

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

上場会社への規律としての上場規則

2019年4月26日（金）15:00～17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

上場会社への規律としての上場規則

立教大学法学部教授
松 井 秀 征

目 次

- I. はじめに
 - 1. 有価証券等の上場とは何か
 - 2. 有価証券等の上場に対する規律
 - 3. 有価証券上場規程
 - 4. 検討の対象
- II. わが国における上場規則の沿革
 - 1. 昭和 23 年証券取引法の下での枠組み
 - (1) 昭和 23 年証券取引法の制定と上場規則
 - (2) 上場規則を巡る考え方
 - 2. 上場規則の展開
 - (1) 規定内容の量的充実
 - (2) 法改正等に応じた規程の充実
 - (3) その他政策的側面からなされた上場規則の改正
 - 3. 有価証券上場規程を巡る質的变化の萌芽
 - (1) 適時開示制度の展開
 - (2) 審査内容明瞭化の動き
 - 4. 小括
 - (1) 上場規則の形式的意味
 - (2) 上場規則の実質的役割
- III. 上場制度総合整備プログラムと上場規則
 - 1. 上場制度総合整備プログラム
 - 2. 上場規則の全面改正
 - (1) 上場規則の体系整備
 - (2) 企業行動規範の制定
 - (3) 補論・コーポレートガバナンス・コード
 - 3. 上場審査ガイドライン・上場管理ガイドライン
- IV. おわりに
討 論

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、4月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、有価証券上場規程について扱う第2回です。昨年12月に東証の林上場部長から「近年の有価証券上場規程の改正」についてご報告いただきましたが、それに続く総論的な研究として「上場会社への規律としての上場規則」というテーマで松井先生からご報告をいただきます。

よろしく申し上げます。

○松井 よろしく申し上げます。立教大学の松井でございます。このところ大学の役職の関係でなかなか出席がかなわなかったのですが、本日もご報告をさせていただくことになりました。どうぞよろしくお願いいたします。

本日もご報告をさせていただくのは、「上場会社への規律としての上場規則」です。12月のご報告と重なる部分もあるかと思っておりますけれども、お許しいただければと存じます。

伊藤先生とご相談しました際には、まず総論的

な話で有価証券上場規則の位置付けというものを考えてみてほしいと言われましたので、私なりに考えてみた成果について今日ご意見をお伺いするというところでございます。

I. はじめに

まず、基本的な考え方の確認、それから議論の方向性の確認をさせていただきたいと思います。

1. 有価証券等の上場とは何か

上場規程の検討ですので、まず上場とは何かということを最初に確認したいと思います。

金融商品取引法（以下「金商法」といい、条文の記載時には「法」という）に基づきますと、金融商品取引所とは、内閣総理大臣の免許を受けて、取引所金融商品市場を開設する者です（法2条16項・17項）。そして、この金融商品市場において、有価証券の売買等が行われる、という規律になっています（法2条14項）。

金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場において取引の対象となるもの、つまり有価証券等につきましては、当該市場が取引対象として認めるというプロセスが必要になります。この特定の有価証券等を取引対象として認めるという行為が一般に「上場」ということで呼ばれているかと思えます。

金融商品市場においては、取引の集中、それによる効率的な価格形成と有価証券等の円滑な流通が期待されまして、これは一般的に教科書等で説かれています。また、そのような価格が形成され、有価証券等が流通するということにより資産評価、あるいは有価証券等の発行価額の基準が形成され、これによって効率的な資源配分も可能となると、こういう説明もされています。このあたりは教科書等でなされている記述です。

このような説明と先ほどの上場に関する考え方をプラスしますと、上場というのは、このような金融商品市場の機能を発揮できる、あるいは可能とする有価証券等を選別する、あるいは管理をす

る、こういうプロセスだと言いうことができるかと思えます。

そもそも、金融商品市場に期待される以上の機能というのは、ある程度場所や時代を超えた抽象的な機能だと言えるかと思えます。他方で、その機能を利用してどういった有価証券等を流通させて、そしてその有価証券等を通じてどのように資源配分を行うのかということになりますと、これは以上の抽象的な機能から当然に導かれる話ではなくて、かなり政策的な視点が入ってこざるを得ないということがあります。結果として、ここには一定の場所なり時代なりの要請が色濃く反映することになります。このように上場ということを見ると、一方に取引所金融商品市場の理念あるいは理論というものがあり、他方で、そこで何を扱うかという非常に政策的な強い判断があり、この緊張関係が非常に興味深いところであると思っています。

これが上場という概念に関する一般的な説明ですけれども、これに対する法的な規律がどうなっているのかということを中心に確認しておきたいと思えます。

2. 有価証券等の上場に対する規律

有価証券等の上場が取引所金融商品市場の機能発揮に必要なプロセスであるとしましますと、それは適正なものでなければならないということになりますし、制度の重大な関心事ということになります。それは、とりもなおさず金商法がその機能の発揮を保護したいと考えているからでありまして、これは金商法がそれだけの公的な意味を見出しているということでもあります（法1条参照）。

では、金商法がどういう規制を行っているかといいますと、有価証券等の上場が持っている性格を念頭に置きまして、直接的な手法と間接的な手法を採っているというふうに言えるかと思えます。その意味で複層的であるということです。

まず、直接的な手法といいますのは、金商法が

直接、上場という行為を規制している部分です。具体的には、取引所金融商品市場への上場の手続、あるいは廃止の手続を誰がどのように行うのかという部分につきましては、金商法が直接的に規制を行っています。

他方で、この上場及び廃止を超えた詳細な規律はどうなっているかという点、金商法の中にはほぼ存在していないというのが実際です。ではどうなっているかといいますと、金融商品取引所の免許申請に当たって提出すべき申請書に業務規程を添付するように規定をしています(法 81 条 2 項)。そして、この業務規程の中身についても規律を置いていまして、法 117 条 1 項 4 号という規定を御覧いただきますと、「有価証券の売買に係る有価証券の上場及び上場廃止の基準及び方法」については細則を定めることとされています。

これは、間接的な手法による規制と言えるのではないかと思いますけれども、要は、金商法は有価証券等の上場・廃止について規律しようという意思は見せつつ、その具体的な中身については金融商品取引所の自主規制に委ねるという意思を表明しているわけです。

そうしますと、なぜこういう手法を金商法は採っているのだろうか、ということが気になるところです。つまり、上場及びその廃止といった基本的な事項について、誰がどのような手続で行うかということは金商法が直接定めるけれども、それ以外の詳細を自主規制に委ねる理由というのは、おおむね次のように説明できるのではないかと思います。ここは、かつて東証の役員であった野尻孝夫氏が書かれた論文を参考にさせていただきましたけれども、その理由として三つほど挙げられています。

第 1 に、有価証券の上場は、取引所金融商品市場の機能の発揮を可能とする有価証券等を選別する、あるいは管理するというプロセスですけれども、それには、取引所金融商品市場が置かれている状況、あるいは個別の有価証券等の置かれた状況に応じて機動的な対応が求められます。例えば、

株主数が変わってくるとか、経済状況が変わってくるとか、あるいは上場した有価証券の種類が変わってくるとか、いろいろな状況があり得ます。それに応じてなすべき対応を法律に書くとなると、当然時間がかかりますので、より機動的な対応ができるようにしておくということです。

第 2 に、このプロセスが非常に専門的・技術的な色彩を帯びているということがあります。上場審査基準、上場管理基準、あるいは上場廃止基準等、過去にはさまざまな基準があり——今はガイドラインになっていますが——こういったものにつきましては、テクニカルな数値等を含めてかなり専門的・技術的な知識や経験、能力が必要になる。そうなりますと、法律で規制するよりは、自主規制でそういった知見をお持ちの方がつくっていった方がよいのではないかと、という話になります。

第 3 に、前述のとおり、有価証券等の上場については一定の政策的な要請というのがありまして、これは後ほど歴史的な経緯を見てお話をしますけれども、そうなりますと、なかなか法律上、画一的に規制していくというのは難しい、ということがあります。法律に書くためには一定の画一的な基準がどうしても出てこざるを得ない部分がありますけれども、そうではない、より柔軟な対応ができるようにしておいた方がよいのではないかと、いうことです。

上場というプロセスにはこうした三つの特質が出てくるのだとしますと、規制のための情報や手法に制約のある国家法に依るよりは、当該情報に近い、あるいは柔軟な規制手法を持っている自主規制に委ねた方が合理的であろう。金商法はそのことを想定していて、だからこそ業務規程という規則を通じて金融商品取引所の自主規制に委ねているということではないかと思われま

3. 有価証券上場規程

次に、実際に金融商品取引所がどのような形で規制を行っているのかということですが、これは

有価証券上場規程に依っているということになります。金商法は、業務規程で細則を置くよう求めていますけれども、実際に、東京証券取引所の対応を拝見しますと、次のようになっています。

まず、東証の業務規程は、その1条の3で有価証券等の上場に関する事項について定めており、「有価証券の上場、上場管理、上場廃止その他上場有価証券に関する事項は、有価証券上場規程をもって定める」とされています。つまり、業務規程から有価証券上場規程に委任をするという形式をとっているわけです。そしてこの有価証券上場規程は、「有価証券の上場、上場管理、上場廃止その他上場有価証券に関する事項」について詳細な定めを置いているということになります。

現在の有価証券上場規程は膨大な条文量で、その内容を要約することは決して簡単ではありませんが、おおむね扱われている事項は次の四つです。何を上場対象とするか（上場対象有価証券等の問題）、どのような要件を満たせば上場が認められるか（新規上場の問題）、上場を維持するにはどのような要請を満たす必要があるか（上場管理の問題）、どのような場合に上場廃止になるか（上場廃止の問題）。つまり、こういったプロセスに関する細目について定められている、と理解できます。

さらに、テクニカルにはこれを補完する規程群がありまして、有価証券上場規程施行規則、上場審査等に関するガイドライン及び上場管理等に関するガイドラインがあります。これらについては、必要に応じて言及することにしたいと思います。

4. 検討の対象

そこで問題となるのが、以上の前提となる知識あるいは事情を踏まえて、何を検討するのかということ。ここまで確認してきた事項を改めてまとめますと、金融商品取引所における有価証券等の上場とは、取引所金融商品市場において、特定の有価証券等について取引対象として定めるということです。当該市場では、有価証券等に係る

効率的な価格形成、円滑な流通、これによる効率的な資源配分が期待される。上場とは、以上の機能を果たし得る有価証券等を選別し、維持するプロセスであると理解できます。また、その機能を果たす有価証券等の選別や維持に当たっては、一定の地域的、あるいは時代的な背景を基礎として個別の政策が反映されるという面もあります。

金商法は、有価証券等の上場が取引所金融商品市場の機能発揮と密接に関連する行為であることを前提とし、自らの規制目的はそこにあるということを見出し、規律の対象にしていると理解できるかと思えます。

ただ、有価証券等の上場に関する規律が機動性を要求する、あるいは専門性や技術性を要求する、あるいは時として柔軟性を要求するということがありまして、金商法はこれに対する直接的な規制は最低限にとどめ、あとは金融商品取引所の自主規制に委任する、すなわち業務規程に委任し、そこからさらに細則としての有価証券上場規程に委任をするという形になっています。

このように見ますと、上場会社への規律としての上場規則とは、金商法が求める有価証券等の上場に対する適正なコントロールを行うために、上場という事柄・プロセスが有する特質に基づいて設けられる一定の規程群を指すと理解できるかと思えます。

これが抽象的あるいは一般的な理屈ということになるかと思えますけれども、これで上場規則の意味付けが終わりかという、そうではないのだろうと思えます。理論的に順序立ててという話ではないのですけれども、なお検討すべき事項として思いつくものとしては、例えば取引所金融商品市場における機能発揮のための規律として理論的にどういう規律を置かなければいけないのか。抽象的には、前述の新規上場、上場管理、上場廃止という話になるわけですが、さらに具体的にどういう規程群が必要になってくるのか。あるいは、先ほど地域的、時代的な背景を基礎として政策的な要請が出てき得ると言いましたけれども、

それはどういった形でこの上場規則に反映してくるものなのか、あるいはすべきものなのか。

さらに、有価証券上場規程をはじめとする上場規則で実現可能な事項と実現困難な事項というのがあるのか、あるいはないのか。これは、例えば東証のように株式会社形態を採りつつ利益相反の問題を解決しようという話になると、どこでどういう規定を置けばいいのかといったことが問題となり、以上の問題意識と関連してくるのかもしれない。

そうなりますと、ここまで述べてきたある程度抽象度の高い理論的な基礎付けだけではなくて、証券取引所＝金融商品取引所が向き合ってきた個別具体的な問題や、それに対してどういう解を与えてきたかということも見つつ、理論的な問題を考えていく必要があるのではないかと。そうすることによって、日本における上場規則がどういう意味を持っているのかということが理論的にも実体的にも発展していくのではないかと思います。

そこで、以下では次のような順序で検討を進めたいと思います。第1に、上場規則、とりわけその中心となる有価証券上場規程がどういう沿革をたどって、どういう理論的な基礎の下に展開してきたのか。また、そこには一定の地域的・時代的背景を基礎とする政策的な要請がどのように加えられてきたのか。こういったことをざっと見ておきたいと思います。

第2に、以上を前提としまして、今度は現在の有価証券上場規程につきまして、より具体的な内容に踏み込んで取引所金融商品市場における機能発揮のためにどのような規律が設けられ、どのような説明が与えられているのかを確認したいと思います。

それから第3に、最後として、簡単にまとめを行いたいと思います。

なお、ここまで上場規則という言葉が漫然と使いましたけれども、本報告で上場規則という場合、有価証券上場規程は当然含まれますし、「有価証券の上場、上場管理、上場廃止その他上場有価証

券に関する事項」を規律する証券取引所＝金融商品取引所の自主規制を全て含むと考えています。

また、以下では、基本的に東証の例を扱っていくということでご理解をいただけたらと思います。

II. 我が国における上場規則の沿革

まず沿革について、差し当たりは、今の金商法に連なる証券取引法が制定され、それに基づいて証券取引所制度が再開された時点からたどっていきたいと思います。もちろん、戦前の制度までたどることができなくはありませんが、戦前の取引所は戦後のそれとはかなり性格が違いますし、本報告で考える内容からは遠い話になりますので、ここでは割愛しまして、ひとまず昭和24年を出発点にしたいと思います。

1. 昭和23年証券取引法の下での枠組み

(1) 昭和23年証券取引法の制定と上場規則

まず、前提となる昭和23年の証券取引法について、少し確認をしておきたいと思います。

証券取引法は、ご存じのことかと思いますが、これも、会員組織法人としての証券取引所制度だけを定めていまして、当時の法律は、上場制度に関する規定をかなり持っていました。他方で、何を上場対象とするのか、あるいは上場審査・管理をどうするのかというのは、もちろん昭和23年証券取引法にも具体的な規定はなくて、証券取引所の自主規制に委ねるというスタンスを採っていました。

証券取引法は、定款記載事項として「上場有価証券に関する事項」を求めていまして（昭和23年証券取引所法88条1項11号）、東証を含め各証券取引所の上場規則は、この定款記載事項から委任を受けていたわけです。今と違うのは、現在は業務規程から委任されるのですが、当時は定款から委任を受けるものとされていました。このように証券取引法が定款の記載事項として上場に関する事項を定めまして、ここから上場規則に委任されるという関係は、文言の変更こそ何度もあれ、

基本的に平成 10 年の金融ビッグバンによる改革の時点まで続くこととなります。

では、戦後の制度発足当時の上場制度はどうなっていたかという話ですが、例のごとく、当時の GHQ の考え方がありまして、とにかく戦前の制度は否定したい。それから、自由で完全な公開市場を作らせない。したがって、証券取引所も民主化したい。こういうある種のイデオロギーが非常に強く出ておりました。

証券関係の実務家の方もそこを酌み取って、そうであるならば会員組織の証券取引所を作るのがよいでしょうということで取り組まれて、昭和 24 年 2 月、GHQ が認めて証券取引所が再開されました。

本日の関心は上場規則にあるわけですが、証券取引所の関係者の方が作った諸規程につきましては、GHQ からなかなかオーケーが出ないという状況が続きました。最後は苦肉の策で、サンフランシスコ株式取引所の諸規程を翻訳して認めてもらうという何とも複雑な経緯がありました。昭和 24 年 4 月 1 日制定の有価証券上場規程はそういった形でできたということになります。

(2) 上場規則を巡る考え方

そうはいっても、上場規則に関してはきちんとした理論的な基礎付けが必要でして、この話は歴史的な興味によるのみならず、今日まで効いてくる話でもありますので、少し丁寧にお話ししたいと思います。

戦後の我が国の証券取引所制度に求められていたのは、ご存じのとおり、証券の民主化、それから国民が証券投資をする、こういうスローガンがあります。これに基づいて有価証券の発行市場及び流通市場を機能させる、そして、要するに経済を発展させる、こういう話であります。そうなりますと、証券取引所における有価証券の上場というもの、単に証券取引所において取引の客体を確定しましょうということだけではなくて、大衆投資層をベースとして発行市場を確立しましょう、

あるいは発展させていきましょう、といった話にもなるわけです。

ですので、当時の考え方によりますと、上場や証券取引所における取引というのは、国民の投資を安全に確保し健全なものにしていくという「国民投資の安全性・健全性」、そして経済の発展というスローガンの下、「企業資本の育成」といったあたりに置かれたわけです。

これが上場制度にどう落ちていくのかということですが、国民投資が安全であり健全であるためには、取引が容易であることが大事だということで、有価証券の分散性と流通性が問題となります。それから、「企業資本の育成」という観点からは、企業の収益性・発展性が大事であるということになります。これらが、上場規則から委任される上場審査基準に反映されていく、ということになったわけです。

また、これは新規上場時のみならず、上場後も継続して満たされる必要があるという理解から、上場審査と上場管理という二つの仕組みによって上場制度を構築するということが決められました。

昭和 24 年に証券取引所が再開されるまでは、大体 3 年間ぐらい、証券業者の方が店頭でいろいろな取引を行うという状況が続きました。しかも、その証券会社の方が一か所に集まって店頭売買をする、こういう状況がしばらく続いたわけです。そういう形で行われた取引について、証券取引所の再開後も取引が継続できるようにしましょうということで、それがそのまま上場という仕組みにつながっていきます。ですので、何を上場対象にするかということは、実はこの段階では余り踏み込んで検討がなされたわけではなくて、実務的に現場で取引され続けてきた一定の有価証券について、それをそのまま継続して取引させられるようにするにはどうしたらいいかというところで動いておりました。

これはいささか生々しい話でもありまして、また理念的な話でもないのですが、ひとまず有価証券の分散性、流通性があり、その有価証券の発行

体について収益性・発展性が見られれば、まずは取引の対象にして、投資家が困らないようにしましょうと、こういう発想であったと理解できるかと思えます。

上場審査につきましては、上場規則として株券上場審査基準というものが、そこで規定化されておりました。他方、上場管理については、上場契約書という契約書において、「何か変更事項があればすぐに通知しなさい」というような規定を置く程度でした。もっとも、そもそも証券取引法が開示規制を持っていたので、この開示規制と証券取引所における開示書類の提出をシンクロさせて、要は法律が求める有価証券報告書を証券取引所に出せばそれでよいというような形の開示規制を採って、それで上場管理をスタートさせたということがあります。

だんだんとテクニカルな細かい話となって恐縮ですが、上場規則の形式面につきましては、レジュメを御覧いただければと思いますけれども、法律の規定(昭和23年証券取引所法88条1項11号)に基づいて証券取引所の定款(昭和24年4月1日制定)があり、定款にはレジュメに書いてあるとおりの記述がありました。この委任のもとで制定された有価証券上場規程は、規程本体と上場審査基準によって構成されていました。

注の23を御覧いただければと思いますけれども、当初の上場規程は9か条から成り立っていました。今からすると本当に簡素なものですが、当時はこれで十分に事足りたということです。また、上場審査基準も基準が非常に限定されていまして、設立後経過年数、資本金・株式数、株主数の基準だけがありました。その後、間もなく、株式分布、株主平均持株数、役員・主要株主持株数、売買高といった基準が盛り込まれています。これを御覧いただくと、先ほど、企業の収益性・発展性という視点に触れたのですけれども、実はそれを見る基準は厳密にはこの中に入っていません。設立後の経過年数とか資本金といったことは入っていますが、収益性を厳密には見ていないということが

分かります。ですから、理念はあったけれども、当初はそういったことは含まれていなかったわけです。

ともあれ、当時の証券取引所は、上場制度の目的を達成すべく、「国民投資の安全性・健全性」、それから「企業資本の育成」という目標の実現に向かって制度を作っていた。テクニカルには、法律の規定を根拠として定款を経て上場規則に取り込んでいく、そして有価証券の分散・流通、あるいは企業の収益性・発展性に係る規律を置く、こういった形からスタートをしていったということになります。

2. 上場規則の展開

(1) 規定内容の量的充実

この後の展開についてざっと確認をしておきたいと思えます。

証券取引所の再開から10年、20年と経過しますと、証券取引所で取引される有価証券や発行者を巡る状況は変化します。当時上場しているのは基本的に株券だけですので、上場規則のうち、株券に関する上場審査基準が頻繁に見直されます。

また、注27を御覧いただきますと、サンフランシスコ株式取引所規程の焼き直しという定款や業務規程も、昭和36年に大幅に見直して全面改正をしています。

実際にどういった変更が加えられていったかについて、これも細かく見るときりが無いのですが、例えば有価証券の分散・流通という観点から言えば、資本金や株式数に関して、規模の大きな会社がどんどん出てくるわけです。そうしますと、従来の上場審査基準が実情に合わなくなる。基準としては非常に低い数値が定められているけれども、上場会社の規模はもっと大きくなっているということで、どんどん改良していくわけです。そこで上場審査基準の数値を改めて、引き上げていくということをしていきます。

すると何が起こるかと申しますと、一部の会社はどんどん規模が大きくなって株式数も増えるの

で、できれば上場審査基準もそれに合わせて変えていきたいのだけれども、それについていけない会社が出てくる。つまり、基準を引き上げるとその基準を満たせない会社がどうしても出てきてしまう。そこで、証券取引所がどういう対応をとったかという、一つは、どうしても新しい基準を満たせない会社については退出をしてもらう。これが上場廃止でありまして、この基準を明確化していきましようということ。それからもう一つは、今に連なる二部市場の創設という方向に行くわけです。この一部、二部の問題は今またデリケートな政策マターになっていますけれども、出発点はこの昭和30年代にあるということです。

また、当初にはなかった企業の収益性・発展性を直接見る基準につきましては、昭和29年の基準改正、あるいは昭和30年代後半の改正で取り込まれるようになります。利益配当の継続見込みでありますとか、あるいは倒産会社が出てくる環境の中での純利益額基準でありますとか、こういったことが盛り込まれていったということです。

先ほど申し上げた、状況に応じて機動的に規程を変えなければいけない、あるいはテクニカルに数字をいじっていかなければいけない、ということは、まさにこういったところに反映しているように思われます。

ただ、これらの改正は、あくまでも昭和24年の考え方の枠組みを維持しつつ、それが経済状況の変化に応じて量的に変えられていったというのが基本的な理解になるのではないかと思います。企業の収益性・発展性というのは、やや位置付けの難しいところですが、一応、以上のような位置付けをさせていただいています。

(2) 法改正等に応じた規程の充実

そのほかの展開として、法改正がされるごとに規程の中身が充実していくという動きもあります。これもある種の量的な充実であるかと思えますけれども、上場規則というのは、何を市場における取引対象にするかということを定めている部分が

あります。したがって、商法ないし会社法の改正によって、あるいは実務の工夫によって、新たな有価証券等の形態が出てくる、あるいは取引の可能性が生じることとなりますと、それに応じて規程を改めていくということになっています。

例えば、古い話ですけれども、昭和41年の商法改正で新株引受権の譲渡が認められることとなります（昭和41年改正商法280条ノ6ノ3）、新株引受権証書を上場の対象にする。あるいは外国株券を取引できるようにしたいということになれば、外国株上場諸基準を制定する（昭和48年）。そのほかにも、優先株に関する有価証券上場規程の特例の制定（昭和51年）、外国社債（昭和48年）・転換社債（昭和45年）・新株引受権付社債（昭和56年）の上場に向けた規程の特例等、さまざまに規程の改正や新設が行われ、どんどん取引対象となる有価証券を増やしていくということも行われました。

その際にどういう基準等を設けるかということについては、株券の基準を特例化するという形がとられました。

これらは、我が国、ないし我が国企業を巡る客観的な環境が変化する中で、取引所金融商品市場の機能を、どういう有価証券等を使って機能発揮させるかということを考えながら、変化させているということかと思えます。ただ、それはマーケットの機能を変化させるとか、上場に関する考え方を変えるとかといったことではないので、単純に取引対象を増やすという量的な変化です。

(3) その他政策的側面からなされた上場規則の改正

上場規則には、どうしても政策的な側面が反映する部分があるということについて、少し述べておきます。

例えば、昭和40年代には、粉飾決算を行っていたとの指摘を受けた上場会社が相次ぎました。これは皆様ご存じのことかと思えますが、山陽特殊鋼の倒産絡みからたくさん案件が出てきたわけで

す。商法に会計監査人の制度が入ったのもこれが発端ですけれども、証券取引所としては、昭和46年に、最近2事業年度の財務諸表に虚偽記載がないことを新規上場の要件としました。これは、昭和24年以来の、有価証券の分散・流通とか、企業の収益性・発展性といった観点からは少し説明のしにくいところがあります。ただ、財務諸表に虚偽記載をしてはならないのはある意味当たり前のことですし、また、上場管理の観点から、開示というものは一定の視点で取り込まれていますので、それが形を変えて上場制度の中に入ってきたと理解できるかと思います。

それから、昭和50年代には、これも一時期問題になりました少数特定者持株数基準というものが設けられました（昭和57年）。これは、株式の所有が集中し、持合いが展開していく中で出てきた規制です。また、これが結構後々に効いてくるのですけれども、証券取引審議会の中間答申を受け、「投資者保護に配慮しつつ、取引所市場にふさわしい中堅・中小企業に上場の途を拡充するため」、上場審査基準の引下げを行っています。これら二つにつきましては、有価証券の分散・流通というようなところ、あるいは企業の収益性・発展性の観点からも審査基準の引下げがなされていますので、そういった観点からの説明ができると思われます。

さらに平成に入りますと、これは近い話ですが、平成8年に新規事業育成、産業構造転換の観点から、新規性がある事業を行っている企業の上場を容易にするための上場基準の特則を設けました。これも基準を緩和する方向に動くわけですけれども、有価証券の分散・流通や企業の収益性・発展性に関する基準を緩和するということです。

こういう政策的な側面からなされる改正というのは、実は後々、上場に関する考え方それ自体に大きく影響を及ぼしていくということがありまして、これは改めて述べたいと思います。

3. 有価証券上場規程を巡る質的変化の萌芽

(1) 適時開示制度の展開

以上は量的な変化で説明できる場所ですけれども、昭和24年の段階で設定した理念を質的に変化させるという動きが他方から出てきます。二つありまして、その一つが、適時開示制度、そしてもう一つが、審査内容明瞭化の動きです。まず、適時開示制度から説明したいと思います。

繰り返して恐縮ですけれども、上場制度は、「国民投資の安全性・健全性」の観点から有価証券を分散し流通させること、あるいは企業基本を育成させるということとの関係で企業の収益性・発展性を念頭に置くこと、これをベースに制度をつくり、上場審査基準や上場管理基準を設けていく、こういう考え方で動いてきました。上場管理に関しては、上場契約書で定められていた事項が、昭和46年に上場管理基準という形に変わりました、さらにそれが昭和63年に上場有価証券の発行者の通告等に関する規則に変わりました。ここでは、伝統的に通告や開示という手法が用意されてきて、これが上場管理の中で補完的に利用されてきたということがあります。

なぜ補完的かということ、開示に関しては、前述のとおり、元々証券取引法の中に証券取引所に開示に関する報告書を提出しなさいという規定が置かれていたのですけれども、これを有価証券報告書とオーバーラップさせる、つまり有価証券報告書と同じ内容を証券取引所へ出せばいいという形にしていたので、ここには独自の意味は余りありませんでした。ですから、法律の規定がそのまま上場管理のところにスライドされているだけだったわけです。

開示というのは、法律の要請に基づき、有価証券の発行市場・流通市場において投資家が自己責任において投資判断できるようにするというそもそもの理念がありましたので、証券取引所の自主規制として開示制度に特別の意味を与えるということは、歴史的には余りなされてこなかったという面もあります。

これが変わってくるのが昭和40年代の前後、証

券取引所が法律よりも厳しい開示を要求するようになってからです。詳細には調べ切れなかったのですが、流通市場の管理運営者として、投資家にはより適時により適切に会社情報を明らかにすることが取引所市場の機能発揮の観点から好ましいということが、ある時期から証券取引所の現場では理解されるようになりまして、法律の開示制度を単に補完するというような意味での開示制度ではなく、さらにその趣旨を追求していくという意味での開示の動きが出るようになったわけです。

東証では、例えば次のような展開が見られます。半期報告書の提出要請は昭和 40 年から行われています。ちなみに、これが法律で制度化されるのはその 6 年後です。あるいは連結財務諸表の提出要請は昭和 39 年から行われましたが、これが法律になるのはその 13 年後です。また、適時開示の要請は昭和 49 年から行われています。つまり、投資家のために必要な情報というのが法律に書かれていること以外にもあるのだという認識が持たれた段階で、東証の理事長名で要請がなされ、実際に追求されてきたということがあったわけです。

ただ、これはあくまでも要請という形で展開しておりまして、上場規則の中で定められるということはありませんでした。これは、そもそもこのような開示をすることを実務的に受け入れられるかどうかはなかなか難しいところもあると理解されていたからです。特に適時開示のときによく言われましたが、実務的に適時開示をすべきなのか、すべきではないのか、あるいは、何を適時開示すべきなのか。こういったことがまだ十分に浸透しない中で規則化するというのはなかなか難しいという認識が現場にはあったと言われています。他方で、理屈としては、適時開示は上場会社の当然の責務であるといったことも言われていまして、このあたりの理屈は相互に緊張関係にあるのです。つまり、当然の責務であり、規定において定めることも想定はできるけれども、前述のとおり、上場会社としてはまだ十分な理解までいっていない

ということで規定化はされない。このようなやや曖昧な状況が続くということがありました。

実際に適時開示制度が規定化されるのは平成 11 年です。金融ビッグバンが本格化して自己責任原則を追求していきましょう、そのための開示制度は重要です、ということが一般的に言われるようになってからです。実際には、通告規則の内容として適時開示の章を設けまして、規則名自体も上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則という名前に改められていきました。

本報告において、なぜこれを「質的变化の萌芽」という形で捉えたかといいますと、恐らく次の 2 点が指摘できるのではないかと思います。

第 1 に、上場制度は、主に上場審査との関係で有価証券の分散・流通、あるいは企業の収益性・発展性、こういった点を中心に展開してきたところがあるのですけれども、この上場管理における開示、特に投資家に自己責任原則を追求するという観点からの改正をするとすると、これは従来とはやや異なる視点が出ていところがあるかと思えます。

第 2 に、上場規則の位置付けの問題として、あくまでも法律が上場に関して規律しなければいけないけれども、大枠は法律が定めて、あとは細目を開示規則、自主規制に委任していく、こういう構造をとっていたわけです。そうすると、あくまでも法律の委任事項について、上場規則は専門的・技術的側面から規定するという位置付けになるはずですが、この開示に関する事項は、ある時期から法律に定めていない事項を先取りしていくという構造をとるようになります。そうなりますと、この適時開示制度をはじめとする開示に関する証券取引所の動きというのは、上場規則の中でもかなり特殊な動きをしてきたということが言えるのではないかと思います。

(2) 審査内容明瞭化の動き

次に、審査内容明瞭化の動きです。これは、平成の初期に出てくる動きです。どうしてこれが出

てきたかといいますと、中堅・中小企業の上場促進というのが昭和 50 年代の終わりぐらいに出てきました。そのため、上場審査基準を緩和して投資対象物件を拡大していくという動きが見られる中、上場に当たっての審査がどのように行われているのかということを確認してもらわないと、何が上場できて何が上場できないかが分からないではないか、こういう議論が出てくるわけです。そこで審査内容を明瞭化しましょうという動きが、バブルの終わりあるいはバブルの後、平成 4 年あたりから出てきました。

この議論で注目すべき点は、上場審査に当たって次の五つを見ていることです。その五つの観点は、

- i. 収益性・安全性
- ii. 企業内容の開示
- iii. 株式の流通性
- iv. 一般株主の利益保護
- v. 公益性

です。

iv とか v とか、いかにもバブルの後という感じがするわけですが、先ほどの昭和 24 年以降の流れとこれを見比べると、例えば i の収益性・安全性とか、iii の株式の流通性というのは、あくまでも上場に当たって必要な視点ということで、これは維持されているわけです。また ii につきましては、従来から法律上の要請で開示は必要でしたし、証券取引所としても上場管理の観点で、法律の規定と証券取引所の開示規制をオーバーラップさせてずっとやってきたわけです。もちろん、この点については、適時開示をはじめ、ある時期から少しずつ法律の要請を先取りしていったということがありますが、それにしても今まで念頭に置いてきた視点であることは間違いない。

ところが、iv や v については、従来の視点とは違う視点が少し入ってきている。もちろん、一般株主の利益保護を図らなくてもいいと思っていたわけでも、公益性をないがしろにしてきたわけでもないはずですが、これを上場に当たって

審査します、ということをも明示的に持ち出してくるようになったというのは、やはり大きな変化であろうと思います。

また、先ほど、i については従来からの継続性があると言いましたが、中身を見ると、従来のいわゆる収益性の問題とは少し違うものを見るようになってきているということがあります。というのも、実は、この i、iv、v は、いずれも上場会社のガバナンスの問題を含んでいくようになるわけです。これは恐らくは、中堅・中小企業の上場促進というある種の政策課題を解決するために、上場対象となる有価証券の範囲を拡大する、つまり取引所金融商品市場の機能を利用した資源配分をどんどん拡大していく、そして広く利用できるようにするという中で、従来の視点だけで上場規則を書き切ることができなくなっているということなのではないかと思っています。

例えば、先ほどの i について言いますと、収益性・安全性の審査というのは、今までは利益配当の見込みとか、純利益の内容とか、こういったことが言われていたわけですが、これに対して審査内容明瞭化の文脈では、申請会社の管理組織や内部体制の整備状況を見るのだということが書かれています。このほかにもいろいろなことが書いてありますけれども、これは、中堅・中小企業が上場する中で、個人経営の企業がまだ残っていて、それを組織的に運営する上で幾つかの審査事項を設ける必要があった、ということかと思っています。これは今の考え方からいえば、明らかに上場会社のガバナンスをどうするか、という話そのものではないかと思っています。

また、iv につきましては、上場会社の役員及びその同族、大株主、あるいは関係会社が当該上場会社との関係で不当な利益を得ていないかというようなことを見る。あるいは、会社とこれら関係者との取引状況であるとか、個人財産と会社財産の区分があるかどうか、こういったことも審査するというわけです。これも結局、相対的に規模の小さい新規企業が上場することを想定するから、

このような基準が必要になるわけですし、そうだとしますと、やはり中堅・中小企業を上場させる際には、ガバナンスを見ざるを得ないということがここに出てきているかと思えます。

また、vにつきましては、ある種の包括的な審査基準ですけれども、要は上場会社の社会的な責任を果たせるかどうかという話です。バブルの後ですので、そういったことも念頭に置かれているようにも思いますが、この中では、子会社上場の問題とグループにおける上場順位、例えば親会社が非常に封鎖的な株式所有をされている中で子会社だけ上場するのは許されるべきかといった問題について言及されています。そのほかに、法令違反のない会社か、会社に影響を与える係争事件がないか、上場制度を利用して利益行為が図られていないか等、いろいろなことが問われています。この利益行為というのは、未公開株を使って利益を上げるというリクルート事件のような話ですけれども、そういったことが書かれているのですね。これも結局、上場する際にその会社のガバナンス体制がきちんと整えられているかということと裏腹になっているようにも思われまして、やはりこの時期に上場審査基準が質的に大きく動きつつあったということが分かります。

4. 小括

このように見てきますと、次のようにまとめられるのではないかと思います。

(1) 上場規則の形式的意味

まず、上場規則は、形式的には次のように言えると思います。証券取引所＝金融商品取引所における有価証券等の上場制度というのは、法律が目的とする市場の機能発揮のための根幹となる制度であり、それが適切に機能するように法律が規律対象とすべきものであるし、また現に法律はそうしているということです。ただ、何度も繰り返していますけれども、その規律対象が機動性、専門性・技術性、そして柔軟性の要求を持っているた

めに、証券取引所＝金融商品取引所の自主規制に委ね、上場規則は、これらを委任されて以上の役割を担うものとして位置付けられる、ということにされてきたわけです。このように上場規則は元々、法律の委託を受けた規律を担えば足りると考えられたわけで、だからこそ、当初は非常に簡素な規定だったわけです。

ただ、経済状況、社会状況の変化を受けて、取引所市場を利用してなされる資源配分の対象にも変化が生じてくると、その結果として、上場規則の形式的な位置付けにも変化が表れるようになります。例えば、開示規制に関する先行的な規制、法律に上乘せされるような規制であったり、あるいは投資者保護の観点から法律が求める以上の積極的な開示を求めたりすることが出てくるわけです。そうしますと、形式的には、法律から委任を受けて補完的な規律をしますという上場規則が一方にありながら、法律が禁じない限り、市場運営上必要ならば上乘せの規律もしますというような、ある種の二面性を形式的には持っているところがあります。

(2) 上場規則の実質的役割

証券取引所がもともと念頭に置いていたのは、「国民投資の安全性・健全性」の確保や「企業資本の育成」という課題でした。そこで、有価証券上場規程は具体的には有価証券の分散・流通、企業の収益性・発展性ということを念頭に置いてきました。

ただ、例えば中堅・中小企業にも上場の機会を与えるとの発想で、取引所市場を利用した資源配分の対象を変化させていくことになりまして、以上のような理屈だけでは上場を理論的に支えることはできないということになりまして、「国民投資の安全性・健全性」の確保、「企業資本の育成」というような枠組みの中身が変わっていくことになるわけです。

このような展開を経まして、上場規則がその装いを大きく変えていくというのが、この後の展開

になります。これは皆様ご存じの話ですので、詳細は必要ないかもしれませんが、上場制度総合整備プログラムとそれに基づく上場規則の制定という話になっていきます。

Ⅲ. 上場制度総合整備プログラムと上場規則

1. 上場制度総合整備プログラム

東証は、平成 18 年に「上場制度の改善に向けたディスカッション・ペーパー」（以下「ペーパー」という）を出しまして、これに基づくプログラムを策定・公表します。

そこでの考え方は——これは東証 60 年史から取ってきた表現ですけれども——「上場会社における活力ある企業行動と投資者保護の確保のための上場制度の調和を推進することにより、市場に対する投資者の信頼の向上と国際競争力の強化を図ることは、証券取引所の重要な責務の一つである。とりわけ、上場会社において十分に整備された経営管理体制の下で社会的責任に照らして健全な経営が行われ、かつ、それが分かりやすく開示されることによって、株主・投資者が上場会社を信頼できる環境が整備されることが大切である」というものです。

これを見ますと、先ほどまで質的な変化と申し上げてきた部分が、そのまま証券取引所における主たる規律の目的に入ってきていることが分かります。要は、環境が大きく変わって、上場規則で規律しなければいけない事項も、戦後間もない頃の理念だけではマッチしなくなってきた。その中で、そもそもの理念的な考え方が大きく動いていったということが分かるかと思います。

東証は、以上の目的を達成するため、「健全性の確保」、「透明性の向上」、「不正行為の未然防止に向けた監視体制の強化」という観点からペーパーを取りまとめています。特に「健全性の確保」の中には、企業行動それ自体の適正化を求めるといったことが書かれていまして、既に平成の初期から議論の萌芽があったガバナンスに関する事項、ただし正面からは取り上げ切れなかったもの

が、ここでは正面から対象にしますということを取り込まれるわけです。「透明性の向上」はこれまで述べてきた開示の問題でありますし、「不正行為の未然防止に向けた監視体制の強化」は証券取引所の体制の問題に大きく傾斜していくということになります。

かくしてこのペーパー、そしてプログラムにおきましては、上場制度、そしてそれを具現化する上場規則の意味や機能は質的に変化します。その背景には、我が国を取り巻く環境が大きく変わったということがあります。金融が自由化・国際化し、証券取引所は国際的な競争の中に置かれるようになりました。それに対応すべく、法律は、証券取引所＝金融商品取引所を株式会社形態で設立することも認めましたし、利益相反防止のために自主規制業務に関する制度も整備しました。こういう中で上場規則が再定義付けされるということになったと理解できるかと思います。

2. 上場規則の全面改正

東証は、平成 19 年に上場規則の全面改正を行ったわけですけれども、その際に前提となったのは以上のプログラムの考え方です。さらにこれを具体化するに当たっては、次のような視点が存在していたと言われてしています。

(1) 上場規則の体系整備

以前、東証の上場規則としては、業務規程に基づく有価証券上場規程を中心としたさまざまな規程群、あるいは基準類が存在していました。ただ、これらの規程にはさまざまな特則があったり、先ほどのような要請のようなものがあつたりして、規程の構造自体がかなり複雑化していました。また、用語の定義について、ある規程で使われている用語が別の規程で定義されている等の分かりにくさもありました。さらに、今述べた自主規制機能の強化、透明性の確保という観点から東京証券取引所自主規制法人が設立されましたけれども、これに委託できる業務を明確化しなければなら

せん。こういったさまざまな要請がある中で、上場規則を有価証券上場規程に一本化して体系整備をしていった結果、有価証券上場規程が膨大な規定を含むという構造になっていったわけです。

(2) 企業行動規範の制定

(1) はテクニカルな話ですけれども、中身の問題としては、前述の企業行動に触れる規定が入ってくる。これが企業行動規範です。上場規則を通じて企業行動に影響を与えるという動きは、平成初期の「審査内容明瞭化」の中にも少し見受けられましたけれども、あくまでもそのときの説明は、企業の収益性・安全性という従来の枠組みの中に入れられていたということがあります。

そもそも上場会社は自らの判断によって企業行動を律すべきであって、上場会社の企業行動に関する規律付けとしては、せいぜい会社情報の適時適切な開示の履行義務で足りる。したがって証券取引所としては、基本的に上場会社の企業行動には関与しない、こういうスタンスを採っていたということがあるかと思います。

これを裏返して言えば、法的には、企業行動の面というのはあくまでも会社の業務執行の問題、各会社の裁量の問題でありまして、あとは取締役等の役員善管注意義務の問題として律すれば足りる、こういう理解であったと言い換えることができるのかもしれませんが、つまり、会社法の問題であるということです。

しかし、最近のように会社法の規律が緩和され、金融商品取引所も、企業も、そもそも各国の経済そのものも国際的な競争対象になっていく。そして、金融商品市場の役割の重要性はますます増していく。そのような中で、市場機能を害するような企業行動が見られるようになりますと、仮に法律上の問題はないとしても、流通市場が攪乱される可能性がある、あるいは株主に不測が生じるおそれがある、ということになります。すると、やはりマーケットの運営者としては対応せざるを得ない。近時の状況はこのような状況であったと理

解できます。

かくして、平成19年に改正された有価証券上場規程の中には「上場管理」という章が設けられ、さらにその中に「企業行動規範」の節が設けられ、上場会社の行動に直接働きかける内容の規定が置かれるに至ったわけです。

この平成19年の段階で、企業行動規範は、総則規定(平成19年有価証券上場規程432条)、株主等に関する規定(同433~435条)、機関等に関する規定(同436~441条)、その他の規定(同442条・443条)といった比較的簡素な作りでした。この具体的な中身は注に書いてありますので、御覧いただければと思いますけれども、それが間もなく、第三者割当増資に関する有名な規定でありますとか、独立役員に関する事項なども取り込み、また、「遵守事項」や「望まれる事項」というふうに規定のレベル感も整理をしまして、規定内容を充実していくことになったわけです。

ここで復習ですが、かつて上場規則は、証券取引法=金商法の委任を受け、その規律内容の機動性、専門性・技術性、あるいは柔軟性を要求するということから、法律本体ではなく自主規制で対応しますという話だったわけです。ところが、企業行動規範に含まれる内容というのは、会社法が規律すべき内容、あるいは規律できる内容がここで補完されているということもありますし、あるいはそもそも会社法が規定していない内容をここで規定しているということもあるわけです。つまり有価証券上場規程について、今までは証券取引法や金商法との関係で考えていたものが、今度は会社法との関係でも意味を持つようになってきたわけです。

そうなりますと、そもそも有価証券上場規程をはじめとする上場規則は、金商法の委任を受けた自主規制でありまして、会社法からの委任を受けたものではないので、この関係性をどう説明するかということが理論的に一応問題になるのではないかと思います。

考え方の第1は、会社法が規定していない事項

について、会社法は各会社の任意に委ねている。だから、各会社が上乘せをして何らかの対応をとることについては何の問題もないし、自主規制でそういった事項を定めることも何ら問題ない。会社法はそういう任意の対応については関知しないのだという考え方が一つあると思います。そういう意味で、会社法は、会社法が規定していない事項については何でもしてよいというスタンスで、中立である、という考え方があり得るのではないかと思います。

第2は、会社法がどのようなスタンスを採っているかというのはひとまず措き、少なくとも会社法が規定していない事項のうち、上場会社が投資家に影響を与える事項については、金商法が規律対象として関心を持っている事項である。この関心を持つという言い方が曖昧で申し訳ありませんが、少なくとも金商法が規定し得る、あるいはすることをその対象と考える。そうであれば、金商法の考え方として、その委任を受けている上場規則が規律を及ぼすということはあってよいはずである。こういう考え方もできると思います。

この第1と第2の議論は、必ずしも二律背反の関係にはないので、オーバーラップする部分があります。ただ、考え方として、会社法が平成6年なのか、9年なのか、13年なのか、どこに基準を置くかは難しいのですけれども、いずれにしてもある時期から自由化され、他方で金商法がコーポレート・ガバナンスの問題に関心を持っていく。こういう現象と併せて見ると、私は以上二つの説明のうち、どちらかといえば第2の考え方が比較的今の現象を説明しやすいのではないかと思います。

もちろん、上場規則の詳細を見ますと、個々の規律内容によって説明の仕方が変わってくるような気もしています。つまり、一律に、会社法は規律していない、金商法の関心事項、だから上場規則で規定してよい、という単純な話ではないと思うのです。ただ、一般論としては、以上のような説明ができるのではないかと、ということです。

(3) 補論・コーポレートガバナンス・コード

以上のように、上場規則がガバナンスの問題に触れていくという現象がかれこれ30年来起こっているということを考えますと、上場規則がコーポレート・ガバナンスに直接関与しますという意味はもはや明確であると思います。はっきりとこれが表れるのは平成16年の「上場会社コーポレートガバナンス原則」でありまして、これが平成21年の有価証券上場規程の改正で、企業行動規範の中で尊重すべき義務の対象とされ、上場規則の中に取り込まれていくという流れになるわけです。

この延長線上にコーポレートガバナンス・コードが上場規程の内容として入ってくるというのも、流れとしては自然であると思います。上場規程の別添文書にこのコードが入り、上場規程の「遵守すべき事項」と「望まれる事項」にそれぞれこのコンプライ・オア・エクスプレイン等の内容が含まれると、こういうことになっているわけです。

3. 上場審査ガイドライン・上場管理ガイドライン

最後の方で申し上げた話は、歴史的に展開してきた株式の分散等の話や企業の収益性等の話が大きく変わったということです。では、この変わったということの意味は何か。従来の考え方が完全に捨て去られて新しくなったということかという、私はそうは思っていません。企業行動規範等ができてガバナンス等の問題が上場規程に入ってくる、会社法が規律すべき問題が上場規程において法律の規定を先取りして入ってくるというようなことがあったとしても、従来からの上場審査、上場管理に関する考え方が消えたというわけではないのだと思います。

結局、株式の分散というのは今でも必要ですし、企業の収益性等を図られなければいけないのは当然のことでありまして、要は、そういったベースのものにどんどん新たな機能が付け加わっていく、あるいは新たに期待されるものが付け加わってい

って、そして上場規則が一元的に説明できなくな
って多層的になっていった、こう理解するのが良
いのではないかと思います。上場審査ガイドライ
ンや上場管理ガイドラインは、従来からのそうい
った考え方をなお残している部分がありまして、
それはそれとして維持されているということかと
思います。

ただ、東証の場合は、この規律の形式が変わっ
ています。要は株式会社化される際に利益相反の
問題を解決する必要から、自主規制法人にこれら
の業務を委託するという形をとりました。ここで
少し規律の形式が従来と変わったということは、
一言触れておく必要があるかと思えます。

IV. おわりに

ここまで、上場会社への規律としての有価証券
上場規程、あるいは上場規則一般につきまして沿
革を確認しまして、金商法、会社法との関係も確
認し、その理論的な説明を検討した次第です。ご
く簡単な検討で、まだ十分にまとめ切れていない
のですけれども、お伝えしたいことをまとめると
以下のとおりです。

①有価証券の取引所金融商品市場への上場とは、
当該市場の機能の発揮を可能とする有価証券を選
別し、管理するプロセスである。これによって取
引所金融商品市場における資源の配分が可能とな
るが、その資源配分をどのような有価証券を通じ
て実現するか、どういう会社のどういう有価証券
について実現するかについては、その時々環境
に応じた政策的な課題が反映していくという構造
がある。

②金商法は、市場の機能保護を目的の一つに入
れており、上場も金商法が規律する。また、その
上場に関する規律が、機動性、専門性・技術性、
そして柔軟性といった要請を持っているがゆえに、
金商法は直接の規律をせず、金融商品取引所の自
主規制に委任するという構造を持っている。

③それを踏まえ、上場規則においては、この金
商法の目的等を実現するために上場審査、上場管

理等の面から規律を行う。ただ、最後に述べたと
おり、ここにはやや性格の異なる層がある。一つ
は、金商法が細目等を委任して詳細を規定するこ
とを期待している事項を自主規制で規律する。も
う一つは、金商法が規律しておらず、しかし自主
規則で規律することを禁止していない事項につい
ては、上場規則である自主規制が規律していくこ
ともある。この複層化している内容を改めて申し
上げると、以下のとおりです。

- i. 金商法の規律する事項を補完する形で上場
規則が規律する場合
- ii. 金商法の規律していない事項を上場規則が
規律する場合

i については、本来的に金商法が規律する意思
を持っていて、それを上場規則に委任している。
ii については、金商法がそれを規律するかどうか
はやや曖昧でありまして、それについては金融商
品取引所が独自に積極的に規律することになって
いる。ここは歴史的には、経済・社会的な環境変
化であるとか、会社法の会社に対する規律のスタ
ンスの変化によって生じているという面があると
言えるのではないかと思います。

結論としては、上場規則が、今となっては複層
的な構造を持っている自主規則であるということ、
したがって一律にこういった性格付けのものです
とやや言いにくい面があるということが明らかにな
ったかと思えます。ただ、このような大上段の
議論というのは抽象的な議論でしかありませんの
で、一応の理論的な位置付けをしたけれども、個
別の規定を見ていくとまた違うものが見えるかも
しれない、とも思っています。この個別の検討は、
今後この研究会等でもご報告があるかと思いま
すので、そこで改めてご確認いただけたらと思いま
す。

まだ差し当たりの検討でしかありませんので、
いろいろとご指導等を賜れたら幸いに存じます。
どうぞよろしくお願いたします。

~~~~~

## 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。ご報告についてまとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意見等をいただけますでしょうか。

### 【会社法と上場規則との関係（1）】

○前田 最後の方、レジュメの16ページ下のところで、会社法が規定していない上乗せ部分の上場規則の定めと会社法との関係について、松井先生は二つの見方があるというお考えをお示しく下さいました。松井先生がこれらは二律背反ではないとおっしゃいましたように、私も、この第1、第2は両方成り立ち得るのだと思います。つまり、会社法の観点からすれば、任意に上乗せすることに問題はないだろうし、だからといって取引所が上場規則で何でもかんでも定められるのかというと、そこはそうではなくて、金商法に基づく自主規制業務なのですから、投資者保護と無関係な定めを置くことはできないのではないのでしょうか。それが恐らく松井先生の言われる金商法の関心事項ということだと思うのですけれども、やはり投資者保護でなければいけないという制約はかかるのであって、そこからはみ出すようなものは、行政的な規制によって抑えられることになるのではないのでしょうか。そうすると、結局これら二つは両方成り立ち得ると私は受け取ったのですけれども、このような考え方でいいのか、コメントをいただければ幸いです。

○松井 ありがとうございます。そう言っただけなのは非常に心強く思います。私が二律背反でないけれどもと言いつつも1と2に分けた理由は、会社法が規定していないことを上場規則が定める場合、それが、会社法が規定し得る事項だとすると、果たして上場規則がそこまでのことのできるかどうか、なかなか理論的に説明しにくかったところがあるからなのです。

つまり、ガバナンスの問題というのは、やはり会社の機関に関する権限・義務の問題なので、そ

れは会社法の専権的な事項なのではないか。ですので、会社法がいくら規定していないからといって、そこへ上場規則がどんどん規定を置いて介入し得るとするのは、なかなかちょっと説明がしにくいなという感覚があったわけです。

ただ、今先生がおっしゃってくださったように、まさに投資者保護という一つの視点を置くことによって、要は会社法マターとしてそれは規律しているのではない。ガバナンスという言葉が使われ、会社法的に見えるけれども、あくまでもマーケットマターとして規律しているのだということであれば、うまく説明できるのかなという感じも致しました。

前田先生がおっしゃった話を私ももう少し深めまして、うまく統合できるようにしたいと感じた次第です。ありがとうございます。

○前田 ありがとうございます。

○黒沼 今の点に関連してよろしいでしょうか。

第1の観点ですけれども、松井先生もおっしゃったように、会社法で制限していない事項について金商法が制限できるということは、第1の観点からは出てこないのではないですか。

○松井 第1の点は、試論でしかなくて、このように言うてはみたけれども、まさに黒沼先生のおっしゃるように、なぜ上場規則でそこに入っていけるのかということの説明はできない、そうすると、この議論は前提として置けるけれども、十分ではなく、やはり上場規則が上場規則として規律するためには固有の理屈がやはり必要になります。それが第2の点にあり、したがって、まず第2の点に依拠しつつ説明をしていかなければいけないのではないかというふうにまとめたのです。

○黒沼 第1の観点は、理屈としては、任意に従っているのだからいいのだということで、それに従いたくなかったら上場をやめればよいという、そういう議論でしたね。

○松井 はい。

○黒沼 それも理屈としては全く成り立たないわけではないけれども、現実問題として説得力が

乏しいかなという感じはあります。

○松井 ありがとうございます。

○川口 今の点で、ちょっと論点が変わるかもしれませんが、平成26年の会社法改正の際に、社外取締役に関する規律については、法制審議会の附帯決議で、それは取引所の規則で検討すべきだというようなことを言っているわけです。

(会社法制の見直しに関する要綱・附帯決議1)。  
それは今の第1、第2の観点からするとどのように説明ができるのでしょうか。

すなわち、第1の視点について、会社法は関知しないと言っているということになるのでしょうか。第2の視点でいくと、なぜ法制審議会が金商法のことまで口が出せるのかというような話にもなりそうです。その辺のところの先生のご意見をお聞かせください。

○松井 川口先生の具体的な話を伺って、大分この点の問題がクリアになってきたと感じています。会社法として、少なくとも平成26年の段階では少なくとも義務付けという形で規律はせず、説明だけはさせるということにしました。そのときに、これに対する上乗せ規律を取引所の規則に期待するとしたということは、会社法は、ある種の一般法として、ミニマムスタンダードを規律しておくけれども、ある一定の何らかの価値基準に従って、それに対する上乗せは別の形であり得るということを明らかにしているわけですね。

ですので、ここでの第1の点、第2の点で言いますと、第1の点について、ほかの規律については関知しないという書き方をしたのですけれども、今のような話を伺うと、それは余り現実にも即していないし、会社法の考え方としても適切ではなくて、乱暴な議論になってしまうと感じました。会社法は、自らとしては一般的なミニマムスタンダードを規律するのだけれども、別の価値基準でこれに上乗せするということが当然想定をしていて、その想定している中身が、先ほど前田先生のお言葉にもあったように、例えば投資者保護という観点から上乗せをするのであれば、それは要す

るに金商法から飛んできた上場規則で規律することはあり得るということになりそうです。

そういう意味では、会社法というのは、ほかの上乗せ規制というのがそもそも想定されている規律である。その限りにおいて、自由であり任意の規律である。このように、微妙な関係になっているのかなと理解をして説明してみたのですけれども、これで先生のご関心には合いますでしょうかね(笑)。

○川口 いやあ、難しいですね(笑)。

○松井 今、先生に出していただいた例は、問題を考えるに当たって非常にいい例だと思っていて、ここはもう少し深めていきたいと思えます。要は、会社法がほかの法的規律から全く独立しており、好きにやっておいてよいという話ではないということは、まさに先の例が明らかにしているのかなと思った次第です。その意味で申しますと、この第1の点は、書き直さなければいけないと思えます。

○川口 分かりました。第2の点はどうでしょうか。改正要綱に附帯決議があり、取引所が最終的にはそれに従った形となりました。附帯決議というのは、そのような強力な効力があるということでしょうかね。

最近では、附帯決議を付けて、実質的に法改正をしていくのだというような話があると、良く聞きますが。

○松井 そうですね。

○川口 国会の附帯決議ですと、それは金融庁を縛るから、金融庁を経由して取引所に影響を与えることができるといえますね。

○松井 附帯決議の意味は、恐らく私よりも詳しい先生方がたくさんいらっしゃるのですが、もし間違っていたら教えていただきたいのですけれども、元々附帯決議というのは、政治過程でのある種の妥協的手法で、要は一定の議論の中でうまく法文にならないものであるとか、あるいは法律の文案にはできるけれども、今の段階ではできないものであるとか、あるいはもう少し時間のかかるもの

とか、いろいろなものが附帯決議の中に溶け込んでいるのだと思うんですね。

例えば昭和 49 年の商法改正だと、社会的責任の附帯決議が付いたりするのですけれども、あのようなものはそもそも条文にはならないので、当時の課題に対して附帯決議という形で仁義を切ったのだと思います。

他方で、社外取締役に関する附帯決議になると、これは具体的な法文にもできるし、あとは関係者の調整さえできれば立法になる。ただ、少なくとも平成 26 年の段階ではできなかった。少なくともこの段階で会社法という形では実現できなかったもので、附帯決議で国会でもそれをきちんと確認をしたということかと思えます。そうすると、これは単なる仁義を切ったということにとどまらず、もう少し強い拘束力を持ち得るし、官庁としてもやはり目配りをしなければいけない。

ですので、附帯決議一般についてどうかというとなかなか難しいのですけれども、附帯決議が付くまでの過程であるとか、あるいはその内容の熟度みたいなことによっては、今言ったように金融庁等が当然配慮しなければいけないし、当然次の立法過程でも考慮される、このような機能を果たすのではないかとは思っています。

○川口 ありがとうございます。

#### 【金商法と上場規則との関係】

○久保 今の川口先生との応答の中でほとんど私の質問にも答えてもらったようなものですが、私の頭の整理のために質問させていただくと、会社法が求めているガバナンスレベルとはまた別に、金商法で上場している会社についてのガバナンスレベルが想定されていて、金商法がそれを求めているので、第 2 の考え方に従うと、それを具現化するものが上場規則なのだというふうに整理しても間違いではないですか。

○松井 そうですね。このレジュメを書いたときに、私はそこまで議論が煮詰まっていたわけではないのですけれど、皆様からいろいろなご指摘

やご意見をいただくと、今久保先生がまとめてくださったような形で整理をしてもよいと思います。

そうなるに難しいのは、金商法が、取引所金融商品市場の機能を果たすために、ガバナンスについてどこまでのレベルのものを期待するのかということを見極める必要がある点です。元々ガバナンスについて、上場規則で書きなさいということが金商法に書いてあるわけではないので、多分客観的な環境から、ここまでだったら金商法上許容される、ここまでだったら金商法上期待されるであろうという仮定的なものに基づいてやっていくことになるのだと思うのです。そういう意味で言うと、その時々の方政策的要請みたいなものがむき出しで反映してきてしまうという側面はあるのかもしれない。

法律上、上場規則に関する事項を業務規程で書きなさいとされています。仮にその中で、さらに「コーポレート・ガバナンスに関するこれこれの事項については定めることとする」と書いてくると、金商法の意思がはっきりして、どこまでのことを上場規則で定めるかということが明確になるのですけれども、そこを後付けで読み込んでいくみたいなのがなきにしもあらずかな、という感じはします。

○久保 何となく分かったような、分からないような、私が理解力不足だからというところもあるのでしょうかけれども、果たして金商法がそこまで介入していいのだろうかというそこはかかない疑問があって、あるべきガバナンスの姿を法律の方が一方的に措定してしまうことになりはしないだろうかという何となく漠然とした不安もあるということ、感想としてだけ述べておきたいと思えます。

○松井 ありがとうございます。その感想は、多分これから 40 分議論できるぐらい大事な論点だと思います(笑)。

余り深入りしませんけれども、会社法がこれだけ自由になって、さまざまなガバナンスにまつわる事項について、特に上場会社で問題が起こって

きたとしても、会社法は基本的に取締役の善管注意義務のところには任せているわけですね。他方で、マーケットの側としては、そういう問題を起こすおそれのある会社はある程度事前に芽を摘んでおきたいということがどうしてもあって、そうすると、ガバナンスに関する事項に介入していかなければいけない。また、金商法から委任を受けた自主規制である以上は、それは金商法の意味なのだとおっしゃるに、言わなければいけない面がある。だからこそ、金商法の意味付けとか金商法の役割の議論になっていくのだと思うのですけれども、おっしゃるとおり難しい部分はあるのだらうと私も思います。

実際、法 158 条の偽計を使って不公正ファイナンスを挙げていくといった例は、金商法の今まではない使い方、執行当局を通じた金商法の意味の表れなのですね。さまざまところで、今後そういったことが出てくるのだらうと思います。

○久保 ありがとうございます。

○黒沼 今の点について一点だけ補足というかコメントをさせていただいてよろしいですか。

私は、金商法の立場と取引所の立場というか位置付けというのは、少し異なっているのではないかと思います。

例えば金商法では、開示をすればどのような有価証券でも発行して構わないけれども、取引所に上場するためには、一定のガバナンスを備えた株式会社でなければならず、それまでの収益なども審査される。一般投資者の投資の適格性を有するもののみが上場できるので、だから、金商法はどこまでできるかというのと取引所がどこまでできるかというの少し違う話だと思っています。簡単に言うと、一般投資者の利益の保護といいますか、それを時に取引所はパターンリスティックに保護することがあるし、それが使命だと考えているから、いろいろな規制を置いているのではないかと思います。

○松井 そこは金商法の委任があるかないかとは別の観点から、自律的な組織としての取引所はやれることであるというようなイメージでしょう

か。

○黒沼 金商法がそこまで含めて委任しているかどうかというのは読み方の問題なので、なかなか難しいと思いますね。

○松井 そうですね。

○白井 今までの議論を別の角度から伺うだけなのかもしれませんが、松井先生の今日のご報告の議論の骨子の部分を考えていきますと、13 ページの小括のところ、大きくは、金商法の委任を受けた補完的な規律としての上場規則と、金商法が禁じない限り市場運営上必要な規制を積極的に行う規則の二面性があると述べられています。

この二面性のうちの前者の部分、すなわち法の委任を受けた補完的な規律としての上場規則という部分については、例えば 5 ページで明確に書かれているように思うのですけれども、対象の特質——機動性、専門性・技術性、そして柔軟性を要求するという三つの特質から、金商法は最低限にとどめ金融商品取引所の自主規制に委任することが正当化できるのではないかというような発想で書かれているのではないかと思います。

この先生のおっしゃる三つの特質という観点から自主規制でやっていることを説明する、正当化するという発想に立った場合に、後者の部分についても、すなわち市場運営上必要なことを金商法が禁じていない限りは積極的にできて、ガバナンスに関する部分であっても上場規則で規律を設けることができるという部分についても、この三つの特質だけから説明できるものなのか。それとも、後者については前者とは異なる側面を有するというのも先生の今日のご報告の一つのスタンスだと思いますので、そうすると、三つの特質に加えて何かプラスアルファの特質が要求されるのだらうか。もし要求されるのだとすると、このプラスアルファの特質というものが、ひょっとしたら上場規則というものの限界にも紐付いてくるような気もしましたので、二つの側面、二面性のうちの後者の側面については、本日のご報告で取り上げられた三つの特質との関係ではどのようにお考えな

のかというところをお聞かせいただけるとありがたいと思ひまして、質問させていただきました。

○松井 今ご指摘いただいて、私もちょっと書き切れていないということに気づいたのですけれども、三つの特質として挙げたところというのは、金商法が技術的に書き切れないので自主規則に委ねたという部分を念頭に置いています。ですので、そもそも金商法が委任していない上乗せ規制の部分については、この三つの特質とは全然違う視点が必要になるのだらうと思ひます。

たとえば、適時開示でいえば、東証がもっと開示をさせないと投資者保護ができないであろうと考えて入れたとかいった事情になります。ガバナンスに関して上乗せするについてもやはり同じでしょう。先ほど黒沼先生がおっしゃった話とも重なるのですけれども、要は、金商法としてはあくまでも委任をして、自主規制は委任の範囲で行うというような書き方をしているけれども、現実には、この自主規制には金商法を超える部分があって、これは金商法が許容しているのか、していないのかといえば、事実上許容しているのだと思ひますけれども、理論的にははっきりしないところがある、ということかと思ひています。

○白井 分かりました。ありがとうございます。

## 【会社法と上場規則との関係（2）】

○行澤 今の議論の流れで私なりに整理できるかなと思ひるのは、会社法が沈黙しているということにも二種類の意図があり得て、金商法として投資者保護なり一定の政策目的があるのであれば上乗せ規制をしてもいいよと言っている沈黙と、特に経営判断に関わる領域だと思ひのですけれども、いや、ここは介入してもらっては困るのだという沈黙と、二つあるのではないかと思ひのです。

そして例えば、言い方は難しいのですけれども、社外取締役などについては、松井先生が今日、歴史的に本当にきれいにご説明いただいたように、かなり初期から会社のガバナンスには口出ししなすというスタンスが採られてきました。それは投

資者保護目的によるのですと。すなわち、エージェンシー問題に関係するところについては、投資者保護の観点からかなり積極的に金商法若しくは自主規制機関としての取引所は会社法マターに介入してきたということですね。そして、こういう経緯を経て、結局、自主規制であったはずのものがやがて法律に書き込まれるという流れがあるのだと思ひのですね。

ところが、同じ投資者保護の観点であっても、社外取締役や独立社外取締役などはちょっと違うレベルの要求が最近のトレンドとして入ってきていると感じます。

特に最後にコメントいただいたコーポレートガバナンス・コードの中でも、従来型のコンプライアンスとかエージェンシー問題に対応する要求に加えて、企業行動のルーティン自体を変えていく、あるいは企業文化に介入したり、自己評価手法を導入したり、そういう要求というのは、確かに投資者保護という観点で説明はできるのですが、しかし、そこは会社法における消極的沈黙として、あくまで経営判断に委ねられているのだということではないかと思ひわけです。

だから、そこに一定の要求を書きこんでもらってもいいけれども、特に法的効果という点で、ほかの部分とは少し違えて考えていただかないと、今の会社法と金商法の抵触という問題をきちんと説明し切れないのではないかと。たとえば、コーポレートガバナンス・コードの企業行動のルーティンの問題について、これを取締役らの善管注意義務の中に取り込んでいくというのはやはりまずいのではないかと。他方で、コンプライアンスなどの要求に関しては、悪質なコーポレートガバナンス・コード違反であれば善管注意義務に違反するものとして法的責任を基礎付けるということがあってもいいのではないかと、そのように思ひますね。

それで、お名前を出して恐縮ですけれども、このような見解に対して、「善管注意義務には法令等の遵守義務は当然含まれるはずであり、コーポ

レートガバナンス・コードが上場規程にあるということは、当然、それは上場会社の取締役らの善管注意義務を構成するはずではないか。にもかかわらず、コードの一部であっても、善管注意義務の内容とはならない部分を認めるのはおかしい」という川口先生のご指摘に対して、私自身はちょっとまだ回答が見出せないのですが、その辺も含めまして、先生のご見解を聞かせていただければとありがたく存じます。

○松井 非常に難しい問題でありまして、今すぐ答えられるかどうかちょっと自信はないのですが、まず、会社法が沈黙しているときに二種類あるというのは、私が思い至らなかった見方で非常に勉強になりました。今のお話を伺っていて、特に業務執行マターに関しては、やはり会社法はできる限り業務執行者の裁量に委ねるというスタンスを採っていて、それは基本的には金商法で、あるいは金商法以外の上場規則等で拘束することが想定されていないというのは、議論としてあり得ると思います。

しかも、これは二つ目の問題にも関わるとも思いますけれども、そこをコーポレートガバナンス・コード等で書いてしまって、それが取締役を拘束し得るものとなると、まさにおっしゃるとおりで、善管注意義務の中身に入ってきてしまうのだと思います。もちろん、コード違反が直ちに善管注意義務違反とはならず、善管注意義務の評価の問題として、コードに反したことに関するいろいろな事情等を含めて見ることにはなると思います。

ただ、重要な位置を占めることは間違いなくて、そういう意味で申しますと、もし先生のご見解を採ると、コードに業務執行の裁量にわたる事項を書き込んでいくというのは好ましくないと言える可能性が出てくるのです。具体的にどの規定がコードにあると好ましくないのかというのは個別に見て判断しなければいけないのですけれども、今先生からいただいたご指摘に対して、抽象的にはそのようにお答えができるのかなと思いました。

ただ、これはやはり具体的にコードの規定と併せて考えた方がいいですね。

○行澤 そうですね。付加的によろしいですか。

それで、あえて私自身がぎりぎり成り立つのかなと思うのは、いわゆるコンプライ・オア・エクスプレインというのは、あくまで市場の規律に委ねることを旨としているわけです。だから、一口に上場規程といっても、取引所がコード違反に対して直接サンクションを課すということに対しては極めて慎重であるべきであるということには言えるのではないかと。たしか、コード策定当初は、取引所もそのようにおっしゃっていたように理解しているのですが、その点については、先生はいかがお考えでしょうか。

○松井 市場に委ねるとすると、善管注意義務の対象として考えるというところから多分離れていきますよね。

○行澤 そうなのです。一応外していいのだろうと。

○松井 ああ、なるほど。コンプライ・オア・エクスプレインでエクスプレインを全くしないなんていうのは、義務違反になってサンクションもかかってくるかと思うのですけれども……。

○行澤 そうですね。

○松井 そうではなくて、何らかの説明がされている、あるいはコンプライについてどう評価するかということはある程度、そうすると、確かに善管注意義務の話から外せるので、先ほどの懸念は少し緩和されるのかなとは、感触的には思います。

○行澤 分かりました。ありがとうございます。

#### 【課題設定の妥当性】

○梅本 何か話をひっくり返すようなことを申し上げて恐縮ですけれども、会社法と上場規則との抵触という問題設定は適当なのでしょうか。もししたら先ほど黒沼先生がおっしゃったことと関係するのかもしれませんが、金商法は上場規則にルール作りを委任しているのだから、上

場規則も金商法のルールと見るべきで、そうなる  
と会社法と抵触するかどうかというのは議論に値  
するという話になるのでしょうか。そうではなく、  
私はむしろ上場規則というのは、あくまでも上場  
会社と取引所との間の契約関係を基礎とするわけ  
ですから、取引所の側がこういう会社を上場する  
というルールを設けるのであれば、それは基本的  
に自由ではないかと考えます。ただ、余りに無茶  
苦茶なルールを設けるのはだめで、上場というの  
は公益性のあることだからチェックが必要だよな  
ということで、当局のチェックを受けるだけなの  
ではないのか。

つまり、例えば仮に、札幌証券取引所がライザ  
ップのように健康にいい事業を運営する企業しか  
上場しないというルールを設けたとしても、それ  
はそれで札幌証券取引所の上場の自由ではないの  
かなと思うのです。それに会社法、あるいはほか  
の法律との抵触という問題は生じないのではない  
かと思うのですが、無茶苦茶な議論でしょうか。

○松井 いえいえ、貴重なご指摘をありがとう  
ございます。

すぐに確たる答えがあるわけではないのですけ  
れど、先生が今ご指摘くださったような議論がで  
きれば、まさに会社法や金商法の考え方に拘束さ  
れず、取引所が必要とされる機能の面から規則を  
書けばいいということになるので、今日の議論の  
かなりの部分は解決してくるだろうという感じが  
します。

ただ、私がなぜ金商法や会社法との関係にこだ  
わっているかという、やはり自主規制なり、あ  
るいはこの自主規制が持っているサンクションな  
りが非常に重いというときに、それが全く法律と  
の関連性が切れたところにあるのかという、多  
分そうではないのだろうと。金商法が一定の政策  
目的を持っていて、その政策目的の実現のために  
取引所に規則を定めることを求めている、こうい  
う側面があるからこそ、取引所というのは一定の  
厳しいサンクションも含めて規則設定ができてい  
るのだろう。こういう考え方から出発したもので

すから、やはり金商法と取引所の規則というのは  
結びつく。そうすると、今度は金商法と会社法と  
の関係というのは、やはり考えざるを得ないの  
ではないかと、こういう考えの順序なのですね。

ですので、今梅本先生がおっしゃったような考  
え方は十分あり得ると思いますし、私のような考  
え方がむしろ非常に形式的に過ぎるという可能性  
もあって、もう少し考えたいと思います。ただ、  
実際に金商法が上場に関することを定めなさいと  
わざわざ書いているという事実をある程度重く受  
けとめる必要はあるのかなと、個人的には思っ  
ているところです。

○梅本 ありがとうございます。

○伊藤 その関連で、私からもよろしいでしょ  
うか。

実は私も梅本先生と同じ方向で物を考えていま  
して、今日の議論については、自分の基本的な発  
想と違うところに戸惑っていました。例えば、法  
117条は、確かに上場について決まりを作りな  
さいとは言っていますけれども、それは決まりを作  
っていない取引所は認められないというだけなの  
ですね。逆に、金商法に根拠規定がなければ、取  
引所は上場規則を作れないとか、そういうこと  
にはならないのだろうと思います。あるいは、確  
かに上場は内閣総理大臣に届け出て承認を得ます  
けれども、これも本来は取引所限りでできる行為  
について公権的な制約を設けているということ  
ではないかと私は考えます。

それで、梅本先生をもう少し理論的にサポート  
できる理屈がないかと考えていたのですけれど  
も、やはり上場規則は、元来は取引所と発行者  
の間の契約内容と捉えるべきものなのではない  
かと思えます。そして、このような観点から  
すると、どのような会社の上場を認めるかとい  
うことは、取引所がどのような商品を自分の  
ところで取り扱うかということであって、これ  
は取引所の経営政策の問題といえます。また、  
市場間競争でその取引所が競争上どのような  
スタンスを採るかということも、上場規則に  
反映されることとなります。こういう



ふうに捉えていくと、上場規則と金商法の関係性というのは、取引所が締結する契約に金商法が強行法的に制約を課すもの、つまり、契約自由に制約を設けるものだと捉えられるのだらうと思います。

先ほどから問題になっていましたように、現在の有価証券上場規程の中には、金商法で認められた自主規制であるという捉え方からすれば説明や正当化が難しい事項が入っているのかもしれないのですが、有価証券上場規程の上場契約の内容としての側面を強調するのであれば、上場規則では基本的に何でも決められると考えることがむしろ素直ではないかと思うのです。

梅本先生や私のような発想は、松井先生のお立場からは適切ではないことになるのか、お立場と両立し得るのかを、ご感触をお聞かせ願えればと思います。

○松井　まず、梅本先生、伊藤先生のご発言の内容をベースにしますと、私が今日前提として議論した立場とは多分両立しないのではないかと思います。

取引所が取引所として自律的な規律ができるという前提であれば、会社法や金商法との委任関係は差し当たり問題にならないわけですから、それは今日の議論の出発点と全く違うのですね。そして、そのような議論があり得るか、あり得ないかといえば、あり得るだらうと思います。

ただ、今伺っております、二つ引っかかるところがございます。一つは、金融商品取引所あるいは金融商品市場というのは、基本的に日本では作ってはいけないものである、ということです。つまり、作っていいのは免許を受けた場合だけなのです。免許業種であるということは、基本的に全面禁止ということであり、国家の非常に強いコントロールの下に置くという意味が金商法上明らかにされているわけです（法 80 条）。それだけ強い法の意味を持っている仕組みであり制度であるとすると、取引所は差し当たり取引所の一定の目的の下に何を決めてもいいというのは——伊藤

先生の言葉を借りるとそうなるわけですがけれども——果たしてそこまで金商法が許容しているかどうか、躊躇があるというのが一つです。

もう一つは、これはむしろ実務、現場の取引所の方がどういう意識で規則を作っておられるかということとも関連するのですが、現場では、法律の委任や拘束がなく規則を作れるという感覚だと、かえって規則は作りにくくなるのではないかと。やはり会社法が決めるべき事項、それから金商法が規律すべき事項というのが一応法の意思としてあって、それを踏まえて取引所として果たす機能の上で何が作れるのかというような縛りで考えていった方が——これは副次的な理由ではあるのですが——自主規制としても作りやすいのではないかと。これは東証の方に聞いた方がいいと思いますけれども、私はそのあたりが気になるところではあります。

ただ、これら二つの点は決定的ではないということであれば、伊藤先生や梅本先生がおっしゃったような議論は十分あり得るし、そうであれば、私が今日問題提起したような問題というのは、むしろ過度に形式に行き過ぎているという話になるのかもしれないと思います。

○伊藤　ありがとうございます。

#### 【自主規制の範囲】

○片木　非常に興味深いご意見をいただき、ありがとうございます。

伊藤先生が言われたように、会社法自身は強行法的な部分が多いわけですから、その会社法の規律に反しない範囲内では、金商法によってなり、あるいは取引所の自主規制によってなり、ある程度自由に決められるのは当然のことではないかというところまでは、確かにそうだなと思って聞いていたのですが、だんだん話が進展してきました、ちょっと戸惑っているところもあります。

自主規制的な機関というのは、法 84 条で、あくまで取引の公正と投資者の保護のために必要な範囲で自主規制業務を行うというのか、その中で取引

所が上場会社に対して一定の規律を要求できるということではないかと思っていたので、一定の強制を伴うような規律を要求できるのは、あくまで取引の公正と投資者の保護に資する範囲内ということではないかというふうに実は考えていました。それがちょっと違うよということでしたら、また教えていただけたらと思います。

取引の公正、あるいは投資者の保護といっても、非常に広い議論というか抽象的な観念であって、そもそも投資者の保護という言葉の意味は何なのかと。普通にいけば、恐らくだまされないようにすると。市場を操縦することによって価格を調整する、あるいは不実の開示によって投資者を不当に勧誘するということが一番大きなところであって、だからこそ、金商法自身も、あるいは上場規則等も、いろいろな開示規制とかそういった要求をしていくのだろうと思います。

ただ、今お話にもありましたように、コーポレートガバナンス・コードは、どちらかという、単に投資家がだまされないようにするというよりは、むしろ上場会社の効率性といったものの向上を目指すような社会的な規律を入れているということになってくると、それが上場規則の中に——あるいは金商法の業務の中にといいますか、その枠組みに本当に入っているのかということが一番問われるのかなというふうに思います。

入っているのであれば、会社法の強行規定に反しない限りはどうやっても勝手でしょうということのいいだろうとは思いますが。

○伊藤 片木先生のおっしゃった自主規制業務との関係で、もし私のような考え方を基礎付けるのであれば、取引所が行っている業務には、元から自主規制では説明がつかないものも含まれるのだということからスタートしたらいいのではないかと思います。取引所が行っているさまざまな業務の中で、自主規制としての性質を持つものがあれば、それについては金商法で規律が与えられ、そういうふうに規定を読むわけです。

そのように考えずに、取引所の行うことは全て

自主規制でなければならないとか、全て投資者の保護で説明できなければいけないということになりますと、結局無理のある説明をすることになると思うのです。例えば、健康によい企業だけを上場するというのはともかく、もう少しありそうな話であれば、コーポレートガバナンス・コードで女性役員比率を一定以上要求する。それを上場規則の方でどこまで強制できるかとか、まさにそのあたり、かなり微妙ではないかと思うのです。そこを無理やり、「投資者保護になります」とか、そういう説明をしなければならないというのは、かえって苦しいのではないかと思うわけです。

○松井 片木先生のご指摘について正しく理解できているかどうか分からないのですが、基本的には、片木先生のおっしゃった法 84 条等を含めて自主規制についても一定の縛りがかかっているという点については、私は異論はありません。

それから、例えばコーポレートガバナンス・コードが金商法の中で定め得ることとして想定されているのかどうか。これは、先ほど久保先生とのやりとりのときもお話をしたのですが、金商法の「意思」というのは、学者的にそういう説明はできるのですが、やはり実際のところはよく分からないのです。

金商法としては、あくまでもある程度自主規制に委ねるということを想定し、それ以上のことは言っていないのです。新たな事象が出てきて、新たなことを自主規制で定めたときに、それは元々金商法が許容しているのか、していないのかというのは、よほど極端かつ明白な場合はいいのですが、そうでないものというのは実はよく分からなくて、結果として金商法は非常に幅広く許容していると言えるのかもしれないわけです。

そういう意味では、この議論は結構危険で、結局、取引所は何でも自主規制でやれるのではないかという話につながっていくのですが、そこには今、片木先生がおっしゃった法 84 条をはじめとして何らかの縛りは一定程度あるのだろうというのが、今の私の感触です。

あと、最後に伊藤先生がおっしゃった、取引所は自主規制以外でやれるものもあるのではないかと、それを上場規則等で定めていけるかどうかという問題があるのではないかとということについては、おっしゃるとおりの面もあると思います。それがまた金商法からの委任を受けているかどうかということに強くこだわる必要があるかどうかというと、そこは確かに何とも言えないところはあります。

そういう意味で、ちょっと私のこの議論もまだまだ甘いところがあるので、もう少し詰めて考えたいと思います。ただ、あえて今の段階で答えるとすれば、金商法は基本的には委任という枠組みを用いていますが、今日の議論などを踏まえると、金商法が自主的に規律してもいいと委ねている部分もあって、そういう二重構造、複層的構造はあるのだろうなという感じはしてきました。もう少しそのあたりの金商法との関係は整理しないと、やや議論としては不十分かなという感じはしております。

○伊藤 ありがとうございます。

○加藤 二点、コメントします。一点目は自主規制という言葉の使い方についてです。コーポレートガバナンス・コードの導入を自主規制と位置付けることは適切なのでしょうか。コーポレートガバナンス・コードの策定は金融庁に設置されている有識者会議によって行われています。確かに東証は事務局として参加していますが、その策定過程を踏まえると、東証による自主規制と位置付けることが適切なのか疑問があります。

ご報告でも指摘のあった上場制度整備プログラムの頃は、東証による自主的な制度整備であったような気がします。しかし、2009年のスタディグループの報告以降は、政府主導で上場規則の改定が行われてきたという印象を持っています。ただ、私はコーポレートガバナンス・コードの意義自体を否定するつもりはなく、取引所の自主規制であることを根拠としてコーポレートガバナンス・コードを正当化するよりも、コーポレートガバナンス

ス・コードの目的を達成するためには取引所の規則という形をとることが望ましかった、という形で正当化を試みるべきだと考えています。

この点に関連して、二点目のコメントは、ご報告で言及され、その後のディスカッションでも議論されていた、会社法と金商法及び取引所の規則との間の役割分担についてです。私の疑問は、果たして、この役割分担に普遍の真理があるのか、ということです。実際、この役割分担は国ごとに相当異なっている印象を持っています。そうすると、各国の状況に差異があることを踏まえた上で、このような役割分担に何らかの意味があるのか、を探求することが必要になると感じました。

○松井 余り反論もコメントもなく、おっしゃるとおりだと思います（笑）。ちなみに、最後のところは結構大事だと思います。おっしゃるとおり、抽象的に真理があるというよりは、アメリカにはアメリカの特殊性があって、日本には日本の特殊性があって、そういう特殊性を前提にしてどういう理屈付けをしていくのか、あるいは役割分担をするときにどういう考えに基づいてそれを行っているのかを確定するというのが多分大事なのだと思います。

そういう意味では、まさに加藤先生のおっしゃることは非常に深く、余り抽象的な議論をし過ぎない方がいいのだろうというのは、私も今回の研究を行って思った次第です。ありがとうございます。

○伊藤 ほかにいかがでしょうか。

それでは、時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。