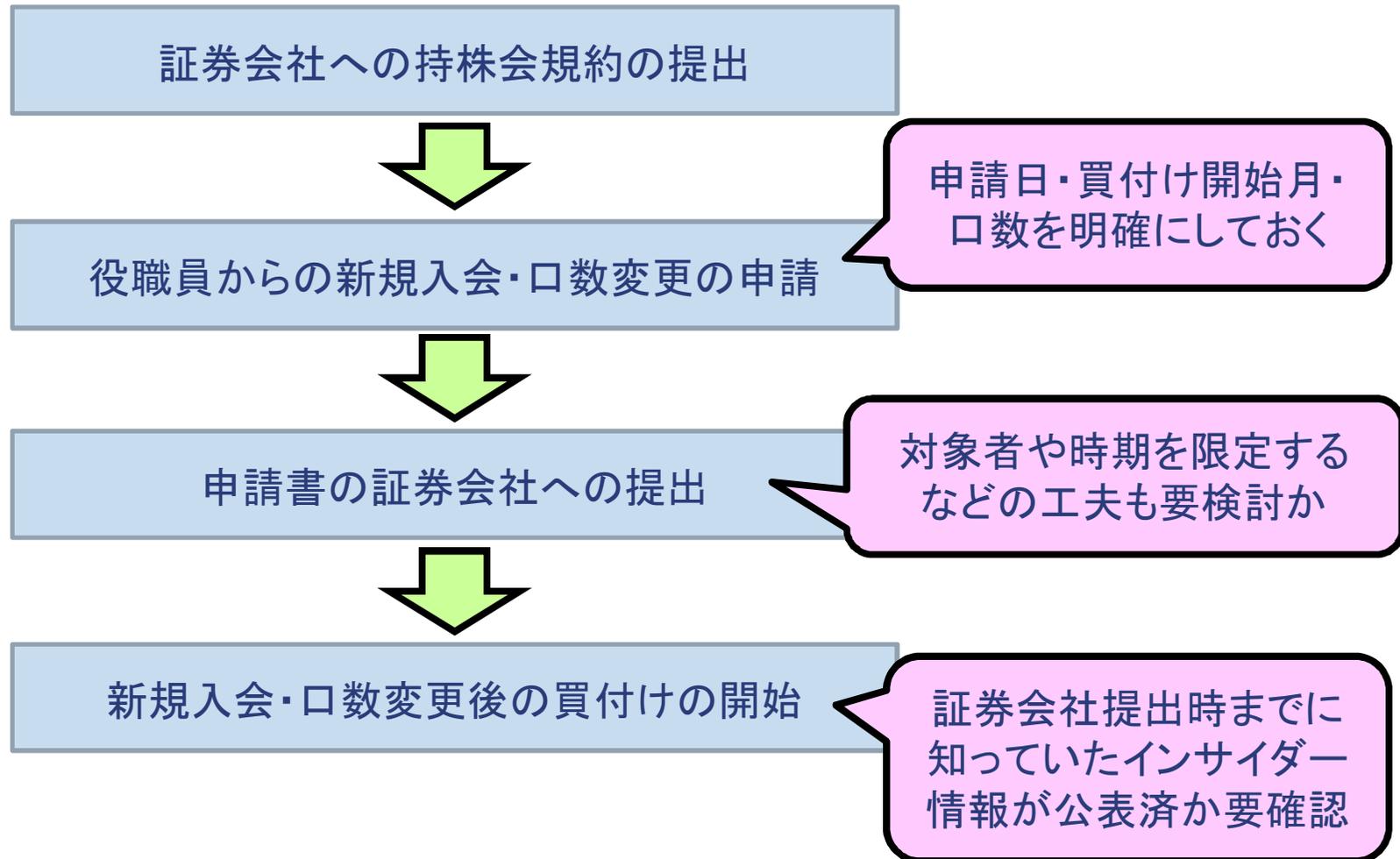
- 口数増加などの「計画」は、①役職員の申請と、②持株会規約が一体となって構成されるものと考えられる

➡ 持株会規約も証券会社に提出する必要あり

- 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

➡ 持株会の適用除外に該当する場合はあり得るが、早期に証券会社に提出する運用をどのように実現するかが課題となる

## 持株会に関して利用する場合の手順例



## 持株会規約の修正・変更について

- 買付けの期日・数量に影響しない修正・変更であれば、改めて証券会社に提出する手続等は**不要**

※ この考え方は「知る前契約・計画」全般に当てはまると考えられる

### ■ パブリックコメントに対する金融庁の考え方(2015.9.2)No40

「第14号の措置を利用する際に、同号ハに規定する内容以外の事項も含む契約又は計画を締結・決定することは妨げられず、かつ、そのような場合において、上記内容以外の事項について変更等が生じたときでも、本規定の適用を引き続き受けるために、あらためて同号ロに規定する措置を講じる必要はないという理解でよい」

## 退会処理に利用する場合の留意点

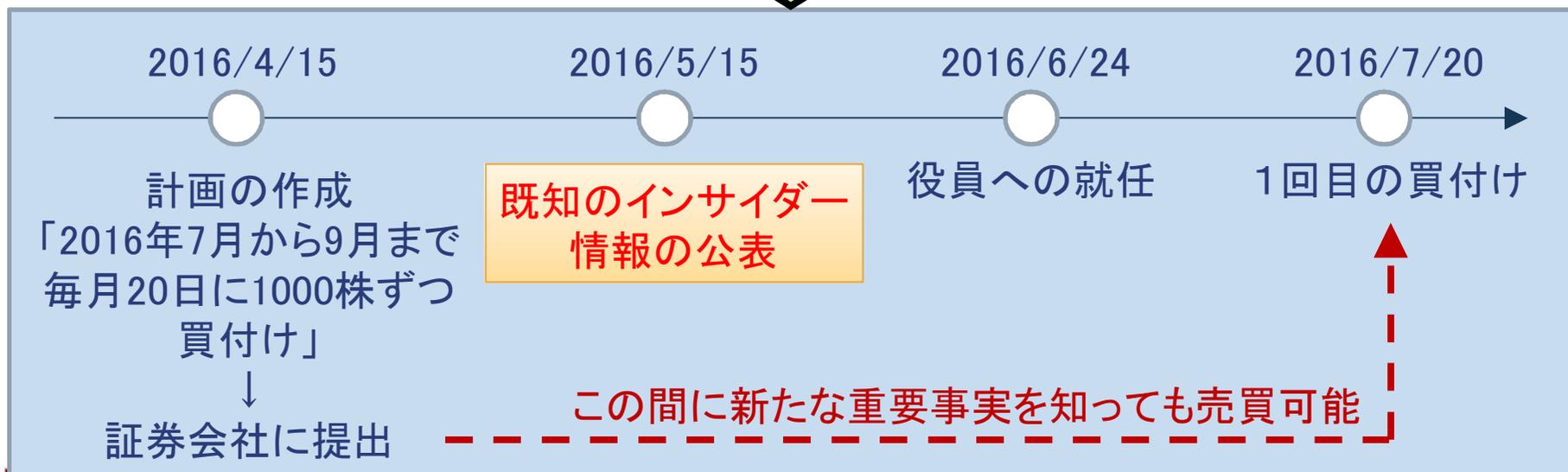
- 持株会規約で、退会時に売却する数量（単元未満株すべて、など）と売却期日を定めることが考えられる
- 特に、売却期日について裁量の余地がないように

- 「就業規則に定める定年退職日の翌月20日」
- × 「持株会規約に定める会員資格を失った日の翌月20日」

- ◆ たとえば、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る（スライド13参照）
- ◆ 定年退職や任期満了による退任については、裁量の余地がないと考えられる

## 役員就任時の「知る前契約・計画」の活用例

- 役員に就任する前からインサイダー情報に接する機会が多い場合に、自社株を取得することが長期間にわたり困難となることがあった



## 個人による「知る前計画」の決定

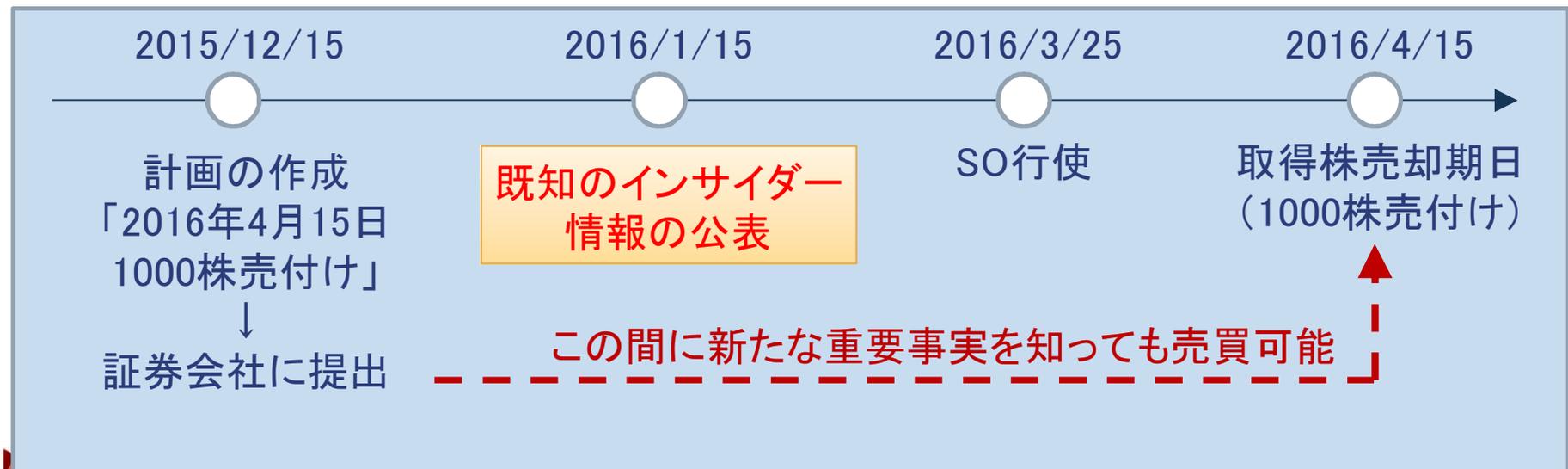
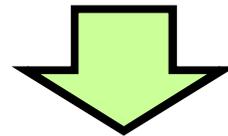
- 決定にあたっては書面の作成が必要とされているが、様式に制限はない
  - ◆ 決定の日のほか、売買の期日と、期日ごとの売買数量／総額(またはこれらの決定方法)を明記する  
※その他、「売買等の別」、「銘柄」も特定する必要あり

## 役員就任時の買付けに利用する場合の留意点

- 役員候補となることが決定した時点で計画を策定する場合、その時点で知っているインサイダー情報の公表は「役員就任時」に間に合うか
- 役員就任時の買付けを確保しようとする場合、どのような方策が考えられるか
  - ◆ 「役員に選任された翌月から3か月間、毎月20日に1000株を買い付ける」などの計画を早期に作成することは考えられるが、実際に誰がいつ作成するか
  - ◆ 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で対応することも選択肢となるか

## SO行使時の「知る前契約・計画」の利用例

- ストックオプション行使による株式取得はインサイダー取引規制の適用除外であるが、取得した株式の売却は適用除外に該当しなかった



## SO行使時の売却に利用する場合の留意点

- ストックオプション行使日と取得株売却日を関連付けて定めることも考えられるが、その場合、行使日を「裁量の余地がない」よう定める必要あり
  - ◆ 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場合、権利行使日を動かすことで売却期日を動かせることになる
  
- 行使価格を考慮して、市場価格が一定以上となった日を基準として定めることも選択肢となる
  - ◆ 売却日が一意に定まるよう規定する必要がある（○月○日以降、初めて東証での終値が△円になった日を基準とする、など）
  - ◆ 株価動向によって条件が成就しない可能性もある

## その他の役職員による売買への活用例

- 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あることから、「将来への備え」として計画を定めることも考えられる
  - ◆ たとえば、子供の大学進学費用に充てる可能性を考慮して計画を立てておくなど、支払時期の見込みが立っていれば利用可能
  - ◆ 中止することは可能だが、複数の計画を立てて一部だけを実行した場合には恣意的な利用として適用除外にならない可能性が生じる（スライド16参照）

## 自己株式取得に関して生じていた問題点

- 自己株式取得についての取締役会決議等が公表されていれば、個別の取得の決定については公表せずに行ってもインサイダー取引規制の適用除外とされていた
- しかし、自己株式取得の決定以外のインサイダー情報が存在する場合には適用除外とならないため、他のインサイダー情報を後に知ってしまうリスクに備えるためには、信託方式・投資一任方式などで買付けの判断を第三者に委ねる必要があった

## 自己株式取得での「知る前契約・計画」の利用例



自己株式取得に係る事項の決定の  
取締役会決議等と適時開示が前提

## 法人による「知る前計画」の決定

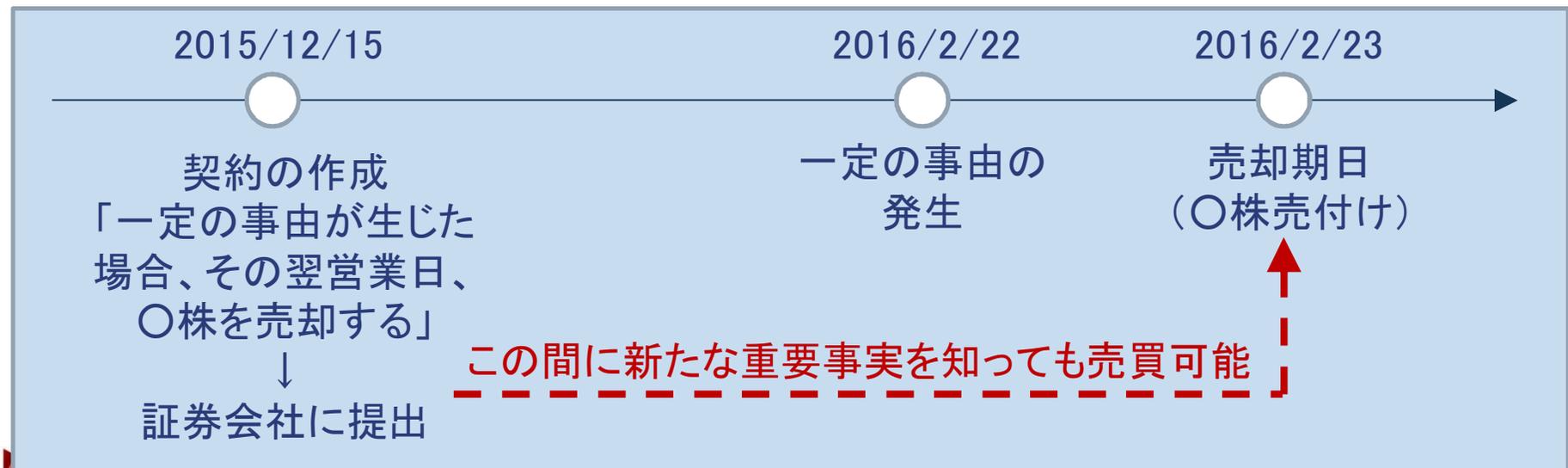
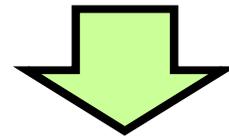
- 取締役会決議が必須とはされておらず、権限分掌規程に基づいて決定がなされていれば足りるとされている
- 決定にあたっては書面の作成が必要とされているが、様式に制限はないため、稟議許可書などの社内書類でもよいと考えられる
  - ◆ 決定の日のほか、売買の期日と、期日ごとの売買数量／総額(またはこれらの決定方法)を明記する  
※その他、「売買等の別」、「銘柄」も特定する必要あり

## 自己株式取得のために利用する場合の留意点

- 計画の一部のみを実行した場合、「計画に基づく売買」と認められないおそれがある（スライド16参照）
- 相場操縦規制にも配慮する必要がある
  - ◆ 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て計画を立てる必要がある
- 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
  - ◆ 「知る前契約・計画」によらないと、重要事実がない状況でしか利用ができなかった

## 担保処分での「知る前契約・計画」の利用例

- 他の上場会社株式や自己株式を貸付金の担保としている場合に、インサイダー情報があると売却することができなかった



## 担保処分に利用する場合の留意点

- 期日および数量は「裁量の余地がない」方式で定める必要がある
  - ◆ 従前の実務では、担保処分の実行日と、売却する数量までは定めていないケースが多かったのではないか
  - ◆ 実行条件にも裁量の余地がないようにする必要はある
- ※ 自己株式を担保に取っている場合、担保権の実行として自己株式を取得して処理できる場合もあるが、会社法上の例外要件を満たすかを検討する必要あり

「知る前契約・計画」制度及び改正内容

「知る前契約・計画」の活用例

社内ルール見直しの観点について

## 「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」への対応を決めておかないと・・・





売買の直前にいきなり計画があると  
言われてもどうしたらよいのか・・・  
もし計画に不備があっても直前になって  
売買は認められないとは言いにくいし・・・

- 「知る前契約・計画」により役職員の売買機会の確保の選択肢は広がった
- 今回の改正に関してどのような対応が考えられるか

## 「知る前契約・計画」に関する見直しの検討対象

- 未然防止の一環として届出の対象とするか
- 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  
(事前対応として、様式を作成するか、期日・数量の特定の方法を限定するか etc...)
- 持株会制度に関して「知る前契約・計画」を利用した仕組みを導入するか
- その他、役職員の売買機会確保のために利用するか

この制度についてどのように周知するかも検討課題

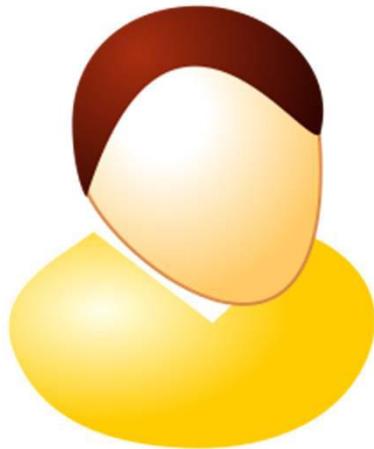
## 厳しすぎる社内ルールの問題点

- 役職員の自社株買いが阻害される
- 特に、持株会制度の利用促進、役員による経営へのコミットメントの表明などの目的が達成できない

以上にとどまらず・・・

「社内規制が厳しすぎるために守られない」  
ということはないか？

## 「知る前契約・計画」を利用すべきか迷うケースも



持株会で買った株を売りたいのですが

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  
詳しいことはお伝えできないのですが…

いつまで待てばよいのでしょうか？  
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？

そう、ですね…う～ん  
(この人は例の案件のことは知らないよな…  
公表予定時期の話はしてよいのだろうか…)



## 「過剰に厳しい」社内ルールかを点検する観点(例)

### ■ ルールの対象者

インサイダー情報を知得し得る者に適切に限定されているか

### ■ 売買可能期間(売買禁止期間)

インサイダー情報が存在することが少ない時期の売買まで一律に制約されていないか

### ■ 対象となるインサイダー情報

重要事実に該当しない情報を知っている場合まで制約されていないか

### ■ 規制の態様

インサイダー情報を知らない者の売買まで過度に制約されていないか

## ルールの対象者

- インサイダー情報を知り得るのは誰か
- Need To Knowの原則は守られているか

➡ インサイダー情報を知ることがない人  
であれば、対象外にできるはず

情報共有をすべき範囲の考え方は会社によって様々  
「その人がインサイダー情報を知っているか」を把握できる  
仕組みは、未然予防・売買機会確保のどちらにも有効

## 売買可能期間(売買禁止期間)

- 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
- 形式的に適用すると売買機会に大きな制約

➡ 期間設定に工夫の余地はないか

業績関連情報は多くの役職員が知り得るインサイダー情報の代表例

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

## 対象となるインサイダー情報

- 軽微基準やバスケット条項への該当性などの判断が実務的に困難な場合も多い
- 広めに解釈しておいて、「売買の必要性」で例外を認めるなどしては本末転倒

会社情報が株価に影響を与え得ることは当然としても、それがインサイダー情報に該当するかは別の問題

## 規制の態様

- 「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」のは間違いではない
- 保守的に運用した結果、全体として過剰な規制となることはないか

➡ 社内規程だけでなく運用の点検も重要

インサイダー情報を知らない役職員の売買も止めざるを得ないことが多いという場合、改善可能な原因はないか

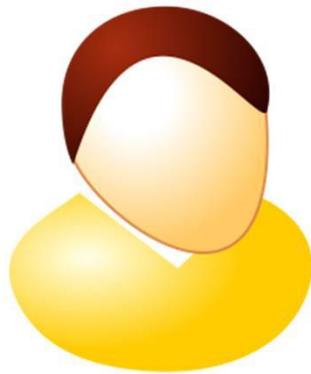
## その他の観点(例)

- 売買までに要する手間・時間が多すぎないか
- 無届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があるか                      など

過剰なルールと「認識されると」守られないリスクは高まる  
ルールの点検と同様に、役職員との対話が重要な場合も

## 売買機会の確保と未然防止体制の実効性

届出なしに役職員の自社株売買は把握できないが・・・



インサイダー情報なんて知らないのに  
届け出ると売買をさせてもらえない・・・



無届出での売買

適切な売買機会が確保されていれば  
社内管理体制の実効性も上がるのでは？

## 社内ルールの点検と必要に応じた見直しを

- これまでインサイダー取引規制との関係で困難であった自社株売買機会の確保の方法として、「知る前契約・計画」が新たに選択肢となった
- 自社株売買機会の確保に向けて、「知る前契約・計画」の活用とあわせて、過剰な社内ルールの見直しがなされることが望ましい

社内管理体制の実効性の確保のためにも、  
前向きなご検討をお願いいたします