

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討（1）  
—企業行動規範（1）ガバナンス、コンプライアンス—

2019年5月24日（金）15:01～17:00  
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
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
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
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授

## 有価証券上場規程の具体的検討（１）

### 一企業行動規範（１）ガバナンス、コンプライアンス一

同志社大学法学部教授

伊 藤 靖 史

#### 目 次

- |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>I. はじめに</p> <p>II. 企業行動規範</p> <p>1. 規定の大まかな分類</p> <p>2. 企業行動規範に係る上場規程の改正</p> <p>3. 実効性の確保</p> <p>III. 上場内国会社の機関</p> <p>1. 機関設計</p> <p>(1) 上場会社の機関</p> <p>(2) 機関設計に関連する実効性確保措置</p> <p>2. 会計監査人</p> <p>(1) 公認会計士等</p> <p>(2) 上場会社監査事務所等による監査</p> <p>(3) 会計基準の変更等への的確な対応に向けた体制整備</p> <p>IV. 独立役員制度</p> <p>1. 独立役員の確保</p> <p>(1) 独立役員の確保を求めるルール</p> <p>(2) 独立役員届出書</p> <p>(3) 独立性基準</p> <p>(4) 独立役員の開示</p> <p>2. 2012年に導入されたルール</p> <p>3. 次期会社法改正と独立役員制度</p> | <p>V. コーポレートガバナンス・コードに関する規定</p> <p>1. コンプライ・オア・エクスプレイン</p> <p>2. コーポレートガバナンス・コードの尊重</p> <p>VI. 内部者取引</p> <p>1. 内部者取引等の未然防止に向けた体制整備</p> <p>2. 内部者取引の禁止</p> <p>VII. 反社会的勢力</p> <p>1. 反社会的勢力排除に向けた体制整備等</p> <p>2. 反社会的勢力の排除</p> <p>VIII. 業務の適正を確保するために必要な体制</p> <p>1. 体制整備・構築・運用</p> <p>2. 内部統制システムと内部者取引等未然防止・反社会的勢力排除体制</p> <p>(1) これらの「体制」の関係</p> <p>(2) 実効性確保措置</p> <p>IX. グロース上場内国会社の猶予期間</p> <p>X. 上場規則の「複層的構造」との関係<br/>討 論</p> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

○川口 それでは、定刻になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めさせていただきます

たいと思います。

本日は、同志社大学の伊藤先生から、「有価証

券上場規程の具体的検討(1)－企業行動規範(1)「ガバナンス、コンプライアンス」と題してご報告をいただきます。

よろしく願いいたします。

○伊藤 今回から、東京証券取引所の有価証券上場規程(以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「施行規則」という)の具体的な内容についての検討を行っていきます。

## I. はじめに

レジュメ1ページに、上場規程の編別と株券等についての第2編の章立てを記しておきました。今回の報告では、「第4章 上場管理」中の「第4節 企業行動規範」のうち、ガバナンスやコンプライアンスに関する規定について検討をします。

企業行動規範を検討対象として取り上げますのは、12月及び4月の研究会報告からも明らかになったように、企業行動規範の制定が上場規程の歩みにとって一つの画期であること、また、現在のの上場規程の果たす役割を理解する上で企業行動規範が重要であると考えられることによります。

## II. 企業行動規範

### 1. 規定の大まかな分類

企業行動規範には様々な規定が含まれます。その大まかな分類はレジュメ2ページに表で示したとおりです。今回の報告では、このうち下線を引いた規定を扱います。

### 2. 企業行動規範に係る上場規程の改正

企業行動規範は、制定以降、頻繁に改正されています。本報告で扱う規定に係る改正をレジュメ3ページに列挙してあります。

### 3. 実効性の確保

企業行動規範の具体的な規定の検討に入る前に、実効性の確保手段について概観しておきます。

上場会社が企業行動規範のうち遵守すべき事項

に違反した場合、次のような実効性確保措置がとられる可能性があります。すなわち、特設注意銘柄指定(上場規程501条1項4号)、改善報告書及び改善状況報告書の提出(上場規程502条1項2号・503条)、公表措置(上場規程508条1項2号)及び上場契約違約金(上場規程509条1項2号)です。

さらに、次のような場合には、上場廃止に至ることがあります。すなわち、特設注意銘柄指定がされた後、内部管理体制等について改善の見込みがないと取引所が認める場合(上場規程601条1項11号の2)、上場契約違反(上場規程601条1項12号、施行規則601条11項)——これは例えば、改善報告書を最後まで提出しない場合や、上場会社が上場契約について重大な違反を行ったと取引所が認める場合です。さらに、反社会的勢力の関与を受けているものとして施行規則で定める関係を有している事実が判明した場合(上場規程443条違反の場合)において、その実態が取引所の市場に対する株主及び投資者の信頼を著しく毀損したと取引所が認めるとき(上場規程601条1項19号)です。

## III. 上場内国会社の機関

### 1. 機関設計

#### (1) 上場会社の機関

上場規程437条1項によれば、上場内国株券の発行者は、次の各号に掲げる機関を置くものとされます。

#### ①取締役会

#### ②監査役会、監査等委員会又は指名委員会等(会社法第2条第12号に規定する指名委員会等をいう)

#### ③会計監査人

上場内国株券の発行者は、会社法上の公開会社(会社法2条5号)ではありますが、大会社(会社法2条6号)とは限りません。しかし、上場規程437条1項は、会社法が、公開会社かつ大会社

である株式会社に設置を要求する機関を、上場内国株券の発行者全てに要求するわけです。これについては、「特に新興市場の上場会社に対し、基本的なコーポレート・ガバナンスの事項について、上場会社としてふさわしい体制の整備を求める観点から、これらの機関を上場会社が設置することを義務付けることとしたもの」だと説明されます（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」（商事法務 1816 号（2007 年）29 頁））。

もう少し丁寧に、会社法の機関設計に関する規律の趣旨とも関連させれば、次のように説明できると思われます。すなわち、会社法上、大会社であれば会計監査人を設置しなければなりません（会社法 328 条）。計算関係が複雑で利害関係者が多岐にわたる会社について会計処理の適正さを担保するため、そのようなルールが置かれています。また、大会社でありかつ公開会社であれば、監査等委員会設置会社又は指名委員会等設置会社でない限り、監査役会を設置しなければなりません（会社法 328 条 1 項）。株主数が多く頻繁に変動する会社について、業務執行及び会計の監査を強化するためです。

そうしますと、上場規程は、上場内国株券の発行者であれば、大会社でなくとも、計算関係が複雑で利害関係者が多岐にわたり、また株主数が多く頻繁に変動するものと捉え、上場内国株券の発行者全体に、既に述べた会社法のルールを強制するものといえます。そして、そのような規律には、一定の合理性があると思われます。そもそも、会社法が用いる「大会社」や「公開会社」といった基準も、計算関係が複雑で利害関係者が多岐にわたるとか、株主数が多く頻繁に変動するという事情が存在することを、近似的に示す形式的な基準にすぎません。

## （2）機関設計に関連する実効性確保措置

上場規程 508 条 1 項 3 号によれば、会社法 331 条、335 条、337 条及び 400 条違反が公表措置の対

象とされます。このうち監査役会設置会社では、監査役が 3 人以上で、そのうち半数以上が社外監査役でなければならないとする会社法 335 条 3 項の違反については、（1）で述べた監査役会設置義務付けの趣旨が没却されるということから説明されます（木村・前掲 30 頁）。残りの会社法の規定がここに挙げられる理由は、これらの会社法の規定が遵守されていないという事実は投資者にとっても重要な情報であるし、これらの規定を遵守すべきことは当然であり、取引所としてもその遵守を促すべきだから、というふうに説明することができるかもしれません。

## 2. 会計監査人

### （1）公認会計士等

上場規程 438 条 1 項によれば、上場内国株券の発行者は、当該発行者の会計監査人を、有価証券報告書又は四半期報告書に記載される財務諸表等又は四半期財務諸表等の監査証明等を行う公認会計士等として選任するものとされます。

このルールについては、次のように説明されます。すなわち、「会社法では、会計監査人の選任・終任や報酬、権限等についてさまざまな規定が置かれており、その権限強化および独立性の確保が図られている。しかし、金融商品取引法上の監査を行う公認会計士等が会計監査人と同一の者であることが法令上明文で要求されているわけではないため……、仮に会計監査人と異なる者が監査を行うような場合には、当該監査を行う者の選任や報酬等については法律上の手当がまったくなされていない状況となる。そこで、会計監査人と監査証明等を行う公認会計士等が同一の者であるべき旨を明らかにする趣旨である」（木村・前掲 29 頁以下）。

実務上は、同じ公認会計士ないし監査法人が（ア）会社法上の会計監査人と（イ）金融商品取引法（以下「金商法」という）で要求される監査証明を行う者とを兼ねており、1 通の契約書で会社法及び金商法の監査を行うことを約し、同一の監査を行

いながら、これを別個の監査として監査報告を作成しているとも言われています。上場規程 438 条が懸念するような状態が生じる可能性がどの程度あるかは明らかではありません。

また、上記の説明については、同一の者が(ア)と(イ)を兼ねれば、(イ)の「選任や報酬等については法律上の手当てがまったくなされていない状況」は解消されたことになるのかというところが疑問です。同一の者が(ア)と(イ)を兼ねる場合であっても、(ア)と(イ)は観念的には別の地位のはずです。その場合に、(イ)としての活動を行うために(ア)としての権限を用いることはできるのでしょうか。また、(イ)としての報酬等を定めるために監査役会等の同意は必要なのでしょうか。(イ)による監査と(ア)による監査はほとんど重なっており、重なった部分については、「それは(ア)による監査ではなく(イ)による監査である」といったことは言えないでしょうから、その限りで、前述のような会社法のルールも適用されるかもしれません。しかし、それはあくまで(ア)としての監査活動と(イ)としての監査活動が重複していることの結果にすぎません。(ア)と(イ)の二本立ての監査という問題は、上場規程 438 条によって解決されるものでもないように思われます。

#### (2) 上場会社監査事務所等による監査

上場規程 441 条の 3 によれば、上場内国株券の発行者は上場会社監査事務所の監査を受けるものとされます。上場会社監査事務所登録制度は 2007 年に導入されたもので、日本公認会計士協会による上場会社の監査事務所の品質管理の仕組みです。上場規程 441 条の 3 は、この仕組みを前提に、上場内国株券の発行者に、上場会社監査事務所による監査を受けることを義務付けるものです。これは、取引所としても上場会社監査事務所登録制度に積極的な意義を認め、これへの協力を行うものです。

#### (3) 会計基準の変更等への的確な対応に向けた体制整備

上場規程 451 条によれば、上場内国会社は、会計基準の内容又はその変更等についての意見発信及び普及・コミュニケーションを行う組織・団体への加入、会計基準設定主体等の行う研修への参加その他会計基準等の内容を適切に把握し、又は会計基準等の変更等についての的確に対応することができる体制の整備を行うよう努めるものとされます。これは、「IFRS 導入に向けた議論をサポートし、また、これまで上場会社に対して要請してきた我が国の会計基準の設定主体である財務会計基準機構への加入促進などに向けて」設けられた規定です(伊藤昌夫「有価証券上場規程等の一部改正の概要―「上場制度整備の実行計画 2009(速やかに実施する事項)」に基づく改正一」(商事法務 1888 号(2010 年) 23 頁))。

また、これに関連するルールとして、上場規程 409 条の 2、施行規則 410 条の 2 があります。2019 年 4 月 1 日現在の加入状況をレジюме 9 ページに記してあります。

## IV. 独立役員制度

### 1. 独立役員の確保

#### (1) 独立役員の確保を求めるルール

上場規程 436 条の 2 第 1 項によれば、上場内国株券の発行者は、一般株主保護のため、独立役員を 1 名以上確保しなければならないものとされます。

独立役員に関する上場規程のルールは、「上場制度整備の実行計画 2009(速やかに実施する事項)」に基づいて導入されたものです。この背景として、まず、その当時、委員会設置会社以外の取締役会設置会社において、社外取締役を選任する会社がまだ半数に満たなかったことが挙げられます。また、会社法が定める社外性要件は、経営陣からの独立性を十分には考慮しておらず、例えば親会社やメインバンクなどの主要な取引先の出身者も社外性の要件を満たすことが問題だと考えられ、独

立した取締役ないし役員の必要性を唱える各種の提言等が公表されていました。

独立役員とは、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役と定義されます。また、ここで社外取締役・社外監査役は、会社法2条15号・16号の要件を満たし、会社法施行規則2条3項5号に規定する社外役員に該当する者とされます。注に記したように、一般株主とは、「株式の流通市場を通じた売買によって変動し得る株主」であり、「個々の株主としては持分割合が少ないために単独では会社の経営に対する有意な影響力を持ち得ない株主」が想定されています（東京証券取引所上場制度整備懇談会『独立役員に期待される役割』（2010年）2頁）。

独立役員の役割は、上場会社の取締役会などにおける業務執行に係る決定の局面等において、一般株主の利益への配慮がなされるよう必要な意見を述べるなど、一般株主の利益保護を踏まえた行動をとることであるとされます。そのベースにある考え方は、日常の経営判断の積重ねが結果的に一般株主の利益を損ねる場合があり得ることを踏まえれば、経営者と一般株主との間で利害の対立が顕在化する局面だけではなく、平素から上場会社の意思決定プロセスに独立した立場の者が関与していることが、一般株主の利益に配慮した公平で公正な決定のために有効かつ必要である、というものです。

## （2）独立役員届出書

上場規程436条の2第2項によれば、独立役員の確保に関し必要な事項については、施行規則で定めるものとされます。同項に規定する独立役員の確保については、施行規則436条の2が次の各号に定めるところによるものとします。すなわち、①独立役員届出書の提出、②独立役員届出書を東証が公衆縦覧に供することへの同意、及び③独立役員届出書の内容に変更が生じる場合については、変更内容を反映した独立役員届出書の提出と、そのような独立役員届出書を東証が公衆縦覧に供す

ることへの同意です。

この独立役員届出書は、独立役員の確保に係る企業行動規範の遵守状況を確認するために、東証が上場会社に提出を求めるものです。変更内容を反映した独立役員届出書は、変更が生じる2週間前（通常は定時株主総会の日々の2週間前）までに提出するものとされており、提出され公衆縦覧に供された届出書は、株主による議決権行使の判断材料にもなるといわれます。

さらに、独立役員届出書の届出自体も、上場規程436条の2第2項及び施行規則436条の2を介して、企業行動規範の遵守すべき事項になると考えられます。例えば、届出書に記載した独立役員が退任したのに、それを反映した届出書を提出しないことは、それ自体で実効性確保措置の対象になると思われます。

このような独立役員の届出の前提として、独立役員の指定という行為が観念されます。社外役員のうちいずれを独立役員として届け出るか（独立役員届出書に独立役員と記載するか）は、会社が自ら決めることであり、これが独立役員の指定と呼ばれます。

指定の手続は上場会社が任意に決められますが、指定に当たっては本人の同意を得ることが求められるとされます。独立役員の要件に合致する社外役員の全員を独立役員に指定する必要はありません。もっとも、要件に合致する社外役員が複数名存在する場合に、その全員を独立役員として届け出ないときも、全ての社外役員についての情報を届出書に記載しなければなりません。

独立役員の確保義務と独立役員届出書及び独立役員の指定との関係は、分かりづらいものになっています。一方で、上場規程436条の2第1項が遵守を求めるのは、独立役員の「確保」です。したがって、独立役員が1名以上選任されている状態が維持されていればよいようにも読めます。例えば、会社が独立役員として指定した者の全員について独立性が認められなかったが、その他の社外役員に独立性が認められるべき者が含まれると

いう場合を考えますと、独立役員の「確保」はされているようにも読めるということです。

他方で、独立役員届出書を提出させることで独立役員に係る企業行動規範の遵守を確認するというシステムの建付けですとか、上場管理等に関するガイドライン（以下「ガイドライン」という）Ⅲ 5 (3) の 2 の「上場内国株券の発行者が独立役員として届け出る者が」という文言からすれば、企業行動規範を遵守したと評価されるためには、会社が独立役員として指定し届け出た者のうち少なくとも 1 名について、独立性があると東証によって判断される必要があると考えられます。

ルールの実際の運用が後者なのであれば、その旨が、ガイドラインに記されるだけではなく、上場規程上明確に表現されることが望ましいのではないかと思います。

### （3）独立性基準

独立役員として認められるためには、「一般株主と利益相反が生じるおそれのない」こと（独立性）が必要です。独立性について、上場規程及び施行規則上、直接には定義されていません。その代わりに、ガイドラインに次のルールがあります。すなわち、上場規程 436 条の 2 に関する企業行動規範違反に対する公表措置・上場契約違約金の徴求の要否の判断は、上場内国株券の発行者が独立役員として届け出る者が、レジュメ 13 ページの a ～ d のいずれかに該当している場合におけるその状況のほか、違反の内容、当該違反が行われた経緯、原因及びその情状、並びに当該違反に対して取引所が行う処分その他の措置の実施状況その他の事情を総合的に勘案して行うものとされます（ガイドラインⅢ 5 (3) の 2）。

ガイドラインは、直接的には、実効性確保措置の要否の判断の際に勘案される事情の一部として、a ～ d を定めるにすぎません。そのため、独立役員制度導入時には、「これらの状況に該当するおそれが高い場合は、独立役員届出書の提出に先立ち、東証に事前相談を行うようお願いしたい」と

言われました（伊藤・前掲 20 頁）。その後、2014 年 2 月 10 日施行の改正（レジュメ 3 頁）の際に、a ～ d は、一般株主と利益相反の生じるおそれがあると取引所が判断する場合の判断要素と位置付けられ、「独立性基準」と呼ばれるようになったようです。現在では、独立性基準に抵触する場合には、独立役員として届け出ることができないとも言われます。もっとも、このような呼称の変更の以前から、a ～ d に該当する場合には独立性を認めないという運用が行われていたようです。

他方で、たとえ「独立性基準」に該当しない場合であっても、その他の事情から一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断され、独立役員と認められないこともあり得ます。

以上のようなことも、やはり、ガイドラインに記されるだけではなく、上場規程や施行規則上明確に表現される方がよいのではないかと思います。

ガイドラインの規定から、独立役員の確保についての実効性確保措置の要否は、様々な事情を考慮して決定されます。例えば、「独立役員が急病等のやむを得ない事情により不在となった場合には、基本的には、一時的に独立役員が不在となることをもって直ちに公表措置等を行うという判断とはならない」とされています（東京証券取引所『独立役員の確保に係る実務上の留意事項』（2015 年 6 月改訂）2 頁）。

なお、独立性基準に関連してコーポレートガバナンス・コード原則 4-9 は、「取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである」とします。

独立性基準の規定の仕方はかなり複雑です。これは、会社法で社外取締役とされない場合を最初から基準に含めないことから来ているのではないかと思います。両者を合わせて表にすれば、レジュメ 15 ページに表で記したとおりになります。

### （4）独立役員の開示

会社が独立役員として指定する者について詳細な情報を株主・投資者に提供させるため、施行規則 415 条 1 項 6 号は、次の開示を要求します。

すなわち、上場内国株券の発行者は、コーポレート・ガバナンス報告書に、独立役員の確保の状況を記載しなければなりません。

また、会社が独立役員として指定する者がレジюме 15 ページの a～j のいずれかに該当する場合は、その旨及びその概要を記載しなければならないものとされます。

この a～j は、(3) に述べました「独立性基準」より広い範囲の者を含みます。すなわち、a～e は過去に該当した者、それからその近親者を含みます。「過去」とは、過去 10 年間（会社法 2 条 15 号イ等参照）に限定されず、合理的に可能な範囲で把握できる情報を基に、過去のそのような関係を株主・投資者が適切に認識できる程度に記載するものとされます。また、f で当該会社の主要株主とその近親者を含み、h で当該会社の取引先の出身者（過去 10 年以内のいずれかの時において業務執行者であった者）を含みます。さらに、i 及び j で、社外役員の相互就任の場合や、当該会社から寄附を受けている者を含みます。こちらの方は開示を求めるというルールなので、範囲を広くした上で、独立役員の考え方がそれぞれ異なり得る株主・投資者に対してより詳細な情報を提供するものとされます。

以上の a～j への該当性は、属性情報と呼ばれて、独立役員届出書にも記載するものとされます。

## 2. 2012 年に導入されたルール

上場規程 445 条の 4 によれば、上場内国株券の発行者は、取締役である独立役員を少なくとも 1 名以上確保するよう努めなければならないものとされます。この規定は、2012 年 5 月 10 日施行の改正（レジюме 3 ページ）で、「独立役員に取締役会における議決権を有している者が含まれていることの意義を踏まえ、独立役員を確保するよう努める」というルールとして導入され、その後、

「会社法制の見直しに関する要綱」の附帯決議を受けて、2014 年 2 月 10 日施行の改正（レジюме 3 ページ）で現在の形になりました。これに関連するコーポレートガバナンス・コードの原則としては、原則 4-8 があります。

上場規程 445 条の 5 によれば、上場内国株券の発行者は、独立役員が期待される役割を果たすための環境を整備するよう努めるものとされます。これは、独立役員に情報が届かなければ期待された役割を果たすことが困難であることを踏まえて設けられたルールとされます。

具体的な環境整備の在り方は会社の実情に応じて様々であるため、「望まれる事項」として各社の工夫が求められます。そのような環境の整備の具体例としては、情報伝達体制の整備（早期の取締役会資料の送付、詳細な事前説明を含む）、内部統制部門をはじめとする社内部門との連携、独立役員を補助する人材の確保が挙げられます。

上場規程 445 条の 6 によれば、上場内国株券の発行者は、独立役員に関する情報及び会社法施行規則 2 条 3 項 5 号に規定する社外役員の独立性に関する情報を、株主総会における議決権行使に資する方法により株主に提供するよう努めるものとされます。社外役員の独立性に関する事項は、選任議案についての議決権行使の参考にする際に最も意味を有することから、このような情報の提供が「望まれる事項」として定められました。

「株主総会における議決権行使に資する方法」として、具体的には、株主総会参考書類及び事業報告に記載する方法のほか、幾つかのものが考えられます。

なお、この規定によって提供が要求される独立役員に関する事項が欠けていたとしても、会社法の定める法定書類としての不備はないため、株主総会の決議の効力には影響がないとされます。そのような事項が全く欠けていた場合にどうなるかは難しいのですが、例えば、会社が提供した独立役員に関する事項に虚偽があった場合には、ほかの事情とあいまって、決議方法の著しい不公正（会



社法 831 条 1 項 1 号) と評価される可能性がないわけではないと思います。

### 3. 次期会社法改正と独立役員制度

現在の企業行動規範は、独立役員（独立社外取締役又は独立社外監査役）を 1 名以上確保することを義務付けるものです。独立役員の実際の選任状況について、「上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2019」によれば、監査役会設置会社である上場会社のうち社外取締役を選任しないものは 3.1%、監査役会設置会社である上場会社のうち独立社外取締役を選任しないものは 8.8%、上場会社の社外取締役のうち独立社外取締役が占める割合は 87.3%とされています。

他方で、「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱」第 2 部第 2 の 2 によれば、「監査役会設置会社（公開会社であり、かつ大会社であるものに限る。）であって金融商品取引法第 24 条第 1 項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものは、社外取締役を置かなければならない」とされます。これに基づく会社法改正が行われれば、上場会社である監査役会設置会社に、社外取締役 1 名以上の設置が義務付けられるようになります。

このような会社法改正の趣旨は、次のように説明されます。すなわち、「ミニマム・スタンダードとして、少数株主を含む全ての株主に共通する株主共同の利益を代弁する立場にある者として業務執行者から独立した客観的な立場から会社経営の監督を行い、また、経営者あるいは支配株主と少数株主との間の利益相反の監督を行うという役割を果たすことが期待される社外取締役を、少なくとも一人置くことを求めることが必要」であるということです（「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案補足説明」（2018 年 2 月）第 2 部第 2 の 3）。

このような趣旨からしますと、改正が行われた後は、上場規程 436 条の 2 を改めて、上場内国株

券の発行者に独立社外取締役の 1 名以上の確保を求めるルールとすることが素直ではないかと思われます。改正後の会社法の規定に従って社外取締役を選任しながら、社外取締役を独立性のある者とせず独立社外監査役を確保するという事は、前述の趣旨とは矛盾するのではないかと（そのような会社の行動を前述の趣旨との関連で正当化する事情はないのではないかと）と思われるからです。

また、仮にそのような改正を行えば、上場規程 445 条の 4 は、現在の形では不要になります。同条については、例えば「少なくとも 2 名以上」と改正することは考えられます。

## V. コーポレートガバナンス・コードに関する規定

### 1. コンプライ・オア・エクスプレイン

上場規程 436 条の 3 によれば、上場内国株券の発行者は、上場規程の別添コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレート・ガバナンス報告書において説明するものとされます。この規定は、コンプライ・オア・エクスプレインを制度化するものです。

この規定は遵守すべき事項に含まれますが、コーポレートガバナンス・コードはプリンシプルベース・アプローチをとるものです。原則をどのように実施するかの判断は、まずは上場会社の自主的な判断に委ねられますし、理由の説明の評価は株主等のステークホルダーが行うものです。そのため、取引所が実効性確保措置をとるとすれば、次の場合だとされます。すなわち、コーポレートガバナンス・コードの原則を実施していないことが客観的に明らかであり、かつ上場会社はその理由の説明を拒絶する場合や、理由の説明が明らかに虚偽である場合です。

### 2. コーポレートガバナンス・コードの尊重

上場規程 445 条の 3 によれば、上場会社は、上場規程の別添コーポレートガバナンス・コードの

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めるものとされます。「趣旨・精神を尊重」とされているところが、プリンシパルス・アプローチの表れとされます。

こちらのルールの適用対象は上場会社ですから、上場内国株券の発行者のみならず、上場優先出資証券のみを発行する会社や、上場外国株券等の発行者も含まれます。

## VI. 内部者取引

### 1. 内部者取引等の未然防止に向けた体制整備

上場規程 449 条によれば、上場会社は、その役員、代理人、使用人その他の従業者による内部者取引等の未然防止に向けて必要な体制の整備を行うよう努めるものとされます。この規定は、企業行動規範の制定以前から上場会社に要請されていた内容を企業行動規範に取り込んだものです。

この規定の文言上、そこでいう体制が未然防止を図るべきとされるのは、当該上場会社の役員、代理人、使用人その他の従業者による内部者取引、公開買付等関係者による内部者取引、及び未公開の内部情報の伝達行為です。しかし、金商法は、当該上場会社の親会社・子会社の役員等を会社関係者に含めて規制を行います（金商法 166 条 1 項 1 号・167 条の 2 第 1 項参照）。したがって、上場規程に明示されないからといって、親会社や子会社の役員等による内部者取引等の未然防止に向けて必要な体制の整備に努めなくてよいということにはならないと思います。

### 2. 内部者取引の禁止

上場規程 442 条によれば、上場会社は、当該上場会社の役員、代理人、使用人その他の従業者に対し、当該上場会社の計算における内部者取引を行わせてはならないものとされます。この規定は 2009 年 8 月 24 日施行の改正（レジュメ 3 ページ）で設けられたものであり、この改正では、企業行動規範の体系の再構成が行われました。遵守すべき事項と望まれる事項が区分され、前者の違反が

実効性確保措置の対象とされました。

その際に、この改正以前から定められていた内部者取引等の未然防止に向けた体制整備に関する努力義務は、望まれる事項と位置付けられました。情報管理体制についてどの程度まで整備すれば内部者取引等の未然防止に十分であるか、一律に定めることは困難だと考えられたからです。

そして、それとは別に、内部者取引が会社自身の計算で行われた場合を実効性確保手段の対象とするために、上場規程 442 条が設けられました。

上場規程 442 条の違反を理由とする公表措置・上場契約違約金の徴求の要否の判断は、内部者取引の未然防止に向けて必要な情報管理体制の整備状況のほか、違反の内容等々を総合的に勘案して行うものとされます（ガイドラインⅢ 5 (6)）。

例えば、新製品の企業化の決定や決算内容等の重要事実の公表前に会社の役職員が会社の計算で行う自己株式取得について考えますと、自己株式取得の決定を行った役職員が重要事実の発生を知らなかった場合には、内部者取引にならないはずです。これに対して、自己株式取得の決定を行った役職員が重要事実の発生を知っていた場合には、会社の計算で行う内部者取引となり、実効性確保措置の対象になります。

その際に勘案される「情報管理体制」として、例えば、「自己株式取得の意思決定又は当該意思決定に基づく実行手続を行おうとするそれぞれの時点で、これらに関与する上場会社の役職員が重要事実を知らないことを確認する」ための体制や、自己株式取得の担当部署と他の部署との間の情報障壁などが考えられます（東京証券取引所自主規制法人東証 COMLEC『内部者取引防止規程事例集』（2010 年）113 頁）。

## VII. 反社会的勢力

### 1. 反社会的勢力排除に向けた体制整備等

上場規程 450 条によれば、上場会社は、反社会的勢力による被害を防止するための社内体制の整備及び個々の企業行動に対する反社会的勢力の介

入防止に努めるものとされます。この規定は、反社会的勢力による証券市場の濫用を防止し、証券市場の秩序の維持及び信頼の向上を図る観点から、2008年2月6日施行の改正（レジユメ3ページ）で企業行動規範に追加されました。

当時、反社会的勢力排除に向けては、次のような動向がありました。

まず、犯罪対策閣僚会議「企業が反社会的勢力による被害を防止するための指針」（2007年6月19日）によって、企業が反社会的勢力による被害を防止するための基本的な理念や具体的な対応が取りまとめられました。

この指針を踏まえて、「証券取引及び証券市場からの反社会的勢力の排除について―証券保安連絡会実務者会議中間報告―」（2007年7月）は、基本原則と具体的施策を記しています。

基本原則としては、証券取引（顧客）・市場仲介者（証券会社等）からの排除と並び、取引所上場からの排除が挙げられます。取引所上場からの排除を実現するための施策としては、引受審査体制の強化、上場審査・上場管理体制の一層の充実、企業行動規範への規定の盛り込み、開示書類への記載事項の追加、上場の適否の判断基準の明確化が挙げられます。

上場規程450条によって会社が努めるべきことは、「反社会的勢力による被害を防止するための社内体制の整備」と「個々の企業行動に対する反社会的勢力の介入防止」です。これは、遵守すべき事項として禁止される反社会的勢力の関与より範囲が広いものと言えます。例えば、総会屋が反社会的勢力に含まれるとしますと、総会屋への利益供与も「反社会的勢力による被害」「反社会的勢力の介入」と言えますから、この規定の射程内ということになりそうです。

## 2. 反社会的勢力の排除

上場規程443条によれば、上場会社は、上場会社が反社会的勢力の関与を受けているものとして施行規則で定める関係を有しないものとされます。

そのような関係は、施行規則436条の4によって、次の(1)(2)に掲げる関係とされます。

(1) a～dの者のいずれかが暴力団、暴力団員又はこれらに準ずる者（以下「暴力団等反社会的勢力」という）である関係

a：上場会社

b：上場会社の親会社等

c：上場会社の子会社

d：上場会社の役員（取締役、会計参与、監査役、執行役（理事及び監事その他これらに準ずるものを含む））

(2) 上記(1)のほか暴力団等反社会的勢力が上場会社の経営に関与している関係

反社会的勢力排除に向けた体制整備とは別に、反社会的勢力の関与を受けている関係を有しないことが遵守すべき事項として定められた経緯は、内部者取引の禁止と同様です。

上場規程上、「反社会的勢力」そのものの定義はないようですが、施行規則のルールからすれば、反社会的勢力とは、暴力団等反社会的勢力であり、暴力団、暴力団員又はこれらに準ずる者をいうと言えそうです。しかし、「暴力団」の定義もありませんし、「これらに準ずる者」が含まれますから、結局は、実効性確保措置について判断する際に、問題となる者が反社会的勢力かどうかを東証がその都度判断するのだらうと思われそうです。

ちなみに、前述の指針では、「暴力、威力と詐欺的手法を駆使して経済的利益を追求する集団又は個人である『反社会的勢力』をとらえるに際しては、暴力団、暴力団関係企業、総会屋、社会運動標ぼうゴロ、特殊知能暴力集団等といった属性要件に着目するとともに、暴力的な要求行為、法的な責任を超えた不当な要求といった行為要件にも着目することが重要」とされます。また、暴力団対策法では、暴力団及び暴力団員が、レジユメ27ページに記したように定義されます。

上場会社が反社会的勢力の関与を受けているものとして施行規則に定められる関係のうち、(1)のa～cは、上場会社又はその親会社等や子会社

自体が暴力団や暴力団員である場合などであり、(1)のdは、上場会社の役員が暴力団や暴力団員である場合などを意味します。これに対して、例えば上場会社の親会社の役員が暴力団員である場合は、(1)のa～dには該当しないようです。しかし、暴力団員たる親会社役員の子会社の経営への関与の様態が実質的に検討されて、(2)の「暴力団等反社会的勢力が上場会社の経営に関与している関係」に該当すると評価されることはあると思われま

す。上場規程 443 条で問題とされるのは、反社会的勢力が上場会社の経営に関与することです。例えば暴力団員が上場会社の従業員であるときには、当該暴力団員の当該会社の経営への影響が、「上場会社の経営に関与する」と評価できる程度のものであれば、同条違反と言えそうです。また、上場会社による反社会的勢力への融資が行われる場合を考えると、融資をしたというだけでは、融資先である反社会的勢力が上場会社の経営に関与するとは評価できないだろうと思います。

上場規程 443 条の違反を理由とする公表措置・上場契約違約金の徴求の要否の判断は、反社会的勢力による関与を防止するための社内体制の整備状況のほか、違反の内容等々を総合的に勘案して行うものとされます(ガイドラインⅢ 5 (7))。業務の適正を確保するために必要な体制の整備等と異なり、「金融商品市場に対する投資者の信頼の毀損の状況」は明示的には勘案事項とされません。しかし、そのような状況も、総合的に勘案されるべき事情に含まれるものと思われま

す。ちなみに、反社会的勢力の関与を理由とする上場廃止に関する上場規程 601 条 1 項 19 号の方は、規定の文言上、市場に対する信頼の毀損を考慮することとなっています。

## Ⅷ. 業務の適正を確保するために必要な体制

### 1. 体制の整備・構築・運用

上場規程 439 条 1 項によれば、上場内国会社は、当該上場内国会社の取締役、執行役又は理事の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保す

るための体制その他上場内国会社の業務並びに当該上場内国会社及びその子会社から成る企業集団の業務の適正を確保するために必要な体制の整備(会社法 362 条 4 項 6 号、399 条の 13 第 1 項 1 号ハ若しくは 416 条 1 項 1 号ホに規定する体制の整備又はこれらに相当する体制の整備をいう)を決定するとともに、当該体制を適切に構築し運用するものとされます。

会社法によれば、大会社(監査等委員会設置会社・指名委員会等設置会社以外の場合)・監査等委員会設置会社・指名委員会等設置会社の取締役会(非取締役会設置会社では取締役)は、内部統制システムの整備を決定しなければならないものとされます。

上場規程 439 条 1 項は、内部統制システムの整備の決定を、(会社法上はそれを義務付けられない株式会社を含め)上場内国会社に義務付けるものです。これについての説明は、上場会社の機関設計に関する上場規程 437 条 1 項等と同様に、「上場会社としてふさわしい体制の整備を求める」ということのように(木村・前掲 29 頁)。

上場規程 439 条 1 項の文言は、企業行動規範制定時には、「体制の整備……を決定するものとする」というものでした。他方で、会社法の立案担当者の説明によれば、会社法 348 条 4 項等の規定上、決定しなければならないのは「体制そのもの」ではなく「体制の整備」であるから、「内部統制システムを設けない」という決定をしたとしても、それらの規定には違反しないとされます。ただし、取締役が、会社の性質や規模に応じた内部統制システムを整備していない場合には、善管注意義務違反として任務懈怠責任を問われる可能性はあると言われます(相澤哲ほか編著『論点解説新・会社法千問の道標』(商事法務(2006年)334頁))。

そこで、2012 年 5 月 10 日施行の改正(レジュメ 3 ページ)で、上場規程の文言が、「体制の整備……を決定するとともに、当該体制を適切に構築し運用するものとする」に改められました。これについては、次のように説明されます。すなわ

ち、上場規程の名宛人は上場会社なので、たとえ内部統制システムを設けないといった決定が不当であり、取締役が善管注意義務に違反したことになるとしても、それだけでは「体制の整備……を決定する」という義務に上場会社が違反したことにはならないため、従来の規定では実効性確保措置の対象とすることができなかつた。そこで、「当該体制を適切に構築し運用する」ことまでも上場会社の義務とすることで、取引所が適切な措置をとることを可能にした、というわけです（清水幸明「コーポレート・ガバナンスに関する上場制度の見直しの概要」（商事法務 1961 号（2012 年）37 頁））。

このような改正は、妥当なものと言えます。もっとも、会社法 348 条 4 項等について、当該会社の状況に応じて適切な内部統制システムを整備することを決定しなければ、それらの規定の違反になる（かつ、それらの規定は、会社の機関としての取締役ないし取締役会がそのような義務を負うという規定であるが、そのような義務の違反は会社自身の違反行為でもあると評価される）と解釈するのであれば、そういった上場規程の改正は不要だったとも言えます。

上場規程 439 条 1 項の違反を理由とする公表措置・上場契約違約金の徴求の要否の判断は、内部統制システムの整備状況及び運用状況、並びに金融商品市場に対する投資者の信頼の毀損の状況のほか、違反の内容等々を総合的に勘案して行うものとされます（ガイドラインⅢ 5 (3) の 3）。「金融商品市場に対する投資者の信頼の毀損の状況」が勘案され、単に内部統制システムの整備・運用が適切ではないだけでなく、これによって実際に市場に混乱を招いた場合に、実効性確保措置をとることが考えられています。

東証 HP で公表されており内容が確認できる公表措置・上場契約違約金徴求銘柄を調べたところ、公表措置の理由の多くは「開示された情報の内容に虚偽があり、改善の必要性が高い」というものです。

企業行動規範違反が理由とされたのは、次の 3 例です。

- ・公表措置＝1 例（ジャパン・フード&リカー・アライアンス [市場第二部]）
- ・特設注意銘柄指定＋上場契約違約金徴求＝1 例（アイセイ薬局 [JASDAQ スタンダード]）
- ・上場契約違約金徴求＝1 例

このうち会社名を書いた例が、内部統制システムが適切に構築・運用されていなかったことを理由とします。いずれの例でも、経営トップによる会社財産と自己の財産の混同、コンプライアンス意識ないし上場会社の役員としての意識の欠如、内部監査の機能不全が挙げられます。

他方で、いずれの例でも、「金融商品市場に対する投資者の信頼の毀損の状況」はさほど重視されていないようです。

## 2. 内部統制システムと内部者取引等未然防止・反社会的勢力排除体制

### (1) これらの「体制」の関係

内部者取引等の未然防止に向けた体制と反社会的勢力排除に向けた体制は、内部統制システムに包摂されると考えられます。

すなわち、内部者取引等の未然防止に向けた体制には、上場会社の業務として役員等が行う内部者取引の防止のための体制と、自社の役職員による私的な内部者取引の防止のための体制という 2 つの側面があると言われます。このうち前者は法令遵守体制と言えますし、後者は損失危険管理体制と位置付けられます。

また、反社会的勢力排除に向けた体制について言いますと、確かに上場会社は、反社会的勢力から被害を受ける側です。しかし、上場会社が反社会的勢力と関係を有することは何らかの法令に違反し、また法令に違反しなくとも、そのような関係を有したことが明らかになれば、会社の信頼・評判が毀損します。そのため反社会的勢力排除に向けた体制も、法令遵守体制及び損失危険管理体制といえます。

内部者取引等の未然防止に向けた体制と反社会的勢力排除に向けた体制が内部統制システムに包摂されるとしますと、仮にいずれの体制についても企業行動規範に明文の規定がなかったとしても、内部統制システムの一部として、上場会社はそのような体制について整備を決定し、適切に構築し運用すべきであるということになります。

## (2) 実効性確保措置

(1) に述べたように、内部者取引等の未然防止に向けた体制と反社会的勢力排除に向けた体制は、内部統制システムに包摂されると考えられます。しかし、前二者の体制の整備に関する上場規程が「望まれる事項」であるのに対して、内部統制システムの整備・構築・運用に関する上場規程は「遵守すべき事項」です。

そこで、例えば次の事例についてはどう考えるべきかが問題になります。ある上場会社の取締役が、私的に利益を得るため内部者取引を行った。その事実が後に発覚し、会社が整備していた内部者取引等の未然防止に向けた体制に不備があったことが明らかになった。こういう事例です。

内部者取引等の未然防止に向けた体制整備を求める規定は「望まれる事項」であり、そのような体制に不備があったことを理由に実効性確保措置がとられることは予定されていません。それでは、そのような体制整備に不備があったことについて、内部統制システムが適切に構築され運用されていなかったものと評価され、それを理由に実効性確保措置を東証がとることはあり得るでしょうか。そのような場合、実効性確保措置はとられた方がよいと思われます。

## IX. グロース上場内国会社の猶予期間

以上に見てきた規定の幾つかについては、JASDAQのグロース上場内国会社の猶予期間が設けられます。規定と猶予期間については、レジュメ33ページの表にまとめたとおりです。しかし、グロース上場内国会社についてこのような猶予期間

を定めるべきかということには疑問があります。いずれの規定も、その趣旨からすれば、全ての上場内国株券の発行者ないし上場内国会社が、上場日から遵守すべき事項だと言えるからです。

## X. 上場規則の「複層的構造」との関係

4月の松井先生のご報告では、上場規則の「複層的構造」ということが示されました。①会社法の規律する事項を補完する形で、上場規則が規律するという層と、②会社法の規律していない事項を上場規則が規律するという層が存在するとされ、②についても、投資者に影響を与える事項は金商法の関心事項であるから、金商法の意思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得る、というものです。

このような考え方を前提に、今回報告対象とした企業行動規範の規定を、「投資者の保護」あるいは「金融商品市場の機能保護」という観点から、どの程度正当化できそうかという基準で並べますと、レジュメ34ページに記したようになるのではないかと思います。

このうちガバナンスに関する規定については、「上場会社がそのようなガバナンスを備えることが投資者の保護・金融商品市場の機能保護につながる」という間接的な正当化が可能であると思われます。問題は、内部統制システムに関する規定と、反社会的勢力に関する規定です。例えば内部統制システムに含まれる法令遵守は、法令の保護法益を問わず要求されるものです。また、反社会的勢力の排除は、投資者の保護や金融商品市場の機能保護とは関係なく要求されるものです。そうしますと、これらの規定について「投資者の保護」や「金融商品市場の機能保護」から正当化することは難しいのではないかと考えられます。そして、そうだからこそ、これらの規定についての実効性確保措置の発動は、金融商品市場に対する投資者の信頼の毀損の状況を勘案して行われるべきだと言えます。

報告は以上です。どうぞよろしくお願ひいたし

ます。

~~~~~

### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。

報告の内容は、かなり広範なものになりますが、どこからでも、ご質問・ご意見を頂戴できればと思います。

内容の検討に入る前に、私から、形式面での質問をさせていただきます。

企業行動規範の書き方は、多くは、何々「するものとする」という書き方になっていますね。何々「しなければならない」ではなくて、何々「するものとする」というのは、条文の書き方として少し違和感があります。これは、上場会社が遵守すべき規範だからそういう書き方になっているのでしょうか。他方で、今日ご報告のあった「独立役員確保」などでは、「努めなければならない」と、何々「しなければならない」と書いてあるのですね。両者の間で、規制の在り方で何か違いがあるのでしょうか。

○伊藤 私も少し気になるのですが、法則性があるようにも思えません。基本的には「するものとする」と言われることが多いのですけれど、規程が「遵守すべき事項」のところに置かれていれば、それが「遵守すべき事項」だということは明確だとは思いますが。

○川口 本日、研究会にご出席いただいている取引所の方で、ご説明をいただくことは可能でしょうか。何か意図的に書き分けているのでしょうか。

○松崎（東京証券取引所常勤監査役） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

それほどきちんとした使い分けができていないのですけれども、ただ、独立役員の規定とかは、当時、まったく新しく入れる規制だったものですから、上場会社の方々が受ける印象とか様々な要素も加味して表現を調整した経緯などもあり、統

一的な規定振りというよりも、そういった条文ごとの個別の事情を優先することで、表現にばらつきが出ているのではないかと思います。

○川口 ありがとうございます。

それでは、皆さんから、ご質問等をよろしくお願ひします。

### 【実体規定の必要性】

○船津 若干大きな話になるかもしれませんが、独立役員のところにしる、あるいは体制整備のところにしる、ご報告のニュアンスとしては、規程としては、確保しなければいけないとか、体制整備しなければいけないというような実体規定のようなものを置いているけれども、実体を見るというよりも、むしろ何か不都合が起こった後で取引所が処分をするというのが基本的なスタイルのようにお聞きしました。しかし、そういう規律の方法というのは果たして意味があるのだろうか、というのが質問の趣旨です。

要するに、どういうことかということ、違うかもしれないですけども、事実上、開示でうそをついたということに対してはペナルティーが結構たくさんある一方、独立役員については、実際にこの人が独立かそうではないかということの審査を取引所がするわけでもなければ、何も問題が起こっていないようなところに調査に行って、体制が整備されていますか、されていませんかみたいなこともしないのであれば、もう実体規定のようなものは置かなくて、開示規制で一本化できるのではないかなというような気がちょっとしたのですね。それで、仮に実体規定を置くことに意味があるのだとしたら、どの辺にあるのだろうかという質問です。若干お答えいただきづらいところかもしれませんが。

○伊藤 まず、私の報告の趣旨は、これらの規定の内容を読んでどう理解できるかを検討しようというものです。そして、少なくとも独立役員については、上場規程の規定の仕方が必ずしも取引所の運用のやり方と合致していないのではないかと

と考えまして、それならば規定を明確化した方がよいのではないかと述べました。

独立役員について、船津先生がおっしゃったように考えられるかもしれないのですが、そうは言っても、まずは上場会社に対して独立役員を1名以上置きなさいという基本ルールを実体規定として定めることには十分に意味があるのではないかと思います。では、その基本ルールを具体的にどう運用していくかというときに、悉皆調査をして、東証の方でこの人は独立か、独立ではないかということ調べるのは無理であろうから、会社の方から届出をさせて、東証はそれについて確認するという運用になっているというふうに理解できます。

それから、内部統制システムですけれど、仮に企業行動規範に定めるのではなくて、何らかの開示のルールとして定めていたとしても、最終的な結果は同様にできるのかもしれませんが、ただ、実効性確保措置をとる場合に、内部統制システムを適切に整備しなかったということについて東証が審査するわけですし、やはり実体規定として内部統制システムを適切に整備しなさいというルールを定めておかないと、外から見てルールが不明確になるのではないかと思います。

開示規制違反ということで実効性確保措置をとるのであれば、基本的には、開示が不適切であったかどうかを見ることになるのだと思います。もちろん、きちんと整備していなかったのに、整備していますと開示していれば、開示違反はあるわけですけど（笑）。

#### 【会社法の規定の遵守義務】

○船津 分かりました。ありがとうございます。

もう一点だけ確認をさせていただきたいのですが、上場規程自体に、一般規定として会社法の規定を守りなさいということに関するルールはないという理解でいいのでしょうか。

○伊藤 一般規定として……。

○船津 一般規定として。

○伊藤 企業行動規範の一般規定では、直接会社法の規定を遵守しなさいとは、書いていないです。（伊藤補足：企業行動規範の一般規定に当たる上場規程 444 条では、「流通市場の機能又は株主の権利を毀損すると当取引所が認める行為を行わないものとする」と定められているにとどまり、会社法の規定の遵守が直接要求されているわけではない。）

私は上場規程を必要などころ以外も全部読んだわけではないので、企業行動規範以外の部分については、後で調べてお答えしようと思います。（伊藤補足：上場申請の際の提出書類のうち、新規上場申請に係る宣誓書では、「有価証券上場規程その他の規則及びこれらの取扱いに関する規定について、違反事実が判明した場合には、それに関して取引所が行う一切の措置に異議を申し立てません」という宣誓が行われる。また、上場契約において、上場会社は、取引所が定める上場規程等の全ての規定の遵守を承諾する（2018 年 12 月の本研究会報告参照）。しかし、これらはいくまで、取引所が定めるルールの遵守に関するものであり、会社法の規定の遵守を上場会社に義務付けるものではない。また、上場審査等に関するガイドラインでは、たとえば、上場規程 207 条 1 項 3 号が定める事項（企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性）についての上場審査を行う際の観点として、「新規上場申請者の企業グループにおいて、……最近において重大な法令違反を犯しておらず、今後においても重大な法令違反となるおそれのある行為を行っていない状況にあると認められること」が挙げられる。しかし、これもあくまで、企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性を審査する際に、申請者を含む企業グループが重大な法令違反を犯している事実ないし重大な法令違反となるおそれのある行為を行っていないという状況にあることを確認しようとするものである。これは、東証が、根本的な認識として、上場会社は会社法をはじめとする法令を遵守しなければならないと考えている



ことを示すものとはいえ、会社法の規定の遵守を上場会社に義務付けるルールとはいえません。)

○船津 仮にそういう一般規定があるのであれば、伊藤先生のおっしゃったように、内部統制の関係などでは、解釈によっては、会社法上の善管注意義務違反もペナルティーを二段階でかけられるのかなとちょっと思ったのですが、そのあたりはどうなっているのかが知りたかったということです。

○伊藤 仮に、上場内国株券の発行者は会社法の規定を遵守しなければならないという一般規定を「遵守すべき事項」に設けるとしますと、会社法の規定の違反は実効性確保措置の対象になってきます。

ただ、会社法の規定といっても、いろいろな趣旨のものが入っていますから、あらゆる会社法の規定について実効性確保措置をとるといったことは考えられません。そうしますと、一般規定として会社法の規定の遵守義務を定めることは適切でないようにも思います。

○船津 すみません、ついでにもう一点だけ。

以上を踏まえて、6ページの機関設計のところになるのですが、機関設計の規定に関するところのうちの会社法 335 条 3 項違反についてだけは上場規程でペナルティーを科しているというのはなぜだろうかと。逆に言うと、そこが大事だったからかけたというのは分かるのですが、では、それ以外の規定はなぜかけなくていいのだろうかというあたりが、これもまた気になったというレベルの話なのですけれども。

○伊藤 会社法 335 条 3 項違反についてということですか。

○船津 それは重要なのはわかったのだけれども、それ以外はなぜペナルティーをかけなくていいという説明になるのだろうかという話です。

○伊藤 上場規程には、会社法の規定を遵守すべきという一般ルールがないからでしょうかね。つまり、会社法の規定の違反に対するサンクションは、あくまで会社法によるべきであるという考

え方なのでしょう。

○船津 結構です。ありがとうございました。

#### 【会計監査人監査と公認会計士監査】

○片木 先ほどのお話がありました機関設計に関するルールで、全上場会社に会計監査人を義務付けて、かつ有価証券報告書の財務に関する書類を監査する監査法人又は公認会計士を会計監査人にできる以前の段階で、会計監査人を現に設置している会社で別の者を定めているということがあったかと言われると、知る限りでは聞いたことはないのです。ただ、実際にマザーズに上場している会社で会計監査人を置いていない会社は、複数見ることはできました。

金商法、当時は証券取引法ですけれども、その会計監査人の位置付けというのが非常に不思議で、特に選任規定がないから、何もなかったら代表取締役が契約するし、どういう権限で監査手続をするのかということについても規定がないので、結局契約の中で監査していいよというふうに定めているから監査するので、そこで監査できなかったらどうなると言われてたら、いや、それはもう意見差控えをするしかないという、そういう話になるのだらうと思います。

会計監査人を設置することを要求して、かつ、その人が必ず財務報告の監査人になることによって、一つには、その適正の確認ができるということによって、有価証券報告書の財務計算に関する書類の監査も含めて監査役等による監査のいわば独立性といいましようか、適正というのが担保できる狙いは確かにあるのだらうとは思いますが。

ただ、権限という観点について厳密なことを言うと、恐らくまだあいまいなままなのであって、有価証券報告書監査の手続の根拠は、会社法の会計監査人の権限の方から基礎付けられるのかと言われると、ちょっとそうとは言いにくいような気はしています。

ついでに、監査報酬について今ちらっと某会社の有価証券報告書と会社法上の事業報告を確認し

ましたら、金額は同じ金額がきちんと出ておりますので、特に計算書類の監査と有価証券報告書の財務書類の監査を分けて監査報酬を意識しているという感じはないという気はしております。

○前田 今の片木先生のお話と重なるのですけれども、会社法上の会計監査人を金商法上の監査人にもせよという規定について、伊藤先生のご報告では、7ページで会計監査人の監査と金商法上の監査人の監査とは別なのだから、この上場規程の定めによってどれだけ問題の解決になっているか疑わしいというお話であったと思います。

確かに監査の活動の面では、うまくいっているのは両者の監査がたまたま重なっている結果にすぎないという伊藤先生のご指摘は、私もそのとおりであると思いました。しかし、監査の主体の独立性確保という面では、やはりこの上場規程の意味は大きいのではないのでしょうか。

つまり、この規定がもし無いとすると、金商法上は監査人の選解任について何も規定はありませんので、結局取締役会で自分たちに都合のいい監査人が選任されるおそれがあると思うのです。この規定があるおかげで、会社法上の会計監査人の独立性確保の規定が連動してくることになって、監査の主体の独立性が確保される。監査の主体に関しては完全に重なるようにしておくことで、独立性を確保できるようにしているのではないかと思います。

○黒沼 今の点、私も前田先生のおっしゃることはもっともだなと思います。伊藤先生のレジュメの8ページでは、「これについては法改正が望まれる」と書かれていて、報告ではここは飛ばされたと思うのですけれども、ここでいう「法改正」というのはどういう内容の法改正を指しているのでしょうか。

○伊藤 もし権限等についてまで監査証明を行う公認会計士に与えたいのであれば、それは法改正が要るのかなと思いましたので、そう書きました。

○黒沼 つまり、上場規則で同一の者がしなけ

ればならないと法律に書くだけではなくて、金商法上の権限を創設するような規定を置くという意味ですね。

○伊藤 法律上、同一の者でなければならないとするだけで足りるかどうかは、これを報告するときには考えていませんでした。

○黒沼 私の質問の趣旨は、同一の者でなければならないというのでは足りないだろうと思ったものですから、ちょっと確認のために伺ったまでです。

○川口 ありがとうございます。

7ページの一番下にある金商法上の報酬を定めるために監査役会等の同意が必要かというのは、理論上は必要ないということではないでしょうかね。

○伊藤 ええ、それは必要ないと考えます。片木先生と前田先生からご指摘があったように、上場規程によって同一の者がその地位に就くことを確保しておけば、独立性のある者を会社法上の会計監査人に選んでおけば、独立性という点では問題はなさそうです。しかし、それ以外の会計監査人の権限等のルールは適用されないと思います。

(ア)と(イ)と書いたものは観念的には別ですから。

○川口 ありがとうございます。

○洲崎 私も前田先生のご指摘のように、選任のところではやはりこの規定には意味があるのではないかと思います。

ただ、報酬に関して、伊藤先生のご説明では、現在の実務では契約は一本で、その中で会社法上の監査もするし、金商法に基づく監査証明もすることになっていて、報酬も一本になっていることですが、これを形式的に二つに分けて、会社法上の会計監査人としての報酬についてはきちんと監査役の同意も得るけれども、監査証明については別にする、そして、会計監査人の報酬は低額にしておいて、監査証明の方は高額にして経営陣の意向通りに監査をさせるというようなおそれがないとはいえません。使用人兼務取締役

の報酬に関する脱法云々の議論とよく似たことになりそうです。そのようなことが行われた場合、形式上は仕方がないということでしょうか。

○伊藤 先生がご示唆されたように、形式上は仕方がないのだけれど、会社法 399 条の脱法になるのであれば許されないというにとどまるのではないかと思います。

○川口 事業報告では、会計監査人としての報酬のほか、金商法による監査の報酬も含めて開示することになっているのですよね。

○片木 今確認をしまして、実は両方同じ金額なのですが、事業報告の報告対象が監査報酬だと。何の監査報酬かと言われると、厳密に言われると難しいというか……。有価証券報告書も同じように監査報酬を書くようになっているのですが、これも、厳密に言うとなんが対象なのかと言われると、非常にあいまいになってきます。

○前田 やはり理論的には、会社法上の開示が必要になるのは会計監査人としての報酬だけということになるのでしょうかけれども、現実には、一体として分けることができないうために、今のところは全部まとめて開示しているということなのだと思います。しかし、先ほど洲崎先生がおっしゃいましたような脱法的なことがなされたらどうするのだという問題はあると思いますので、やはりここは、先ほど黒沼先生のお話にもありましたように、金商法上の監査人の独立性確保のために、選解任手続ですとか報酬の決定方法、権限などについて、本来はきちんと金商法上で手当てをすべき事柄ではないかと思います。

○川口 ありがとうございます。ほか、いかがでしょうか。

#### 【役員の実効性に関する開示事項】

○梅本 考えがまとまっておらず、解釈論ではなくて単なる意見ですが、先ほど船津先生がおっしゃった実効性のところ、実効規制ではなくて開示規制でも、というところに関しての意見です。会社法にせよ、また上場規程は特にそうすけれ

ども、会社からの独立性が大事で、経営から独立した役員を置けということですが、LIXIL など近時問題の起きた会社の社外取締役の仕事ぶりを見ていると、確かに独立性はあるかもしれないが、経営者の腰巾着のような人を大量に集めても仕事をしないではないかという疑問も感じます。結局、独立性どころではなくて、仕事をするような人たちを選ばなければいけないというのが、最近の事情を見ていて感じるようです。

株主総会で選任するに当たって、株主の判断に資するためということであれば、社外取締役については結構長い歴史がありますから、ある会社の社外取締役をやった、あるいはある会社の社外監査役をやったという略歴を正しく全て書かせるようにするというのには意味があるのかなと。

会社法施行規則でも氏名・略歴は記載事項とされていますけれども、この略歴というのを関心を持っていろいろと見ていると、結構適当に書いている人もいて、全ての社外取締役、社外役員としての経歴を全部書いているかどうかというのはちょっと怪しい。だから、その辺の記載を充実させる方が、意味があるのかなと。

つまり、社外取締役、社外役員としてのレピュテーション、過去の経歴を開示させることで、株主総会で、ああ、あの厄介なことを起こした会社の社外役員をやっていたのか、では、この人はバツだな、といった判断ができるのかなと思ったという、もうとりとめのない話ですが、それだけです。

○伊藤 そういう開示があってもいいかもしれませんね。

#### 【次期会社法改正と独立役員制度】

○石田 レジュメの 19 ページで、次期会社法改正の予定に言及されて、社外取締役 1 名以上が義務付けとなると、取引所の規則としては、独立役員は社外監査役ではなく社外取締役とするべきだという方向を示されているのですが、この辺、監査役はやはり不適當だという理由をお聞かせいた

だけたらと思うのですけれど。

○伊藤 確かに、現状の上場規程では、どちらが独立役員でもよいこととされています。そして、会社法上、もし社外取締役の設置が義務付けられますと、もともと監査役会設置会社では社外監査役を置かなければならなかったところ、それに社外取締役の設置義務がもう一つ付いただけであり、イーブンになったただけだという考え方はあるとは思いますが。

ただ、この会社法改正は、社外取締役の機能について期待をして、社外取締役の設置の義務付けを行うものですので、それと素直につながるルールとしては、独立社外取締役1名以上の確保ルールかなと思ったのですね。

○石田 ありがとうございます。

○片木 厳密には、大会社でない上場会社は、社外取締役の選任義務はないわけですね。

○伊藤 そうですね、大会社でなければ、たとえ上場会社であっても、この義務付けは入ってこないですね。そのあたりも含めてさらに考えさせていただこうと思います。ありがとうございます。

#### 【独立役員制度・独立性基準の在り方】

○飯田 例えばニューヨーク証券取引所のガバナンス関連の規定と比較したときには、東証の規程は、割と穏健というか、モニタリングモデルを強く推奨するとかということころまでにはいかないということやってきたと思うのです。そこで、解釈論ではなく、立法論ないしガバナンスについての上場規則の在り方として、会社法などで要求されているよりももっと先の特定の政策論・方向性を採用すべきだとか、あるいは、むしろ東証の現行の規程の方が望ましいとか、そのあたり、今回研究されて何かご触感があれば、伺えればと思います。

○伊藤 今回は、既存の上場規程の内容をまずは理解しようという方向での報告でしたので、そこまでのことは検討しておりません。

ただ、前回ちょっと話題になった上場規程の本

質の話を考えてみますと、上場規程の本質があくまで取引所と上場会社との間の契約であるとする、上場規程での義務付けの程度や強さをどう設定するかも、取引所の政策決定の問題になるかと思うのです。上場会社にどの程度強力で特定のガバナンスを要求していくかということも、取引所が決めるポリシーの表現だと思います。現状の東証はそこまで強いポリシーは持たれていないという説明になるのかなと思うのですけれど、それをどう評価するか、私自身、特に意見はありません。

○飯田 現状では、しかし、例えば会計監査人を金商法上の監査人に選任せよとかいう話や、あるいは一般株主、少数株主を保護するために独立役員を1人は置くべきだというようなところまでは、一定のポリシーは出ているわけですが。

○伊藤 そうですね。

○飯田 現状のもので足りているのかどうかという評価が必要であるように思いました。そして、それは完全に取引所の魅力といったビジネス戦略も含めた取引所の政策として決定されるべきことなのかどうかという問題が興味深いように思いました。もっとも、私も確たる意見があるわけではありません。ありがとうございます。

○黒沼 今の点に関連して、確かに会社法が改正されれば、社外取締役の設置が一定の会社で1名強制されるので、独立役員の届出制度の重要性は低下すると思います。

ただ、独立性の要件に少し違いがなおあって、主要な取引先の関係者でないことは、会社法では社外取締役の要件ではないけれども、東証の独立役員の要件にはなっていると思うのです。また、コーポレートガバナンス・コードは、取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえて独自の独立性基準を策定・開示すべきであると言って、この点ではなお、取引所がどういう独立性基準を定めるかということに意味があると思うのです。

今後ともこれは同じなのか、もっと強化されるのかというのはよくわからないところですが。

も、この点で、この独立性基準でいいのか、まだ足りないのか、それとも会社法の方に収斂させるべきなのかという点について何かお考えがあったら、お教えいただければと思います。

○伊藤 仮に会社法で黒沼先生のおっしゃるような実質的な独立性まで社外取締役の要件に含めるとしますと、適用範囲をどうするかも考えなければならないと思います。東証の上場規程で、上場内国株券の発行者というふうに適用範囲を絞って、会社法よりもより厳しい独立性を要求しているというのは、一つの合理的なルールの定め方かなとは思いますが。

○黒沼 ありがとうございます。主要な取引先の関係者はだめだとか、契約関係で多額の金銭を得ている者はだめだとかいう基準を入れると、どうしても「多額の」とか「主要な」という要件の解釈が問題になって、会社法でそういうのを要件とすると欠格事由に当たるかどうかは明確でなくなるので難しいという気がするのです。そうすると、法律で入れるのではなく、むしろ取引所が入れるのにふさわしい要件というふうにも思えるのです。

どうもありがとうございました。

○洲崎 独立性に関して伺いたいことがあります。上場規程では、独立性のある社外取締役又は社外監査役とは言っていないで、「一般株主と利益相反が生じるおそれのない」となっているのですね。そして、「利益相反が生じるおそれのない」が何を指しているのかについて具体的には書かれておらず、しかし、「独立役員の確保に係る実務上の留意事項」を見ると、どうやらこれは独立性のことを指している、そういう構造になっているのですね。こういうわかりづらい規定ぶりになった理由というのは何なのでしょうね。

独立性という概念は明確にしづらいからといった理由でしょうか。

○伊藤 規定が入ったときの商事法務の解説なども読んだのですが、はっきりしたことは書かれていなかったように思います。考えられるのは、

先生のおっしゃったような理由かと思います。それにしても、今の東証のルールの状態は、余りにも分かりづらいと思っています。

上場規程本体でまず「一般株主と利益相反が生じるおそれのない」と書かれていて、それは「独立役員の確保に係る実務上の留意事項」によって「独立性」と言い換えられており、その独立性も、形式的な基準だけでは決まらないのですね。これは判断の重要な一要素にすぎないので、この形式的な基準にひっかからなくても、独立性がないと言われる場合があるとされています。

そのようなことは、上場規程や施行規則に書かれないと、見ていて分かりづらいですね。

○洲崎 現状では、留意事項やガイドラインを見てはじめてこれは独立性のことを指しているということが分かる。

○伊藤 留意事項やガイドラインを見てはじめて分かるという状態です。

○志谷 かつては、事前に相談するという事になっていたわけですね。

○伊藤 かつては事前相談要件だとも言われていて、それがあるときから、しかも、ガイドラインすら変更されず、こういうふうに扱いますという東証の解説の仕方が変わったというものです。

○志谷 今、事前相談の対象になっていないのですか。

○伊藤 そもそも独立性要件にひっかかるものは持ってこないでくださいという対応になっています。

○志谷 持っていったら始めて分かる……。

○伊藤 今は、そもそも届出ができないとされています。

○川口 実質的に何か相談はあるのではないかと思いますけれども（笑）。

○志谷 これもご感触をお聞きするような話かもしれませんけれども、私、以前は、東証が定めているルールというのは、会社法が定めているよりも、今の独立性の話にしてもレベルが高いということで、自分のところに上場される商品の品質

をそれだけ高くして、多くの投資家に安心して投資してほしいと、そういういわば高みを目指すということだろうと理解していました。一方で、そうは言っても、世界的に見たらだんだん競争がきつくなってきて、後ろから追いかけられようとしていると。どの国とは言わないけれども、その国の基準がどうかは私もよく知らないのですけれども、一方では、だんだん競争上どうかなという声も聞こえてきている中で、そういう高みを目指す、純化するという方向が果たしていつまで維持できるのかなという若干の懸念もありまして、本当に私の独り言みたいなものなのですけれども、もしよければ、先生の方向性のようなものを教えていただけると助かります。

○伊藤 先生がおっしゃったように会社法以上の水準を目指すということは、私は望ましいと考えています。今のところ、ガバナンスやコンプライアンスについて、企業行動規範が緩和されたということはないのですね。それでいいのではないかと思います。

○志谷 ありがとうございます。

### 【反社会的勢力】

○加藤 施行規則 436 条の 4 が定める関係の中には、例えば上場会社の支配株主が暴力団等反社会的勢力になるということは、入っていないと思います。このような構造になっているのは、上場会社は反社会的勢力が株を買うことを妨げることができないから、という理解で正しいのでしょうか。

関連して、施行規則 436 条の 4 第 2 号の「上場会社の経営に参与している関係」には、反社会的勢力が支配株主になることも含まれるのでしょうか。

○伊藤 私は後者のように思っていました。暴力団員などが上場会社の株主になった場合に、2号のようにその上場会社の経営に参与している関係にあるとするならば、この規定の違反であると。

○加藤 反社会的勢力に株を持たれて、例えば株主提案をされた場合、上場会社はどのように対

応すべきなのでしょう。会社として戦わないと上場規程違反になるのでしょうか。無視していればいいということでしょうか。

○伊藤 仮に戦わなかったとしても、だからといって、暴力団員が株主提案をすることだけで、その暴力団員が上場会社の経営に参与しているとは、日本語の素直な意味からは言えないと思いますので、それは上場規程 443 条違反にはならないのではないかと思います。株主提案を受けた後で会社の側が言うことを聞いたということになれば、経営に参与させていると評価され、上場規程に違反することになる場合はあると思いますが。

○加藤 最近、反社会的勢力であることが疑われる者に企業買収されて、買収防衛策の導入に関連した費用を会社に支出させたことが善管注意義務違反になるかどうかは問われた事件がありました。反社会的勢力であることが疑われる者から買収提案等をされた場合に、毅然と拒否することが、上場規程 443 条によって求められるのでしょうか。また、上場会社の支配権が反社会的勢力であることが疑われる者に移らないように何か措置をとるということまで、上場規程 443 条は求めているのでしょうか。

○伊藤 上場規程 443 条から考えますと、支配権が移った後で、暴力団員が役員になれば、明らかに規程の違反なのです。他方で、そうなる前に未然に支配権が移ることを防ぐことまで、この規定によって命じられているかということ、私はそれは考えられないのではないかと思います。

反社会的勢力の定義もかなりあいまいでして、ある意味ではどのような人でも入り得るのです。そして、反社会的勢力かもしれない人から買収を受けているというだけの状況で、会社が必ずそれに応戦しなければいけないということになると、かえってよくないのではないかと思います。

現実には取締役が、反社会的勢力と目される者から買収の提案を受けたから防衛策を発動したとか、そのために出費をしたという場合、事後的にその取締役の行動が善管注意義務違反（任務懈怠）か

どうかを判断するときは、私は経営判断原則を適用していいと思います。かといって、必ず防戦しなければいけないということまで、少なくとも上場規程から導き出すべきではないようにも思うわけですけど。

○加藤 ありがとうございます。

今のお話は上場規程 443 条の解釈の話だと理解したのですけれども、上場規程 450 条との関係ではどうなのですかね。同条は、介入防止に努めるものとするのでありますが、努力規定ですし、先に挙げたような事例で積極的に行動をすることを上場会社に求めるものではないということでしょうか。

○伊藤 もし株を買ってきている勢力が明らかに暴力団である場合については、暴力団が株式を買っただけでは経営の関与にはなりませんけれど、後々の介入につながる蓋然性が極めて高いですから、そのようなときには、その防止に努めるべきであると、上場規程 450 条からは言えるかと思えます。

○加藤 ありがとうございます。

○洲崎 加藤先生のご質問は、上場規程 443 条や 450 条があることによって、こういう買収に対抗することが、善管注意義務違反にはならないし、むしろ善管注意義務から求められるのではないかと。つまり、取締役としては、この規定に違反すると例えば上場廃止になりかねないので、そうならないように対抗することが求められるのではないかと、その可能性があるのではないかとというご質問だったのかなと勝手に理解したのですけれど。

○加藤 はい、今、洲崎先生に明確化していただいた意図もありました。それに加えて、東証が上場会社にどのような行動を求めているのか気になったのです。うわさ話程度の話なのですけれども、新規上場の際は、株主に反社会的勢力がいるかどうかについて相当慎重に審査するという話を聞いたことがあります。その一方、一旦上場した後は、反社会的勢力であっても株主になれるのが上場会社という仕組みだと思います。上場申請を

行った会社の株主に反社会的勢力が存在すると、上場によって反社会的勢力に経済的な利益が流れるという特殊性があるのかもしれない。しかし、新規上場の際は非常に厳しく審査しつつ、その後は緩やかということには、大きな落差が存在することは否めません。

そのような落差を埋めているのが上場規程 450 条や 443 条だと思うのですけれども、それがどこまでの行動を企業に要求しているのかが気になったのです。

○船津 今の点ですけども、例えば買収防衛策としてブルドックソース的なことをやった場合に、果してそれが反社会的勢力を排除するための規定を入れたことと合致するのだろうか。最終的には反社会的勢力にお金が行くわけですから、株主平等原則に反しないように手当てしてお金を渡すということまでを上場規程が求めているというのはやはりおかしいのではないかと。そう考えると、やはり上場会社としては、そういう形で攻めてこられたら、もう城を捨てて逃げろと。で、逃げた後に乗っ取られた城はもう東証の方で処分してもらうということの方が、反社会的勢力排除的な発想からすると正しいのではないかなという気がしました。分かりませんが（笑）。

○加藤 今の船津先生のご指摘によって、私がぼんやりと思っていたことが明確になった気がします。つまり、東証が求めていることは、会社法に違反しない範囲内の行動を上場会社に求めているにすぎないということです。当たり前のことかもしれませんが、東証も、上場規則を根拠として、会社法に違反する行為まで行うことを求めていると解さざるを得ないと思います。

○川口 ありがとうございます。ほかはいかがでしょうか。

【内部者取引等の未然防止に向けた体制・反社会的勢力排除に向けた体制と内部統制システム】

○黒沼 最後に実効性確保措置のところを話されたことですが、内部者取引等の未然防

止に向けた体制や反社会的勢力排除に向けた体制は、内部統制システムに包摂されると考えられるとされていますが、そうでしょうか。

内部者取引等の未然防止に向けた体制のうち、上場会社の計算で行う内部者取引等の防止については、遵守すべき事項に挙がっていて、それは会社自身の法令違反に当たると考えられるからだと思います。それ以外の場合は、個々人の法令違反であって、会社自身の法令違反ではないので、いわゆる内部統制システムの範囲内ではないと思うわけです。

反社会的勢力排除に向けた体制も、いわば社会的な要請から求められていることで、会社の内部統制システムの本来の目的とは異なる事柄であって、包摂されないから別に定められていると整理できるのではないかと思ったのですが、いかがでしょうか。

○伊藤 私は、法令遵守体制に入らなくても、少なくとも損失危険管理体制には含まれるのではないかと思います。内部統制システムとして上場規程が提示しているものは、会社法が定めるものそのままですので、損失危険管理体制は含まれております。

たとえば、役員個人が行った内部者取引であっても、それが露見すれば会社の信用を毀損します。そうならないように役員に対して個人的にも内部者取引をさせないようにする体制というのは、それは会社にとっては損失危険管理体制ではないかと思いました。

あるいは、反社会的勢力についてもそうで、反社会的勢力と関係を持った場合に、法令違反になる場合があります。法令遵守体制自体は、法令の保護法益とは関係なく会社が備えなければいけないものです。そうでなくても、反社会的勢力と関係を持つことによって、会社が大きな損失を被る危険性が高く、そうだとすれば、反社会的勢力の排除に向けた体制は、やはり損失危険管理体制とは言えるかと思います。

○黒沼 なるほど。ありがとうございます。

理解はできましたけれども、そうすると、内部統制システムに不備がある場合に、これは遵守すべき事項なので実効性確保措置がとられるといったときに、例えば効率性を確保するための措置に不備があった場合にも、実効性確保措置がとられるということですか。

○伊藤 内部統制システムについての実効性確保措置をとる場合には、勘案する要素として、金融商品市場に対する投資者の信頼の毀損の状況というのがありますから、そこで実効性確保措置をとるかどうかが東証自身が決めるという話かと思えます。それを基準に、東証として、例えば業務の効率性のための体制に欠陥があって会社が傾き、その結果市場が混乱したという場合であれば、実効性確保措置がとられることもないではないと思えます。

○黒沼 分かりました。ありがとうございました。

#### 【グロース上場内国会社の猶予期間】

○川口 最後のところの猶予期間の話ですけども、確かに、なぜこのような会社に猶予期間を与えなければならないのか、よくわからないところですね。新興企業だから、大目に見てやろうということなのかもしれません。しかし、他方で、同じ新興企業でも、マザーズの場合はこの猶予期間がないのですね。そういう意味でも、なぜこれがあるのかというのは非常に疑問ですね。

○伊藤 猶予期間の規定は、市場を統合したときの規定で、もともと JASDAQ グロースになかったルールについて、猶予期間が定められたということなのですね。

ただ、そうだとすると、市場統合から猶予期間を1年設ければ済む話のようにも思います。それが、恒久的に、上場から1年の猶予期間が定められているのは、理論的には説明がつかないように思いました。

○川口 もう時間がないのですけれども、取引所の方で、もしご存じであれば教えていただければ



すでしょうか。

○松崎 お話があったように、東西市場統合時には、上場会社の方々などへの影響を最小限に抑えるため、上場制度については統合前の東証・大証それぞれの制度をそのまま維持することとしました。様々な歪みがあることは承知していましたが、それらは上場制度全体を見直す際の課題としておりまして、まさに、この度着手した市場構造の在り方の見直しにおいて、こういった細かいところも含めて手当てがなされることになるのではないかと思います。

○川口 ありがとうございます。

時間が参りましたので、本日の研究会はこれで終了したいと思います。

伊藤先生、ありがとうございました。