

## 上場会社への規律としての上場規則

立教大学 松井秀征

- 1 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
- 2 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 上場規則をめぐる考え方
  - (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めぐる質的变化の萌芽
    - 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
- 3 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
- 4 おわりに

## 1 はじめに

### (1) 有価証券等の上場とは何か

金融商品取引法（以下、「法」という）によれば、金融商品取引所とは、内閣総理大臣の免許を受けて、金融商品市場（取引所金融商品市場）を開設する者である（法2条16項・17項）<sup>1</sup>。そして、この金融商品市場においては、有価証券の売買又は市場デリバティブ取引が行われることが想定されている（法2条14項）。

さて、金融商品取引所の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有価証券、あるいは市場デリバティブの対象資産（以下、これらを併せ「有価証券等」という）は、当該市場が取引対象として認めたものに限られる。このように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ことを一般に有価証券等の上場という<sup>2</sup>。

一般に、金融商品市場においては、大量の取引が集中され、効率的な価格形成と有価証券等の円滑な流通が実現されることが期待されている。そしてこの形成された価格によって資産評価がなされ、また有価証券等の発行価額の基準とされることにより、効率的な資源配分も可能となる<sup>3</sup>。上場というのは、この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し、管理するプロセスに他ならない。

以上に述べた金融商品市場に期待される機能というのは、場所を超え、時代を超え、ある程度共通するものである。他方で、その機能を利用して、どのような有価証券等を流通させ、その有価証券等を通じてどのように資源配分を行うかは、以上の理屈から当然に明らかになるものではない。その結果、一定の場所なり時代なりの要請を色濃く反映する側面があるのも事実である。上場というプロセスは、そのような要請を反映する政策性を伴う面があることも否定できない。

### (2) 有価証券等の上場に対する規律

有価証券等の上場が金融商品市場の機能発揮に必要不可欠なプロセスである限り、その適正性の確保は、金融商品市場制度、ひいては金融商品取引所制度における重大な関心事とならざるを得ない。なぜなら、以上の金融商品市場の機能の発揮というのは、法がまさに目的としている事柄に他ならないからである（法1条参照）<sup>4</sup>。

<sup>1</sup> 法は、金融商品取引所について、金融商品会員制法人又は株式会社のいずれかの形態をとることを予定している（法2条16項）。

<sup>2</sup> 野尻孝夫「取引所市場の規制」龍田節＝神崎克郎編・証券取引法大系426頁（1986）。

<sup>3</sup> 以上については、山下友信＝神田秀樹編著・金融商品取引法概説〔第2版〕435頁〔大崎貞和〕（2018）、野尻・前掲注(2)426頁参照。

<sup>4</sup> 法1条は、「この法律は、……金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資家の保護に資することを目的とする」としており、そもそも金融取

法は、有価証券等の上場が有する以上の側面を念頭に置いて、直接的及び間接的な手法による複層的な規制を行っている。まず、有価証券等の取引所金融商品市場への上場<sup>5</sup>及びその廃止<sup>6</sup>を誰がどのような手続で行うかは、法が直接的に規制を行っている<sup>7</sup>。だが、有価証券等の金融商品取引所への上場及びその廃止について、以上を超えた詳細な規律は、法の中には存在しない。他方、法は、金融商品取引所の免許申請に当たって提出すべき免許申請書に業務規程を添付することを求める（法 81 条 2 項）。そして、この業務規程には「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」に関する細則が定められなければならない（法 117 条 1 項 4 号）<sup>8</sup>。ここでは、法が有価証券等の上場及びその廃止について規律すべき意思（必要性）を明らかにしつつ、その具体的な規律の内容は金融商品取引所の自主規制に委ねていることが理解できる。

法が、有価証券等の上場及びその廃止について基本的な事項（誰がどのような手続でそれを行うか）のみを定め、それ以外の詳細を金融商品取引所の自主規制に委ねている理由は、先に述べたところを敷衍しつつ考えると、次のように説明することができるだろう<sup>9</sup>。第 1 に、有価証券等の上場は、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し、管理するプロセスであることから、金融商品市場の置かれた状況、あるいは個別の有

---

引所の適切な運営を規制の連結点として明示しつつ、また有価証券の流通の円滑化や金融商品等の公正な価格形成という中間目的を通じて、法の究極的な目的実現を図ろうとしている。

<sup>5</sup> 有価証券等の上場について、法は、大別して 3 つの方法を設けている。

第 1 は、内閣総理大臣への届出による上場であり、これが原則的な方法である。金融商品取引所において、有価証券等を上場しようとするときは、内閣総理大臣に届出を行う（法 121 条）。

第 2 は、内閣総理大臣の承認による上場である。金融商品取引所が発行者となる有価証券等を上場しようとする場合等は、内閣総理大臣の承認を得なければならない（法 122 条・124 条）。

第 3 は、内閣総理大臣の上場命令による上場である。株券等の発行者が一部の株券等について金融商品取引所に上場しているが、別の一部の株券等については上場していない場合において、内閣総理大臣は、非上場の当該株券等を上場することが公益又は投資家保護上必要かつ適当であると認められる場合、当該金融商品取引所に対して、その株券等を上場すべきことを命じることができる（法 125 条）。

<sup>6</sup> 有価証券等の上場の廃止についても、詳細は割愛するが、内閣総理大臣への届出による方法（法 126 条 1 項）、内閣総理大臣の承認による方法（同条 2 項）、そして内閣総理大臣の命令による方法（法 127 条・129 条 1 項）の 3 つの場合がある（前掲注(4)に述べた上場の場合と厳密に対応しているわけではないので留意が必要である）。

<sup>7</sup> なお、上場に当たって内閣総理大臣に提出すべき書面（上場届出書、上場承認申請書、上場廃止届出書、上場廃止承認申請書）については、金融商品取引所等に関する内閣府令において規律がなされている（同府令 70～73 条）。

<sup>8</sup> 金融商品取引所が商品関連市場デリバティブ取引を行う金融商品市場を開設する場合は、やはり当該商品関連市場デリバティブ取引に係る金融商品等に関する細則を定めなければならない（法 117 条 2 項）。

<sup>9</sup> 以下の説明は、野尻・前掲注(2)416～417 頁が取引所市場規制の特質一般について述べたことを参考にして、有価証券等の上場について当てはめたものである。

価証券等の置かれた状況に即応して機動的な対応が求められる。第2に、以上のプロセスは、すぐれて専門的ないし技術的色彩を帯び、その対応にも専門的・技術的な知識、経験、及び能力が求められることになる。そして第3に、有価証券等の上場にかかる政策的要請の存在は、画一的な規制による対応を困難とし、柔軟な対応が求められることにつながる。

これら3つの特質は、規制のための情報、あるいは規制の手法に制約のある国家の立法によるよりは、当該情報に近く、また柔軟な規制手法を持った金融商品取引所の自主規制に委ねることの合理性を肯定するものである<sup>10</sup>。それと同時に、有価証券等の上場という事項が、法的な規律を要求する性格のものでありながら、国家法による直接的な規制になじみにくいという特徴を顕著に表している。

### (3) 有価証券上場規程

有価証券等の上場に関する事項について、法は、業務規程で細則を置くよう求めているが、では実務的にはどのように対応がなされているのか。以下では、東京証券取引所の対応を概観する。

まず、東京証券取引所業務規程は、その1条の3において、有価証券等の上場に関する事項について定めている。そこでは、「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は、有価証券上場規程をもって定める」とされており、業務規程からさらに有価証券上場規程に委任がなされている。そして、以上の業務規程から委任を受けた有価証券上場規程は、以上の「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<sup>11</sup>。

現在の有価証券上場規程の規定内容は膨大であり、その内容を要約することは容易ではない。ただ、ひとまず有価証券上場規程において、次の事項が扱われていることは疑いないだろう<sup>12</sup>。第1に、何を上場の対象とするか（上場対象有価証券等の問題）。第2に、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）。第3に、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）。そして第4に、どのような場合に上場廃止となるか（上場廃止の問題）、である。

---

<sup>10</sup> この点は、いわゆるハードローによる規制手法が回避され、ソフトローによる規律が求められる理由として挙げられる説明に通ずる。詳細は、森田果「ソフトローの基本概念」自由と正義67巻7号39～40頁（2016）参照。

<sup>11</sup> 編及び章レベルでその内容を確認すると、「第1編 総則」、「第2編 株券等」（第1章・総則、第2章・新規上場、第3章・新株券等の上場及び市場区分の変更等、第4章・上場管理、第5章・実効性の確保、第6章・上場廃止、第7章・雑則）、「第3編 優先株等」（第1章・優先株等、第2章・優先証券、第3章・雑則）、「第4編 債券等」（第1章・債券、第2章・転換社債型新株予約権付社債券、第3章・交換社債券、第4章・ETN、第5章・雑則）、「第5編 ETF」（第1章・総則、第2章・ETF）、「第6編 ファンド」（第1章・総則、第2章・不動産投資信託証券、第3章・ベンチャーファンド、第4章・カントリーファンド、第5章・インフラファンド）、「第7編 日本取引所グループが発行する有価証券」である。

<sup>12</sup> 注(11)の有価証券上場規程の章立てを参照。

なお、この有価証券上場規程を補完する規程等として、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存在する。これらについては、必要に応じて言及する。

#### (4) 検討の対象

ここまで確認してきたとおり、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ことである。当該市場では、有価証券等にかかる効率的な価格形成、円滑な流通、そしてこれによる効率的な資源配分が期待される。上場とは、とりもなおさず以上の機能を果たし得る有価証券等を選別し、維持するプロセスに他ならない。そして、以上の機能を果たす有価証券等の選別、維持に当たっては、地域的、時代的背景を基礎とした個別の政策が反映するという構造が存在している。

法は、有価証券等の上場が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に、自らの規制目的に合致するものとして、これを規律の対象としている。ただし、有価証券等の上場に関する規律が、機動性、専門性・技術性、そして柔軟性を要求するがゆえに、法はこれに対する直接的な規律を最低限にとどめ、これを金融商品取引所の自主規制（業務規程、そして上場規則）に委任している。かくして、上場会社への規律としての上場規則とは、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のため、その上場という事象の有する以上の特質に基づいて設けられる規程群だということができる。

抽象的・一般的な理論的基礎づけとしては以上のとおりであるが、これによって上場規則に対する意味づけが完結するかといえば、そうではない。なお検討すべき事項を思いつくままに列挙すれば、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、理論的にどのような規律が必要となるのか。また、地域的・時代的背景を基礎とする政策的要請を反映するという場合、それはいかなる形の規律で実現するのか。あるいは、有価証券上場規程という法形式で実現可能な事項と実現困難な事項とが存在するのか否か、そしてそれはなぜか。このような具体的・個別的な問題も視野に入れた理論的基礎づけがなされてはじめて、わが国における上場規則というものの理論的な理解が進展することになるものと思われる。

そこで以下では、次の順序で検討を進めることとしたい。まず、上場規則、とりわけその中心となる有価証券上場規程の沿革をたどり、その理論的基礎がどのように与えられ、地域的・時代的背景を基礎とする政策的要請がどのように反映してきたかを確認する(2)。次いで、2において確認された知見を前提として、現在の有価証券上場規程について、よりその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、そこにはどのような説明が与えられるのかを確認する(3)。そして最後に、上場会社への規律としての上場規則のわが国における理論的な位置づけについて、まとめを行うこととしたい(4)。

なお、本報告で上場規則という場合、有価証券上場規程をはじめ、「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の自主規制をすべて含むものとする。また、本報告で扱うのは、基本的に東京証券取引所の例であることについて、ご容赦いただきたい。

## 2 わが国における上場規則の沿革

現在の有価証券等の上場、あるいはこれを規律する法的枠組みの出発点は、第2次世界大戦後の昭和23（1948）年、現在の金融商品取引法に連なる証券取引法（以下、「昭和23年法」という）が制定され<sup>13</sup>、その下で昭和24（1949）年に新たな証券取引所が開始した時点まで遡ることができる。むろん、戦前の制度にまでたどって議論を行うことも可能であるが、本報告での検討との関係ではいささか遠い話にもなるため、ここでの検討は割愛し、ひとまず昭和24年以降に時間軸を設定して議論を進めていくこととしたい。

### (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

昭和23年に制定された証券取引法は、会員組織法人としての証券取引所制度について定めを設け（昭和23年法80条）、上場制度についても、上場の手続等についてある程度詳細な規定群を有していた<sup>14</sup>。他方、上場対象有価証券や上場審査・管理等については昭和23年法においても具体的な規定は置かれておらず、証券取引所の自主規制に委ねられていた。すなわち法は、定款記載事項として「上場有価証券に関する事項」を求め（昭和23年法88条1項11号）、各証券取引所の上場規則はこれを根拠として制定されることとなった。そして、以上のような証券取引法と定款・上場規則との関係については、若干の文言の変更は施されたものの、基本的に平成10（1998）年に至るまで長らく続いた<sup>15</sup>。

<sup>13</sup> よく知られるとおり、第2次世界大戦後に最初に制定された昭和22（1947）年の証券取引法は、証券取引委員会に関する規定を除くほかは、同法が十分に民主化されていないとの意向を有していたらしいGHQの反対によって施行されなかった。そこで、米国の1933年連邦証券法及び1934年連邦証券取引所法に倣って立案されたのが、昭和23年の証券取引法である（この点については、東京証券取引所編・東京証券取引所10年史 総論145頁以下（1963））。

<sup>14</sup> 昭和23年法の下においては、本文に述べた事項のほか、①有価証券の発行者の申請により、当該証券取引所に登録した有価証券に限って売買取引のための上場ができること（昭和23年法110条）、②登録申請書の記載事項及び当該登録申請書に添付すべき書面に関する事項（同法111条）、③登録申請書を受けた証券取引所による有価証券の登録に関する事項（同法112条）、④同法112条3項の登録なしに上場が認められる場合（同法113条）、⑤上場の廃止に関する事項（同法114～116条）等の規定が置かれていた。

<sup>15</sup> 平成10年の証券取引法改正において、上場に関する事項は業務規程の記載事項となり（平成10年改正証券取引法108条1号）、これが現在の規律に引き継がれている（この点

ところで昭和23年法の証券取引所制度ないし上場制度は、当時のGHQの考え方もあり、第2次世界大戦前からの取引所法に基づく株式取引所制度、ないし大戦中の特殊法人たる日本証券取引所制度に対するある種のアンチテーゼに他ならなかった。GHQが求めていたのは「自由にして完全な公開市場の開設」であり、それはとりもなおさず取引所機構の民主化として理解されていた<sup>16</sup>。そのような考え方の下で推進されたのが、会員組織としての証券取引所の開設であり<sup>17</sup>、昭和24年2月、GHQより証券取引所の再開を認める指令が発せられたことで証券取引所が再開されることとなった。

以上のような経緯を有する証券取引所制度であったがゆえに、証券取引所における自主規制についても、GHQの影響が色濃く反映していた<sup>18</sup>。特に定款、業務規程、そして有価証券上場規程については、GHQが従前からのわが国の取引技術や慣行が反映した部分の修正を求め、最終的にはサンフランシスコ株式取引所の諸規定を翻案したものを提出することでようやく承認を受けられたという経緯があった<sup>19</sup>。戦後最初の有価証券上場規程は、昭和24年4月1日制定にかかるものであるが、それは以上のような経緯で制定されたものである。

## ② 上場規則をめぐる考え方

戦後のわが国の証券取引所制度に求められていたのは、証券の民主化ないし国民による証券投資というスローガンをふまえ、有価証券の発行市場及び流通市場が機能して、国民経済を発展させていくことであった。そして、証券取引所における有価証券の上場というのも、単に証券取引所における取引客体を確定するというのではなく、大衆投資層を基盤として発行市場を確立、発展させていくというものとして理解された。かくして上場制度は、「国民投資の安全性・健全性」、そして「企業資本の育成」という2点を考え方の柱として構築されていくこととなったのである<sup>20</sup>。

具体的な上場制度を構築するにあたって、「国民投資の安全性・健全性」という考え方は、主に有価証券の分散性と流通性に留意すること、そして「企業資本の育成」という考え方はその収益性と発展性を条件とすべきことにつながっていた。このような要請は、有価証券の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ため、上場制度は上場審査と上場管理という二つの側面から構築されていた。上場管理の内容の一部は上場契

---

については、1(2)参照)。

<sup>16</sup> 東京証券取引所編・前掲注(13)総論 88頁。

<sup>17</sup> 東京証券取引所編・前掲注(13)総論 146頁以下。

<sup>18</sup> 当時のGHQが示した「証取3原則」によれば、①取引所における各取引はその行われた順位に従って記録されること、②会員は上場銘柄の取引については原則として取引所においてこれを行うこと、③先物取引を行わないことが求められていた。日本側が、従前の慣行を大きく変更することになるこれらに難色を示すと、GHQ側の態度が硬化したと伝えられる(それは証券取引所の再開がままならないことを意味していた)。以上について、東京証券取引所編・前掲注(13)総論 171～172頁。

<sup>19</sup> 東京証券取引所編・前掲注(13)総論 172頁。

<sup>20</sup> 東京証券取引所編・前掲注(13)制度編 1～2頁。

約書と法の求める開示規制に補われつつ<sup>21</sup>、上場規則は以上の内容を規律する自主規制として発展を始めることとなったわけである。

上場規則の形式面のことに触れておくと、昭和23年法88条1項11号に基づき、東京証券取引所定款（昭和24年4月1日制定）は、その143条において有価証券の上場に関する規定を設けていた。同条1項は、「売買取引のために本所に上場される有価証券に関する細則は、有価証券上場規程を以て、これを定める。」とし、上場制度に関する具体的な規律を有価証券上場規程に委任した<sup>22</sup>。また、この委任の下で制定された有価証券上場規程は、当該規程本体<sup>23</sup>と上場審査基準<sup>24</sup>によって構成されていた。株券の上場審査基準は当初、設立後経過年数、資本金・株式数、及び株主数の基準だけが設けられ、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るに至っている<sup>25</sup>。

かくして当時の証券取引所は、上場制度の目的を実現すべく、「国民投資の安全性・健全性」と「企業資本の育成」という目標の実現に向かっていた。そして、以上に関連する事項は、証券取引法の規定を根拠とし、ここから定款を経た授權を受けて上場規則に取り込まれた。そして、以上の目的実現との関係で、より具体的には有価証券の分散・流通、そして企業の収益性・発展性にかかる規律を置くことが想定されたわけである。

## (2) 上場規則の展開

### ① 規定内容の量的充実

証券取引所の再開から10年、20年と経過する中で、取引所において取引される有価証券

---

<sup>21</sup> 上場管理の内容は、上場規則上これを明記するという方向性より、当初は上場契約書を締結し、その契約の内容で発行者を拘束しつつ（たとえば有価証券に関する事項の変更があれば報告を求める、といったことが契約書上求められた）、その他、法の規定する上場有価証券報告書の提出を求めるといった方法を含みつつ（昭和23年法118条）、実施された（東京証券取引所編・前掲注(13)制度編18頁以下）。

<sup>22</sup> 以上のほか、業務規程（昭和24年4月1日制定）7条は、有価証券の上場等に関して理事会が決定する旨の規定を設けていた。

<sup>23</sup> 当時の有価証券上場規程は、非常に簡素なものであり、以上の要請を反映する最低限の規定群から構成されていた。その章立てや条文構成等は、以下のとおりである。

- ・第1章 総則（第1条）
- ・第2章 有価証券の上場（第2条～第4条）
- ・第3章 上場有価証券の変更上場（第5条）
- ・第4章 上場有価証券の上場廃止（第6条・第7条）
- ・第5章 上場有価証券の売買取引の停止および停止解除（第8条）
- ・第6章 上場手数料及び年賦課金（第9条）

<sup>24</sup> 当初の有価証券上場規程4条2項は、株券の上場審査について、「本所に上場申請のあった株券……について審査を行なう場合には、別添「株券上場審査基準」によるものとする。」と定めていた。

<sup>25</sup> この点については、東京証券取引所編・前掲注(13)制度編16～17頁の表を参照。



ないし発行者をめぐる状況は絶えず変化していくこととなる<sup>26</sup>。これに合わせて上場規則、とりわけ株券にかかる上場審査基準は頻繁に見直されてきた<sup>27</sup>。

有価証券の分散・流通という観点から言えば、上場会社に関して、資本金・株式数にかかる規模が大きくなる中、従前の上場審査基準では実情に合わないことが増えてくるようになり、これは不断に上場審査基準の数値を改める動きにつながっていく。他方で、上場審査基準の数値を引き上げた場合、それを満たすことができない会社の扱いをどうするかといった問題も生じるようになる。この問題は二つの方向性を取り、一つは上場廃止基準の明確化という方向<sup>28</sup>、そしてもう一つは二部市場の創設（昭和36（1961）年10月）という方向に進むことになった。

企業の収益性・発展性という観点から言えば、昭和29（1954）年に収益状況に関する基準として、利益配当の継続見込み（年10%以上）のあることが盛り込まれた。また、昭和38（1963）年以降、市場第二部上場会社の中に倒産会社が続出する中、上場会社の質的向上を図るための上場審査基準改定が検討され、昭和39（1964）年、純利益額基準が新設されることとなった。

もともと、以上のような上場審査基準を中心とした上場規則の改正は、あくまでも昭和24年当初の考え方や枠組みを前提としつつ、経済状況等の変化に応じて、主に量的になされてきたものといっておよぶ<sup>29</sup>。

## ② 法改正等に応じた規程の充実

上場規則は、いかなる有価証券等を市場における取引対象とするかについて規定する。商法・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、あるいはその取引の可能性が生じると、必然的にそれに応じて規定を改めていくことになる。

たとえば、昭和41（1966）年の商法改正により、新株引受権の譲渡が認められるように

---

<sup>26</sup> 以下の説明に関しては、東京証券取引所・東京証券取引所20年史465頁以下（1974）。

<sup>27</sup> 上場審査基準のように技術的内容を含むものについては頻繁の見直しが行なわれることになるが、東京証券取引所では、昭和36年、定款を全面改正するほか、業務規程や有価証券上場規程も大幅に改正している。

<sup>28</sup> 昭和36年改正有価証券上場規程9条に基づき、同年7月に「株券上場廃止基準」が制定された。

<sup>29</sup> ただし、企業の収益性・発展性の観点から、収益状況に関する基準や純利益額基準が正面から設けられるようになったのは、今後の有価証券上場規程のあり方を見るうえで、非常に興味深い点である。東京証券取引所・前掲注(26)467～468頁は、純利益額基準を設けた点について、「上場審査基準の質的な変革」という評価を行っている。

もともと企業の収益性・発展性が上場審査・上場管理に当たって重要な要素であったのだとすれば、この点は何らの変革でもなく、企業の収益性・発展性を図る基準を一つ増やしたに過ぎない。だが、この変革が有価証券上場規程、ないし上場審査基準における重点の変化を意味する（有価証券の分散・流通よりも企業の収益性・発展性が上場制度を考えるにあたってより重要な意味を持つ、との意識の変化）のであれば、これを質的な変化として評価することは可能であろう。

なった結果（昭和41年改正商法280条ノ6ノ3）、有価証券上場規程も新株引受権証書を上場の対象とする改正が行われた。その他、外国株券の上場にかかる「外国株上場諸基準」の制定（昭和48（1973）年）、優先株の上場にかかる「優先株に関する有価証券上場規程の特例」の制定（昭和51（1976）年）、外国社債（昭和48（1973）年）・転換社債（昭和45（1970）年）・新株引受権付社債（昭和56（1981）年）<sup>30</sup>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た。

これらは、わが国ないしわが国企業をめぐる客観的な環境が変化する中で、金融商品市場の機能をいかなる有価証券等の取引を通じて発揮させるか（この点については前述1(1)を参照）、という点の変化が生じているものと理解できる。他方で、それが有価証券市場の機能に変化したということの意味するものでもないから、この点もある種の量的な変化としてとらえることが可能であろう。

### ③ その他政策的側面からなされた上場規則の改正

以上のほか、その都度の政策的な必要からなされた上場規則の改正がいくつかある。

たとえば昭和40年代には、昭和44（1969）年に粉飾決算を行っている指摘を受けた上場会社が相次いだ結果、昭和46（1971）年、最近2事業年度の財務諸表に虚偽記載がないことが新規上場会社の株式公開の要件とされた。これは、有価証券の分散・流通という観点、あるいは企業の収益性・発展性の観点のいずれからも説明が困難である。もともと、財務諸表に虚偽記載をしてはならないのは法律上当然のことであるし、上場管理という観点からは投資家保護のために開示の重要性が説かれており、それが形を変えて上場制度に取り込まれたと理解することもできるだろう。

昭和50年代については、次の2つの動きを指摘することができる。第1に、昭和57（1982）年、個人株主の持株比率の減少を背景として、少数特定者の持株数を上場株式数の一定比率以下に抑制する「少数特定者持株数基準」が設けられた。これは、有価証券の分散・流通という観点から説明できるものであるが、上場会社の株主構成の変化を前提としてなされた有価証券上場規程の改正である<sup>31</sup>。第2に、証券取引審議会の間答申を受け、「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」、上場審査基準の引き下げが行われている。これは、有価証券の分散・流通という観点、あるいは企業の収益性・発展性の観点のいずれからも基準を緩和するものであった<sup>32</sup>。

さらに平成に入ってから、より政策的な強い改正がみられる。すなわち、平成8（1996）年に新規事業育成・産業構造転換の観点からなされた、新規性ある事業を行っている企業の上場を容易にする上場基準の特例の制定がそれである。これも有価証券の分散・流通という観点、あるいは企業の収益性・発展性の観点のいずれからも基準を緩和するものとい

<sup>30</sup> 新株引受権それ自体の上場については、上場規程の特例を制定する形により、昭和61（1986）年から認められている。

<sup>31</sup> この点については、東京証券取引所・創立40周年記念東京証券取引所資料集 制度編2頁（1991）参照。

<sup>32</sup> この点について、東京証券取引所・前掲注(31)3～5頁。

える<sup>33</sup>。

### (3) 有価証券上場規程をめぐる質的变化の萌芽

#### ① 適時開示制度の展開

上場制度は、有価証券の分散・流通（国民投資の安全性・健全性）、あるいは企業の収益性・発展性（企業資本の育成）という二つの柱をベースとして構築されてきた。また、上場管理という観点から、上場契約書（ないし通告規則<sup>34</sup>）に基づく通告と開示という手法が用意され、これは以上の柱を実現するための補完的手法として理解されてきた。

以上のうち開示に関しては、法の要請に基づき、有価証券の発行市場・流通市場において投資家が自己の責任において投資判断をできるようにするための手法として発展してきた。証券取引所の自主規制としての開示制度は、この法の要請とオーバーラップさせることで展開しており——その意味では固有の位置付けを与えにくかった——とあってよい。

この開示をめぐる展開が独自の動きをたどるのは、証券取引所が法の定めのない——法が求めるよりもより「先進的」な——開示を要求するようになってからである。流通市場の管理・運営者として、投資家に適時、適切な会社情報の開示を求めることが、取引所市場の機能の発揮の観点から好ましい、との判断がなされたことによるものである<sup>35</sup>。それは、とりもなおさず法の開示制度の趣旨を補完するのみならず、追求するものとして理解することができる。

東京証券取引所における開示制度の展開は、おおむね次の通りである。

- ・半期報告書の提出要請（昭和40（1965）年～）<sup>36</sup>
- ・連結財務諸表の提出要請（昭和39（1964）年～）<sup>37</sup>
- ・適時開示の要請（昭和49（1974）年～）

これら法の根拠のない開示については、その都度、証券取引所理事長からの「要請」という形をとり、上場規則の中で定められてきたものではなかった。適時開示については、上場会社の当然の責務であって、規程において定めるべきことが想定されつつも、上場会社の理解が乏しいとのことで規程化が見送られてきた、という事情があった<sup>38</sup>。

しかし平成11（1999）年、金融ビッグバンが本格化し、自己責任原則の前提となる適時、適切な会社情報の開示の充実が求められる中で、会社における適時開示に対する理解も定

<sup>33</sup> この点については、東京証券取引所・東京証券取引所50年史資料集 制度編12頁以下（2000）。

<sup>34</sup> 上場有価証券の発行者の通告等に関する規則。当初、上場契約書において定められていた事項が、昭和46年に上場管理基準として定められ、その後昭和63年に規則化されたものである。

<sup>35</sup> このような証券取引所の開示制度の理解については、東京証券取引所・前掲注(33)70頁参照。

<sup>36</sup> 半期報告書が法において制度化されたのは、昭和46（1971）年である。

<sup>37</sup> 連結財務諸表が法において制度化されたのは、昭和52（1977）年である。

<sup>38</sup> 東京証券取引所グループ・東京証券取引所60年史制度編241頁（2010）。

着したとして、会社情報適時開示について規程化されることとなった。具体的には、通告規則の内容として適時開示の章を設け、併せて規則名を「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」に改めたのである。

この適時開示規則の展開で重要なのは、次の点である。第1に、上場制度に関して、有価証券の分散・流通という観点（国民投資の安全性・健全性）、あるいは企業の収益性・発展性の観点（企業資本の育成）という点を中心に展開していた改正について、以上を超えて上場管理にかかる開示の観点——自己責任原則の追求という観点——からの改正がなされていること。第2に、上場規則が法の目的事項を前提として、法の委任を受けて、それを専門的・技術的側面等から規定するという側面を有していたのに対して、法の規定していない事項、法よりも先端的な事項を規定するという側面を有していること。これらの事情は、適時開示制度において、上場制度の中でいささか特異な位置づけを与えられることにもつながった。

## ② 審査内容明瞭化の動き

中堅・中小企業の上場促進のため、上場審査基準の緩和という動きがあったことはすでに述べたとおりであるが（2(2)③参照）、これによって投資対象物件の拡大が図られていった。これと同時に、上場に当たってどのような審査を行っているのか、審査内容の明瞭化という動きが平成期（平成4（1992）年）に入って見られるようになる<sup>39</sup>。

この審査内容の明瞭化の中で注目すべき点は、上場審査の観点として5つの観点が示されていることである。その5つの観点とは、

- 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

であった。これらのうち、i及びiiiは古くより上場制度の前提となっている視点、またiiは法律上の要請に基づき取り込まれていた視点（ただし適時開示については①において前述）である。これに対して、ivとvはいささか従来の視点とは異なる視点である。またiについても、その内実を見ると従前の議論とは異なる内容を含んでいる。すなわちこれらの基準は、いずれも上場会社のガバナンスの問題に連なっているのである。このことは、政策的に取引所の上場対象となる有価証券の範囲が拡大する——つまり取引所市場の機能を利用した資源配分が広く利用されていく——中で、従前からの視点だけでは上場規則を書き切ることが難しくなってきたことを意味している。

順次敷衍していくと、まずiについていえば、収益性・安全性の審査に関連して、申請会社の管理組織や内部体制の整備状況について確認をする、としている<sup>40</sup>。これは中堅・中

<sup>39</sup> この点について、東京証券取引所・前掲注(33)6頁以下。

<sup>40</sup> 東京証券取引所・前掲注(33)8頁。

小企業の上場を図る中で、個人経営の企業が組織的に運営されていくことを求める趣旨である。ただ、これは現在の考え方からいえば、明らかに上場会社のガバナンスに触れていく動きである。

ivについては、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、という問題である<sup>41</sup>。その中では、会社と以上の関係者との取引の状況、あるいは個人の財産と会社財産との明確な区分といったことが審査されることになる。このような視点は、相対的に規模の小さい新規企業が上場することと関連しているように思われ、またある種のガバナンスの問題であることは論を待たない。

vについては、ある種の包括的な審査基準ともいえるが、要は上場会社が関係者に対して社会的な責任を果たしていけるのか、ということ我问う基準である。その中では、子会社上場の問題とグループにおける上場順位といった問題も言及されているが、一般的には法令違反がないこと、会社に影響を与える係争事件がないこと、上場制度を利用した利益行為がなされていないこと、といったことが問われている。これも、上場の対象となる有価証券の範囲が拡大する中で問われるガバナンスの問題である。

#### (4) 小括

##### ① 上場規則の形式的意味

証券取引所における有価証券等の上場制度というのは、法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が規律対象とすべきものであるし、また現にそうしている。しかし、その規律対象が機動性、専門性・技術性、そして柔軟性を要求するがゆえに、法本体ではなく、証券取引所の自主規制にその規律を委ねざるを得ない。上場規則とは、本来的には、定款又は業務規程から委任を受けて、その役割を担うものとして形式的に位置づけられることになる。

もともと、証券取引所の上場規則は、法の委託を受けた規律を担えば足りてきた。しかし、経済状況や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は変化が生じざるを得ず、その結果として、上場規則の形式的な位置づけにも変化が現れるに至った。それが開示規制に関する先行的規制であり、本来であれば法の求める開示をすれば足りるとしていたものが、投資者保護の観点から法が求める以上の積極的な開示を求める動きをとるようになった。ここに、法の委託を受けた補完的な規律としての上場規則と、法が禁じない限り市場運営上必要な規律を積極的に行う規則の二面性が生じることとなったのである。

##### ② 上場規則の実質的役割

証券取引所は、大衆投資層を念頭に置き、以上の機能を発揮させることを想定して展開してきた。そこで「国民投資の安全性・健全性」の確保と「企業資本の育成」という課題

---

<sup>41</sup> 東京証券取引所・前掲注(33)9頁

が上場制度には与えられ、有価証券上場規程は具体的に有価証券の分散・流通、そして企業の収益性・発展性にかかる規律を置いてきたわけである。そして、同じく法に基づく開示の要請を受けて、開示に関する規律が以上の規律を補完してきた。

しかし、①にも述べたとおり、取引所市場を利用した資源配分の対象が変化していく——中堅・中小企業にも上場の機会を与えるとの発想——中で、上場対象となる有価証券等の発行体それ自体の管理体制のあり方それ自体に着目する必要が出てきた。これは広い意味でいえば、「国民投資の安全性・健全性」の確保と「企業資本の育成」という課題につながるものではあるものの、当初の議論とは意味合いが異なっている。

そして、このような展開を経て、有価証券上場規程は大幅にその装いを変化することとなる。

### 3 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

東京証券取引所は、平成 18 (2006) 年、「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)の公表、そしてこれに対する意見を踏まえて「上場制度総合整備プログラム」(以下、「プログラム」という)を策定し、公表した。その背景にある考え方は、以下のようなものである<sup>42</sup>。

「上場会社における活力ある企業行動と投資家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。」

そして東京証券取引所は、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た。このうち「健全性の確保」は、とりもなおさず企業行動それ自体の適正化を求める方向での議論であり、これまでの上場制度においては、平成期から議論の萌芽はあったものの、なお正面から採りあげられてこなかった課題である。その他、「透明性の向上」は主に開示の充実に関する問題であり、「不正行為の未然防止に向けた監視体制の強化」は取引所の体制の問題を扱うものである。

プログラムは、ペーパーを受けて取りまとめられたものであり、ここにおいて上場制度、及びそれを具現化する上場規則の持つ意味や機能は質的に変容することになる。その背景として、金融の自由化と国際化が進展して、証券取引所が国際的な競争の中に置かれるこ

<sup>42</sup> 東京証券取引所グループ・前掲注(38)215～216頁。

とになったという事情がある。そしてこれに対応すべく、法は、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許容し、利益相反防止のために自主規制業務に関する制度を整備するに至った<sup>43</sup>。かくしてプログラム以降の上場規則は、以上のような背景の下、再定義づけがなされることとなったわけである。

## (2) 上場規則の全面改正

東京証券取引所は、以上のプログラムを受けて、平成19(2007)年に上場規則の全面改正を行った。その際に前提となったのは、もちろんプログラムの考え方であるが、さらにこれを具体化するに当たって、次のような視点が存在していたことが明らかにされている。

### ① 上場規則の体系整備<sup>44</sup>

東京証券取引所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規程及び基準類が存在していた。これらの規定は制定後かなりの年月を経て規程の構造自体が複雑化していたこと、また使用されている用語の定義が別の規則でなされている等の分かりにくさが存在していた。

また、東京証券取引所グループとして自主規制機能を強化し、また透明性を確保するという観点から、東京証券取引所自主規制法人を設立したところ、この自主規制法人に委託することができる自主規制業務を明確化するという必要にも迫られていた。

以上のような観点から、上場規則については全面的な体系整理がなされ、現在のような体系——膨大な規定群を含む有価証券上場規程を含む——となった。

### ② 企業行動規範の制定

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、すでに平成初期の「審査内容の明瞭化」の中にも少し見受けられないではない(前述2(3)②参照)。だが、それはあくまでも企業の収益性・安全性という従前からの上場審査の枠組みの範囲の中で行われているものであり、限定的なものであった。

そもそも証券取引所のスタンスとして、上場会社は自らの判断により企業行動を律すべきであって、上場会社の企業行動に対する規律付けとしては会社情報の適時適切な開示の履行義務を中心とし、基本的に上場会社の企業行動には関与してこなかった<sup>45</sup>。これは法的な面からいえば、企業行動というのは会社の業務執行の問題として広く裁量の認められる分野であって、あくまでも取締役等の役員の善管注意義務の問題として律せられるもの

---

<sup>43</sup> 利益相反の問題は、金融商品取引所が会員組織形態を採用していようと、株式会社形態を採用していようと、いずれにしても生じ得る問題ではある。しかし、株式会社形態を採用し、自己の株式を上場するといった局面では、その問題がより強く顕在化する(前田雅弘「金融商品取引所——自主規制業務を中心に」ジュリ1368号43頁(2008))。法は、そのような場合も想定して、自主規制業務にまつわる制度を整備しているわけである。

<sup>44</sup> この点の説明に関しては、木村芳彦「上場制度総合整備プログラム2007に基づく上場規則の改正」商事1816号27～29頁(2007)。

<sup>45</sup> 木村・前掲注(44)29頁。

であった、ということでもあろう。

しかし、会社法その他の規制緩和の流れ、世界的なレベルでの競争激化、証券市場の役割と重要性の一層の増大という環境変化の下、市場機能を害する企業行動が散見されるようになったのも事実である<sup>46</sup>。それは法律上の問題がないとしても、流通市場を攪乱し、あるいは株主に不測の事態を招くような場合については、市場運営者として対応することが求められる場合がある、との認識を抱かせることにつながった<sup>47</sup>。

以上を踏まえ、平成19年に全面改正された有価証券上場規程の上場管理の章には「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。もっとも当初は、総則規定（平成19年有価証券上場規程432条）<sup>48</sup>、株主等に関する規定（同433～435条）<sup>49</sup>、機関等に関する規定（同436～441条）<sup>50</sup>、その他の規定（同442条・443条）<sup>51</sup>といった比較的簡素な作りであった。それが、第三者割当てに関する事項や独立役員に関する事項などを取り込み<sup>52</sup>、また形式として「遵守事項」と「望まれる事項」に整理され<sup>53</sup>、次第に規定内容を充実させていったのはよく知られるとおりである。

繰り返す通り、かつての上場規則というのは、あくまでも法の委任の下、その規律対象が機動性、専門性・技術性、そして柔軟性を要求するがゆえに、法本体ではなく、証券取引所が自主的に定める規律で対応してきた、という性格のものであった<sup>54</sup>。これに対して企業行動規範に含まれる内容は、会社法の規定すべき、ないし規定しうる事項についてこれを補完しているのみならず、会社法が規定していない内容も含め積極的に規律している。そもそも有価証券上場規程をはじめとする上場規則は、会社法からの委任を受けたものではないから、この関係性をどのように理解すべきはなかなか難しい。この点に関する考え方の方向性は、さしあたり2つあり得るだろう。第1に、会社法が規定していない事項について、会社法としては各会社の任意に委ねているのであって、もとより上場規則がここ

---

<sup>46</sup> 木村・前掲注(44)29頁。

<sup>47</sup> 東京証券取引所「上場制度の改善に向けたディスカッション・ペーパー（平成18年3月22日）」内容1.(1)参照。

<sup>48</sup> 上場会社において、流通市場の機能及び株主の権利を尊重すべき一般的な義務の規定が置かれた。

<sup>49</sup> 具体的には、望ましい投資単位水準への移行・維持にかかる努力義務（平成19年有価証券上場規程433条）、株式分割等にかかる努力義務（同434条）、MSCB等の発行に際しての流通市場への影響及び株主の権利の尊重義務（同435条）に関する規定が置かれた。

<sup>50</sup> 議決権行使に関する規定群（平成19年有価証券上場規程436～438条）、機関設計等に関する規定群（同439・440条）、そして内部統制システムの整備に関する規定（同441条）が置かれた。

<sup>51</sup> 買収防衛策導入時の尊重事項（平成19年有価証券上場規程442条）、内部者取引の未然防止に向けた体制整備に関する努力義務（同443条）が置かれている。

<sup>52</sup> 第三者割当てに関する事項については、平成20（2008）年の有価証券上場規程の改正、独立役員に関する事項については、平成21（2009）年の同改正において導入されている。

<sup>53</sup> 平成20年の有価証券上場規程の改正の際に行われた。

<sup>54</sup> 一部、開示規制に関しては法の求める以上の内容を規律するようになっていたが、これもあくまでも内容としては法と密接に関連するものであった。



に介入して任意に定めを置き、各会社がこれに従うことについては関知しない、という考え方<sup>55</sup>。第2に、会社法が規定していない事項のうち、上場会社について投資者に影響を与える事項については法の関心事項であるから、法の意味に基づいてその委任を受けた上場規則が規律を及ぼすことはありうるとの考え方<sup>56</sup>。この点をどのように理解するかは非常に難しい問題であるが、会社法が自由化され、金融商品取引法がコーポレート・ガバナンスに関する規律に乗り出すといったこれまでの展開を見ると、まずは第2の考え方に依拠したい。もっとも上場規則の詳細を見た場合、規律事項によって性格付けは異なりうるであろうし、現時点で一般的に評価をするのはなお難しいかもしれない<sup>57</sup>。

### ③ 補論・コーポレートガバナンス・コード

上場規則とコーポレート・ガバナンスとの関係をめぐる問題については、すでに平成初期の審査内容明瞭化の動き、そして平成19年の企業行動規範の制定といった流れを経て、上場規則においてコーポレート・ガバナンスに関与していく意思は明確になったと言ってよい。とりわけ平成16(2004)年に東京証券取引所で取りまとめられた「上場会社コーポレートガバナンス原則」は、平成21年の有価証券上場規程の改正において、企業行動規範の「望まれる事項」において尊重すべき義務が課せられ、直接的に上場規則上の位置づけが与えられた。

このような流れの中で理解するならば、コーポレートガバナンス・コードが有価証券上場規程の内容として規定されることについては、もはや不思議ではない。平成27(2015)年に運用が開始されたコーポレートガバナンス・コードは、有価証券上場規程の別添文書として位置づけられた。そして上場会社は、その趣旨・精神を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう努力すること(有価証券上場規程445条の3〔望まれる事項〕)、及び当該コードの各原則を実施するか、実施しない場合の説明は遵守すべきこと(同436条の3〔遵守すべき事項〕)が求められている。

これは、上場規則が上場会社の行動に働きかけていく形、すなわち新しい段階に入った上場規則のあり方がもっとも明確に表れているものの例とってよいだろう。

---

<sup>55</sup> この場合、上場規則は純然たるソフトローとして機能しているように見える。なお、ソフトローに関する基本的な考え方については、藤田友敬「ソフトローの基礎理論」ソフトロー研究22号6頁(2013)。

<sup>56</sup> この場合、上場規則はある種のソフトローではあるものの、ハードローと連携しつつ、これを補完する機能を果たしている。法と会社法との接近ないし相違等については、松尾健一「ハードローによるコーポレート・ガバナンス」法律時報91巻3号18頁(2019)以下、ソフトローとハードロー、あるいはハードロー相互間の関係については、松井秀征「コーポレート・ガバナンスをめぐる法的規律の諸層」法律時報91巻3号4頁(2019)以下を参照。

<sup>57</sup> 企業行動規範については、市場に上場している企業の価値を上げるという意味でも重要なことであって、コーポレート・ガバナンスを求めたり、企業を名宛人とするルールを取引所自身が作ったりすることは、会社法が自由化された環境の中で求められている、との考え方も示されている(《座談会》「会社法と金融商品取引法の交錯と今後の課題——上場規則と会社法・金融商品取引法——」商事1823号16頁〔黒沼悦郎発言〕(2008))。

### (3) 上場審査ガイドライン・上場管理ガイドライン

企業行動規範の制定、そしてその有価証券上場規程への取り込みは、上場管理の側面から当該規程の性格を大きく変ずることとなった。他方でこのことが、上場審査や上場管理に関する従前からの基準や考え方を全く消滅させてしまったというわけではない。法の委任の範囲内で、機動性、専門性・技術性、及び柔軟性を要求する事項について、「国民投資の安全性・健全性」の確保と「企業資本の育成」という課題という観点からの審査、そして管理が求められること、またそのための規律が自主的に設けられるべきだということは、なお妥当する理屈である。

もっとも東京証券取引所の場合、この点の規律の形式について変更されたことには触れておく必要がある。それは、先に触れたとおり、上場審査及び上場管理における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こととしたためである。すなわち、認可規則である有価証券上場規程では上場審査等及び上場管理等に関する基本的な事項を定めつつ、実質的な判断を伴う部分について届出規則であるガイドラインに委任し（たとえば本則市場への上場について、有価証券上場規程 207 条 4 項）、その作成、変更、及び廃止に関する業務は自主規制法人に委託するものとされている。

## 4 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について、その沿革等を確認しつつ、法との関係及び理論的な位置づけについて検討を加えてきた。その内容を改めてまとめると、以下の通りになる。

(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、その資源配分をいかなる有価証券を通じて実現するかについては、その時々政策的課題が反映しやすい。

(2) 金融商品市場の機能保護は法の目的それ自体であって、したがって取引所金融商品市場への上場は法の規律すべき事項である。しかし、有価証券等の上場に関する規律が、機動性、専門性・技術性、そして柔軟性を要求する面を有するがゆえに、法はこれに対する直接的な規律を最低限にとどめ、これを金融商品取引所の業務規程（さらに上場規則等）に委任している。

(3) 以上のような理論的ないし法形式上の前提を踏まえ、上場規則においては、法の目的等を実現すべく有価証券の取引所金融商品市場への上場について、上場審査と上場管理の側面から規律を行うが、そこには次のような性格の異なる層が存在する。

① 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

② 法の規律していない事項を上場規則が規律する場合

以上のうち、①については、本来的に法が規律する意思を有している事項について、形式上、上場規則に委任していると理解できる。これに対して②については、法の規律に対する意思があいまいな事項について、上場規則が積極的に規律する事項である。②は、経済・社会的な環境の変化、そして会社法の会社に対する規律のスタンスの変化等に応じて生じたものである。

ここまでの検討を踏まえ、上場規則が複層的な構造を持っている自主規則であり、一律の性格付けを許さない面があることが明らかになったのではないか。他方、本報告での検討は極めて抽象的なレベルでのそれにとどまっており、その意味では一応の理論的な位置づけを明らかにしたに過ぎない。上場規程の個別の規律領域に関する検討を深めることで、この上場規則の複層的な構造はより明らかになるものと思われる。

以上