

ストックオプションとインサイダー取引規制

梅 本 剛 正

要 旨

ストックオプションは、会社からのキャッシュアウトを伴うことなく、役員等の会社関係者に対して、現在の株価と将来の株価の差額を報酬として与えることにより、長期的な会社業績の向上を狙った業績連動型の報酬制度である。ストックオプションの権利行使をして得た株式は、保有を継続するか、売却するかのいずれかであるが、株式の保有リスクや個人の資産配分の適正さを考えるなら、権利行使と同時に当該株式を売却するのが合理的である場合が少なくない。ところが、役員はインサイダー取引規制の「会社関係者」に当たり、未公表の重要事実に触れる機会が多いため、いつでも自社株式を売却できるとはかぎらない。そのため、役員らはストックオプションの権利を行使して取得した株式を、一定期間は継続的に保有せざるを得ない状況となっている。2000年にアメリカで設けられた規則10b5-1のように、わが国においても、会社内部者による自社株式の売り付けについて、一定の要件の下でインサイダー取引規制の適用除外を設けることが望まれるが、本稿では規則改正を待たなくても、権利行使と株式処分とを第三者に委託する「一括委託型ストックオプション」を採用することにより、インサイダー取引規制違反のリスクを負うことなく、権利行使価額と時価との差額を、金銭報酬にすることが可能であることを論じている。

目 次

I. はじめに	1 規制背景
1 業績連動型報酬としてのストックオプション	2 規制概要
2 「差額」報酬の保有形態～権利行使により取得した株式の扱い	3 問題
II. 権利行使後の株式処分とインサイダー取引規制	IV. インサイダー取引規制違反のリスク回避
1 スtockオプションとインサイダー取引規制	1 会社関係者による自社株売り付け行為の適用除外
2 内部者取引防止規程	2 一括委託型ストックオプション
III. アメリカの規則10b5-1	V. むすび

I. はじめに

1 業績連動型報酬としてのストックオプション

近年、上場会社の役員報酬の多様化に関する議論が盛り上がりを見せている。議論の背景には、わが国の役員報酬が過度に金銭報酬・固定報酬に偏っており、長期的に業績に連動する報酬の比率が他の先進国に比して著しく低いという現状認識が存在しているようである¹⁾。ところで、わが国では、すでに多くの上場会社がストックオプションという業績連動型報酬を導入している。ストックオプションは、取締役・執行役（以下、役員という）²⁾らに対して、新株予約権を与えるものである。一定の権利行使期間内に予め定められた権利行使価額で所定の数の株式を会社から取得できることとなるため、役員らは会社業績の向上に努め、株価を上昇させることにより、権利行使価額と時価との差額を報酬として受けることになる³⁾。もっとも、この報酬としての「差額」を、役員はどのような形で確保するのか、つまりストックオプションで得た株式は、すぐに処分されて金銭報酬に転換されるのか、そうでないのか、についてはあまり関心が向けられていない。

本稿では、ストックオプションが提供する「差額」報酬の性質について検討を加えたうえで(I)、インサイダー取引規制により、役員らは株式を処分することで「差額」を確定することを阻まれているという問題を指摘する(II)。ついで、インサイダー取引規制の適用範囲を積極的拒弁という形で制限するアメリカの規則改正とそれに伴う議論を紹介し(III)、わが国における規

制上のあるべき方向を探るとともに、現行規制の枠内においても採用しうる、インサイダー取引規制のリスクを回避した新たなストックオプションの報酬スキームを提案することとしたい(IV)。今後、わが国の上場会社の役員報酬が多様化していく中で、ストックオプションに限らず様々な形のエクイティ型報酬が採用されていくであろうが、将来の報酬制度の在り方を考えるにあたって、ここでの検討内容は意味を持つものと思われる。

上場会社であるP社およびP社の役員A氏を例にとり、ストックオプションの基本的な仕組みについて説明することにした。2013年6月に、株価が300円であるP社が、役員らに対して、次のような内容の新株予約権を発行したとする⁴⁾。

新株予約権1つに対して交付される株式：1株
権利行使価額：300円

権利行使期間：2016年1月から2020年12月まで

役員Aは、1万個の新株予約権を、ストックオプションとしてP社から付与されたものとしよう。役員らが会社業績の向上に努めた結果、2016年1月にP社の株価が500円まで上昇したとする。このとき、A氏は、ストックオプションを行使することにより、1株あたり時価500円のところ300円でP社株式を取得できるため、300万円払い込むことによりP社から1万株を取得できるわけである。

2 「差額」報酬の保有形態～権利行使により取得した株式の扱い

(1) 売却か保有の継続か

権利行使により自社株式を1万株取得したA氏がその後採りうる行動は、当該株式を市場等で売却するか、あるいは、当該株式の保

有を継続するか2通りある。前者では、時価(売却額)と行使価額の差額である、 $(500円 - 300円) \times 1万(株) = 200万円$ が報酬として確定する。これに対して、後者の場合には、A氏は時価よりも安価に自社株式を取得できるものの、報酬の金銭評価という点では、株価の変動に応じて「差額」報酬の評価額も増減することになる。

(2) 株式保有リスク

ストックオプションで取得した株式の保有を継続すれば、役員はその間の株価変動リスクを負う⁵⁾。株価が権利行使価額の300円を割り込めば、A氏は差益どころか、差損を被ることになる⁶⁾。株価変動リスクに対して中立であろうとするなら、ストックオプションで得た株式は、権利行使と同時に売却するのが望ましいことになる。

(3) 資産配分の歪み

A氏がすでに多くの自社株式を保有していればもちろんのこと、そうでなくても、ストックオプションを行使するたびに保有株式が増加していくことになれば、A氏の家計の資産配分には歪みが生ずることになる。会社が破綻した場合のことを考えれば、役員をしている会社の株式に資産を集中させるのは、リスクが極めて高くなり望ましくないことは容易に理解できよう。

ストックオプションを付与された役員が、株式の保有リスクを回避したいと考え、保有資産のリスクを分散したいと考えるのは、極めて合理的なことであり、そのためには、ストックオプションにより得た株式を、権利行使と同時に処分し、それにより「差額」報酬を金銭報酬に

転換する必要がある。それでは、上場会社の役員は実際にそのような行動をとっているのだろうか。

II. 権利行使後の株式処分とインサイダー取引規制

1 ストックオプションとインサイダー取引規制

推測ではあるが、わが国の上場会社の役員らは、ストックオプションで得た株式を、直ちに時価で処分しているわけではないようである⁷⁾。というのは、役員は金融商品取引法(以下、金商法という)の定めるインサイダー取引規制の「会社関係者」に該当するため(金商法166条1項1号)、役員による自社株式の売買は、インサイダー取引規制違反に問われる危険があるからである。株価が行使価額を上回ったからといって、権利行使により取得した株式を直ちに処分できるとは限らないのである。

ストックオプションのどの部分にインサイダー取引規制が適用されるのか、先の例で確認しておこう。A氏によるP社株式の取得・処分とインサイダー取引規制が関係しそうなのは、①新株予約権が付与されたとき、②新株予約権の権利行使をして株式を取得したとき、③権利行使により取得した株式を売り付けるとき、以上の3つに分けることができる。このうち①および②には、インサイダー取引規制は適用されない。なぜなら、①は新株予約権の発行であって金商法166条1項の「売買等」に該当しないためであり、②については、新株予約権の権利行使により株式が発行される場合は金商法166条6項2号により金商法166条1項が適用

されないからである。そのため、③の株式の売り付けだけが、インサイダー取引規制の対象となる。

周知のとおり、日本のインサイダー取引規制は、会社関係者（内部者）が未公表の重要事実（内部情報）を知って自社の株式等を売買すれば、当該情報を利用する意図があると否とを問わずに、規制違反が成立する構造となっている⁸⁾。規制目的との関係で、規制対象が過度に広がらないように、適用除外の規定が置かれてはいる（金商法166条6項）。しかし、現在のところ、役員などの会社関係者による売買を念頭においた適用除外は、役員持株会・従業員持株会等を通じた株式の買い付けに限られており、役員個人の売り付けについては、明確な形の適用除外は存在しない⁹⁾（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令59条参照）。第三者に売買を委ねる等して、会社関係者が情報に基づかずに、自社株式を売買したとしても、インサイダー取引規制が原則として適用されるわが国の規制の下では、会社関係者が株式を売り付けること自体に、リスクが存在することになる。

2 内部者取引防止規程

ほとんどの上場会社では会社関係者によるインサイダー取引規制違反を未然に防止するために、役員や従業員による自社株式の売買については、内部者取引防止規程を設けて一定の制限を加えている¹⁰⁾。重要事実に接する蓋然性の高い役員等の会社関係者については、自社株式を売買するに当たり許可制あるいは事前届出制を採用し、また売買時期についても四半期決算期末に売買を制限したり、決算後の一定期間に限って売買を認めたりするものがある¹¹⁾。

上場会社が会社の信用失墜を避けるため、イ

ンサイダー取引の未然防止体制を整備すること自体は、合理的で推奨されるべきことではあるが、本稿の関心からいうと、役員らが一定期間、自社株式の売買を禁じられることは、ストックオプションで得た株式を売り付ける機会も制限されることを意味する。決算後の一定期間に限って株式の処分を認める規制をしている会社では、株式保有リスクを回避するために権利行使と同時に処分をしようとするれば、ストックオプションの権利行使そのものが著しく制限を受けることになってしまう¹²⁾。

Ⅲ. アメリカの規則10b5-1

1 規制背景

アメリカでは、情報に基づかない内部者による自社株売買の扱いについて、2000年に新たに規則10b5-1（17 CFR § 240.10b5-1（2013））が設けられた¹³⁾。これは、未公表の重要情報を知る前に売買契約を締結していたこと等の事実を内部者が積極的抗弁（affirmative defense）¹⁴⁾として立証すれば、インサイダー取引規制に違反したとはされないものであり、わが国の規制を考えるにあたっても参考になるので、簡単に紹介しておくこととしよう。

アメリカのインサイダー取引規制は1934年証券取引所法10条(b)項の詐欺禁止規定について設けられた規則10b-5（17 CFR § 240.10b5（2013））を根拠として、主として判例により形成されてきたことは広く知られている¹⁵⁾。いかなる者が内部者に当たるかについては議論があるにせよ、内部者が未公表の重要情報に基づいて株式等の売買を行うことを禁じられている、という点はわが国と類似している。ただし、内

部者が情報を有して (possession) 売買をするだけで要件を満たすのか (いわゆる保有基準), それとも, 情報を利用して (use) 売買したことまで求められるのか (いわゆる利用基準) については, 争われてきた¹⁶⁾。この違いは, 具体的にはインサイダー取引規制違反が問題となる訴訟等で, 規制当局 (SEC あるいは検察官) がどこまで立証する必要があるのか, という点で重要な意味を持つ。つまり, 売買等を行った者が情報を有していたことを証明するだけで足りるのか, それとも, 情報を利用して売買をしたことまで立証する必要があるのか, であり, 後者であれば, 当局側の立証の負担は重くなる。この問題を正面から扱った裁判例はほとんど存在せず, 僅かに存在する判例の判断も分かれている¹⁷⁾。

SEC は, 従来から情報を知ったうえで売買していれば, インサイダー取引規制違反が成立するとの立場をとってきた。SEC はインサイダー取引規制を含む連邦証券諸法の法執行を担う機関であるため, かかる見解を採ることは当然ともいえるが, 単に情報を有して売買をしただけで, インサイダー取引規制違反に該当するとするなら, 規制範囲が広がり過ぎることとなる。たとえば, 内部者が第三者に委託して定期的に自社株式の買い付けを行っていたとして, その間に重要情報を知れば, 当該売買が情報に基づいたものでなくても, インサイダー取引規制違反になるというのは, 適当ではあるまい。SEC も, そのような売買がインサイダー取引規制違反に当たると主張しているのではなく, 情報を知った状態で売買を行うことは, それを利用したと考えるのが自然であるという点において, 保有基準を主張しているにすぎない。以下の規制概要を見ても分かる通り, 規則

10b5-1は保有基準の立場を前提としたというよりも, (限られた範囲ではあるが) 情報を利用していないことの証明責任を投資者の側に転換したうえで, 実質的には利用基準に近い考え方を採用したと評価することができる¹⁸⁾。

2 規制概要

規則の概要は次のとおりである。証券の売買を行ったときに, 未公表の重要情報を知っていた場合には, その者は原則として未公表の重要情報に基づいて (on the basis of) 売買を行ったこととなるが (規則10b5-1(b)), 売買を行った者が当該情報を知る前に, 証券を売買する拘束力のある契約を締結し, 他の者に自己の計算で売買する指示をし, あるいは売買する書面の計画を採用していたことを証明した場合には, 重要情報に基づいて売買を行ったことにはならない (規則10b5-1(c)(1)(i)(A)), つまりインサイダー取引規制違反には該当しない, というものである。売買の契約・指示・計画には, 株数や価格, 注文日を特定していることが求められているほか, 内部者は事後に第三者に対して, 証券の売買等に関して影響力を行使してならないものとされている (規則10b5-1(c)(1)(i)(B))。また, 売買の契約等をした時において, 善意であり (bona fide) かつ, 本規則を潜脱するものであってはならないことが求められている (規則10b5-1(c)(1)(ii))。なお, この規則は会社等の法人による自己株式の売買にも適用されるものであり, そのための要件も定めが置かれている (規則10b5-1(c)(2))。

3 問題

(1) 規制潜脱行為

規則10b5-1の趣旨は以上のとおり, 役員な

ど会社の内部者が、インサイダー取引規制違反に問われることなく、内部情報に基づかない自社株式の売買を可能にすることを目的としたものである。しかし、ある調査によると、規則10b5-1に適合したプランで行われた売買は、内部者がプランによらずに行った自社株式の売買に比べて、高い超過収益率が認められたとのことである¹⁹⁾。このことから、規則10b5-1が設けられたことにより、内部者が情報に基づかない売買を円滑にできるようになったというよりも、内部情報に基づいて売買を行おうとする者が、インサイダー取引規制違反とみられないように、取引をカムフラージュする目的で、規則10b5-1適合プランを設定して売買を行っていることが疑われる、という議論がなされている。規則10b5-1は、売買等するにあたり、株数や価格、注文日を明示することが求められているが、売買数量等に特段の制限は加えられていないため、短期間に大量の株式を処分することも可能となるうえに、売買契約等を撤回して再開することや、同時に複数の売買契約を締結することも制限は加えられていない。そのため、規則が当初予定していたような計画的な株式の売買ではなく、インサイダー取引規制を潜脱する目的で規則が利用されているのではないかとの批判は、制度導入当初からなされていた²⁰⁾。

規則10b5-1の積極的抗弁を利用してインサイダー取引規制を潜脱しようとする行動があるとしても、同規則では要件を満たすことを内部者が立証することを求められる点は忘れてはならない。前述したように同規則においては、売買の契約を締結等した時点において、内部者が重要情報を知らないことが要件とされているが、濫用を指摘されるプランにおいては、この

要件がそもそも満たされていないことが多いようである²¹⁾。ただし、アメリカのインサイダー取引規制における情報の「重要性」(materiality)要件のハードルが比較的高いことや、内部者が重要情報を有しながらプランを設定したことの証明が容易でないこと等を理由に、なお規制潜脱による売買の危険を指摘する見解もある²²⁾。

(2) 情報開示の歪み

保有株式を処分しようとする者が、同時に会社情報の開示につき決定権限を有している者であれば、恣意的な情報開示が行われる恐れがあるとの指摘もある。役員らが規則10b5-1適合プランにより売買を行なう場合、投資判断を第三者に委ねても、自分たちの保有株式が売買される期間は知っているわけである。そうであれば、たとえば、役員が保有株式の売却を委託した場合、売却予定期間には好材料となる情報を優先的に開示し、あるいは否定的な情報開示を先延ばしすることにより一時的に株価を引き上げる等、役員らが自己の利益を最大化する行動をとることも考えうる²³⁾。

IV. インサイダー取引規制違反のリスク回避

1 会社関係者による自社株売り付け行為の適用除外

(1) 金融庁のQ&A

わが国においても、近年、内部者が重要事実に基づかないで行った売買について、インサイダー取引規制違反に当たらないことを認める規制変更の動きが見られる。平成20年11月18日

に、金融庁が公表した「インサイダー取引規制に関するQ&A」(以下、「Q&A」という)は、その試みの一つである。前述したように、会社関係者が未公表の重要事実を知って当該会社の株式を売買すれば、インサイダー取引規制違反に該当するが、「上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合、実際には第三者である信託銀行等が買付け主体となるところ」「会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当するかどうか問題」となるが、信託契約等の締結後に注文に係る指示を行わないことなど一定の要件を満たした場合には、これに該当しないとの判断を明らかにしたものである²⁴⁾。「Q&A」はアメリカの規則10b5-1を参考にしたものと推測されるが、前述したように規則10b5-1は会社の自己株式取得に加えて、役員等の会社内部者による売買も対象にするものである。ストックオプションなどで取得した株式を会社関係者が売り付ける場合にも、「Q&A」の考え方は及びそうである²⁵⁾。

(2) ワーキング・グループ報告書

2012(平成24)年12月に公表された、金融庁のインサイダー取引規制に関するワーキング・グループによる報告書「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」では、現行金商法166条6項8号の、いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外が個別に類型を定めていることから、柔軟性を欠いていることを問題として、取引の円滑を確保する観点から、より包括的な適用除外を設けることを提言している。わが国のインサイダー取引規制の在り方を考えるうえで、重要な指摘であるが²⁶⁾、本稿で問題として

いる役員による株式の売り付けについても、ガイドライン等において、一定の要件の下で、インサイダー取引規制の適用が除外されることを明確にすることが望まれる。

(3) 濫用の可能性

会社関係者が第三者に売買を委託した場合も、前述した「Q&A」における自己株式取得の場合とほぼ同じ議論が妥当するが、まったく同じというわけではない。会社の自己株式取得では、主として相場操縦等を防止するために、金商法において買付業者、取引時間、注文価格、注文数量が制限されているので(金商法162条の2参照)、「Q&A」の要件の下で自己株式が取得される限りは、不公正な取引の危険はさほど大きくない。これに対して、会社関係者による売買等にはそのような制限は課されていないので、アメリカの規則10b5-1の経験をみると、濫用を防ぐための手立てを用意しておく必要があるのかもしれない²⁷⁾。

2 一括委託型ストックオプション

(1) 自社株処分の適用除外で十分か?

知る前契約・計画に係る売り付けにインサイダー取引規制の適用が除外されたとしても、問題が完全に解消されるわけではない。たしかに、ストックオプションで取得した株式の売り付けについては、知る前契約等の適用除外によりインサイダー取引規制違反のリスクは解消される²⁸⁾。しかし、権利行使から処分までの間の株式保有リスクは依然として残ることになる。ストックオプションを行使する時に、役員は必ずしも未公表の重要事実を知らないとは限らず、重要事実を知っていれば、当該事実が公表されるまでは、株式の処分は禁じられるが、か

りに株式の売り付けの主体が信託銀行等であったとしても、委託時に本人が認識しない重要事実が生じている可能性は残り、インサイダー取引規制違反のリスクは払拭されない²⁹⁾。

(2) 新たな報酬スキーム～権利行使と処分の一括委託

以上の問題を解決するためには、ストックオプションの権利行使と株式の処分を信託銀行等に委託する新たな報酬スキームを設けることが考えられる。わが国の役員が付与される程度のストックオプションであれば、個々の役員が信託銀行等を利用することは、費用高となり難しいかもしれないが、会社が役員報酬スキームの1つとして一括して委託すれば、コストの問題はクリアできるであろう。そもそも個々の役員は、ストックオプションの権利行使のタイミングを自ら決定し、あるいは、権利行使して得た株式の処分価額を自ら決定したいのではなく、自社の株価の上昇に応じた報酬を得ることで満足するものと考えられる。

基本的な制度の枠組みは、まず報酬スキームの導入会社が役員らに対してストックオプションを付与するが、役員らの新株予約権はすべて信託銀行に信託されることになる。そのうえで、権利行使期間に権利行使価額を超える一定額以上で権利行使をすること、および、権利行使により取得した株式を同時に処分することを、信託銀行に対して一括して委託するのである³⁰⁾。役員らは行使額と売却額の差額を、各役員に付与されたオプションの比率に応じて金銭で受け取ることになる³¹⁾。

「一括委託型ストックオプション」では、権利行使と株式の処分との間に生ずる時差は解消されることになる。信託銀行は、空売りと同時に

にストックオプションの権利行使を行うことで適時に株式を処分し、権利行使価額と時価との差額の金銭を、役員らのものとすることができる³²⁾。また、「一括委託型ストックオプション」では、ストックオプションをいつ・どれだけ行使するのか、取得した株式をいつ・どれだけ処分するかの判断は、専ら信託銀行等に委ねられており、役員らの裁量の入る余地はない。そのため、委託段階で重要事実を知っていることによるインサイダー取引規制違反のリスクについても、問題を解消することができる。原則として株主総会決議を受けて報酬制度が導入されることになるため重要事実はずでに公表済みであることが多いうえに、委託から処分までの間には相当な時間が経過していることが通常であるため、かりに制度導入時に未公表の重要事実が存在したとしても、処分までの間に当該事実は公表されているはずである³³⁾。当該報酬スキームの内容が株主総会の役員報酬議案等の形で開示され、透明性が確保されるのであれば、そのようなエクイティ型の報酬支給の枠組みが不正取引と評価されるとは考えにくい。さらに、不公正取引規制との関係では、本稿で提案する報酬スキームにおいては、信託銀行等による株式の処分が監督法上の業者規制の下で、適正に行われる限りにおいては³⁴⁾、相場操縦等が問題となる余地は低いといつてよいであろう。

(3) 情報開示の歪み

会社関係者が自己利益を図るために、情報開示を歪めて一時的な株価上昇を演出することのないようにする仕組みも設けておく必要があるかもしれない。これまでのところ、わが国のストックオプションにおいて、このような問題が指摘されることはなかったが、今後エクイティ

型報酬が広がるなかで、わが国においても対応を求められる事態が生じるかもしれない³⁵⁾。「一括委託型ストックオプション」においても、役員らが権利行使期間内に恣意的な情報開示をする恐れはあるかもしれない。しかし、ストックオプションの付与が単年度限りならそのような危険が認められるとしても³⁶⁾、毎年ストックオプションを交付し、たとえば行使期間を1年ずつ後に遅らせるようにすると、一時的な株高は（多くの場合に時価に連動する³⁷⁾）次の期のストックオプションの権利行使価額を高めるために、次期のリターンを減少させることになり、トータルで考えるなら、割に合わないものとなるであろう³⁸⁾。この問題は、ストックオプションの付与の仕方、設計の仕方によって対応可能と考えられる³⁹⁾。

V. むすび

ストックオプションは、会社からキャッシュアウトを伴わず、役員に対して会社の業績向上・株価の上昇を図るインセンティブを与える報酬形態である。ストックオプションを付与された役員個々人の利益という点からは、適時に株式を処分できる途を用意しておくのが望ましいが、役員らはインサイダー取引規制の「会社関係者」に当たるため、いつでも自社株式を市場で売却できるわけではない。わが国のインサイダー取引規制全体の問題として、会社関係者による、情報に基づかない売買の適用除外の範囲を広げる必要があるのはたしかである。本稿で提案した一括委託型ストックオプションは、役員らがインサイダー取引規制違反のリスクを負うことなく、行使価額と時価との差額を金銭報酬に転換して受け取ることができる、という

大きなメリットを提供するものである。

本稿は、通常型のストックオプションや株式報酬型ストックオプションなどと並ぶ選択肢のひとつとして、一括委託型のストックオプションを提案するものであり、すべてのストックオプションを一括委託型とすることを主張しているわけではない。どのような役員報酬が、自社にとってもっとも望ましいと評価するかは、各会社で考え方が異なるのは当然である。しかし、一括委託型ストックオプションは、導入会社の役員らガリスクを負うことなく、株式の値上がり益を手にできる新たな制度として、一考に値するものと思われる。

注

- 1) 神田ほか [2013]。
- 2) ストックオプションの付与対象は役員に限定されるものではなく、従業員らにも及ぶ。本稿の検討対象は役員に限定するが、以下の議論の多くは従業員らのストックオプションにも妥当する。
- 3) ここでは、いわゆる株式報酬型ストックオプションではなく、従来型のストックオプションを中心に議論を進める。現在、実務において用いられているストックオプションの諸類型については、太田ほか [2012] 114頁以下に詳しい。
- 4) 多くのストックオプションは、新株予約権の付与时、権利行使時のいずれにおいても経済的利益に課税が生じず、権利行使により取得した株式の売却時の譲渡損益としてのみ課税が生ずる、いわゆる税制適格ストックオプションに該当するものである。税制適格ストックオプションとなるための要件は、(i)権利行使は付与決議の日後2年を経過した日からその付与決議の日後10年を経過する日までの間に行うこと(ii)権利行使価額の年間合計額が1200万円を超えないこと(iii)1株あたりの権利行使価額は契約締結時における1株当たりの価額に相当する金額以上であること（大雑把にいうと終値以上）(iv)新株予約権は譲渡禁止(v)株式の交付が決議要件に反しないで行われること、である（租税特別措置法29条の2第1項、租税特別措置法施行令19条の3）。以上につき、太田ほか [2012] 410頁以下参照。
- 5) 近年利用が増加傾向にある株式報酬型ストックオプション（いわゆる1円ストックオプション）は、事実上役員に株式を交付するものであるが、これにより株価の上方のみならず下方の動きにもインセンティブを役員に与えることはできる。ストックオプションで取得した株式を役員が継続的に保有することは、これと同じ効果を期待することができる。しかし、株式報酬型ストックオ

ストックオプションとインサイダー取引規制

- プションのように当初からそのような設計をしているものと、主として株価上昇局面でのインセンティブの付与を狙った通常のストックオプションとで同列に議論することはできないはずである。株式報酬型ストックオプションと通常型ストックオプションについては、太田ほか [2012] 152頁-154頁参照。
- 6) 株価下落が役員らの努力不足に起因するならともかく、個別銘柄の評価を問わずに株式市場が全体として下落し、そのまま相場全体の落ち込みが長期化することは、リーマンショックの例を挙げるまでもなくしばしば起こりうることである。
 - 7) 後に触れるように、わが国の金商法の下では、役員らの持株の売買状況が透明化されていないため事実確認は困難であり、推測の域をでない。
 - 8) 詳細については、横畠 [1989] 参照。なお同書159頁は、金商法166条6項8号の解釈として、内閣府令に定めのない適用除外を広く含むものと解している。
 - 9) 適用除外に該当しなくても、未公表の重要事実を知らずに売買等を行うのであれば、当然のことながらインサイダー取引規制違反には当たらない。しかし、役員などの会社関係者は、なんらかの未公表の重要事実に接している可能性はあるため、インサイダー取引規制違反に問われる危険は常についてまわる。
 - 10) 具体例としては、東京証券取引所自主規制法人 [2010]、最近のものについては、東京証券取引所自主規制法人ほか [2011] 参照。
 - 11) 東京証券取引所自主規制法人ほか [2011] 41頁～44頁。
 - 12) 決算時に会社の重要事実は開示されているが、そこで開示を免れる未公表の重要事実であってインサイダー取引規制の重要事実に該当するものがありうることからすると、かかる内規でも、インサイダー取引規制の適用を完全に受けないということにはならない。
 - 13) Selective Disclosure and Insider Trading. SEC Rel. No. 33-7881, 65 Fed. Reg. 51716 (Aug. 24, 2000). 邦語の紹介として、吉川 [2000]、川口ほか [2002] 540頁-541頁参照。
 - 14) 積極的抗弁とは、訴訟において請求を根拠づけるために主張されている事実を前提としたうえで、新たな事実を主張して請求を理由づけることをいい、適用除外規定 (safe harbor) とは異なる。Horwich [2007] p.923.
 - 15) 川口ほか [2002] 433頁以下、萬澤陽子 [2011] 参照。
 - 16) 川口ほか [2002] 539頁。日本においても、会社関係者が自社株式の注文を発した後に重要事実に接したのであれば、約定前に注文を取り消さないとインサイダー取引規制違反になるか否かは問題とされている。木目田裕監修 [2010] 参照。
 - 17) 保有基準を採用したものととして、United States v. Teicher, 987 F.2d 112, 120-121 (2d Cir.), cert. denied, 510 U.S. 976 (1993). 利用基準を採用したものととして、Unites States v. Smith, 155 F.3d 1051, 1069 (9th Cir. 1998), cert. denied, 525 U.S.1071 (2000); SEC v. Adler, 137 F.3d 1325, 1337 (11th Cir. 1998) があると、一般的に説明されている。詳細については、Wang and Steinberg [2010] pp.169-187
 - 18) Horwich [2007] p.924 note 60.
 - 19) Jagolinzer [2009] 参照。
 - 20) クエスト・コミュニケーションズ社のCEOであったジョゼフ・ナッチオ (Joseph Nacchio) は、同社の強気の収益見通しが未達となる旨の未公表情報に基づき、10b5-1プランを通じて1日当たり11500株もの保有株を継続的に売却する等、短期間で総額で1億100万ドル相当のクエスト株式を売却することで損失を回避した。このケースにおいては、ナッチオの売却行為に積極的抗弁は認められず有罪とされた。United States v. Nacchio, 519 F.3d 1140 (10th Cir. 2008)
 - 21) SEC のコーポレートファイナンス局がQ&A形式で示した規則解釈 (SEC [2012]) においても、未公表の重要情報を知ったときに、プランに基づく売注文を撤回しても、インサイダー取引規制違反にはならないが (Question 120.17)、プランの契約解除・取消などは、当該契約段階において、善意でなかった、あるいは本規則を潜脱するものであるとみなされて (規則10b5-1(c) (1)(ii)), 規則10b5-1(c)の積極的抗弁を利用できないこともありうるし (Question 120.18)、新たなプランで取引を行う場合にもそのプランが同様の理由から積極的抗弁を利用できない可能性もある (Question 120.19) との立場をとっている。
 - 22) Fried [2008] pp.464-466.
 - 23) Jagolinzer [2009] p.13, p.19, Fried [2008] pp.465-466
 - 24) 詳細に検討を加えたものとして、矢野正紘 [2009] 参照。「Q&A」の立場が、実質的にみて妥当であることは疑いないものの、信託方式・投資一任方式による自己株式取得が、「会社関係者が重要事実を知って売買等を行う」ことを基本的な内容とする金商法166条のインサイダー取引規制において、どの要件に該当しないことになるのか、理論的な根拠は必ずしも明らかではない。後述する、金商法改正により知る前契約等の適用除外がより包括的に行いうるようになると、この理論上の問題についても、解決されるように思われる。
 - 25) すでに上場企業のオーナー等は、自社株式を部分的に処分するにあたり、信託銀行が株式処分信託を利用してのことからすると、適用除外規定を設ける実務上の要請はあると思われる。たとえば、各信託銀行の株式処分信託の説明参照。三井住友信託銀行 (<http://www.smb.jp/personal/entrustment/management/stock/>)、三菱UFJ信託 (http://www.tr.mufg.jp/shisan/kabusiki/shobun_01.html)。
 - 26) わが国の現在のインサイダー取引規制は、1988 (昭和63) 年に基本的な枠組みが作られたが、その形式主義的な規制方法には批判が加えられてきた。前田 [2010]、梅本 [2009] およびそこに引用する文献参照。現行規制を前提に、解釈論で妥当性を追求しようとする試みとして、黒沼 [2009] 参照。これまでは、インサイダー取引規制違反の成立要件について、実質化することが提案されてきたが、適用除外の範囲を適切に設定していけば、ほぼ同じ目的を達することは可能かもしれない。この点に焦点を当てた、インサイダー取引規制の比較法的な考察は、別稿で行うことを予定している。
 - 27) アメリカの議論でみたように、濫用的なものは、契約

締結段階で重要事実を知っていたとみられる場合がほとんどで、積極的拒弁の適用外とされており、大きな問題はないようにも思われる。ただし、金商法166条6項8号の知る前契約・計画に係る適用除外が柔軟化されて会社関係者による株式の売り付けが含まれる場合には、この点についてなんらかの要件が定められるかもしれない。

- 28) この適用除外でメリットを享受するのは、大量の保有株式の処分を行う創業者経営者などであろう。大量の株式を処分するにあたっては、長期にわたり市場で株式を売り付けることになろうが、これらの者は、その間に重要事実に接する機会があるからである。規制変更は、現在、利用されている株式処分信託などを法的にオーソライズするということになると思われる。
- 29) たとえば、小松製作所（コマツ）は、2007（平成19）年3月30日に金融庁より課徴金の納付を命ぜられたが、違反行為とされた小松製作所の自社株式の取得は、信託銀行を通じて行ったものであった。インサイダー取引規制違反に問われたのは、信託銀行に委託した時点において、（株価に影響を与えないとは考えられないような）未公表の重要事実が存在していたためである。平成19年3月30日・金融庁「株式会社小松製作所の株券に係る証券取引法違反に対する課徴金納付命令の決定について」<http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20070330-7.html> 金融庁の公表資料では明らかではないが、問題とされたのは、2005年7月4日の委託段階において、7月13日に公表された海外子会社解散という重要事実を執行役員が知っていたことであり、その事実が公表されるまでの間の7月4日から13日までの自己株式を取得が、課徴金の対象とされたものと思われる。
- 30) 実際に、SECが規則10b5-1を採用した際のリリースにおいても、ストックオプションを行使して当該株式を処分することを希望する会社の従業員などは、未公表の重要情報を知らない間に、一定比率のオプションの権利を行使し、一定価格以上で処分する算定方法を含んだ書面によるプランを採用することができる旨が、述べられている。Selective Disclosure and Insider Trading, SEC Rel. No. 33-7881, 65 Fed. Reg. 51716 (Aug. 24, 2000) p. 51728.
- 31) 付与されたストックオプションが無くなるまでには、ある程度の時間を要するであろうが、株式を処分して得られた差額の金銭は、定期的に付与比率に応じて役員間で分配することになると考えられる。
- 32) やや技術的な問題として、株式の処分を信託するのと異なり、ストックオプションの権利行使も委託する場合には、払込金をどのように手当てするのが問題となりうる。本文で述べたように信託銀行が権利行使とともに株式の時価処分をするためには、空売りを併用することが考えられるので、それを払込金に充当することが可能かもしれない。上場会社等の役員等は自社株式の空売りを原則として禁止されているが（金商法165条）、ヘッジ売りは、例外的に認められているため、信託銀行は空売りと権利行使を並行して行うことになろう。もっともこのような払込方法が技術的に難しいのであれば、いったん役員らが払込相当額を信託銀行に委託しておく等の方

法も考えられる。

- 33) 株式の処分についての解釈ではあるが、アメリカの規則10b5-1においては、委託時点で未公表の重要情報を有していれば、たとえ、プランを通じた株式の処分が公表後であっても、同規則は適用されないとの解釈が採られている。SEC [2012] Question 120.20
- 34) 現在の上場企業オーナーの株式処分信託においても、相場に影響を与えないように、1日当たりの売却株数を制限する等、独自のガイドラインに従って処分しているようである。
- 35) MBOなどにおいては、構造的利益相反を背景として恣意的な情報開示がなされたとみられる場合が存在する。たとえば、レックス・ホールディングス全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告審決定（東京高決定平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁）参照。
- 36) Lie, [2005] 802, Fried [2008]参照。
- 37) 本稿が提案する一括委託型ストックオプションは、現在の税制適格ストックオプションの適用要件は満たさないが、従来型のストックオプションであれば、前述したように行使価額は時価以上に定めるのが一般的である。なお、報酬設計の在り方を考えるにあたり、税制が重要であることはいうまでもなく、現在行われている報酬制度の多様化の議論の中で、税制の変更についても議論の俎上に上るものと思われるが、本稿では検討対象とはしていない。
- 38) この点は、フリード教授の「ハンズオフオプション」のアイデアから示唆を得た。Fried [2008].
- 39) 今後、エクイティ型報酬が増加するにあたり、各国で導入されている、役員ら会社関係者による自社株式売買の開示規制がわが国に存在しないことが問題となってくると考えられる。現在先進国の証券規制で、かかる規制を持たないのはわが国だけである。やや古いのが各国の制度概要と、それらと似て非なる日本の売買報告書制度（金商法163条）との比較について、梅本剛正 [2005] 263頁以下参照。

参考文献

- 梅本剛正 [2005] 『現代の証券市場と規制』 商事法務
- 梅本剛正 [2009] 「インサイダー取引規制の再構築」 川濱 昇・前田雅弘・洲崎博史・北村雅史編・『企業法の課題と展望』 商事法務
- 太田洋・山本憲光・豊田祐子 [2012] 『新株予約権ハンドブック第二版』 商事法務
- 川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎 [2002] 「インサイダー取引規制

ストックオプションとインサイダー取引規制

- の比較法的研究」民商法雑誌125巻4=5号
- 神田秀樹・弥永真生・石田猛行・内ヶ崎茂・武井一
浩 [2013]「役員報酬改革の新潮流と今後の諸
論点(上)(中)(下)」商事法務1987号, 1988号,
1989号
- 木目田裕監修 [2010]『インサイダー取引規制の実
務』商事法務
- 黒沼悦郎 [2009]「インサイダー取引規制と法令解
釈」金融法務事情1866号
- 東京証券取引所自主規制法人 [2010]「内部者取引
防止規程事例集」 <http://www.tse.or.jp/sr/comlec/books.html>
- 東京証券取引所自主規制法人ほか [2011]『第三回
全国上場会社内部者取引管理アンケート調査報
告書』 <http://www.tse.or.jp/sr/unfair/houkouku.html>
- 前田雅弘 [2010]「インサイダー取引規制のあり方」
商事法務1907号25頁
- 萬澤陽子 [2011]『アメリカのインサイダー取引と
法』弘文堂
- 矢野正紘 [2009]「自己株式取得に係る「インサイ
ダー取引規制に関する Q&A」の検討(上)(中)
(下)」商事法務1871号, 1873号, 1875号
- 横畠裕介 [1989]『逐条解説インサイダー取引規制
と罰則』商事法務
- 吉川満 [2000]「米国の新しい公正開示規則とイン
サイダー取引禁止規則(上)(中)(下)」商事法務
1571・1574・1575号
- Fried, Jesse M. [2008], “Hands-Off Options”, 61
Vand. L. Rev. pp.453-474
- Horwich, Allan [2007], “The Origin, Application,
Validity, and Potential Misuse of Rule 10b5-1”,
62 Bus. Law. pp.913-954.
- Jagolinzer, Alan D. [2009] “SEC Rule 10b5-1 and
insiders’ strategic trade”Management Science,
Vol.55, pp.224-239
- Lie, Erik [2005], “On the Timing of CEO Stock
Option Awards”, Management Science, Vol.
51 pp.802-812
- SEC [2012] Compliance and Disclosure
Interpretations: Exchange Act Rules <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangeactrules-interps.htm>
- Wang, William K.S. and Steinberg, Marc L. [2010]
Insider Trading 3rd edition Oxford University
Press.

(甲南大学法科大学院教授)