

# 取引所の自主規制と国家権力

温 笑 侗\*

- I はじめに
- II 取引所の自主規制と立法
  - 1 ハードローの影の下での私的秩序の形成
  - 2 ハードローとの関係における取引所の自主規制の役割
- III 取引所の自主規制と行政
  - 1 日本における取引所の公共性
  - 2 取引所規制との関係における行政の役割
  - 3 行政との関係における取引所規制の役割
  - 4 合理的な行政介入
- IV 取引所の自主規制と司法
  - 1 取引所規則のエンフォースメントと司法介入の可能性
  - 2 取引所の規制行為に対する合理的な司法介入
  - 3 検討
- V むすび

## I はじめに

「ソフトロー」とは何かについて、神田秀樹教授は、「裁判所でエンフォースされないような規範」と定義されており<sup>(1)</sup>、また、神作裕之教授は、「正統な立法権限に基づき創設された規範ではなく、原則として法的拘束力を持たないが、当事者の行動・実践に大きな影響を与えている規範」として捉えられている<sup>(2)</sup>。さらに、ソフトローとは、「国家が形成するルールではなかったり、最終的に国家によるエンフォースメントが保証されていなかったりするにもかかわらず、現実の経済社会において国や企業が何らかの拘束感を持ちながら従っている諸規範」であるとする見解もある。この考え方は、「形成主体」、「エンフォース

---

\* 中国南開大学法学院専任講師

なお、本稿は、筆者が東京大学法学政治学研究所に在籍する際に執筆した博士論文の一部に加筆、修正を加えたものである。

主体」という2つの要素を用いて規範を、①国家以外が形成した規範であって、国家がエンフォースすることが予定されていない規範、②国家が形成したが国家がエンフォースしない規範、③国家以外が形成し国家がエンフォースする規範、および④国家が作成し国家がエンフォースする規範という4類型に分類し、国家が形成しかつ国家がエンフォースするもの以外は、すべてソフトローになると広く解釈されている<sup>(3)</sup>。

そして、ソフトローは、その形成にあたり国家の関与があるかどうかで、「上からのソフトロー」と「下からのソフトロー」に分類されることができると指摘されており<sup>(4)</sup>、前者は、自然発生的な性格を持ち、いわゆる伝統的な「生きた法」に非常によく当てはまるものであるのに対し、後者については、国家が意図的にハードローによる規律を避け、ソフトロー的な手法によって目的を達成しようとする点に特徴がある。行政庁がガイドラインの作成を行ったり、場合によっては私的な団体に規範作成をアウトソースしたりするのはその例である。この場合、なぜ国家は、特定の事案において、あえてハードローではない手法を選択したのかという重要な研究課題があると言われている<sup>(5)</sup>。

金融商品取引所（以下「取引所」という）の自主規則（取引所の定款や業務規程など）は、誰が策定し、誰がエンフォースするかは、必ずしも一律に答えることは容易でない。たとえば、アメリカでは、行政監督機関が取引所の自主規則を承認する権限を有し、必要かつ適当であると認めるとき、規則の変更を取引所に命ずることができるけれども、規則の制定権限は基本的に取引所に与えられている。それに対し、イギリスでは、LSEの非会員組織化に伴い、LSEが上場管理機関(UK Listing Authority)として有する上場規則の制定権を、純然たる行政機関ではないが極めて公的機関に近いFSA (Financial Services Authority) に委譲し<sup>(6)</sup>、当該権限は、その後「2012年金融サービス法案」に基づいて設立されたFCA (Financial Conduct Authority) が引き継ぎしたが、FCAは、直接財務省に対して責任を負い、かつその委員会メンバーが財務省によって任命されているため、準行政的な性質を有する組織であると考えられる。また、形式上は、取引所が規則制定権を有するものの、実際上は、行政監督機関が深く関与しているケースもある。中国はその典型例であるといえる<sup>(7)</sup>。

そして、取引所規則のエンフォースメントは、基本的に、取引所によって行われるものと考えられるが、国家がまったく関与しないかというところではな

い。たとえば、アメリカでは、アメリカ証券取引委員会(以下、「SEC」という)は、取引所規則の違反行為について、問題の証券の取引停止または登録の取消しを行ったり、もっぱら取引所規則の適用を回避するための自発的上場廃止を牽制したり、取引所規則の執行において重要な役割を担っている<sup>(8)</sup>。また、アメリカの裁判所は、取引所規則に反する上場会社の行為やルール of 執行を怠った取引所の行為について、株主や投資者による訴えにおいて、当該行為の適法性についてある程度の審査権限を有することが認められている<sup>(9)</sup>。さらに、イギリスにおいても、2000年金融サービス・市場法は、上場会社や取締役などによる取引所規則違反に対し、課徴金や公開譴責などの公的制裁措置を用意している<sup>(10)</sup>。

このように、取引所規則の策定またはエンフォースメントは、取引所又は国家のいずれかによって単独行われているわけではなく、むしろ取引所と国家の共同作業であると理解するのが適切である。また、その意味においては、取引所の自主規則は、もはや自然発生の純粹的な「下からソフトロー」とは異なり、場合によって、もっぱら監督官庁などのプレッシャーや示唆等に基づき、いわば外生的に創設される可能性もある(「上からのソフトロー」)。とはいえ、取引所規則の策定またはエンフォースメントは、国家によって強制され、また、もっぱら国家の意思や利益を代表してなされているわけではないため、取引所規則をハードローと同視することはできないと考える。しかしながら、取引所の自主規則は、通常のソフトロー(その「形成主体」または「エンフォース主体」のいずれかが国家以外のもの)に比べて、取引所規則の策定及びエンフォースメントのいずれにも国家が関与している点に一定の特殊性が認められる。本稿は、このような取引所の自主規制と国家権力と関係を、立法、行政、司法の三つの角度から検討し、取引所規則の特徴が、国家権力との関係において、どのように現われているのか、そして国家権力からどのような影響を受けているのかを明らかにすることを目的とする。

## II 取引所の自主規制と立法

### 1 ハードローの影の下での私的秩序の形成

私的秩序の形成とハードローの関係について、藤田友敬教授は、「私的秩序とハードローは、複雑に影響を与え合う関係にある。たとえばハードローは、直

接私的秩序を規制しない場合であっても、私的秩序の形成のための出発点を提供することで、間接的にその内容に影響を与えることがある<sup>(11)</sup>と説明し、いわゆる「ハードローの影のもとでの私的秩序の形成」が主張されている。すなわち、人々が国家による強制なしに自主的にとる行動パターンではあっても、一定のハードローによる秩序があることが前提となっており、その枠内である私的秩序が作り出されているはずであり、その一例として法的倒産手続以外の私的整理が挙げられている。藤田教授によると、私的整理は、「交渉が決裂すれば法的倒産手続というハードローによって関係者の取り分が決まる」という前提の下で行われるものであって、ハードローは、直接的に私的秩序の内容を規制するのではなく、「交渉の出発点」を提供していると説明されている<sup>(12)</sup>。

この見解は、取引所の自主規則とハードローとの関係を説明する際にも有用であるが、私的整理と法的倒産手続の関係とは異なり、会員間または取引所と上場会社間の契約として考えられてきた取引所の自主規則とハードローとの関係は、もっと複雑なものであることに注意する必要がある。それは、取引所の自主規則は、単に個別な契約当事者の利益に影響するのみならず、投資者や市場全体の利益にも影響を及ぼすため、今日では、金商法が構築する証券市場法制度の一部として位置づけられ、その策定と修正及び取引所自体の開設、運営仕組み及び組織形態について、金商法に基づく免許制又は認可制が採用されており、また、取引所の自主規則のエンフォースメントを監視するために、特定の行政監督機関が設置されている。そのため、一般的な私人間契約とは異なり、取引所規則の形成にあたり、当事者間における交渉の余地がかなり制限されており、また、交渉が決裂しもしくは当事者間に紛争が生じた場合の解決方法も、契約に基づく当事者の利益のみならず、金商法の目的に沿って、市場機能の確保又は投資者保護の観点から考慮されるべきである。もっとも、取引所の自主規則には、上記のとおり、一定の特殊性が認められるものの、それによって構築される私的秩序は、ハードローの影のもとで形成されたという点は、他のソフトローと比べて変わりはないと考えられる。

## 2 ハードローとの関係における取引所の自主規制の役割

取引所の自主規制とハードローとの関係は、両者の相互作用によって形成されたものであって、どちらかが一方的に影響を受けたり、もしくは影響を与え

たりするという関係ではないと考える。ハードローの影のもとで形成された取引所の自主規制は、さらに、ハードローとの関係において、どのような役割を果たしているかについて、東京証券取引所（以下「東証」という）に設置された「証券取引所の自主規制に関する研究会」は、2004年、取引所の自主規則を、ハードローの内容をより明確化かつ具体化する類型（補完型）、ハードローの内容よりも高い水準の規制を行う類型（加重型）、ハードローが規定していない内容を規定する類型（独立型）、およびハードローと同じ内容を規定する類型（重複型）に分類した<sup>(13)</sup>。しかし、この分類は、取引所規則とハードローの関係を形式的に表したものに過ぎず、なぜハードローではなく、取引所規則が用いられるのかについて、必ずしも明確に説明することができない。

前田重行教授は、証券規制における自主規制を、制定法上の根拠をもたず、自主規制機関によって自律的に行われ、政府の直接規制と並列的に存在する規制形態と、制定法上の根拠を有し、政府監督機関の監督に服する規制形態に分類したうえ<sup>(14)</sup>、ハードローとの関係におけるこれらの自主規制の役割として、前者は、証券規制の初期形態であって、この種の自主規制の存在意義は、ハードローによる規制の必要性があるにもかかわらず、それが存在しなかったため、ハードローの不備を補完することに求められるのに対し、後者は、制定法の間隙を埋めるという消極的のものではなく、むしろ証券取引に対する体系的・包括的な証券規制システムの中で、立法者による直接的な政府規制よりもふさわしい規制方法として自主規制による機能の発揮が期待され、積極的かつ意図的に位置づけられるものであるとされた<sup>(15)</sup>。2009年、東証は、株主や投資者の利益保護と市場の信頼性維持という観点から、希釈率が一定の割合に達した第三者割当や支配権の異動をもたらした第三者割当に基づく募集株式の発行を制限する規則改正を行った<sup>(16)</sup>。また、ここにいう希釈率は、当該第三者割当により割り当てられる募集株式等に係る議決権の数（当該募集株式等の転換又は行使により交付される株式に係る議決権の数を含む）を当該第三者割当に係る募集事項の決定前における発行済株式に係る議決権の総数で割ることによって求められている（施行規則第435条の2）。東証による当該規則改正は、金商法の授權に基づくものというよりも、会社法の不備を補完するために、取引所が自律的に導入したものと見るべきだと考える。そして、上記取引所規則は、会社法の改正に伴い、会社法に第三者割当てに係る規律が導入された場合には、重複す

る部分に関しては、廃止されるべきだと考える。

2012年9月7日、法制審議会において、「会社法制の見直しに関する要綱」(以下「要綱」という)が採択された。要綱は、公開会社が行う第三者割当に支配株主の異動が伴う場合(当該第三者割当により特定引受人及びその子会社等が当該公開会社の過半数の議決権を有することとなる場合)、当該公開会社に情報開示義務を求めたうえ、10分の1以上(これを下回る割合を定款で定めた場合にあってはその割合)の議決権を有する株主が、新たな支配株主となる特定引受人による新株の引受けに反対する旨の通知を会社に行ったとき、原則として株主総会の普通決議が必要となるとしている。ただし、当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の存立を維持するため緊急の必要があるときは例外とする(要綱第1部第3の1(1))。

取締役会の割当自由を制限し、株主総会の権限を強化するという点は、要綱と上記取引所規則が同じであるが、両者の規制内容が一致しているわけではない。すなわち、要綱では規制の対象となっていない①支配株主の異動が生じていないが、希釈率が25%以上に達した第三者割当、②多くの株主には反対されていないが、希釈率が300%を超えた第三者割当、及び③支配株主の異動を生じさせた第三者割当で、実施してから3年以内に支配株主との取引健全性が著しく毀損されていると取引所が判断したものは、取引所規則によって規制されることができる。取引所のこれらの規制は、第三者割当の規模や発行後の実態をより重視して、自主規制としての柔軟性を最大限に発揮し、要綱への補足として重要な役割を果たすことが期待できるため、削除する必要はないと考える。

一方、株主の承認手続きに関する取引所規則の定めは、支配株主の異動を伴う第三者割当にも適用されているが、社外取締役や独立取締役などの第三者の意見をもって株主への意思確認を代替することができるとして、要綱より緩やかな規制内容となっているため、要綱のどおり会社法が改正すれば、この部分を取引所規則から削除すべきだと考える。なお、要綱と取引所規則のいずれも、緊急の必要のある第三者割当の適用除外について定めているが、適用が除外されるルールの内容が異なるため、この部分を取引所規則から削除すべきではないと考える。

### III 取引所の自主規制と行政

#### 1 日本における取引所の公共性

日本は、戦後、アメリカの連邦証券諸法をモデルに旧証券取引法を制定し、法規制に支えられた自主規制機関として取引所が位置付けられ、取引所による自主規制機能の遂行が期待されていたものの、アメリカと異なり、上場規則の改定等につき、逐一監督官庁の承認は必要とされず、また、当時の取引所は、自主規制機関としての機能は十分ではなく、特定の証券業者の意向に取引所の運営が左右されるなど、閉鎖的なクラブとでも言うような形態を採用していた<sup>(17)</sup>。そのため旧証券取引法の下で自主規制機関たる取引所が適切な行動をとることができるか疑問視する見方が有力であった<sup>(18)</sup>。実際に、第二次世界大戦の終了後長期間にわたって、自主規制の存在が意識された事例はほとんど存在せず、ときに規制が行われても、まずは大蔵省による行政処分が先に出され、それを後追いする形で処分するという「他主規制」であったとされる<sup>(19)</sup>。そのため、英米に比べて、日本の場合、行政が中心となって証券市場を監督している側面が強いことが指摘されていた<sup>(20)</sup>。

この状況を変えるきっかけとなったのが、平成3年から相次いで発生した証券不祥事と、その再発防止のために行われた平成4年の旧証券取引法改正であった<sup>(21)</sup>。同改正法は、自主規制機関の機能強化をその目的の1つとしており、取引所が「有価証券の売買取引等を公正かつ円滑ならしめ、かつ、投資者の保護に資するよう運営されなければならない」として、取引所の自主規制に関する基本理念を定め、取引所の自主規制機関としての法的位置づけを明確にした<sup>(22)</sup>。そして、平成19年に制定された金融商品取引法（以下「金商法」という）は、取引所の自主規制業務を規定し、取引所が自主規制機関であることをあらためて示した<sup>(23)</sup>。

しかしながら、取引所の自主規制は、あくまで行政監督の下においてのみ許容されている。取引所による取引所規則の策定と変更について、金融庁<sup>(24)</sup>の認可が必要であるほか<sup>(25)</sup>、公益または投資者保護のため必要かつ適当であると金融庁が認めるときは、当取引所に対し、規則の変更を命ずることができるとされている（業務改善命令）<sup>(26)</sup>。たとえば、2004年3月に、東京証券取引所（以下「東証」という）によって上場が認められた株式会社アルテプロが上場直後に



東京都から宅地建物取引業者免許の取消処分を受けたため、同社の主力業務である中古マンション販売事業を行うことができない状況に陥り、投資者の信頼が損なわれたとして、金融庁は、東証に対し、上場審査と上場管理業務規制を早急に是正するように業務改善命令を下した(金融庁「東京証券取引所に対する業務改善命令について」平成16年5月24日)<sup>(27)</sup>。また、名古屋証券取引所の職員が守秘義務に反したため、金融庁は、名古屋証券取引所に対し、情報の取り扱いに関する社内管理体制及び社内規則等を再点検し、情報に関する社内管理体制の充実・強化等を図るように命じた(金融庁「名古屋証券取引所に対する業務改善命令について」平成17年8月12日)。

さらに、金融庁は、取引所規則のエンフォースメントについても強い監督権限を持っている。たとえば、金融庁は、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき、取引所の業務の運営若しくは財産の状況に関し、業務改善命令を下すことができるほか<sup>(28)</sup>(金商法153条)、取引所が自らの規則に違反し、または規則に違反した会員または発行者に対して必要な措置をとることを怠つた場合、当該取引所に対して、その市場開設免許の取消し、業務の一部停止または禁止命令、その役員の解任を命じ、又は定款その他の規則に定める必要な措置をとることを命ずることができる(金商法152条1項1号)。このように、日本における取引所の組織や基本的な活動は国の監督下に置かれており、このことは、その公共性を反映するものであると指摘されている<sup>(29)</sup>。

## 2 取引所規制との関係における行政の役割

取引所は、自主規制機関として、その規制が業界内部のものとして性格が強く、公益目的の達成が忘却されるおそれがあること、自らの事業または事業活動の規制という点でどうしても熱意や真摯さを欠く傾向があり、また恣意的な運営がなされるおそれがあること、強制権限を有しないことから、規制対象に対してルール遵守を強制し、徹底的な調査を行うことが困難であること、政府による直接規制を回避または緩める口実として自主規制を行っているおそれがあること、及び構成員のみの利益を図り、競争において有利な地位に立つために、カルテル的団体として利用されるおそれがあることなどの欠点がしばしば指摘される<sup>(30)</sup>。ソフトローのもたらすこれらの非効率性や問題点を除去するために、行政による介入が必要であると指摘されている<sup>(31)</sup>。



たとえば、アメリカでは、80年代以降、敵対的買収の脅威が大きくなるにつれ、上場会社のコーポレート・ガバナンスに対する規律は、ときに取引所の競争利益に反する結果になるため、取引所間にルール緩和競争が発生した。これを抑止するためにSECは重要な役割を果たしてきた<sup>(32)</sup>。日本においても、近年、公開予備軍である未公開ベンチャー企業をめぐって市場間競争が生じており<sup>(33)</sup>、上場会社の獲得をめぐる競争は、結果的に上場基準の引下げ競争に堕し、投資者保護の観点から問題が生じるのではないかと懸念されている。他方、上場基準の緩和は、未公開企業にとっては直接金融の可能性を拡大するものであるとともに、投資者の投資機会の増加にもつながり、また、自由競争を通じて、最終的に、発行会社と投資者のニーズにより合致したサービスを提供する市場が勝ち残るという考え方もある。志谷匡史教授は、両説をオール・オア・ナッシング的に考えるのではなく、市場間競争を促進する立場をベースにしなが、市場設置者が投資者に対する「品質保証」的な機能を果たすだけの器量を有することを前提に考えたほうが妥当であると指摘し、そして、行政機関は、各市場設置者がこのような機能を十全に果たしているかを監督する役割を期待されるという見解を示されている<sup>(34)</sup>。つまり、市場間競争を基本的に肯定しつつ、しかし市場間競争を万能と考えるのではなく、投資者に対する「品質保証」的な機能を損なうような競争であれば、行政の介入によりこれを抑止すべきであると考えられるのである。

また、取引所規則は、カルテルやボイコットなど自由な競争を制限する目的で策定し、エンフォースメントされる可能性もあり、競争制限から生じる非効率性を除去するためには、行政の介入が必要である。たとえば、ニューヨーク証券取引所は、その設立以来、株式市場の最も基本的なルールの一つである固定手数料制度を採用してきたが、この制度は、顧客により証券会社に支払われる委託手数料率を固定化して、会員間における自由な競争を制限するものとして問題視され、1975年、SECは、SEC Rule 19b-3を導入し当該制度を廃止した。

証券市場における私的秩序は、数多くの利害関係者が関わっているため、投資者及び市場全体の利益に影響する重要な分野であり、取引所規則のエンフォースメントにつき、行政による関与も期待されている。たとえば、金融庁の金融審議会が2009年6月に公表した「スタディグループ報告書」<sup>(35)</sup>は、株主

の権利を不当に害し、または市場の公正性・透明性を害する第三者割当を抑制する取引所規則を厳正に運用していくために、例えば、風説の流布や相場操縦行為、インサイダー取引の禁止といった、金融商品取引法上の個別の禁止規定の適用のほか、不正の手段、計画または技巧など不正行為一般の禁止を定める金商法157条を積極的に活用し、その違反については、刑事罰のほかに、同条を課徴金の対象とすることなどの方策を検討すべきであるとし、また、金商法192条<sup>(36)</sup>に基づく裁判所による緊急差止命令の活用をも期待したいと指摘している。そんな中で、近時、証券取引等監視委員会（以下「証券監視委」という）が架空の第三者割当増資に金商法158条（風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止）<sup>(37)</sup>を適用して、検察官に告発する事件がしばしば見られている。証券監視委が2013年6月に公表した「告発の実施状況」<sup>(38)</sup>によれば、金商法158条に基づく告発は、1992年から2012年までの間に合わせて21件があり、そのうち、「不公正ファイナンス」とされる第三者割当増資を対象とするものは、2008年までに1件もなかったのに対し、2009年以降は7件も起きている。それから、従来では利用されることのなかった金商法192条の緊急差止命令も、2010年11月にはじめて監視委の申立てで裁判所により出され<sup>(39)</sup>、無登録業者による株式の募集等を禁止した。公益及び投資者保護のために緊急差止命令が今後ますます有効に活用されていくことが期待されている<sup>(40)</sup>。そして、これらの制度の運用にあたり、監視委と取引所の間に、情報の共有や緊密な意思疎通など、連携が極めて重要であり、かつ、実務においてもそれが積極的に図れている<sup>(41)</sup>。

このように、取引所規則のエンフォースメントに行政が積極的に関わることを提言しているということは、取引所規則は、ソフトローの中でも国家との関係がより密接な類型に分類されるべきことを意味している。そして、このことは、日本のみに観察できる現象ではなく、英米の動向や中国の動向とも合致している。

### 3 行政との関係における取引所規制の役割

前記したとおり、取引所の自主規制には様々の欠点があって、そのもたらす非効率性を除去するために、行政による介入が必要である。もしそうであれば、規制手法として、なぜ行政は自ら直接規制を行わずに、取引所の自主規則が選択されたのかという問題がある。岩倉友明は、取引所の自主規制が選ばれた要

因について、いくつかの仮説を挙げた<sup>(42)</sup>。そのうち、取引所規則の形成過程において行政が関与したり、形成の動機を行政が与えていることが一つの要因とされている。しかし、この仮説は、むしろ結果に過ぎず、その前提となる実質的な理由が別にあるように思われる。つまり、金商法の授権に基づく証券市場の行政監督機関は、自らによる直接規制ではなく、取引所規則の形成過程に自らの意思を取り入れ、又はその形成の動機を与えることを通じて、間接的な規制を行うにとどまるのはなぜか、その実質的な理由をさらに検討する必要がある。この問題を解決するために、以下では、二つの仮説をあげてみたい。

一つは、当該行政監督機関は、その行政権を行使して、証券市場やその取引参加者に対する具体的な規制行為をとるために必要となる法律上の明確な授権を欠き、またはその疑いがあると認識されているとき、自らによる直接規制ではなく、取引所の自主規則を通じて、類似する規制効果を求める場合がある。たとえば、アメリカでは、上場会社のコーポレート・ガバナンスは、連邦と州の権限分配原則に従い、伝統的に、州会社法の規制分野になるとされ、連邦証券法の目的範囲外と考えられてきたため<sup>(43)</sup>、連邦証券法に基づいて設立されたSECが上場会社のコーポレート・ガバナンスを直接規制することは必ずしも容易ではない。それゆえ、SECは、取引所のコーポレート・ガバナンス・ルールの形成過程に自らの意思を取り入れ、又は取引所にその形成の動機を与えることを通じて、その期待する規制効果を得ようとしてきた<sup>(44)</sup>。また、中国において、証券法の直接的な目的は、同法第一条の定めにより証券の発行及び取引行為の規範化と解釈されているため<sup>(45)</sup>、証券の発行及び取引行為の規範化と関係のない上場会社のコーポレート・ガバナンス規制は、証券法の目的の範囲外となり、同法に基づいて設立され証券市場の行政監督機関である中国証券监督管理委员会（以下「CSRC」という）は、上場会社のコーポレート・ガバナンスを規制するための法的授権がないことが指摘されている。しかし、SECと同じく、CSRCは、取引所コーポレート・ガバナンス・ルールの策定及びエンフォースメントへの関与を通じて、自らによる直接規制を行う場合とほぼ同じ効果を得ている。さらに、日本においても、金融庁設置法第3条・4条1号・同26号に基づいて、金商法を所管する金融庁の任務・所掌事務には、「資金の効率的分配」を図るため投資情報を金融商品等の価格に迅速に反映させる政策を立案すること以上には出ないと主張する学説があるが<sup>(46)</sup>、この考え方のもとでは、金融庁

は、上場会社のコーポレート・ガバナンスを規制するための権限を持たないことになる。しかし、金融庁は、取引所に対する監督権限を活用することによって、間接的に取引所のコーポレート・ガバナンス規制に影響を与える可能性がある。

もう一つは、当該証券監督機関は、その行政権を行使するのにあたり、法律上の明確な授權が必要であるのみならず、その行使のプロセスや具体的な規制内容も法律に従わなければならない、また行政訴訟の対象にもなりうる。一方、取引所は、私的機関としてその規則の策定やエンフォースメントは、基本的に私的自治の原則の下で行われており、行政行為に比べて一定の柔軟性を持っている。そのため、当該行政監督機関は、自ら直接規制をするよりも、私的機関である取引所を通じて間接的な規制を行ったほうが、その受ける制限が比較的に小さく、また行政訴訟に巻き込まれるリスクも軽減され则认为。たとえば、アメリカでは、SECの規制行為は、国家行為として、アメリカ憲法修正第5条に定められている適正手続要件(Due Process Clause)を満たす必要があるが、取引所は、SECの監督を受けているものの、SECを代理しているわけではなく、取引所は、基本的に自己の利益と責任に基づいて行動する私的機関であり、その規制行為も当然国家行為となるわけではない。そのため、多くの裁判例は、取引所の行為と政府との強い結び付きを否定し、適正手続要件の適用はないと判示している<sup>(47)</sup>。

#### 4 合理的な行政介入

過剰な行政介入は、取引所の判断に代替することになるので、取引所の自主規制に委ねる意味がなくなってしまう可能性がある<sup>(48)</sup>。前述したとおり、行政機関は、公的機関として公的行為を規制する法律や行政法規により制限を受けており、取引所規則の制定や執行にあたっては、必ずしも十分な権限を有しない。また、証券市場の行政監督機関が過度に取引所の自主規制に関与し、その結果、取引所がその独立性を喪失し、もっぱら当該行政監督機関の手足となってしまうときは、取引所の規制行為により行政監督機関の責任が問われるだけでなく、取引所自身にも行政上の義務が生じかねない。たとえば、アメリカにおける上記憲法上の適正手続条項の適用について、会員や発行者の違反行為を調査・懲戒する過程において、SECと取引所の協力関係が緊密であり、取引

所が収集した証拠がそのまま SEC の起訴材料になるような場合でも、憲法上の適正手続条項の適用が免除されると、憲法義務の回避行為にあたり、会員や発行者の憲法上の権利が不当に侵害されているのではないかという疑念から、取引所のこのような協力的行為は、「共同参加」行為にあたるため適正手続要件を満たす必要があると主張する声が高まっている<sup>(49)</sup>。また、日本でも、最近あった裁判例<sup>(50)</sup>で、東証マザーズによって株式が上場廃止にされた原告は、取引所の公共性に着目して、取引所が上場廃止決定を行うに際して、告知や聴聞などの行政手続に準じた適正手続を行う義務があると主張したものがある。当該主張に対し、裁判所は、上場廃止に関する手続きは、取引所に一任されているものであって、取引所に対して一律に行政手続法類似の手続を遵守すべき義務が課されていないとして、原告の主張を否定したものの、取引所の公共性に対する認識から準行政手続法上の義務を取引所に課すべきという実務の要請が存在することを示したこと自体に、原告の主張に意味があると考えた。また、取引所は、行政手続に準じた適正手続を遵守すべきかどうかについて、取引所の規制行為に対する行政監督機関の関与度や両者の協力関係の緊密性を考慮して、同判決のような一律な判断がすべての場面において妥当性が認められるというわけではないと考える。

日本では、行政による監督は、外部からものに過ぎず、取引所の運営そのものは取引所の自治に委ねられている<sup>(51)</sup>。すなわち、取引所は、自主規制機関として、その開設する市場における有価証券の売買および市場デリバティブ取引を公正にし、ならびに投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行うことが認められ(金商法 84 条 1 項)、また、有価証券などの上場または上場廃止について、内閣総理大臣に届け出る必要があるが、基本的に取引所の判断のみで決定することができる(金商法 121 条、126 条)。監督機関は、取引所の取組みを支援する等の観点から法令上その他の措置を講じることとしており<sup>(52)</sup>、その意味では、日本の取引所は、政府による監督を受けているものの、行政監督機関に附属しているわけではなく、基本的には私的機関として独立性が保たれていると言える。さらに、自主規制業務を自主規制法人に委託し、営利組織である株式会社形態をとる取引所自身からは切り離すことにより、その独立性と専門性のバランスを確保することを可能にし、東証は、そのようなスキームを採用している点が興味深い<sup>(53)</sup>。国家と業界ないし営利事業との間に、自主規制機関

がどのような距離感をもって位置するかが問われ続けなければならない。

取引所は、行政監督機関から一定の独立性を得る必要がある一方で、行政による監督から離れてしまうと、その公共性を喪失するとともに、様々な不都合も生じうる。そのため、取引所の自主規制に対し、行政監督機関がどこまで介入すべきかが問題となる。これは、金商法は一体何のために、金融商品取引、金融商品取引業者および金融商品取引所などを規制しているのか、すなわち、金商法の目的と深く関係する。この点についての詳細な検討は、別稿に譲りたい。

#### IV 取引所の自主規制と司法

冒頭に述べたとおり、ソフトローとは、「裁判所でエンフォースされないような規範」であると一般的に定義されている。しかしながら、取引所規則は、その策定またはエンフォースメントのいずれにも国家関与していることによって、公共性を持つ「上からソフトロー」であり、単に個別な契約当事者の利益を影響するのみならず、投資者や市場全体の利益にも影響を及ぼすため、このような特殊なソフトローについて、場合によって、裁判所によるエンフォースメントを肯定する余地があると考えられる。上場会社が取引所の上場規程に違反した場合、上場会社に違約金の支払い義務が発生するといった条項は、裁判所によるエンフォースメントはもちろん、契約違反がなくても、たとえば、取引所によるルールへのエンフォースメントに満足しない投資者が、制定法上の強行規定または一般原理に基づいて司法救済を求めることも考えられる。そして、取引所の規制行為の適法性や取引所規則の違反行為に対して、裁判所がどのような判断を下すかが重要な論点となる。

##### 1 取引所規則のエンフォースメントと司法介入の可能性

アメリカでは、投資者は、古くから、取引所規則に基づく訴権を裁判所に認めてもらうべく努力してきた。たとえば、発行会社と取引所との間に締結された上場契約において、少なくともその一部の条項は、第三者である発行会社の株主利益に関わるものであるため、投資者は、上場契約の第三受益者 (third party beneficiary) に該当すると主張して、発行会社に対してその義務の履行を求める可能性がある (上場契約に基づく第三受益者の権利)。これについて、



多くの裁判例は、上場契約は、発行会社と取引所の関係を示すものであって、株主の利益のために締結されたものではなく、株主にその会社を訴える訴訟原因を与える意図は含まれていないとして、株主の第三受益者の地位を否定した<sup>(54)</sup>。株主は、本質的には債権者受益契約の債権受益者であることを認め、会社は、株主を公正に取扱うべき基本的な義務を負っており、このことは当然に上場契約の締結の際に念頭に置かれているのであるから、発行会社は、第三受益者である株主に対して契約上の義務を負っていると指摘した裁判例もある<sup>(55)</sup>。

また、発行会社や会員などが取引所規則に違反し、投資者の利益を害した場合、投資者には、アメリカ取引所法に基づく黙示の私的訴権が認められる可能性がある(連邦証券法に基づく黙示の私的訴権)。たとえば、アメリカ取引所法第6条(b)項は、取引所の登録条件として、取引所規則は公正かつ公平な取引を促進するために制定されるべきことを要求しているため、同条は、取引所の義務履行を求める黙示の私的訴権(implied private right of action)を投資者に与えていると判断した裁判例がある<sup>(56)</sup>。これに対し、とくに発行会社に対する訴えについては、取引所法に基づく黙示の私的訴権を投資者に与えるという制定法上の立法意図が示されていないとして、黙示の私的訴権の付与を否定する裁判例も数多く存在する<sup>(57)</sup>。

さらに、発行会社は、上場規則に違反し、自らの株式を上場廃止の危険にさらし、その結果、株主の利益に回復不可能な損害を与えるおそれがある場合、株主は、当該違反行為に対する暫定的差止命令(preliminary injunction)の発出を裁判所に求めることが可能である<sup>(58)</sup>。しかし、裁判の結果は、上場廃止により発行会社に生ずる損害の大小と、それに基づく信任義務違反の可能性に左右され、また、上場廃止というサンクションの重大性、経営判断原則の適用及び「回復不可能な損害」の立証の困難さなどを考慮して、このような場面における司法の介入は必ずしも容易ではない。

このように、取引所規則は、ハードローではないけれど、裁判所によってそれをエンフォースすることが完全に不可能ではないと思われる<sup>(59)</sup>。取引所規則が司法救済の対象になりうるかどうかについて、神崎克郎教授は、取引所の自主規制が国家による規制の委譲として、行政監督の下に行われることから、それが投資者の保護を直接の規制目的とする限りにおいて、投資者の法的救済の



根拠となると指摘された<sup>(60)</sup>。ただし、神崎教授は、投資者が、投資者保護を目的とする規則を根拠に、取引所の会員に対して、直接に損害賠償を請求することができるのと述べたのみで、上場会社に対し損害賠償または特定な行為を求めることの可否まで言及しておらず、また、投資者が会員に損害賠償を請求できる理由として、取引所の規則を違反する会員の行為が投資者に対する不法行為を構成するからであると述べておられた。

## 2 取引所の規制行為に対する合理的な司法介入

前述したとおり、取引所規則は、その策定またはエンフォースメントのいずれにも国家関与していることにより、公共性を持つ「上からソフトロー」であるため、取引所がその規則のエンフォースメントを怠り、またはその規則が適切に遵守されていない場合は、司法による介入を期待することが可能である。しかし、一方、発行会社や取引参加者が取引所の規制行為を不服とし、あるいは、取引所の規制行為が他の法益と衝突する場合、裁判所がどのような立場や姿勢をとるべきかも重要な論点となる。

たとえば、アメリカでは、1975年の取引所法改正<sup>(61)</sup>により、証券市場規制における政府の積極的な役割が実質的に強化され<sup>(62)</sup>、SECは、取引所によるルールの修正又は廃止を認可する権限を取得したほか<sup>(63)</sup>、取引所の適切な運営と取引所ルールの適法性を確保し、または「取引所法の目的を促進する」ために必要もしくは適切と判断した場合、一方的に取引所ルールを修正、追加又は廃止することができるようになった<sup>(64)</sup>。取引所の自主規制に対するSECの監督権限の強化は、取引所の裁量的規制範囲をせばめ、取引所の自主規制は、政府規制に厳格に管理されたものという方向に進み<sup>(65)</sup>、取引所は、取引所法を執行する準政府機関(quasi-governmental entities)としての性質を具えることになったと言われている<sup>(66)</sup>。

このような性質の変化は、取引所の自主規制のエンフォースメントに大きな影響を与えている。たとえば、アメリカ連邦裁判所は、従来から、NASDおよび証券取引所による証券市場の規制行為について、もともと政府機関のために採用されている民事責任の絶対免除主義の適用を認めてきた。取引所は、私的機関として、本来ではSECと同様の主権免除(sovereign immunity)を受けることはできない。しかし、裁判所は、取引所の特別な地位とSECとの関係を考

慮して、取引所が準政府的な権限を行使するときは、訴訟にさらされないように民事責任の絶対免除を受けるべきであると説明している<sup>(67)</sup>。

また、アメリカでは、ある産業の規制制度によって認められた行為が、反トラスト法 (Antitrust Law) によって禁止され、反トラスト法と当該規制制度との間に明らかな矛盾 (clear repugnancy) が生じている場合には、議会による黙示的な反トラスト法の適用免除が裁判で認められることがある (黙示的免除 (implied immunity) の法理)<sup>(68)</sup>。1975年までに、アメリカ連邦最高裁判所は、SECは、取引所の自主規制に一定の監督権限を有するものの、具体的なルールの執行を禁止する権限はなく、不適切な反競争的なルール執行を阻止できないため、反トラスト法と取引所法との間において明らかな矛盾があることを否定し、取引所の自主規制による競争に対する制限の防止には反トラスト法の適用があると判示していた<sup>(69)</sup>。ところが、1975年の法改正により、これまで争点となったSECの権限の欠缺の問題が解消されたことを受け、裁判所は、反トラスト法の適用につき、裁判所がSECと異なる基準を採用すれば、取引所はSECまたは裁判所のいずれかの命令に反せざるを得ないことになるので、反トラスト法と取引所法との間に矛盾があることを認め、取引所法を機能させるためには反トラスト法の適用除外が必要であると判示した<sup>(70)</sup>。

さらに、取引所の懲戒決定に対する司法審査について、1975年の法改正前では、SECは、NYSEの懲戒決定についての審査権限を有していなかったため、会員や発行者が取引所に不服があるときは、直ちに取引所を相手に訴訟を提起することが可能であった。ところが、1975年改正法により、SECに懲戒決定にかかる審査権限が与えられたため<sup>(71)</sup>、裁判所は、取引所を相手に訴えを提起する前に、まず証券市場監督システムにおける行政救済手続を尽くすことを原告側に求めるようになった (「行政救済を尽くす原則」, exhaust administrative remedies)<sup>(72)</sup>。

このように、アメリカでは、取引所の規制行為に対する処分等を不服とする発行会社や取引参加者などが取引所を相手に訴訟を提起した事件において、裁判所は、民事損害賠償責任の絶対免除、反トラスト法上の追訴免除、および内部的救済手続を尽くす原則などを採用し、取引所の自主規制に対する介入に謙抑的な態度を示す一方、合理的な条件の下で介入する余地を残している<sup>(73)</sup>。

日本にも、上場会社が取引所の上場廃止決定に不服がある上場会社等が、当

該意思表示の効力停止を求めて、取引所を相手に訴訟を提起した事件がある。たとえば、上場会社が債務超過の状態を陥り、かつ、一定の期間内に当該状態が解消されなかった場合や、上場会社が有価証券報告書等に虚偽記載を行い、かつ、その影響が重大であると取引所が認めた場合、取引所はその株式の上場を廃止することができるが、「債務超過」とはどのような状態を指すのか、影響が重大であると取引所が認めた場合とは何か、裁判所がこれらの定義をどこまで解釈しうるのかなど、さまざまな問題が生じうる。

虚偽記載の影響の重大性が問題となった東京地判昭和46年11月15日<sup>(74)</sup>は、財務諸表に虚偽記載がある以上、影響の重大性の判断は、取引所に委ねられ、発行会社は、その点を争って上場廃止の効力を否定することはできないという取引所の主張に対して、裁判所は、株式の上場によって、発行会社は利益を得ていることは顕著な事実であるから、財務諸表に虚偽の記載があり、かつその影響が重大であると客観的に認められる場合にはじめて、取引所は上場を廃止することができるかと解するのが相当であると述べた。さらに、学説上も、「取引所が重大と認めたとき」とは、客観的に重大であっても諸般の事情により上場廃止決定をしない場合のあることを意味するにすぎず<sup>(75)</sup>、虚偽記載の影響の重大性について、取引所の判断は最終的なものと解すべきではないと指摘されており<sup>(76)</sup>。さらに、昭和46年判決は、単に、影響の重大性の判断を取引所に一方的に委ねることができないことの根拠となるにとどまらず、取引所に対し発行会社との関係において上場義務を生じさせる実質的根拠にもなると指摘する見解があり、注目される<sup>(77)</sup>。

また、東京地判平成18年7月7日<sup>(78)</sup>は、債務超過状態が近々解消される高度の蓋然性がある場合でも債務超過に該当するとして上場廃止を決定した東証の行為の適法性について、債務超過の該当性の判断は、明確な基準が必要であり、私人間の合意の一般的かつ実質的な解釈の基準を持ち込むべきではないとして、債務超過に該当することを認めたとうえで、「影響の重大性」について、いかなる場合でも取引所が認めればこれに該当するという趣旨ではなく、客観的にみてその影響が重大であると判断される場合を指すものと解するのが相当であるとして、虚偽記載に関する事実認定を行い、その影響の重大性を認めた。

昭和46年判決と平成18年判決の見解とは違って、東京地判平成24年9月24日<sup>(79)</sup>は、中間連結財務諸表につき監査法人が「意見の表明をしない」旨の報

告を行ったことの影響が重大であるとして、原告の株式を上場廃止にした東証マザーズの決定の適法性について、「本件廃止基準において、監査法人の意見不表明が与える影響が重大であるかどうかは、被告の裁量に委ねられているわけではなく、あくまでも裁判所によって客観的に判断されるべき」という原告主張に対し、金商法 117 条 4 号<sup>(80)</sup>の趣旨は、多様かつ流動的な証券取引について、法令に廃止基準を予め規程しておくことは適されず、当該取引に精通する取引所自身が廃止基準を作成することでより適切な規制が期待されることにあったうえ、影響が重大であるかどうかの判断について、被告に広範な裁量権があることを否定できず、当該判断の基礎となる事実に対する認識や評価に明らかかな問題がなければ、被告がこの裁量権を逸脱し、またはこれを濫用したことも認めないとして、「影響の重大性」に対する客観的な実質審査を行わなかった。同判決は、取引所の自主規制に対する介入に謙抑的な態度を示したものであると考える。

さらに、債務超過の該当性や虚偽記載の影響の重大性に関する判断にとどまらず、たとえば、上場会社が企業行動規範の定める「遵守すべき事項」に違反した場合、株主および投資者の利益を侵害するおそれ大きいと取引所が認めるとき、株主の権利の不当な制限として取引所がその株式の上場を廃止することができることとされているが、この場合、「株主および投資者の利益を侵害するおそれ大きいと取引所が認めるとき」とはどんなときか。また、同様に、第三者割当規制の適用除外が認められる「当該割当ての緊急性が極めて高いものとして当取引所が認めた場合」とは具体的にどんな場合かについて、さまざまな場面において、取引所の裁量権の範囲及び司法による積極的な介入の適否が問題となりうる。思うに、取引所が自主規制機関としての法的位置づけとその自主規制業務が金商法上において明確にされ、かつ、行政監督機関による適切な監督がなされている以上、取引所の自主規制に対する裁判所の過度な介入は必ずしも望ましくないと考える。

### 3 検討

取引所規則との関係で、どのような場合であれば司法による積極的な介入が許されるべきかについて、第 1 に、取引所の自主規制を監督する行政機関は、十分な権限と専門性を有せず、取引所の規制行為を適切に監視監督できない場

合が考えられる。たとえば、行政監督機関は、取引所の上場規制について、市場機能の確保と関連する部分についてのみ監督権限を有しているのに対し、取引所は、自主規制機関として、上場会社やその経営者または大株主との契約を締結することによって、実質上、行政監督機関よりも広い規制権限を有することが可能である。そのようないわば超過部分について、行政監督が及ばない可能性があるので、司法審査を受ける余地を残す必要がある。

第2に、取引所は、行政監督機関から独立し、自主的な判断を下せる能力を有しない場合、たとえば、取引所が行政監督機関の言いなりになってしまっている場合である。司法介入の抑制は、独立した自主規制とそれを監督する公的規制の二重構造を前提とすべきである。

第3に、問題となっている取引所の行為が規制行為ではない場合、たとえば、証券規制と関係しない営業上の行為は、むしろ裁判所による客観的な審査を受けるべきである。たとえば、取引参加者が間違った売り注文をし、その後、ただちにそれを取り消す注文を発したものの、取引所のコンピュータシステムに瑕疵があり、また、取引所が売買停止措置等を取らなかったため、当該取消注文の効果が生じず、取引参加者に莫大な損害を負わせた事件<sup>(81)</sup>（東京地判平成21年12月4日金商1330号16頁）において、裁判所は、取引所は、取引参加者に対し、取消注文が実現されるような市場システムを提供し、かつ、適切に売買停止権限を行使する義務を負い、決済の可否に問題が生じかねない状況を認識しつつ、これを行使しないことは、市場参加者との関係で違法な行為となると判断した。取消注文が実現されるような市場システムを提供することは、明らかに規制行為と異なる性質を持っており、ある種の営業上の行為として認識すべきである。他方、売買停止権限の行使は、確かに売買管理上の規制行為としての性質を有し、またその判断についても取引所の判断に委ねられる部分が大きい。しかし、本件のような明らかに決済不可能な取引を停止させるのは、規制権限の行使というよりも、義務の履行というほうが適切であると考えられる。

第4に、取引所が自主規則のエンフォースメントを怠った場合、または取引所によるエンフォースメントが不十分であり発行会社や取引参加者の違反行為を十分に抑制できない場合、株主または投資者が司法救済の手段を通して自主規則をエンフォースメントする可能性を残す必要があろう。

## V むすび

取引所規則は、ソフトローでありながら、その策定またはエンフォースメントのいずれにも国家が深く関与しており、通常のソフトローとは異なり、公共性を持つ特殊なものである。本稿は、取引所規則のこのような特徴を踏まえて、立法、行政、司法の三つの角度から、取引所の自主規制と国家権力との関係を明らかにすることを試みた。結論としては、通常なソフトローに比べて、取引所規則のような公共性を持つ「上からのソフトロー」は、国家権力とより緊密な関係にあり、かつ国家からの影響も受けやすく、しかし、他方では、国家権力の行使を代替したり、手助けしたり、または制限するなど、通常のソフトローには見られない役割や影響力を持っている。

その現われとして、まず、国家による立法権の行使に関連して、取引所規則は、会員間または取引所と発行会社間の契約でありながら、金商法が構築する証券市場法制度の一部としても位置づけられ、取引所規則は、契約当事者の利益にとどまらず、市場機能の確保及び投資者保護という金商法の目的の達成のために形成し、エンフォースメントされる必要がある。また、それゆえ、取引所規則の役割として、制定法上の不備を補完するという消極的なものにとどまらず、立法者の意図により、証券規制システムの中で制定法よりもふさわしい規制方法として機能を発揮することが期待される場合がある。

それから、国家による行政権の行使に関連して、取引所は、公共性を持ちながら、自主規制機関として一般的に認識されているインセンティブ及びエンフォースメント上の非効率性も有する。これらの非効率性を除去し、取引所規則の役割を最大限に発揮させるために、行政による介入が非常に重要であり、また、アメリカや日本では、実際にそのような対処がなされていることがこれまでの議論と紹介でわかったが、これは、取引所規則のような公共性を持つ「上からのソフトロー」ならではの待遇とも言うべきである。他方、取引所は、自主規制機関として、その規制範囲、規制手段および規制プロセスについて、行政機関が比べられない柔軟性を持っているため、行政機関が取引所規則の形成過程に自らの意思を取り入れ、又はその形成の動機を与えることを通じて間接的な規制を行うことは、場合によって、自らによる直接規制よりも確実な規制効果を得ることが可能である。



そして、国家による司法権の行使に関連して、裁判所によってエンフォースされることのできない通常のソフトローとは違って、取引所規則は、公共性を持つ「上からソフトロー」として、取引所がそのエンフォースメントを怠り、またはそれが適切に遵守されていない場合は、市場機能の確保及び投資者保護の観点から、裁判所によるエンフォースメントの余地を残す必要があると考える。また、他方では、取引所は、金商法上の授権や行政機関による監督に基づく公共性を有することから、その規制行為が頻繁に訴訟にさらされるべきではないと考える。そのため、たとえば、裁判所は、取引所の規制行為に対する民事責任の追及や独占禁止法の適用について謙抑的であるべきと考える。その意味では、取引所の公共性は、国家による司法権の行使を制限する効果を持っていると言える。

- (1) 神田秀樹「企業と社会規範 日本経団連企業行動憲章や OECD 多国籍企業行動指針を例として」ソフトロー研究第 1 号 4 頁 (2005 年)。
- (2) 神作裕之「ソフトローとしての lex mercatoria „Lex mercatoria“ als soft law」([http://www.tokyo-jura-kongress2005.de/\\_documents/kansaku\\_jp.pdf](http://www.tokyo-jura-kongress2005.de/_documents/kansaku_jp.pdf) を参照)。また、同「企業の社会的責任：そのソフト・ロー化？ EU の現状」ソフトロー研究 第 2 号 92 頁 (2005 年) は、以下のように述べている。「ソフト・ローとは何かが問題となりますが、本報告では、さしあたり、EU でもっとも広く用いられているとあって良いと思われる、Snyder の定義に従い、「原則として法的拘束力はもたないが、しかしながら実践的な効果を有し得る、行動に係るルール」します (Francis Snyder, The Effectiveness of European Community Law: Institutions, Processes, Tools and Techniques, The Modern Law Review, 56 January, 1993, at 32)」。
- (3) 東京大学グローバル COE プログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー」のホームページ (<http://www.gcoe.j.u-tokyo.ac.jp/outline/index.html>) を参照。また、藤田友敬「はじめに」中山信弘編集代表＝藤田友敬編「ソフトローの基礎理論」(有斐閣, 2008 年) 4～6 頁, 同「ソフトロー・プロジェクト：その意義とこれまでの歩み」ソフトロー研究第 14 号 1～2 頁 (2009 年), および同「規範の私的形成と国家によるエンフォースメント：商慣習・取引慣行を素材として」ソフトロー研究 第 6 号 1 頁 (2006 年) によれば、「最終的に国家による強制的なエンフォースメントが保証されていないにもかかわらず、国・企業・個人が何らかの拘束感をもって従っている規範を「ソフトロー」と呼ぶとしている。そのほか、ソフトローの定義について論じたものとして、齋藤民徒「『ソフト・ロー論』の承譜」法律時報 77 卷 9 号 (2005 年) 106 頁以下を参照。
- (4) 神田・前掲注(1) 4 頁。
- (5) 藤田友敬「星野教授の質問・コメントに対する補足説明」ソフトロー研究第 12 号 134～135



- 頁(2008年)。
- (6) 河村賢治「英国上場規則における公開会社法一特に取締役・取締役会に関して」早法76巻4号130~132頁(2001年)。
- (7) 拙稿「中国における取引所によるコーポレート・ガバナンス規制の構造と実態」ソフトロー研究第21号63~69頁
- (8) 上場会社は、取引所のルールの適用を避けるために、自ら上場廃止を決める場合がある(自発的上場廃止)。その場合には、SECが投資者保護のために定めたいくつかの条件を満たす必要がある(SECurities Exchange Act of 1934 Section 12(d))。たとえば、上場会社がSECに正式な上場廃止申請を出す10日前までに、書面によって上場廃止に関する重要事実などを取引所に通知し、それと同時に、上場廃止の意図およびその原因を公表しなければならない(SEC Rule 12 d 2-2(c)(2))。さらに、SECは、上場廃止の申請が取引所ルールに遵守しているかどうか、また、投資者保護のためにいかなる条件を課すべきかを定めるために、上場廃止の発効を延期することもできる(SEC Rule 12 d 2-2(d)(3))。
- (9) 拙稿「アメリカ証券取引所のコーポレート・ガバナンス規制」ソフトロー研究第20号第190~192頁。
- (10) 河村・前掲注(6)133~134頁。
- (11) 藤田友敬「ハードローの影のもとでの私的秩序の形成」中山信弘編集代表=藤田友敬編・前掲注(3)227頁。
- (12) 藤田・前掲注(11)228~229頁。
- (13) 東京証券取引所「証券取引所の自主規制に関する研究会中間報告書」(2004年)16~18頁。
- (14) 前田重行「証券取引における自主規制——アメリカおよびイギリスにおける自主規制の形態とその発展——」龍田節=神崎克郎編「河本一郎先生還暦記念 証券取引法大系」97~98頁(商事法務、1986年)。志谷匡史「市場間競争と自主規制の在り方—証券市場規制を素材に—」インベストメント53巻2号5~6頁(2000年)。
- (15) 前田・前掲注(14)98頁、志谷・前掲注(14)5~6頁。
- (16) 具体的には、上場会社が25%以上の希釈化を伴う第三者割当てを行う場合、あるいは当該割当ておよび当該割当てに係る募集株式等の転換または行使により支配株主が異動する見込みがある場合には、経営陣から一定程度独立した者による第三者割当ての必要性および相当性に関する意見を入手するか、もしくは当該割当てに関する株主総会決議などによる株主の意思確認を行わなければならない(上場規程第432条、施行規則第435条の2)とされている(ただし、当該割当ての緊急性が極めて高いものとして当取引所が認めた場合はこの限りではない。たとえば、資金繰りが急速に悪化して、即時のファイナンスが必要な場合等が考えられる。このような取扱いにより、具体的妥当性と公平性の利益調整がなされ得る)。そして、300%を超える希釈化を伴う第三者割当てについて、株主の利益が不当に侵害されていると東証が認める場合や、支配株主の異動を生じさせる第三者割当てについて、3年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると東証が認める場合は、当該上場会社は上場廃止にされる(施行規則第601条第13項第6号)。さらに、希釈化率に関わらず、第三者割当て全般について、上場会社が、割当先の資金手当ての確認状況、

- 払込金額の算定根拠およびその具体的な内容、払込金額が割当先に特に有利でないことに係る適法性に関する監査役または監査委員会の意見等、投資判断上重要なものを開示し(上場規則第402条, 実施規則第402条の2)、割当先と反社会的勢力との関係がないことを示す確認書を作成し、直ちに東証に提出しなければならない(上場規則第402条, 実施規則第417条(1)g)ものとされている。なお、上場会社が上述した規則に違反した場合、東証は、違反行為の公表、上場契約違約金の請求、および改善報告書を提出させることなどの措置をとることができることとされている。
- (17) 河本一郎=大武泰南『金融商品取引法読本』(有斐閣, 2008年)498頁。
- (18) 竹内昭夫=道田信一郎『現代の経済構造と法』(筑摩書房, 1975年)487頁(龍田節執筆)は、「日本でも法律上は自主規制に多くの期待がかけられているが、実情はそこにまだ程遠いというほかない。また、自主規制は業界利益保護のため競争制限的色彩をおびることがよくあり、独占禁止法との関係で困難な問題を生じる」と指摘している。
- (19) 大武泰南「証券取引所の自主規制——証券不祥事後における施策について——」田中誠二先生追悼論文集刊行会『田中誠二先生追悼論文集 企業の社会的役割と商事法』(経済法令研究会, 1995年)432, 434頁。
- (20) 証券取引審議会「証券市場における適正な競争の促進等について」(1992年)31頁。
- (21) 河本=大武・前掲注(17)498頁, 大武・前掲注(19)433~440頁, 志谷・前掲注(14)7頁。
- (22) 神崎克郎「証券取引の自主規制」堀口亘先生退官記念論文集刊行委員会編『堀口亘先生退官記念 現代会社法・証券取引法の展開』(経済法令研究会, 1993年)317頁。
- (23) 「自主規制業務」とは、金融商品取引所について行う次に掲げる業務をいう。すなわち、①金融商品、金融指標又はオプションの上場及び上場廃止に関する業務、②会員等の法令、法令に基づく行政官庁の処分若しくは定款その他の規則又は取引の信義則の遵守の状況の調査、③その他取引所金融商品市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定めるもの(金商法84条)。
- (24) 内閣総理大臣は、金商法による権限(政令で定めるものを除く。)を金融庁長官に委任しているため(同法194条の7)、取引所を実際に監督しているのは金融庁である。
- (25) 取引所が金融商品市場を開設するためには、定款、業務規程、受託契約準則その他内閣府令で定める書類を免許申請書に添付して内閣総理大臣に提出し、それらが法令に適合し、かつ、金融商品市場における有価証券の売買および市場デリバティブ取引を公正かつ円滑にし、ならびに投資者を保護するために十分であると認められるときに限り、市場開設の免許を受けることができるものとされている(金商法80~82条)。また、取引所が定款、業務規則または受託契約基準を変更する場合にも内閣総理大臣の認可を要する(金商法149条1項)。
- (26) 内閣総理大臣は、公益または投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、当取引所に対し、定款、業務規程、受託契約準則その他の規則または取引の慣行の変更その他監督上必要な措置をとることを命ずることができる(金商法153条)
- (27) 金融庁「東京証券取引所に対する業務改善命令について」平成17年12月14日、神田秀樹=神作裕之など『金商法 実務ケースブックII行政編』(商事法務, 2008年)274~275頁、

277～278 頁を参照。

- (28) たとえば、2008 年、金融庁は、名古屋証券取引所は、その開設する取引所金融商品市場であるセントレックスへの有価証券の上場審査において、複数の銘柄に関し、利益計画の策定根拠及びその合理性、妥当性の一部について、実現可能性等の観点から十分な審査を行っていない不備があるとして、名古屋証券取引所に対し、発生原因や問題点等について分析、検証を行った上で、具体的かつ実効性のある改善策を講じるように命じた。
- (29) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』（有斐閣、1984 年）381 頁。
- (30) 前田・前掲注(4)96 頁、加藤貴仁「証券取引所と上場企業の管理」藤田友敬＝黒沼悦郎編『企業法の理論：江頭憲治郎先生還暦記念』（商事法務、2007 年）690 頁、神崎・前掲注(2)314 頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務、2009 年）434 頁、王子田誠「上場基準によるコーポレート・ガバナンスの意義」姫路法学 41・42 号 143 頁（2004 年）、志谷・前掲注(4)10 頁。
- (31) 藤田・前掲注(1)228 頁
- (32) 拙稿・前掲注(9)138～150 頁。もともと、会社法により必要最低限のコーポレート・ガバナンス規制が強行法的になされているのであれば、むしろ、その分野における取引所間の自由競争を認めることによってより良いプラクティスが実現しやすくなるという見方もある。しかし、日本における近時の取引所によるガバナンス規制の実例（買収防衛策や第三者割当てなど）に鑑みると、むしろ、国家制定法によるのではなく、取引所が相当強固な法的後ろ盾を得て、厳格にその自主規制をエンフォースすることまで含めコーポレート・ガバナンス・ルールの創成および適用を期待されている例が多く、少なくともそのようなタイプの自主規制については、やはり行政による介入は不可欠であると考えられる。
- (33) 1999 年までは、ジャスダック市場が新興ベンチャー企業による IPO の場として中心的な役割を担っており、一定規模に成長した企業は、ジャスダックから東証第二部、さらに同第一部へと移ることが通常であった。しかし 1999 年 11 月、東証がベンチャー企業向けにマザーズ市場を創設したことを受け、同年 11 月には名証がセントレックス市場、翌年 4 月には札証がアンビシャス市場、5 月には大証がナスダック・ジャパン市場、福証が Q ボード市場をそれぞれ開設し、全国の各取引所が競って新興市場を創設し、市場間競争の時代を迎えたことで大きな注目を集めた。さらに、2009 年、東証は、日本およびアジアの成長企業向けの新たな株式市場を開設し、2009 年 6 月大証がジャスダックを買収し、2010 年 4 月にヘラクレス市場とジャスダック市場の統合が予定されている。また、取引所と電子的取引システムであるいわゆる PTS 市場との間の証券取引をめぐる競争も熾烈となっている。市場間競争について紹介したのとして、大崎貞和『株式市場間競争』（ダイヤモンド社、2000 年）を参照。
- (34) 志谷・前掲注(4)16～17 頁。
- (35) 金融庁 金融審議会 金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（以下、「スタディグループ報告書」という）2009 年 6 月 17 日 ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1.html) による)。

- (36) 金商法第192条1項は、「裁判所は、緊急の必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要かつ相当であると認めるときは、内閣総理大臣又は内閣総理大臣及び財務大臣の申立てにより、この法律又はこの法律に基づく命令に違反する行為を行い、又は行おうとする者に対し、その行為の禁止又は停止を命ずることができる」と定めている。
- (37) 金商法第158条は、「何人も、有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等のため、又は有価証券等（有価証券若しくはオプション又はデリバティブ取引に係る金融商品（有価証券を除く。）若しくは金融指標をいう。第百六十八条第一項、第百七十三条第一項及び第百九十七条第二項において同じ。）の相場の変動を図る目的をもって、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない」と定めている。
- (38) [http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/koku\\_joukyou.htm](http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/koku_joukyou.htm) により、また、その詳細は、「告発事件の概要一覧表」([http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/koku\\_gaiyou.pdf](http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/koku_gaiyou.pdf))をご参照。
- (39) 東京地裁平成22年11月22日決定判例時報2104号130頁。
- (40) 萩原「緊急差止命令（金商法一九二条一項）の活用——「抜かず宝刀」が抜かれたとき——」商事法務1923号19頁以下。
- (41) 佐々木清隆「不公正ファイナンスへの対応（その2）：監視委としての摘発及び関係機関との連携」会計・監査ジャーナル659号78～79頁。
- (42) 岩倉友明「証券会社をめぐるソフトロー」神田秀樹編『市場取引とソフトロー』（有斐閣、2009年）49～53頁。
- (43) *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990) .
- (44) 拙稿・前掲注(9)138～149頁をご参照。
- (45) 中国証券法第一条
- (46) 江頭憲治郎「会社法制の将来展望」上村達男編『企業法制の現状と課題』（日本評論社、2009年）第123頁。
- (47) *D.L. Cromwell Invs. Inc. v. NASD Regulation Inc.*, 279 F.3d 155, 158 (2002); *Desiderio v. National Ass'n of Securities Dealers, Inc.*, 191 F.3d 198, 206 (2d Cir.1999); *United States v. Shvarts*, 90 F.Supp.2d 219, 222 (E.D.N.Y. 2000); *Duffield v. Robertson Stephens & Co.*, 144 F.3d 1182, 1200-01 (9th Cir. 1998); *Graman v. Nat'l Ass'n of Sec. Dealers*, 1998 WL 294022, at 2-3 (D.D.C. Apr. 27, 1998) .
- (48) 加藤・前掲注(30)691頁。
- (49) Roberta S. Karmel, *Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations Be Considered Government Agencies?* 14 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 151, 179 (2008); also see William I. Friedman, *The Fourteenth Amendment's Public/Private Distinction Among Securities Regulators in the U.S. Marketplace—Revisited*, 23 *Ann. Rev. Banking & Fin. L.* 727 (2004) .
- (50) 東京地判平成24年9月24日判タ1385号236頁。
- (51) 鈴木＝河本・前掲注(29)382頁。
- (52) 証券取引審議会・前掲注(20)32頁。

- (53) 株式会社東京証券取引所グループは、2013年1月に株式会社大阪証券取引所と合併し、株式会社日本証券取引所グループが発足したが、東京証券取引所自主規制法人はそのまま維持され、東証より委託を受けた自主規制業務(東証における上場審査、上場管理、売買審査及び考査からなる業務)を引き続き担当する。
- (54) *Mackubin v. Curtiss-Wright Corp.*, 57 A. 2d 318 (Md. 1948). *Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & O. R. Co.*, 509 Supp. 1002 (W.D.Pa.1981).
- (55) *Van Gemert v. Boeing Co.*, 520 F. 2d 1373, 1382 at 1328 n.19 (2d Cir.), cert. denied 96 S. Ct.364 (1975).
- (56) *Baird v. Franklin*, 141 F.2d 238, (2d Cir. 1944). *Colonial Realty Corp. v. Bache & Co.*, 358 F.2d 178 (2d Cir.), cert. denied, 385 U.S. 817, 87 S. Ct. 40, 17 L. Ed. 2d 56 (1966).
- (57) *Jablon v. Dean Witter & Co.*, 614 F.2d 677 (9 Cir. 1980); *State Teachers Retirement Bd. v. Fluor Corp.*, 654 F.2d 843 (2d Cir. 1981); *Colman v. D. H. Blair & Co.*, 521 F. Supp. 646 (S.D.N.Y. 1981); *Advanced Magnetics v. Bayfront Partners*, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 99036 (S.D.N.Y 1996); *Craighead v. E.F. Hutton & Co.*, 899 F. 2d 485, 93 (6th Cir. 1990); *Walck v. American Stock Exchange, Inc.*, 687 F.2d 778, (3d Cir. 1982).
- (58) *Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc.*, 744 F.2d 255 (2d Cir. 1984).
- (59) 拙稿・前掲注(9)185~192頁をご参照。
- (60) 神崎克郎『現代法律学全集 42 証券取引法 (新版)』(青林書院, 1987年)40頁。
- (61) *Securities Act Amendments of 1975*, Pub. L. No. 94-29, 89 Stat. 97.
- (62) *Roberta S. Karmel, Securities Regulation: Should the New York Stock Exchange Be Reorganized*, 230 N.Y. L.J. 3 (2003).
- (63) *Securities Exchange Act of 1934 Section 19(b)*.
- (64) *Id. Section 19(c)*.
- (65) 前田・前掲注(14)105頁。
- (66) *Friedman*, supra note 49, at 730.
- (67) *Barbara v. NYSE*, 99 F. 3d 49 (2d Cir. 1996), *D'Alessio v. NYSE, Inc.*, 258 F.3d 93, 105 (2d Cir. 2001), *California Public Employees' Retirement System v. NYSE, Inc.*, 503 F.3d 89 (2d Cir. 2007).
- (68) 反トラスト法の黙示的免除の法理は, *Texas & Pacific* 事件判決と *Keogh* 事件判決から生まれたものである (*Texas & Pacific Railway Co. v. Abilene Cotton Oil Co.*, 204 U.S. 426 (1907); *Keogh v. Chicago & Northwestern Railway Co.*, 260 U.S. 156 (1922)).
- (69) *Silver v. NYSE*, 196 F. Supp. 209 (S.D.N.Y. 1961); *Silver v. NYSE*, 302 F.2d 714 (2d Cir. 1962); *Silver v. NYSE*, 373 U.S. 341 (1963).
- (70) *Gordon v. New York Stock Exchange*, *Harding v. American Stock Exchange, Inc.*, 527 F.2d 1366 (5th Cir. 1976)
- (71) *Securities Exchange Act 1934 section 19(d)*.

- (72) たとえば, Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc v. NASD, 616 F. 2 d 1363 (5 th Cir. 1980), MFS Securities Corp. v. NYSE, 277 F.3 d 613 (2 d Cir. 2002)
- (73) 拙稿・前掲注(9) 163~171 頁をご参照。
- (74) 東京地判昭和 46 年 11 月 15 日判時 650 号 92 頁。
- (75) 森本滋「証券取引所の上場廃止処分の適法性」別冊ジュリ 100 号 51 頁 (1988 年)。
- (76) 神崎克郎「証券取引所のなした株式上場廃止処分の適法性」判タ 274 号 90 頁。
- (77) 江頭憲治郎「商事判例研究・有価証券報告書の虚偽記載を理由とする証券取引所の上場廃止」ジュリスト 566 号 107 頁 (1974 年)。
- (78) 東京地判平成 18 年 7 月 7 日判タ 1232 号 341 頁。
- (79) 東京地判平成 24 年 9 月 24 日判タ 1385 号 236 頁。
- (80) 金商法 117 条 4 号は, 「金融商品取引所は, その業務規程において, その開設する取引所金融商品市場ごとに, 当該取引所金融商品市場における次に掲げる事項(会員金融商品取引所にあつては, 第一号及び第二号を除く。)に関する細則を定めなければならない……四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」と定めている。
- (81) 東京地判平成 21 年 12 月 4 日金商 1330 号 16 頁。