

課徴金事例にみる業務執行決定機関と 公開買付者に関する考察

西尾 順一 証券取引等監視委員会事務局取引調査課 証券調査官
 壹岐友理子 証券取引等監視委員会事務局取引調査課 証券調査官
 上杉 将文 証券取引等監視委員会事務局取引調査課 証券調査官

一 はじめに

近年、証券取引等監視委員会（以下「証券監視委」という）が、内閣総理大臣および金融庁長官に対し、課徴金納付命令を発出するように勧告（金融庁設置法二〇条一項）を行った事例の中で、①金融商品取引法（以下「金商法」という）一六六条二項一号ちに規定される株式交換についての業務執行を決定する機関（以下「業務執行決定機関」という）および②同法一六七条一項で規定される公開買付けもしくはこれに準ずる行為として政令で定める五%以上の買集め行為（以下、買集め行為を含めて「公開買付け等」という）の実施または公表された公開買付け等の中止に関する事実（以下、総称して「公開買付等事実」という）における公開買付者に

関し、過去の課徴金事例における通常類型とは異なる機関等の認定が行われているように思われる事例が見受けられた。

そこで、本稿では、証券監視委の業務執行決定機関および公開買付者に関する認定について概観し、近時の課徴金事例を分析した上で、若干の考察を加えたい。

なお、本稿のうち、意見にわたる部分は、すべて筆者らの個人的見解によって構成されている。

二 業務執行決定機関に関する論点

1 業務執行決定機関の伝統的な考え方

業務執行決定機関の意義について判示した事例として、いわゆる日本織物加工事件がある。

目次

- 一 はじめに
- 二 業務執行決定機関に関する論点
 - 1 業務執行決定機関の伝統的な考え方
 - 2 近時の裁判例
 - 3 業務執行決定機関に係る近時の課徴金事例——関西みらいフィナンシャルグループ社員による内部者取引および取引推奨行為等事例
- 三 金商法一六七条二項の公開買付者の解釈
 - 1 問題の所在
 - 2 過去の課徴金事例
 - 3 SPCが実際の公開買付者でも企図者を公開買付者と処理する課徴金事例——前田建設工業役員による内部者取引事例
- 四 考察

同事件に係る最高裁判決（注二）は、業務執行決定機関の意義に関し、会社法所定の決定権限のある機関に限られず、実質的に会社の意思決定（注三）と同視されるような意思の決定を行うことのできる機関であれば足りるとしているところ、具体的には取締役会、経営会議、常務会あるいは取締役会の委任を受けた取締役をいい、会社の内部で具体的にいかなる機関が業務執行決定機関に該当するかは、会社によりまたは決定する事例により異なるものと考えられ、当該会社における意思決定の実情に照らし

て個別に判断される(注三)。

なお、「委任を受けた取締役」に関し、会社法三六二条四項は、取締役会は「重要な財産の処分及び譲受け」などの重要な決議事項につき取締役が委任できない旨を規定するが、このように会社法上取締役が委任できない事項であっても、事実上、取締役会の委任を受けた取締役が決定していると評価できる場合には、当該取締役は、金商法上の業務執行決定機関に該当し得ると解される(注四)。

このように、業務執行決定機関の認定に当たっては、会社法上の配慮とは一応離れて、情報の格差を利用した証券取引を規制するという観点から、株価に影響を与える情報としての価値を有する会社の業務執行に関する意思決定をなし得る権限があるかどうかを実質的に検討することが不可欠である。もっとも、金商法は、業務を執行する「機関」という会社法上あるいは会社実務上すでに熟した用語を用いていることから、その語義に基づく制約を認めるべきであり、会社の意思決定に事実上の影響を及ぼすにすぎない者またはその集団にとどまる限り、それを「機関」とすることはできないものと解される(注五)。そして、金商法一六六条二項一号における業務執行決定機関と同法一六七条二項における業務執行決定機関の意義は、同様に解される(注六)。

2 近時の裁判例

前記1のとおり、日本織物加工事件最高裁判決が示した業務執行決定機関の意義は、その後のいわゆる村上ファンド事件最高裁判決(注七)においても維持され、近時、他社との資本業務提携に関する業務執行決定機関が争われたモルフォ事件高裁判決(注八)においても維持されている。すなわち、同判決は、業務執行決定機関を「実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことができる機関」とした上で、原告がモルフォの代表取締役と他の取締役一名との合議体であると主張したのに対し、代表取締役がモルフォの創業者であり、その設立以降、代表取締役を務めるとともに、筆頭株主であったことからすれば、他の取締役に比してモルフォの意思決定において大きな影響力を有し、本件資本業務提携に関しても、実質的に会社の意思決定と旨されるような意思決定を行うことができる機関であったものとみるべきであるとしている。

このように、業務執行決定機関の意義に関しては、実務上、確立しているものと考えて差し支えない。

3 業務執行決定機関に係る近時の課徴金事例

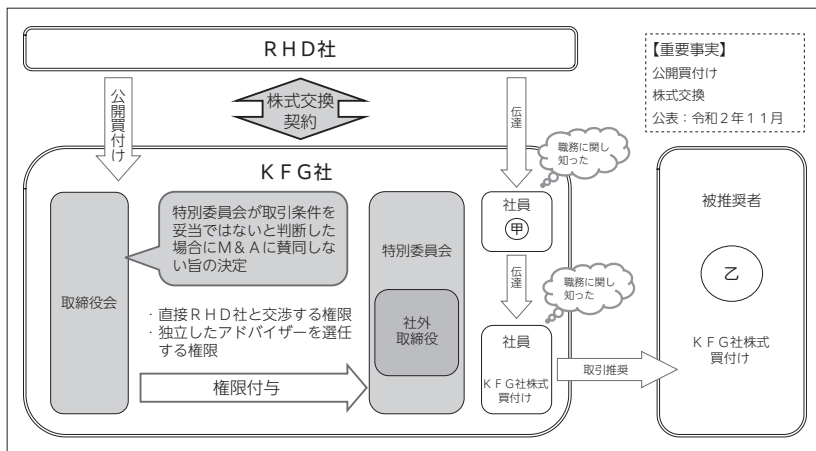
例——関西みらいフィナンシャルグループ社員による内部者取引および取引推奨行為等事例

業務執行決定機関が問題となる場面として、いわゆる「親子上場」を廃止する場面が挙げられる。「親子上場」とは、親会社およびその子会社とともに証券市場に上場していることを指すが、親会社が子会社の発行済株式の全株を取得し、完全子会社化することで、子会社の上場を廃止するケースがある。

親子上場廃止の場面においては、親会社が子会社の株式を取得する関係にあるため、できるだけ安価に株式を買い集めたい親会社と、株式をできるだけ高く売りたい一般株主との間で、構造的な利益相反関係が生じることが指摘されている(注九)。

この点、従前であれば、前記1のとおり、代表取締役や取締役会、経営会議などが、業務執行決定機関として認定された例が多いが、M&A指針によれば、親子上場廃止やマネジメントバイアウト(以下「MBO」という)などの構造的に利益相反が生じ得る場面や、情報が偏在する場面においては、独立した社外取締役等によつて構成された中立な特別委員会による買取スキームや経済条件等の検討が推奨されており(注一〇)、同指針に従い特別委員会が設置され

【図表1】 関西みらいフィナンシャルグループ社員による内部者取引および取引推奨行為等事例



た場合に、業務執行決定機関をどこに求めるべきかが問題となり得る。
これに関連して、近時、勧告された関西みらいフィナンシャルグループ社員による内部者取引および取引推奨行為等事例を紹介する。
本件は、関西みらいフィナンシャルグループ

(以下「KFG社」という)の社員が、その職務に関し、①KFG社の社員甲がその職務に関しりそなホールディングス(以下「RHD社」という)からの伝達により知った、RHD社の業務執行を決定する機関がKFG社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および②KFG社の業務執行を決定する機関が、RHD社を完全親会社とし、KFG社を完全子会社とする株式交換(以下「本件株式交換」という)を行うことについての決定をした旨の重要事実を知りながら、当該事実の公表前に、KFG社株式を買い付けるとともに、被推奨者乙に買付けすることを勧めたという事実等で勧告された事例である(注一)。

本件株式交換の決定経緯は、おおむね以下のとおりであった。

- ・ RHD社は、KFG社の議決権の過半数を有する親会社であり、RHD社株式およびKFG社株式ともに証券市場に上場していた。
- ・ RHD社はRHDグループのシナジーを実現させるべく、KFG社を完全子会社化することを企図していた。
- ・ RHD社からKFG社に対し、完全子会社化(親子上場廃止)の手段として、いわゆる「二段階買収」を採用し、親会社であるRHD社が子会社であるKFG社に対し公開買付けを行い、その後、スクイーズアウトの手段

として株式交換を実施して、同社を完全子会社化するスキーム(以下「本件スキーム」という)を含む複数のスキームの提案があった。

- ・ KFG社内において、本件スキームを検討する際、同社代表取締役などの一部役員が、過去にRHD社に在籍していたため、特別利害関係人に該当するおそれがあるなどとして、KFG社内における意思決定過程やRHD社との交渉過程に関与しないこととされた。
- ・ KFG社は、RHD社から本件スキームの初期的提案を受けた時点から、同社の社外取締役で構成された特別委員会を設置し、特別委員会が中心となって、スキームの妥当性及び経済条件の妥当性を検証していた。
- ・ 当該特別委員会には、KFG社の取締役会から、直接RHD社と交渉できる権限や独立したアドバイザーを選任する権限が付与され、KFG社の取締役会は、特別委員会の判断を最大限尊重し、特別委員会が取引条件を妥当ではないと判断した場合には当該M&Aに賛同しないことをあらかじめ取締役会で決定していた。
- ・ RHD社に在籍した経歴のある役員を除くと、KFG社の取締役会では、特別委員会を構成する社外取締役で、取締役会の過半数を占めていた。

このような事実関係において、KFG社にお

ける株式交換を行うことについての業務執行決定機関が問題となった。

特別委員会を構成する社外取締役は、会社法二条一五号イにより、業務執行取締役でないことがその要件とされているものの、会社と取締役との間で利益が相反する状況にある場合には、同法三四八条の二により、取締役会決議によって、会社の業務の執行を社外取締役に委託することができる旨規定されている。そして、委任を受けた取締役が業務執行決定機関に当たることは、前記1のとおりであるので、取締役会から、法律上ないし事実上の権限委託の決議があれば、社外取締役で構成された特別委員会が、業務執行決定機関に該当し得ると考えられる。

本件においては、KFG社の取締役会から特別委員会に対し、直接交渉権という強い権限が付与され、事実上の拒否権をも与えられていたことを加味すれば、特別委員会は、本件スキームの採否に関する法律上ないし事実上の権限委託を受けていたと評価することが可能である(注一二)。また、RHD社に在籍した経験のある役員を除くと、特別委員会を構成するKFG社の社外取締役で同社の取締役会の過半数を占めていたという事実をとらえれば、本件スキームの採否に関し、特別委員会の判断を取締役会の判断と同視できるといった考えもあり得る。

このような考え方に従えば、KFG社に設置

された特別委員会を株式交換に係る業務執行決定機関であると認定するのが相当であろう(注一三)。

このように、利益相反が生じる事案では、従前の処理とは異なる機関の利用についての検討と認定がなされる可能性もあり、今後、複雑化するM&Aスキームとも関連して、事案の集積が待たれるところである。

三 金商法一六七条二項の公開買付者の解釈

1 問題の所在

実務上、公開買付けの実施において、実質的に公開買付けを企図する者と形式的に公開買付けを実施する者とが乖離する場合がある。たとえば、実質的に公開買付けを企図する者が、当該公開買付けを実施することのみを目的として特別目的会社(以下「SPC」という)を設立し、同社をして公開買付けを実施する場合がその典型例として挙げられる。

すなわち、SPCを利用した公開買付けにおいては、実務上、最終的にSPCが金商法二七条の三に規定される公開買付者として公開買付届出書の提出等の金商法上の公開買付規制の義務を履行するため、原則として、SPCが同法一六七条の公開買付者に当たると考えられる。

もつとも、このようにSPCが金商法一六七条の公開買付者に当たると考えられると、同条二項の「決定」との関係で、公開買付けの決定時に公開買付者が存在していないという不都合が生じる場合がある。

このような不都合の解消のため、まずは、これまでの証券監視委におけるSPCを用いた公開買付けに関する勧告事例を整理した上で、近時の課徴金事例を紹介し、金商法一六七条二項の公開買付者の認定に関して若干の考察を加えたい。

2 過去の課徴金事例

図表2は、平成二〇年度から令和三年度の課徴金事例集(注一四)に掲載された事例のうち、SPCを用いて公開買付けを行ったと思われる事例を抽出したものであり、図表3は同様の事例のうち特にMBOの事例を抽出したものである。

図表2からわかるとおり、証券監視委は、これまで、実際に公開買付けを実施した者、すなわちSPCを公開買付者にとらえた上で、実質的に公開買付けを企図した者を業務執行決定機関にとらえることにより、金商法一六七条二項における「決定」を認定してきたと思われる。

また、証券監視委は、金商法一六七条二項における「決定」の時点において、SPCを公開買付けの主体とする構想がある場合、その設立

〔図表2〕 SPCを用いた公開買付事例（MBO事例を除く）

	事例	公開買付者とされたSPC	業務執行決定機関
①	平成22年課徴金事例集・事例16	A社	A社設立準備中の者（A社の親会社の業務執行機関）
②	平成22年課徴金事例集・事例22, 23	B社	B社設立準備中の者（B社の業務執行・運営を行う投資顧問会社の経営陣）
③	平成29年課徴金事例集・事例7	C社	C社発起人である甲社の社長および投資案件担当役員
④	令和元年課徴金事例集・事例6	D社	D社親会社の社長
⑤	令和元年課徴金事例集・事例7	E社	E社親会社の投資関連部門の担当役員（代表取締役）

〔図表3〕 SPCを用いたMBO事例

	事例	公開買付者とされたSPC	業務執行決定機関
⑥	平成20年課徴金事例集・事例22	V社	V社設立準備中の者（被買付者の経営陣）
⑦	平成21年課徴金事例集・事例33	W社	W社設立準備中の者（W社を設立したファンドの代表者）
⑧	平成22年課徴金事例集・事例19	X社	X社社長就任予定者（被買取者の社長）
⑨	平成23年課徴金事例集・事例14	Y社	Y社設立準備中の者
⑩	平成24年課徴金事例集・事例10	Z社	Z社取締役就任予定者および業務従事予定者（被買付者の社長および取締役）

に向けた定款作成等の準備行為がない場合でも、ある程度具体的な準備行為があれば、「設立中の会社」類似の概念により、設立中の会社概念を拡張し、公開買付を実施する者、すなわちSPCを公開買付者ととらえた上で、実質的に公開買付けを企図した者（SPCの親会社の機関等）を業務執行決定機関ととらえることにより、同項における「決定」を認定してき

また、図表3のようなMBOの場合にも同様の処理にはなるが、そのSPCを設立して支配するものが、被買付者の会社経営者あるいはその資金提供者のファンドの運営者等になることが多いと思われる。

3 SPCが実際の公開買付者でも企図者を公開買付者と処理する課徴金事例——前田建設工業役員による内部者取引事例

他方において、SPCの設立に向けたある程度具体的な準備行為すら観念できない場合には、「設立中の会社」類似の概念を用いて処理することは困難であるようにも思われる。

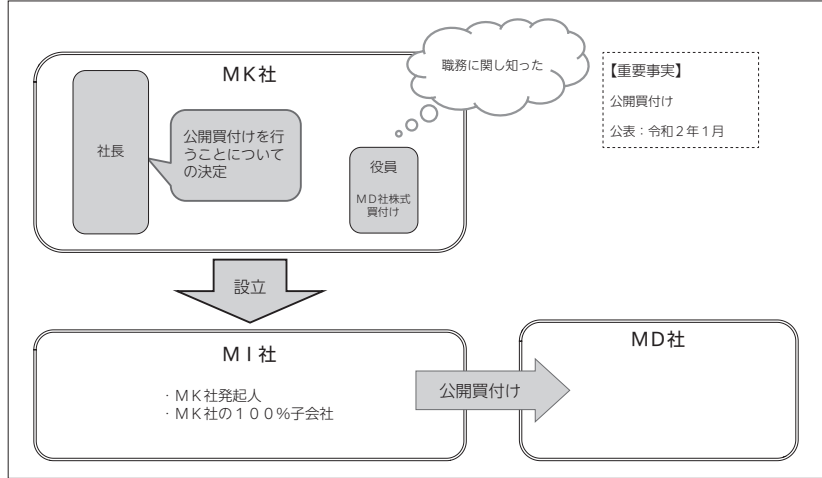
これに関連して、近時、証券監視委の課徴金勧告事例において、金商法一六七条二項の公開買付者を実際の公開買付者であるSPCではなく、実質的に公開買付けを企図した者と認定しているのではないかとと思われる事例が見受けられた。

本件は、前田建設工業（以下「MK社」という）の役員であった者が、その職務に関し、同社の業務執行を決定する機関が、前田道路（以下「MD社」という）の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「本件公開買付け」という）を知りながら、当該事実の公表前に同社の株式を買い付けたという事実等で勧告された事例である（注一六）。

本件公開買付けの決定経緯は、おおむね以下のとおりであった。

・ MK社は、昭和四四年以降、MD社を持分法適用会社としていたところ、MD社は、平成三一年三月、アスファルト合材の販売価格

〔図表4〕 前田建設工業役員による内部者取引事例



の引上げに係るカルテルを行ったとして公正取引委員会から排除措置命令および課徴金納付命令を受けるなどした。

これを受け、MK社は、MD社のコンプライアンス体制の強化徹底を含めた経営体制の見直し等を行うべきと考え、令和元年五月以

降、MD社に対し、同社のガバナンス強化に向けた提案等を複数回行ったが、同社は、これらの提案を受け入れなかった。そこで、MK社は、グループガバナンス強化のため、MD社の議決権の過半数を取得して同社を子会社化する方向で検討を開始した。

令和元年一月一日、MK社の代表取締役社長は、公開買付けの手法によりMD社を子会社化する方針を決定し、同日以降、MK社では、本件公開買付けに向けた具体的な検討や準備作業が開始された。なお、MK社では、同社の重要な経営方針は、同社社長が最終判断しており、同社社長の最終判断が取締役会等で否決されたことはなかった。

令和元年二月一六日、MK社社長は、弁護士 の助言により、SPCを設立し、同社による公開買付けを実施することとした。

令和元年二月二六日、MK社が発起人となり、同社を完全親会社として、本件公開買付けの実施を目的とする前田総合インフラ（以下「MI社」という）が設立された。

令和二年一月二〇日、MK社およびMI社は、取締役会において、それぞれ本件公開買付けを実施することを決議し、同日、その旨を公表した。

以上の経緯からわかるとおり、本件公開買付けは、実質的にはMK社がその実現を企図したものであったところ、証券監視委は、本件公開

買付けについて、「M・K社の業務執行を決定する機関が……決定した」とし、実際の公開買付者であるMI社ではなく、本件公開買付けを企図したMK社を公開買付者として認定している。

4 考察

そもそも、金商法一六七条二項における公開買付者等とは、同条一項において「第二十七条の二第一項に規定する株券等で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの（以下この条において「上場等株券等」という。）の同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）若しくはこれに準ずる行為として政令で定めるもの……（以下この条において「公開買付け等」という。）をする者」をいうとされている。

他方で、同じく金商法において公開買付者の文言を用いている同法二七条の三第二項によれば、公開買付者とは公開買付開始公告を行った者をいうものとされているが、同条の公開買付者の定義が同法第二章の二第一節に限って用いられるものであるとされていることから、同法一六七条における公開買付者と、同法二七条の三第二項における公開買付者が同一の概念であるか否かについては法文上必ずしも判然としな

もつとも、同一法内において同一の文言が用いられている場合には、両文言は原則として同一の概念を示すものと解釈すべきであるとの文理解釈を前提とすれば、金商法一六七条二項の公開買付者とは、同法二七条の三第二項に定めるものと同様に、公開買付開始公告を行った者、すなわち、先のSPCを用いた公開買付けの事例においては、公開買付者とはSPCのことを意味するものと解すべきであるとの帰結が導かれる。

しかしながら、SPCを設立して、これに公開買付けを実施させる手法は、通常、実質的に公開買付け等を企図した者が公開買付け等を実現するためにとり得る一手段にすぎない。

それにもかかわらず、このように一手段として用いられる形式的な存在にすぎないSPCの業務執行決定機関による決定がなければ、公開買付等事実が発生しないとすると、本来的に株価に影響を与える要因とはなり得ないSPCの設立時期という要素によって、インサイダー情報の発生時期が左右されることになり、このように解釈したのでは、妥当な結論を導くことが困難になり、ひいては証券市場に対する投資者の信頼の確保という金商法の目的を果たすことができなくなることは想像に難くない。

そこで、証券監視委は、金商法一六七条の公開買付者が同法二七条の三第二項の公開買付者、すなわち、公開買付開始公告を行った者と

同義であるとの解釈を維持しつつも、実質的に公開買付け等を企図した者をSPCの業務執行決定機関とした上で、SPCの設立前にこの業務執行決定機関が行った決定は、SPCの設立と同時に当該SPCに承継されるという「設立中の会社」類似の概念」により公開買付等事実の決定を認定してきたものと思われる。

すなわち、前記2で示したような過去の課徴金事例から見受けられるとおり、公開買付けの実現を企図した者がSPCを設立して公開買付けを実施するようなケースでは、SPCが設立される前に実質的な決定がなされていることが多く、証券監視委は、このような場合に関して、「決定」の時点において、SPCの設立に向けた定款作成等の準備行為がない場合でも、ある程度具体的な準備行為があれば、「設立中の会社」類似の概念（注一七）により、設立中の会社概念を拡張し、実質的に公開買付けを企図した者をSPCの業務執行決定機関として、同機関における決定をもって金商法一六七条二項の「決定」があったものと考え、インサイダー取引を規制してきたものと思われる。

これに対して、前記3の前田建設事例では、これまでの勧告事例とは異なり、端的に本件公開買付けを企図していたMK社を公開買付者とした上で、代表取締役社長の決定をもって、金商法一六七条二項の「決定」があったと認定している。

これは、実質的に公開買付けを企図していたMK社の業務執行決定機関たる代表取締役社長が公開買付けの手法によりMD社を子会社化する方針を決定した時点において、SPCによる公開買付けが想定されておらず、「設立中の会社」類似の概念」を用いることができなかったため、MI社が買収の受け皿にすぎずMK社の完全子会社であったことなども踏まえ、当該事例における必要性和許容性を総合考慮の上、例外的に、当該公開買付けを企図した者を金商法一六七条における公開買付者と実質的に解釈したのではないかと推察される（注一八）。

要するに、「決定」の実質が認められる時にSPCの構想があつて、ある程度具体的な設立準備行為がなされている場合には、公開買付者をSPCとしつつ、「設立中の会社」概念を用いて決定と公表の内容の乖離を避ける一方、そのような場合に至らない時には公表内容と食い違っても決定時の意思決定に即した処理をしていると考えられる。

もつとも、①公開買付けを企図した者を公開買付者と認定するのは「決定」時点においてSPCの構想がまったくない場合に限られるのか、②公開買付けを企図した者を公開買付者と認定した場合、その後に行われたSPCの「決定」との関係をどのように考えるかといった点については、今後の事例の集積が待たれるところである。

四 おわりに

以上のように、本稿では、証券監視委における近時の勧告事例を参考に業務執行決定機関および公開買付者の認定について整理し、若干の考察を加えた。これまで述べたとおり、昨今のM&Aは、多種多様な形態があり、それに伴い金商法上の公開買付者や「決定」のとらえ方、すなわち業務執行決定機関、決定時期および決定内容もさまざまである。証券監視委は、情報の格差を利用した証券取引を規制し、将来の違反行為を抑止するという観点から、事実関係に即し、最も適切と考えられる公開買付者および「決定」を認定している。上場会社等には、自分たちが想定していた時期よりも早い時期に「決定」が認定されることがあり得ることを念頭に置き、早め早めの情報管理を徹底していただきたい。本稿が上場会社等における情報管理体制構築の一助になれば幸いである。

(注一) 最判平成二一年六月一〇日刑集五三巻五号四一五頁。
 (注二) この「意思決定」の意義・内容に関し、最終的な意思決定を指すとの見解(限定的解釈)や調査等の諸準備を行う意思決定を指すとの見解(非限定的解釈)があるが(宮下央「インサイダー取引規制について」金融商品取引法研究会研究記録七七号(二〇二二)九頁参照)、

本稿ではその議論に立ち入らない。

(注三) 横島祐介「逐条解説 インサイダー取引規制と罰則」(商事法務研究会、一九八九)五二頁。
 (注四) 横島・前掲(注三)五二頁。木目田裕「上島正道監修『インサイダー取引規制の実務(第二版)』(商事法務、二〇一四)九三頁。
 (注五) 日本織物加工事件最高裁判決調査官解説(三好幹夫「判解」『最高裁判所判例解説刑事編(平成二一年度)』(法曹会、二〇〇二)九五頁〜九六頁。
 (注六) 横島・前掲(注三)一八三頁。
 (注七) 最判平成二三年六月六日刑集六五巻四号三八五頁。
 (注八) 東京高判令和三年一月二四日金融法務事情二一九六号五七頁。原審判決は東京地判令和三年一月二六日判例時報二五一号一一三頁。

(注九) 経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(二〇一九年六月二八日)(以下「M&A指針」といふ)七頁〜九頁。
 (注一〇) M&A指針一九頁以下。社外取締役に関しは、利益相反回避の観点から、近時、コーポレートガバナンス・コードが改訂され、プライム市場上場企業は取締役会の少なくとも三分の一を独立社外取締役とすることが推奨されており、支配株主を有するプライム市場上場企業などはその過半数を独立社外取締役とすべきと規定されており、社外取締役の重要性が高まっている(同コード原則四一八および補充原

則四一八①③)。

(注一一) 証券監視委は、令和四年九月二日、内閣総理大臣および金融庁長官に対して、課徴金納付命令を发出するよう勧告を行い、金融庁は、同年一〇月二一日、課徴金納付命令の決定を行った。

(注一二) M&A指針においても、取締役会から特別委員会への権限委譲の例として、特別委員会が妥当ではないと判断した場合に当該M&Aに賛同しないことをあらかじめ取締役会で決定した上で、特別委員会に直接、相手方との取引条件の交渉権限を付与したり、独立したアドバイザーを選任する権限を付与したりする例などを挙げる(同指針二五頁〜二六頁)。また、同指針においては、取締役会は特別委員会の判断を最大限尊重して意思決定を行うことが望ましく、取締役会が特別委員会の判断と異なる判断を行うことは本来例外的であると述べられている(同指針二八頁)。

(注一三) 関西みらい事例においては、特別委員会は社外取締役三名で構成されており、「機関」であることは問題ないものと思われる。

(注一四) 証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集」(不正取引編)「以下「課徴金事例集」といふ」(<https://www.fsa.go.jp/sec/jine/index.html>)。

(注一五) 平成二二年課徴金事例集・事例16においては、「本件における公開買付者A社は、公開買付けのための親会社であるC社により設立されたSPCである。本件公開買付事実の決定は、A社がC社により設立される前であるが、

A社は、B社株券の公開買付けのために設立が予定され、その後、実際に設立登記がなされ、当初予定されていた業務実体があることから、C社が行った決定行為であっても、設立の経緯も含め、全体で見れば、SPCが行ったものとみて差支えなく、いわゆる『設立中の会社』として存在したものと認められたものである」とされている。

(注一六) 証券監視委は、令和三年一月一日、内閣総理大臣および金融庁長官に対して、課徴金納付命令を发出するよう勧告を行い、金融庁は、令和四年一月二一日、課徴金納付命令の決定を行った。

(注一七) 会社法上の「設立中の会社」は、発起人が会社の設立の過程で取得しまたは負担した権利義務が会社の設立と同時に会社に帰属することを説明するために用いられる概念である。

これに対し、証券監視委は、投資者保護上、いつからインサイダー取引規制を及ぼすべきかとの観点から、公開買付者が設立前であってもその業務執行決定機関による「決定」を観念するため、便宜上、「設立中の会社」類似の概念¹⁾を用いてきたものと思われる。

この点に関し、「設立中の会社」が法的に観念し得るのは、定款作成時からであるとの会社法上の議論を前提に「定款が作成される前の段階におけるインサイダー取引を規制できなくなってしまう」との指摘(黒沼悦郎『課徴金事例集』にみる金融商品取引法上の論点「金融法務事情一九〇八号(二〇一〇)三六頁」や、定款作成時よりも前に「決定」を認定すること

は「設立中の会社」概念の枠を超えるのではないかと指摘(小林史治「インサイダー取引規制における『公開買付者』の検討——『設立中の会社』概念の再考の必要性」本誌一九五八号(二〇二二)三五頁)もあるが、前記のとおり、証券監視委が用いている「『設立中の会社』類似の概念」は、会社法上の「設立中の会社」そのものではなく、インサイダー取引規制の範囲を合目的に画するための道具であるから、前記の各指摘は当を得たものとはいえず、証券監視委においては、今後も前記概念の利用の当否や射程の検討を続けていくことになろう。

(注一八) なお、MK社社長は、令和元年二月一六日、弁護士²⁾の助言により、SPCであるMI社を設立して公開買付けを行うことを決定しているところ、証券監視委の従来の考え方によれば、この時点において、MI社の業務執行決定機関による決定があったと認定することも可能であったと思われる。その場合はSPCを「設立中の会社」とする前記2と同様の処理になろう。

にしお・じゅんいち
いき・ゆりこ
うえすぎ・まさふみ