

〈市場サービス〉のアンバンドリング 〜取引所の上場管理機能について〜

伊豆 久

1 はじめに

ナスダック・ジャパン構想の発表も加わって、市場間競争が激しくなっている。競争は、定率会費(場口銭)の切り下げ、取引所集中義務の撤廃、取引所による立会外取引の導入、新興企業向けの新市場の開設、取引所による複数市場の開設、取引所売買システムによる非上場銘柄の取り扱い、など様々な形で進んできた。今後さらにこうした動きに拍車がかかっていけば、同時に〈市場〉機能の分解(アンバンドリング)も進行していくことになるであろう。例えば、取引所外取引の解禁は、事実上、上場管理のない流通市場が誕生したことを意味するが、こうなると、改めて〈市場〉とは何かが問われることになるであろう。それは、委託手数料の自由化が、ブローカー業務とは何かを問いながら、ブローカー業務を注文受注や投資アドバイスなどの各要素に分解しつつあるのと同じである。

こうした関心から、小稿では、取引所による上場管理機能について、店頭市場の登録管理も参考にしながら、考えてみたいと思う。例えば、取引所は発行会社からの上場申請を受け、上場審査を経て上場を決定しているが、店頭市場の場合、登録申請をするのは発行会社ではなく幹事証券会社である。その違いにはどのような意味があるのだろうか。そもそも上場にとって申請はどのような意味があるのか。また、取引所は上場会社に適時開示を求めているが、公開会社にとって情報開示は証取法上の義務である。取引所や証券業協会が独自に情報開示を求める目的は何か。上場会社は同時に会社情報の取引所への通告も求められているが、通告と情報開示の違いはどこにあるのか。あるいは、取引所は上場会社に投資単位の引き下げや投資家への利益還元を要請しているが、そうした要請を取引所がおこなう必然性はどこにあるのか。また、取引所は上場管理の対価として上場会社から上場審査料、上場手数料、年賦課金を徴収しているが、店頭市場の場合、登録会社が負担するのは登録料と登録管理料のみで上場審査料にあたる項目はない。しかも、九〇年以前には登録会社からの費用徴収はなされていなかった。では、公開会社の上場・登録費用負担の根拠はどこにあるのだろうか。など、当然のこととみなされてきた取引所の上場管理機能についても多くの論点が存在する。そのいくつかについて、問題を明確にするために思い切った単純化に努めつつ、以下、若干の検討をこころみた。

2 取引所の情報開示機能

はじめに、取引所の情報開示機能について見てみよう。⁽¹⁾ 証券の発行者による情報開示については、商法と証取法の規程がその中心となっている。現行証取法において、発行会社は、有価証券届出書の届出(第四条)、目録見書の作成(第二三条)、発行登録書の提出(第二三条の三)、有価証券報告書(第二四条)・半期報告書(第二四条の五)・臨時報告書(同上)の提出の義務を負う。さらに、第一六六条ではインサイダー取引規制の形で重要事実の公表が要請されており、第一九四条では上場会社の委任状の勧誘に関する規制が設けられ、また(発行会社に限らないが)公開買付届出書(第二七条の三第二号)の規程も設けられている。

こうした証取法による情報開示規制において、市場開設機関（証券取引所と証券業協会）も、一定の役割を担っている。発行会社は、有価証券届出書（第六条）、発行登録書（第三条の二）、有価証券報告書（第二四条第七号）、半期報告書・臨時報告書（第二四条の五第六号）の写しを、公開買付者は公開買付届出書（第二七条の三第四号）の写しを市場開設機関に提出しなければならない。そして市場開設機関の側は、提出を受けた書類を一般に公開する義務を負っている（第五条第三号、第二七条の一四第三号⁽²⁾）。

しかし、情報開示における市場開設機関の役割は、こうした証取法に規定されたものにとどまらない。取引所は、七四年六月の「会社情報の適時開示に関する要請」に始まり、最近では九八年六月の「立会時間中における会社情報の適時開示に関する要請について」に至るまで、たびたび、決算発表の迅速化、適時開示、インサイダー取引の防止を要請してきた。それらは、いずれも取引所理事長から上場会社代表者への要請にすぎなかったが、今年になって取引所は規則を改正して、上場会社への要請から上場会社の義務へと開示規制を強化している（有価証券上場規程第一二条⁽³⁾）。

また、日本証券業協会も八四年二月の「会社情報の適時開示について」などで決算発表の早期化など、同様の要請をおこなっている。

3 情報開示政策の目的

発行会社の情報開示について取引所や協会が一定の役割を担っている理由は、第一に、それが売買管理に必要なためだと考えられる。先に紹介した取引所の有価証券上場規程第一二条による上場会社の開示義務は、今年の規則改正前には、取引所への通告義務にすぎなかった。つまり、上場会社の義務は、投資家への開示ではなく、

取引所への連絡にすぎなかったのであって、この規則は「証券取引所がその売買管理に必要な情報を収集することに主目的が置かれており、投資者に対する情報開示としては機能していな⁽⁴⁾」かった。この点、関連規則「上場有価証券の通告等に関する規則」（ただし今年の改正前のもの）第三条は、上場会社からの通告だけでなく、取引所からの照会に対する報告義務を定めていたが、そこでは、「本所が上場有価証券の売買管理上必要と認めて照会を行った場合には」（傍点引用者）と規定されており、その目的が明記されていた。また、現行規則においても、上場会社は開示の前に、当該情報を取引所に説明することになっているが（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第二条の二）、この部分については、投資家への情報提供としての意味はなく、売買管理のためであることが明らかである。取引所が開示情報に関して上場会社に照会をおこなった際の報告義務（同規則第三条）についても同様である。

この点、日証協の規則は、現在でも協会への報告にとどめており（店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則（公正慣習規則第二号）第三〇条。ただし、報告された情報はその後協会によって公開される⁽⁵⁾。同第三三条）、市場開設機関による情報開示政策の第一の目的が売買管理にあることがより明確である。

また、前述のように証取法が、発行会社に証取法上の情報開示書類の写しを市場開設機関にも提出するよう求められているのも、その目的は同じである。

しかしながら、売買管理というだけでは、すでに述べたように、取引所が上場会社に通告だけでなく情報開示を義務づけたり、協会が報告内容の公開を進めたりしていることの根拠は説明できない。売買管理のためだけでは、情報を公開する必要はないからである。この点については、市場開設機関が自主規制機関として証取法の情報開示規制を補完している、との解釈が常識的かと思われるが、はたしてそうだろうか。証取法による情報

開示規制は、市場開設機関の独自の政策によって補完されなければ十分機能しないということなら、現行証取法が不十分だと考えるべきであろう。それよりむしろ、市場開設機関の投資家に対するサービス活動の一環と考えたほうが理解しやすいように思われる。上場・登録証券は、市場開設機関にとって〈商品〉であり、その品質を高めることは〈顧客〉である投資家（およびその委託を受けた会員証券会社）にアピールするために必要不可欠である。とすれば、売買管理も同様に、市場開設機関から投資家へのサービスと考えることができる。すなわち、投資家の自己責任を問うために必要な最低限の情報開示や売買管理については証取法が定めており市場開設機関はそれに従わなければならないが、同時に市場開設機関は、証取法の要請の範囲を越えて提供〈商品〉の質を高めることで投資家をより多く集めようとし、そのためにより高度の情報開示や売買管理をおこなっているのである。市場間競争という状況の下でこうした動きはさらに強まることになるであろう。取引所が上場会社に情報開示のみならず、投資単位の引き下げや増配等の利益還元を求めているのも、同じ目的から理解することができる。つまり、取引所は投資家に流動性を提供するだけでなく、その取扱〈商品〉の魅力を引き上げ、より多くの投資家を集めようとするのである。

こうした見方からは、証取法が市場規制機関に提出された開示書類を「公衆の縦覧に供」することを求めていることは理解できないが、この規定は、投資家に開示情報にアクセスしやすいようその利便性を図ったものに基づき、その場所が市場開設機関でなければならぬ論理的必然性はない。投資家が集まりやすい場所であればどこでもよいのであって、電子的な開示システムが整備されればその役割は意味を失うことになると推測される。それは、市場開設機関に内在的な情報開示機能ではないからである。

4 投資家へのサービス提供と発行会社によるコスト負担

取引所による情報開示等の投資家サービスは、しかし、取引所単独では提供することができず、上場会社の協力が不可欠である。ところが発行会社の側から見ると、市場開設機関に対してこうした協力をおこなうメリットは直接的には存在しない。そのメリットを享受するのは投資家や証券会社、それらを顧客とする市場開設機関なのである。それにもかかわらず投資家へのサービス提供に協力させるため、取引所は上場会社に上場契約書を提出させ、取引所規則の遵守を誓約させている。それによって上場会社は、取引所の規則に従って証取法の範囲を越えた情報開示等の措置をおこなわなくてはならないのである。上場契約書は、その名称からは上場に関する取引所と発行会社との契約をイメージさせるが、その性格・内容は、上場の契約そのものとは別個のものであり、上場後に上場会社に発生する義務に関する同意書とみなすべきである。⁶ 現行上場契約書の内容は、上場会社に関係のある取引所規則を順守すること、および上場廃止等の措置を受け入れることの二点から成っている。日証協の場合には、その点わかりやすく、「確約書」の名称で、登録会社に、規則順守等を記載した書面を提出させている。

すなわち、原理的には、上場と上場契約書は一体のものではない。にもかかわらず、発行会社が上場契約書や確約書を提出するのは、言うまでもなく、そうした負担を考慮に入れても公開による資金調達というメリットがあまりに大きいからにはかならない。そのため、上場会社は、情報開示など取引所の規則を守り、年賦課金などの負担にも応じているのである。しかし厳密には、上場会社の協力によって生産・提供されているサービスの直接的な享受者は上場会社ではなく投資家である。しかし現在のところ、このズレは、株式公開によって発行会社が得るメリットのあまりの大きさによって覆われているのである。

5 上場・登録会社と申請主義

しかし、上場によってメリットを受けるのは上場会社だけではない。上場にもなう流動性の向上は、投資家や証券会社にも大きな利益となる。そこから考えれば、投資家や証券会社によって上場が申請されるといったケースも、原理的には想定可能であろう。それに、そもそも株券は投資家のものであって発行会社のものではない。発行会社が譲渡制限を課していないとすれば、その売買の場所や方法についても制限は課せないと考えることもできる。また、現状でも、取引所が有価証券の上場（廃止）にあたって発行会社の申請を重要視しながら、それを上場（廃止）の十分条件とせず、最終的には取引所の判断によって決定しているのは、当然のことながら、そうした原則を否定できないからであろう。にもかかわらず、実際の上場においては発行会社による上場申請を必要条件としているのは、発行会社からのイニシアティブによる上場でなければ上場契約を結ぶことができず、ひいては投資家へのサービスである売買管理や情報提供のための通告や開示等の協力を得ることができないためだと考えられる。

対照的に、国債等の上場の場合に申請主義がとられていない（上場規程第二条）のも、そうした証券の場合には、そもそも証取法上の情報開示規制の対象外となっていることのほか、売買管理等の投資家サービスのために発行者からの情報開示が必要でないからだと考えれば整合的に理解できる。

あるいは、発行会社からの協力が担保されるのであれば、必ずしも発行会社自身による申請は必要でない。例えば店頭市場の場合には、登録の申請は証券会社がおこなうことになっている（公正慣習規則第二条第一項）。発行会社の協力は、登録を申請する証券会社が登録申請書に発行会社の確約書等を添付するという形で確保されているのである。つまり、上場の場合には、上場会社と取引所が直接的な関係に立つのに対して、店頭市

場への登録の場合には間に主幹事証券会社が入っており、例えば、前述の会社情報の報告でも協会への報告をおこなうのは証券会社であり（同規則第二号第三〇条第一項）、登録会社による協会への登録料等の支払いも、主幹事会社が発行会社から徴収した上で協会に支払うという二段階の手続きがとられている（同規則第九条第一項）。これは恐らく、店頭市場は、証券会社と投資家との相対売買によって取引が成立する市場であって、取引所市場のように市場開設機関の施設の中で需給が付け合わされる市場ではない、という原則論から導かれたものではないかと推測される。証券業協会の管理業務も、したがって、市場そのものを管理するというより、相対売買をおこなう証券会社を管理するところに重点が置かれてきたのであり、その結果、登録会社との関係も間接的なものとされてきたのではないだろうか。しかしながら、事実としては、需給のほとんどは協会の管理運営するJASDAQシステムで付け合わされているのであり、また、証取法上も有価証券市場と位置付けられたのであるから、取引所市場と店頭市場における発行会社との距離の違いには、本質的な意味はないと言えるのではないだろうか。であるとすれば、発行会社の協力が確保できれば、取引所が証券会社からの上場申請を受ける方法をとることも、協会が発行会社からの直接申請の方法をとることも、原理的には可能ではないかと思われる。

6 取引所外取引の場合

では、発行会社による取引所規則等の順守の確約なしに勝手に上場した場合にはどうなるのか、考えてみよう。これは一種の思考実験にすぎないが、すでに実施されている取引所外取引を勝手上場の一形態とみなすこともできよう。もちろん、上場株式の店頭取引は、協会の開設する店頭有価証券市場での売買ではない。そもそも証取法は協会が設立する市場での売買対象から上場証券を排除している（第六七条第一号）。しかし、店頭売買有価

証券が、店頭売買有価証券登録原簿に登録された証券と定義され、その登録が協会による「売買価格等の公表」のため（公正慣習規則第二三号第二条）であるところからすると、協会によってその売買価格等が公表される取引所外取引（上場株券等の取引所証券市場外での売買に関する規則第一三条）も、実態的には、上場株式の店頭市場への（勝手登録）に近い面があるとも言えるであろう。とすればそこでは、登録管理がなされていないことになる。証取法上の情報開示書類の写しが協会に提出されることもなく、発行会社から協会に重要事実が通告されるわけでもないのである。

そこでの売買管理の実際を見ると、まず、協会規則は「基準価格公表取引所」という概念を設けてそこでの価格を基準として価格制限を設定し（同規則第五条）、売買停止については当該株券の上場取引所が売買停止措置をとった場合が一番に規定されており（同規則第九条）、上場取引所の売買管理政策に大きく依存する形になっている。同じ有価証券の売買の場でありながら売買管理等をとまなう場と独自の十分な機能を備えない場が併存していることになるが、その理由の一つは、形式上、取引所外取引が有価証券市場ではなく、あくまで証券会社の業務の延長（証券業）に位置づけられているからであろう。証券業協会は取引所外取引のための市場を開設しているのではなく、取引をおこなう証券会社の不正を防止する観点から一定の規制を課しているだけだと言える。しかしながら、情報通信技術が発達し、かつ市場間競争が解禁されている今日、そのように証券業の機能と市場の機能を明確に区別することが可能なのか、といった疑問も残る。そしてもう一つの理由は、（市場）開設機関による独自の（上場）管理や売買管理を必要としない投資家が事実として存在するということである。メインマーケットで上場・売買管理サービスが提供されていれば、自分が実際に売買する（市場）では独自のサービス提供はなくてもよい、とする投資家である。むしろ、価格制限など売買管理が緩いということを自らのメリットとする投資家でもある。

このように考えると、投資家に適合した上場管理といった概念が現実には成立していると言える。さらには、例えば、売買をおこなう取引所に上場管理サービスはなくとも自己責任で投資をおこなえる機関投資家のみを対象とする取引所であれば、上場管理サービスの質を引き下げることが可能となる。そのときには、上場会社からの協力の必要性も低下し、したがって発行会社による上場申請や上場契約も不要となろう。ロンドン証券取引所における勝手市場をそのような市場と考えることも可能である。しかしその時にも、個別それぞれの投資家に自己責任を問えるだけの条件整備という意味での投資家保護とは区別される、市場全体としての公正さをいかにして維持・向上させるのかという意味での投資家保護の問題が、常に残ってしまうように思われる。

(1) 取引所の情報開示政策については、神崎克郎「証券取引所の開示政策の発展」『インベストメント』一九七九年四月号、鈴木竹雄・河本一郎『新版証券取引法』有斐閣、一九八四年、二二二―二二五頁、参照。

(2) 証取法が定める情報開示書類のうち、目論見書と委任状参考書類については、市場開設機関に写しの提出が定められていない。目論見書が提出対象外であるのは、その内容が有価証券届出書と重複するためであろう。他方、委任状参考書類の規制機関への提出が財務局長にとどめられている（上場株券の議決権の代理行使の勧誘に関する規則第六条）のは、当該参考書類は、既存の株主に交付されれば十分であり、潜在的投資家への情報提供や取引所の売買管理のためには不必要なものとの判断によるものと推測される。しかし、この参考書類も取引所への送付と公衆縦覧が義務づけられるべきであるとの意見もある（野村証券法務部編『注解証券取引法』有斐閣、一九九七年一三四九頁）。また、委任状勧誘規制を上場会社に限定していることにも合理的理由はないとの意見もある（神崎克郎『証券取引法新版』青林書院、一九八七年、二二六頁）。

- (3) 下村昌作「会社情報適時開示政策の上場規則化について」『証券』一九九九年九月号。適時開示については、従来より、規則化（義務化）の必要性が訴えられてきたが、長い間、時期尚早と判断されてきた。佐久間景義「会社情報の適時開示に関する要請について」『商事法務』六七二号、一九七四年七月五日。
- (4) 鈴木・河本前掲書、二二二―二二三頁。
- (5) 日証協では、この二月より、この公開をインターネットによっておこなう（JDS）予定である。
- (6) 証券取引法研究会「インベストメント」一九六五年一月号、九二頁。