

市場間競争と上場制度

伊 豆 久

要 旨

本稿は、証券取引所の上場制度を取り上げ、上場基準の変遷および上場管理の諸制度について検討したものである。

情報技術革命の広がり、証券取引のグローバル化、証券分野における規制緩和の進展によって証券取引システムは大きく変化しようとしている。とりわけ、市場開設機関どうしの本格的な競争の始まりによって、取引所は急激な変貌を遂げようとしている。

取引所は、その開設する市場において売買する証券を一定の要件を満たした銘柄に限定しているが、その適格性を維持するための制度が上場制度である。しかしながら、上場証券の適格性を判断する際の審査項目およびその基準は、時代の移り変わりとともに大きく変化してきた。そうした変化をどのように考えればよいのか、それが本稿の第一の課題である。

もう一つの課題は、市場間競争が進むなかで、上場制度を構成する要素のうちアンバンドリング（分解）可能な要素があるのか否か、アンバンドリングが生じるとすれば、それによって取引所はどのように変質するのか、を検討することである。例えば、取引所外取引の解禁は、事実上、上場管理を伴わない流通市場が誕生したことを意味する。このように、市場間競争は、従来、取引所が包括的に提供してきた様々な機能を分解し、それぞれの機能の存立根拠を質す契機になると思われる。

目 次

- | | |
|---------------|-----------------|
| I. はじめに | 3. 規定要因と経済構造 |
| II. 上場基準の規定要因 | III. 取引所の情報開示制度 |
| 1. 上場基準の変遷 | 1. 情報開示制度の二層性 |
| 2. 上場基準の規定要因 | 2. 情報開示制度の目的 |

IV. 上場契約書と上場申請

V. 店頭登録と上場

VI. おわりに—上場株券の取引所外取引

I. はじめに

市場間競争の進展によって、証券取引所はどのように変わるのだろうか。

日本における市場間競争は、当初、＜上場株券の注文獲得競争（立会外取引の導入、定率会費の引下げ、取引所外取引の解禁など）＞を中心としていたが、1999年のナスダック・ジャパン構想の発表を契機に＜新規上場企業の獲得競争（新興企業向け新市場の開設、上場企業の地域制限の撤廃など）＞へと深化している。

こうした変化のなかで、取引所とはそもそも何なのか、が改めて問い直されているように思われる。そこで本稿では、特に取引所の上場制度を取り上げ、若干の検討を行うこととした。

取引所は、その開設する市場において売買する証券を一定の要件を満たした銘柄に限定しているが、その適格性を維持するための制度が上場制度である。上場制度は上場審査制度と上場管理制度に分かれ、前者は事前的なチェック、いわば入り口での審査を行う場であり、後者は入場後も適格性を維持しているか否かの事後的・継続的なチェックを行う場とされる。しかしながら、上場証券の適格性を判断するために必要とされる審査項目およびその基準は、時代の移り変わりとともに大きく変化してきた。そうした変化をどのように考えればよいのか、それが本稿の第一の課題である。

もう一つの課題は、市場間競争が進むなかで、上場制度を構成する要素のうちアンバンドリング（分解）可能な要素があるのか否か、ア

ンバンドリングが生じるとすれば、それによって取引所はどのように変質するのか、を検討することである。例えば、委託手数料の自由化は手数料を引き下げるだけでなく、ブローカー業務を注文受注・執行・保護預り・投資アドバイスの提供などのサブファクターに分解しつつある。固定手数料制の下では一まとまりのものであったサービスが分解され、個別のサービスそれぞれについて、その付加価値に見合った「市価」が付けられようとしているのである。市場間競争によって、取引所にも同様のことが起きる可能性がある。例えば、取引所外取引の解禁は、事実上、上場管理を伴わない流通市場が誕生したことを意味する。あるいは、清算機関の独立化の動きは、これまでひとつながりのものであった注文の付合せと清算をアンバンドリングするものである。このように、市場間競争は、従来、取引所が包括的に提供してきた様々な市場機能を分解し、それぞれの機能の存立根拠を質す契機になると思われる。

本稿では、以上のような関心から、以下、まず上場基準の規定要因を整理し、次に上場管理における制度・手続きについて検討することとする。

II. 上場基準の規定要因

上場制度の中心は、上場基準にあるとされる¹⁾。そこで、まず、上場基準の変遷について検討しよう。上場基準に関してはすでに優れた研究があるが、ここでは、最近の新市場開設ブームを念頭に、上場基準を規定する要因、そ

それぞれの要因の影響力を左右する経済構造の変化、の整理を試る。

1. 上場基準の変遷

戦後の上場基準の変遷を振り返って見ると、まず気がつくのは、その変更の回数が非常に多いことである²⁾。

東京証券取引所（以下、東証）を例に見てみよう。1949年に取引所が再開された時の上場基準は、設立後年数（2年以上）、資本金（1000万円以上）、株主数（300人以上）だけの、極めて簡素なものであった。ところが50年代に株式の買占めが頻発すると、株式分布や売買高などの流動性に関する要件が新たに加えられ、上場基準が引き上げられている。しかし、上場のハードルが高くなると、取引所外での取引（店頭市場）が拡大し、当時の整備されていない店頭市場での売買が問題視されるようになる。そこで店頭銘柄を取引所市場に取り込むべく第二部市場を創設することになり（61年）、資本金や株主数の必要条件を半分にするなど、上場基準は大幅に緩和された。ところが、それによって財務基盤の脆弱な企業も上場されることになり、二部市場に上場した企業が相次いで倒産するという事態が生じた。すると上場基準は再び厳格化の方向に進み、純利益額（64年）、純資産額（72年）などが導入されている。そしてその後、高度成長が終わり、産業構造の変化への対応が主張されるようになると、東証では83年に全面的な基準引き下げが行われ、大阪証券取引所（以下、大証）では新二部市場が設立されるなど、基準は再び引き下げに向かっている。そして、99年、東証のマザーズ市場創設に見られるように基準は大幅に緩和され、後述するように上場基準の性格そのものも大きく様変わり

した。

つまり、戦後だけを見ても、上場基準は、買占め対策としての引き上げ→二部市場創設に伴う引き下げ→上場直後の倒産を防ぐための引き上げ→中小企業育成のための引き下げと、その変遷は目まぐるしい。こうした変化は、「基本的には国家の経済政策の動向に依存³⁾」したものであり、「それぞれ現実の要求に応じた結果⁴⁾」であるが、一般化すれば、上場基準を規定する要因は以下のように整理できると思われる。

2. 上場基準の規定要因

上場審査基準を規定してきた第一の要因は、政府による産業政策的な業種・企業選別という目的であろう。特定の産業や企業を育成するため、それら企業をより積極的に上場させるというものであり、産業政策を金融面から支える役割を果たす。とりわけ資金不足下においては、特別な資金調達手段の付与が重要な国家政策となることは言うまでもない。

極端な例ではあるが、戦時下の日本証券取引所の上場基準において、政府の上場証券管理権が広範に認められていた⁵⁾のはその典型である。戦後においても、取引所再開時の上場基準が極めて簡素であったのは、「国家再建に必要な産業、すなわち輸出産業、基礎産業、外資関係事業、公益事業に関係をもつ発行会社の株券を、ほかに優先して選択する方針を明確する」ためであった⁶⁾。このことは、裏返せば、「国家再建に必要」でない産業に属する企業については上場を認めない、少なくとも優先しないということである。上場が難しいとされる業種範囲は産業構造の変化とともに変化・縮小しているが、今日においてもそうした暗黙の制限が完全

に徹廃されたとは言えない。それも広い意味での産業政策の一環ということになる。

産業政策的な裁量的資金配分という機能は、投資家保護の実現という取引所の本来の使命とは区別されるべき目的であるが、こうした二重性は、例えば、マクロ・レベルでの流動性の適切な供給・管理を目的とするはずの日銀が、高度成長期には、適格担保社債事前審査制度や優遇手形制度などで特定産業・企業への優先的な資金供給機能を担っていたのと類似している。

上場基準におけるこうした産業金融的要素は、61年の第二部市場創設以降、一旦弱まっていたが、80年代以降、ベンチャー企業育成といった観点から復活し、99年からの新市場ブームにつながっている。とはいえ、かつては上場審査権をもつ取引所と上場承認権をもつ大蔵省によってなされていた上場企業の選別が、今日ではより大きく市場メカニズムに委ねられようとしているところに違いがあると言えるであろう。98年の法改正によって、それまでの大蔵省による上場承認制が届出制に改正されたのはその現れの一つである。

上場基準を規定している第二の要因は伝統的な投資家保護論によるもので、優良な証券のみを上場すべきだという考え方である。この場合には、収益や純資産などの企業業績や設立後経過年数が重視されることになる。優良な証券といっても投資家にプラスのリターンや元本を保証するものでない以上、この投資家保護論には論理的に曖昧な部分が残ってしまうが、それでも倒産リスクの高い会社を市場から排除する一定の効果があることは否定できない。

また、社会的評価の高い会社に限定された上場は取引所市場のステイタスを引き上げ、翻って、そこに上場されている会社全体の評価を押

し上げる機能をもつ。そうなれば、会社は、資金調達だけでなく、社会的名声のためにも上場を希望するようになる。そうした状況は、先に述べた産業政策上の目的からも好都合であるし、取引所経営上も上場会社からの年賦課金等の徴収を容易にするというメリットがある。しかしその一方で、上場証券を限定すれば、取引所市場での売買対象の数が制限され、取引所外での売買が増加することになる。といって、上場基準を緩和すれば、上場会社全体の社会的評価を下げ、既上場会社の反発を買うという矛盾が生じる。そこで考え出されたのが、二部市場など、一部市場とは区別された新市場を取引所に創設するという便法である。

上場基準を決定する第三の要因は、いわば新しい投資家保護論である。それは、投資家保護概念から投資価値の保証というニュアンスを完全に排除し、投資家保護を投資家に自己責任を問えるに十分な条件を整備すること、と再定義するものである⁷⁾。したがって、この要因の影響力が高まると、会社の利益水準や設立後年数は意味を失い、反対に上場会社のディスクロージャー体制や、十分な流動性を維持できるだけの上場株数・浮動株数などが重視されることになる。そもそも過去の業績がどうであっても将来の業績を正確に予測することができない以上、過去の利益水準などから証券の優良性を判断することは不可能だからである。さらにこの議論を突き詰めれば、上場会社の業態が産業政策上望ましいか否かも上場基準とは関係ないことになる。投資家に自己責任を問うことを大前提とする証券市場に産業政策を持ち込むことは矛盾しており、そもそも資金配分は当局の裁量ではなく市場メカニズムに委ねるべきだと考えられる。さらに、一般投資家に等しく投資対

象として公開された証券に、一部、二部などの曖昧なランク付けを行うことも投資家に無用の誤解を与えるだけであろう。それよりも、情報開示や流動性の確保など、投資家に自己責任を問える条件を整備できている証券のみを上場の対象とすべきである、との考え方である。

そして上場基準の決定においては、第四に取引所経営上の観点からの市場振興という目的も一定の役割を果たしている。新しい証券の上場は、取引所にとっていわば<商品の仕入れ>を意味する。数多くの、魅力的な売買対象の上場は、上場手数料・売買手数料を増やすことになる。＜顧客＞である投資家や仲介業者のニーズに応えることは、取引所の＜経営＞にとって不可欠である。例えば、指数デリバティブ商品の上場の主たる目的は、バスケット取引を行う機関投資家やその注文を受ける証券会社にリスクヘッジ手段を提供することであり、その性格は、先に述べた産業政策上の目的や優良証券上場主義とは大きく異なる。取引所の経営が護送船団的に保護されている時には、こうした市場新興策上の要因が表に出ることがないが、市場間競争（さらには合併や解散）の脅威にさらされれば、たとえ法律上利益追求を禁止されていたとしても、経営上の判断が上場政策にも強く反映されるようになるのは避けることができない。2000年の証取法改正によって取引所の株式会社化が可能となったが、それが実現すれば、上場基準においても、取引所経営という観点のウエイトがより大きくなるであろう。

3. 規定要因と経済構造

単純化して言えば、以上四つの要因が、その時々の経済状況などによりウエイトを変化させながら、上場政策を規定してきたと考えられ

る。

例えば、東証が1963年に発行した10年史、74年発行の20年史では、上場制度の基本理念が＜国民投資の安全性と健全性＞と＜企業資本の育成＞の二つにあることが強調されている⁸⁾。＜投資の安全性と健全性＞とは、第二の要因として述べた伝統的な投資家保護論であり、＜企業資本の育成＞とは第一の要因として述べた産業政策的目的に当たるであろう。しかし、時代が下ると、上場基準に関するこうした考え方は取引所自身によって否定されるようになる。東証の94年のガイドブックは、上場審査について「投資者保護の見地から、一定の要件を備えた優良な証券を投資者に提供するという考え方に基づくもの⁹⁾と説明しており、優良証券の概念は残っているものの、＜企業資本の育成＞といった言葉は姿を消している。ところがさらに下って99年のマザーズ市場の制度要綱を見ると、新市場の目的として「新興企業の資金調達を円滑にし、新たな産業の育成に資する」ことが挙げられ、企業金融への貢献が復活している。と同時にそこでは＜優良証券＞の言葉が消えて、逆に「投資者に多様な投資物件を提供する」（傍点引用者）ことが新市場の目的に加えられている。その一方で、上場会社には四半期毎の情報開示などが義務付けられ、東証上場基準における投資家保護概念が大きく変化したことを物語っている。

こうした例からもわかるように、前述の四つの要因は、それぞれの時代の経済構造によってそのウエイトを変化させているのであるが、それを左右するのは、①企業の資金調達のあり方、②産業構造の流動性、③投資家層の性格、④証券市場における政府の役割、であると考えられる。

例えば、戦前のように大企業の資金調達が内部金融中心であれば、上場は、発行企業への資金供給という機能を果たすことがなく、むしろ投資家向けの商品提供という側面が強くなる。また、発行市場が機能しなければ大衆投資家を育成する必要もなく、結果的に投資家層の中心は投機的な個人投資家とならざるを得ない。ここでは、優良証券上場主義が意味を持たず、また、自己責任を問うためにことさら条件を整備する必要もない。

ところが敗戦後、高度成長期を迎えると企業の資金ニーズは急速に高まり、株式の発行による資金の調達・自己資本の充実が強く求められるようになる。ところが、金融資産の蓄積が十分でなかったため、株式市場においても、限られた資金を上からの誘導によって配分することが求められたと言えるであろう。また、発行市場の拡大は、財閥の解体とあいまって、零細資金の株式市場への取り込みを要請し、その過程で生じた株式投資の急激な大衆化が、預金者保護と類似した内容をもつ投資家保護概念を必要としたのである。

こうした歴史を踏まえて、99年からの新興企業向け新市場の設立競争を整理すれば、①情報通信革命に象徴される産業構造の変革期にあって、新興企業の上場を促進すべきとのニーズが強いものの（産業構造の流動性の上昇、企業の資金ニーズの高まり）、②そうしたニーズに、高度成長期に見られたような政府主導による産業政策で応えることは、規制緩和・市場主義という現在の潮流の中で容易でなく（証券市場における政府の役割の縮小）、さらに、市場主義の台頭は、③投資家保護概念の新旧交代を推し進めてディスクロージャー等の基準を厳格化する一方で、利益基盤の不安定な企業にも上場へ

の道を開き、かつ、市場間競争という形をとって、④高度成長期には「邪道」¹⁰⁾とまで言われた取引所経営を意識した市場振興策的な上場を取引所に強請するに至っている、ということになるであろう。

Ⅲ. 取引所の情報開示制度

次に、上場制度のもう一つの柱である上場管理について見てみよう。上場管理のあり方は、上場基準ほど直接的には上場企業の選別に影響を与えることがなく、またテクニカルな性格がより強いいため、検討の対象とされることが比較的少なかったように思われる。しかし、変化する今日の上場制度の意味を考える上でも極めて重要であることは言うまでもない。以下では、上場管理における情報開示制度、上場契約書、上場申請主義等の制度・慣行の意味を検討する。

1. 情報開示制度の二層性

まず、現在の上場管理の中心に位置する情報開示制度¹¹⁾を取り上げるが、取引所の情報開示制度は、上場基準と異なり、証券取引法（以下、証取法）上の情報開示制度と重複・類似している点が大きいため、取引所独自の制度としての性格が弱い。すなわち、上場証券に関する現在の情報開示は、（商法にもとづく開示をおくとして）証取法レベルと取引所規則レベルの二層から成っているのであるが、はじめにその点を確認しておこう。

証取法は、上場会社に対して、有価証券報告書（第24条）等¹²⁾の各種情報開示書類を提出する義務を課し、さらに第166条ではインサイダー取引規制の形で重要事実の公表を求め、第

94条では上場会社の委任状の勧誘に関する規定、また公開買付届出書（第27条の3第2号）の規定を設けている。上場会社は、上述の情報開示書類の写しを取引所に提出しなければならず、取引所は、提出された書類を一般に公開する義務を負っている（第5条第3号、第27条の14第3号）。

そして、こうした証取法上の情報開示規制の上に、証券取引所独自の情報開示制度が存在する。例えば、今日最も重要な情報開示手段といてよい決算短信制度の直接的根拠は、証取法ではなく取引所の情報開示政策にある。東証は、74年6月の「会社情報の適時開示に関する要請」に始まり、たびたび、決算発表の迅速化、適時開示を要請してきた。そして99年には規則を改正して、取引所レベルの情報開示を、上場会社への要請から上場会社の義務へと強化し（有価証券上場規程第12条）¹³⁾、今日に至っている。

このように、上場会社の情報開示制度は、証取法レベルと取引所レベルの二種類に区別することができるが、では、取引所が独自の情報開示制度をもつ意味はどこにあるのだろうか。

2. 情報開示制度の目的

情報開示について取引所が独自の役割を担う理由は、第一に、それが上場管理を行うために不可欠だからである。上場会社の経営に重要な変化が生じた場合、取引所は、売買停止、管理ポスト・整理ポストへの移行、上場廃止等の上場管理上の措置をとる必要があり、情報開示はそのための情報を提供する役割を果たしている。しかしそれだけであれば、会社は情報を開示する必要はなく取引所に連絡するだけでよいはずである。実際、取引所の有価証券上場規程

第12条による上場会社の開示義務は、99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99年以前の取引所規則上は、公衆への情報開示はあくまで要請であり、上場会社に義務付けられていたのは取引所への通告だったのである。このことは、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」かった¹⁴⁾ことを示している。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2条の2）、この部分については、その目的が上場管理のみにあることが明らかである。

また、前述のように、証取法が、上場会社に証取法上の情報開示書類の写しを取引所に提出するよう求めているのも、取引所が市場開設機関として必要とする上場管理のために便宜を図っていると解釈できる¹⁵⁾。

しかしながら、売買停止などの上場管理のためだけであれば、取引所が上場会社に（99年以降）通告を超えた開示を義務付けていることの根拠・目的は説明できない。では、なぜ取引所は開示を要請（さらには義務化）してきたのだろうか。この点については、取引所が「証券取引法の企業内容開示制度を補完し、企業内容開示の一層の徹底を図」っている¹⁶⁾、との解釈が常識的かと思われるが、取引所はどのような意味で証取法を「補完」しているのだろうか。証取法のみによる情報開示と、取引所によって「一層の徹底」が図られた後の情報開示とのレベルの違いにはどのような意味があるのだろうか。こう考えると、証取法上の情報開示（およびそれによって実現される投資家保護）と、取

引所規則によって「補完」された情報開示（およびそれによって実現される投資家保護）の間には小さいながらも確かな差があることになる。そして、その差は取引所から投資家に対する<サービス>としての機能をもっているのではないだろうか。そして、この<サービス>の提供が、取引所が独自の情報開示制度をもつ第二の理由ではないかと考える。

すなわち、投資家の自己責任を問うために必要最低限の情報開示は証取法が直接に定めているが、その一方で、上場証券は取引所にとって<商品>であり、<顧客>である投資家にアピールするためには、その品質を高めることが必要となる。そこで取引所は、開示される企業情報の適時性・正確性等の質および量の向上を図ろうとするのである。先に述べた上場基準決定要因で説明すれば、第3の要因（新しい投資家保護論）と第4の要因（取引所振興策）が結合して、取引所に情報開示政策の拡充を求めている、ということになる。取引所による情報開示制度の規則化が市場間競争の本格化とほぼ同じ時期に行われたのは、偶然ではない。

であるとすれば、東証が、上場会社に投資単位の引き下げや増配等の利益還元を求め、表彰制度まで設けているのも、投資家への魅力的な<商品>の提供という点で、証取法に上乘せされる情報開示とその目的は同じだと解釈することも可能であろう。ただそれらは、投資家保護とは直接的な関係がないために、法の規制と重なる情報開示と性格が異なるように見えるだけなのである。

取引所独自の情報開示制度に投資家への<サービス>の部分が含まれるとすれば、逆にそれをカットすることで<低コスト>をアピールする取引所が現れることも想定不可能ではな

い。例えば、機関投資家に対してであれば、自己責任を納得させるために必要な条件は零細個人投資家に比べて低くなり、なかには取引所による情報開示政策やさらには上場管理を不要とする投資家も少なくないであろう。極論すれば、売買の場さえ提供されればよいと主張する投資家も存在するはずである。そうした投資家を主たる<顧客>とする取引所であれば、コストをかけて<サービス>を提供するよりも、余分な<サービス>は省いて執行サービスを低手数料で提供することだけに特化したほうがよいとの経営戦略もありえる。その時には有価証券市場は必然的に上場管理を伴うとの前提は崩れ、売買機能と上場管理機能はアンバンドリングされることになる。こうした仮定には、そうした取引所は取引所ではなく ECN や ATS にすぎない、との批判が考えられるが、市場間競争の現状（とりわけ米国の）を踏まえれば、取引所市場と非取引所市場の間に明確な境界を設けることは容易でないように思われる。

IV. 上場契約書と上場申請

前節では、取引所の情報開示制度の目的について見てきたが、次に取引所がどのようにして情報開示を行いうるのか検討しよう。というのも、取引所による情報開示という投資家向けの<サービス>は、取引所単独では<提供>することができないからである。言うまでもなく、開示情報を<生産>するのは上場会社であって、取引所は上場会社に情報開示を行わせているに過ぎない。

上場会社による情報開示は、前節で確認したように取引所にとっては大きな意義が存在するが、発行会社からすれば、そうした作業を行っ

て取引所に協力するメリットは直接的には存在しない。情報開示の利益を享受するのは投資家や証券会社、それらを<顧客>とする取引所であって発行会社ではない。上場会社には、本来、重要情報の開示や通告を行うインセンティブが存在しないのである。上場制度の上でこのジレンマを解決する役割を果たしているのが、上場会社による上場契約書の提出¹⁷⁾であると思われる。

上場契約書は、その名称からは上場を契約する書面をイメージさせるが、その中身は、上場の契約ではなく、上場に伴って発行会社に発生する義務に関する一方的な同意書である。「上場契約書の性格は、その名称にもかかわらず、上場有価証券の発行者から本所（東証－引用者）に提出する約諾書であり、これにもとづく義務は、その発行者が一方的に負担」することになる¹⁸⁾。そしてこの契約によって上場会社は、証取法の範囲を越える情報開示を含めた取引所規則遵守の義務を負うことになるのである^{19) 20)}。

となると、次には、上場会社はなぜこうした上場契約書を提出するのか、さらに、上場契約書が上場を契約するもの（上場を成立させるもの）でないなら上場は一体何によって成立するのか、という疑問が生じる。後者については、「上場は、特定の有価証券に有価証券市場（現行法では取引所有価証券市場－引用者）における売買取引適格を附与する取引所の一方的行為（有価証券上場規程七条により理事会が行う）であって、その効力の発生は大蔵大臣の承認（現行法では大蔵大臣への届出－引用者）にかかっている」と解釈されている²¹⁾。上場（および上場の廃止）それ自体は、原則として、取引所が単独で行う一方的な、その意味で勝手な行

為であり、そこに発行会社の意志が関与する余地は存在しない。したがって、取引所の開設する市場において当該株券を売買対象と定める行為である上場そのものには発行会社の同意は必要でないのであるが、上場後（の上場管理のための通告や投資家向け<サービス>のための情報開示）には会社の協力が必要となるため、取引所はそれを担保するために上場契約書を提出させている、ということになる。

取引所の有価証券上場規程が、株券の上場に於いて発行会社の上場申請を前提としている（上場申請主義）のも、上場管理のためには上場契約書にもとづく通告等の取引所規則遵守が必要であるというところに由来するに思われる。発行会社からの申請がないままの上場であれば上場契約書を提出させることが困難となり、上場管理に支障をきたすからである。国債等の上場の場合に申請主義がとられていないのも（上場規程第2条）、そうした証券の場合には、上場管理上も発行者からの情報開示や通告が必要でないからだと考えられる。また、すでに上場されている会社の新株に対しては大蔵大臣の命令により、発行会社の申請や同意がないまま強制的に上場させること（証取法第111条）が可能なのも、すでに上場している会社の場合には、情報開示や通告などに関して新たな負担が発生することがないからである²²⁾。あるいは、東証が、個別株オプションの上場対象を原株が東証に上場されているものに限っている（株券オプション取引に関する業務規程、信用取引及び貸借取引規程並びに受託契約準則の特例第4条第1項）のも、発行会社に新たな負担を課すことを避けるための措置だと考えられる。さらには、前述のように上場管理を行わない市場を想定すれば、その場合には上場契約書

もその前提としての上場申請も必要でないことになる(いわゆる勝手上場)。つまり、情報開示が不要(そのため上場契約や上場申請が不要)となるのは、一つには、国債やデリバティブ商品のように投資家保護に情報開示が不要である証券の場合であり、もう一つは自己責任を納得させるために取引所独自の情報開示を不要とする投資家の場合であると言える。

また、上場申請の目的が発行会社の協力確保にあるのであれば、それが保証される限りで、形式的な上場申請者は会社自身である必要もない。店頭市場の場合、店頭有価証券市場への登録申請は、発行会社ではなく、幹事証券会社が行うことになっている(公正慣習規則第2号第3条第1項)。情報開示等の発行会社の協力は、登録を申請する証券会社が、先に述べた発行会社の確約書等(注18参照)を登録申請書に添付するという形で確保されているのである。

あるいはまた、原理的に考えれば、そもそも上場申請を発行会社が行うことには素朴な疑問が残る。株式は会社のものではなく株主のものであり、上場や上場廃止について発行会社に一定の権限をもたせることは不当だとも考えられるからである。自分のものでないにもかかわらず、なぜ発行会社がその売買の場所や方法を指定する申請を行うことができるのだろうか。譲渡制限を課していなければ、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。

にもかかわらず、実際の上場では発行会社による申請を必要条件としているのは、述べてきたように、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難しく、ひいては証取法の要請する上場管理およびそれに上積みされる投資家への<サービス>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。ただ、上場廃止の場合には、上場の場合と異なって、その後、発行会社に協力を求める必要がなく、かつ投資家に与える影響がより大きいいため、上場規程上も、発行会社からの廃止申請を前提とせずに²³⁾取引所が単独で廃止を決定できる(第16条)とされているのであろう。

では、以上のような上場手続きを発行会社の側から見るとどうなるのだろうか。取引所への通告や情報開示などそれ自体は、発行会社にメリットをもたらすものではない。それにもかかわらず、発行会社が上場契約書を提出し、さらには、上場手数料、上場審査料、年賦課金の負担にも応じているのは、言うまでもなく、そうした負担を考慮に入れてもなお上場に伴う資金調達や上場会社としての社会的名声獲得のメリットが大きいからにほかならない。戦前の取引所が上場関係手数料を徴収できなかったことは、そのことをいわば裏側から説明してくれる。上場手数料を徴収しはじめた経緯について、東証の所史は次のように述べている。「戦前の証券取引所は資本市場としての性格または機能が等閑視され、むしろ商品にたいする保険取引の当事者を中心に考え、上場有価証券はそのための対象物にすぎなかった」。ところが戦後は、「上場制度の確立という正常な経路をへて」「国民経済における信用機構の一環としての地位を占めるにいたり、産業資本調達の場合として上場会社にたいし重要な役割を」果たすようになったため、上場会社に対して「証券取引所の確立に寄与する一端として資金的協力を求め」るようになったのである²⁴⁾。

V. 店頭登録と上場

以上、取引所の上場制度について見てきたが、述べてきた内容は、ほとんどそのまま店頭市場における登録制度にも当てはまる。ただ、大きな違いは、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、店頭登録の場合には、あいだに主幹事証券会社が入り、市場開設機関である日本証券業協会（以下、協会）と発行会社の関係が間接的なことである。言い換えれば、証券会社の役割がより大きく、協会はいわば証券会社のうしろから市場を支える形になっている。

例えば、登録の申請を行うのは発行会社ではなく証券会社であり、発行会社の確約書（上場契約書に相当）等の書類も証券会社が発行会社から徴収した上で協会に提出することになっている。また、登録の審査も、登録基準は協会が定めるものの（証取法第76条第1項第1号、公正慣習規則第2号第5条）、審査そのものは幹事証券会社が行い、協会の役割は、「会員が行った当該株券の発行会社に対する審査が十分に行われているかどうかを確認」する（同規則第8条第1項）にとどまっている。あるいは、会社情報の報告でも協会への報告を行うのは登録会社ではなく証券会社であり（同規則第30条第1項）、登録会社による協会への登録料・登録管理料の支払いも、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9条第1項）。

店頭登録と取引所上場のこうした違いは、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

が会合する市場ではない、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。店頭市場における協会の役割は、直接的には、売買のある市場そのものの開設・管理ではなく、売買を行っている証券会社の管理にすぎないという理屈である。したがって、極論すれば、証券会社がどの銘柄を売買するかは証券会社の自由なのであって（それゆえその審査は証券会社が行えばよい）、発行会社と市場との関係は証券会社が管理・決定すべき範囲にある。協会の役割は、売買の不正を防ぎ価格形成の公正を確保するという観点から、証券会社に対して売買価格の報告を求め、それを公表することに限られているのである。その価格公表を行う銘柄として協会が店頭売買有価証券登録原簿に登録することが、いわゆる店頭市場への登録であり（公正慣習規則第2条）、そこに登録された証券の売買市場が現在の店頭売買有価証券市場（証取法第75条第1項）にはかならない。

しかしながら、こうした取引所市場と店頭市場の区別は本質的なものではないように思われる。実際、証券市場における店頭市場の重要性が高まるにつれて、店頭市場の登録手続き・登録管理における協会の役割は少しずつ拡大し、取引所の上場手続きに近づいている。例えば89年の規則改正では、登録審査の際に、協会が「発行会社に対し、必要があると認める時には、事情聴取又は資料の徴求を行うことができる」（公正慣習規則第8条第3項）ようになり、あるいは、以前は「申請協会員は、（中略）発行会社の内容について十分審査し」という形で証券会社の裁量に委ねられていた重点審査に関する規定が92年の規則改正により「次の各号に掲げる事項を重点に十分審査し」と改められ、重点審査の項目自体を協会規則で定める

ようになっている(同規則第4条)。発行会社と主幹事証券会社の関係に協会自身がより積極的に関与する方向に向かっているのである。

反対に取引所市場においては主幹事証券会社の役割が拡大しており、店頭市場への接近が見られる。例えば東証のマザーズ市場では、実質的な上場審査が証券会社の引受け審査に委ねられ、店頭市場における登録審査に近づいている。

もちろん、現行規程上の定義では、上場は売買の対象としての認知、登録は価格公表の対象としての認知であって、両者は概念上明確に異なる。しかしこれも、取引所市場はオークションマーケット、店頭市場はディーラーマーケットであるという前提に基づくものと思われる。取引所が売買市場の場を開設するのに対して、店頭市場は売買の場を開設するのではなく、その価格の公表・監視を行うだけだからである。しかしながら、そもそも、取引所市場と店頭市場をオークションマーケットかディーラーマーケットかで区別することには必然性はない。ディーラーマーケット制度をとる取引所も外国には存在するのであり、また日本の店頭市場は今日まで事実上オークションマーケットであった。また、売買手法がどちらであれ、実際には、価格公表の対象と売買の対象は同一であり、そこに本質的な違いは存在しないと思われる。

そして、何より重要な点は、取引所であろうと協会であろうと、(とりわけ98年の証取法改正以降は)同じく有価証券市場を開設するものとして、証取法が求める投資家保護のための必要な措置を講じなければならない上に、市場間競争において同じ土俵に立って投資家への<サービス>を競い合う関係にあることである。

そうした現状を踏まえれば二つの市場における上場・登録手続きの性格を区別することに原理的な意味はないように思われる。であるとすれば、それぞれの市場開設機関が従来の上場・登録手続きに固執する必要も大きくはないのではないだろうか。すなわち、取引所が現在の店頭市場のように上場申請を証券会社から受ける形とし、上場審査を証券会社に委ねることも論理的には不可能ではないであろう。いわば上場審査のアウトソーシングである。その他の点も含めて、取引所の上場制度と店頭市場の登録制度の違いは徐々に小さくなっていくと思われる。

VI. おわりにー上場株券の取引所外取引

最後に、上場制度のない市場の例として上場株券の取引所外取引を見てみよう。

取引所外取引は、98年の証取法改正により上場証券の取引所集中義務が撤廃されたことで可能となったが、それが、取引所市場や店頭市場での売買と異なるのは、本稿に関係するところでは、上場管理なき売買市場となっている点である。売買を管理している協会に対する発行会社からの会社情報の通告義務は存在せず、したがって、上場契約書(確約書)の提出も上場申請(登録申請)もなされていない。

そうしたなかで売買の公正を維持するために、当該株券を上場している取引所の上場管理をそのまま利用するという方法が採られている。例えば、価格制限については、「基準価格公表取引所」という概念が設けられそこでの価格を基準として価格制限が設定されている(上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則第5条)。売買停止についても当該

株券の上場取引所が売買停止措置をとった場合と規定されている（同規則第9条）。当該株券を上場している取引所の上場管理政策に依存する形で、売買の公正が図られているのである。

独自の市場管理を持たない売買市場が存在することになるが、こうしたことはなぜ可能となったのであろうか。その第一の理由は、価格発見機能が制限されていることに加えて、取引所外取引は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）であると見なされているからであろう。しかし、このことは裏返せば、市場管理を伴った市場が有価証券市場であり、そうでない市場は有価証券市場ではなく証券業の延長だとの前提が存在することを意味する。いわゆる PTS 業務が証取法上、証券業の一つに位置づけられているのも（証取法第2条第8項第7号）そうした理解にもとづくように思われる。対照的に取引所や協会による有価証券市場の場合には、市場開設機関の規則によって上場・上場廃止（登録・登録取消）の基準と方法を定めなければならず（同法第76条、第108条）、上場・登録管理を義務付けられているのである。しかしながら今日、証券業の機能と市場の機能をそのように区別することがどこまで可能か、疑問も残る。例えば、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2号第2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13条）も、その市場としての基本的性格は、店頭市場と大きく異ならないように思われる。

取引所外取引が解禁されたもう1つの理由

は、市場開設機関による独自の市場管理や売買管理を必要としない投資家が存在するという点である。メインマーケットで市場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そうしたサービスはなくともよい、さらには市場開設機関の規則による情報開示は必要としない投資家である。それらはむしろ逆に、売買報告などの規則が緩いことを自らのメリットとする投資家でもある。であるとすれば、ここでは、＜（特定の）投資家に適合した市場管理＞といった概念が成立していると言えるかもしれない。売買を行う市場での管理サービスはわずかでも、それを自分で補える機関投資家のみを対象とした市場であれば、サービスとしての、さらには投資家保護のための市場管理のレベルを下げることも可能となる。そのときには、発行会社の協力を市場開設機関が要請する必要性も低下し、したがって発行会社による市場申請等も不要となろう。市場間競争がそこまで進めば、市場管理を伴う売買の場を有価証券市場とする現在の考え方から、売買の場をそれだけで市場とし、市場管理はそれに付加されるもの、とする、これまでとは逆の考え方も可能となるかもしれない。

しかしその時には、取引所の特殊性の多くは失われ、同時に、市場全体をカバーする投資家保護措置の拡充が別途必要となるように思われる。市場開設機関に投資家保護機能を担わせることと、同機関を競争にさらすこととは、本質的に両立しがたいからである。

注

- 1) 鈴木竹雄・河本一郎『新版証券取引法』有斐閣、1984年、427頁。
- 2) 市場基準の変遷については、神木良三『証券市場理論の展開』見洋書房、1989年（第3章わが国証券市場政策の変遷）、鈴木・河本前掲書427-30頁、参照。
- 3) 神木前掲書71頁。

- 4) 鈴木・河本前掲書430頁。
- 5) 神木前掲書56頁。
- 6) 『東京証券取引所10年史』1963年、制度編4頁。なお同書の文章には読点が付されていないが、適宜挿入した(以下、同書からの引用に関して同じ)。
- 7) 新しい投資家保護論については、上村達男「投資家保護概念の再検討ー自己責任原則の成立根拠」『専修法学論集』第42号、1985年参照。
- 8) 前掲『10年史』制度編2-3頁、『東京証券取引所20年史』1974年、463頁。
- 9) 東京証券取引所調査部編『東京証券取引所ーその機能と仕組みについて』1994年、58頁。
- 10) 証券市場研究会「証券上場と証券取引所の立場」『インベストメント』1965年6月号、55頁。
- 11) 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』1979年4月号、鈴木・河本前掲書212-215頁、参照。
- 12) 有価証券届出書の届出(第4条)、目論見書の作成(第13条)、発行登録書の提出(第23条の3)、半期報告書(第24条の5)・臨時報告書(同上)の提出。
- 13) 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』1999年9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』671号、1974年)。
- 14) 鈴木・河本前掲書212-3頁。
- 15) ただ、こうした見方では、証取法が取引所に提出された開示書類の写しを「公衆の縦覧に供」することを求めている点は理解できない。証取法上の投資家保護のためには、投資家に開示書類へのアクセスを保証すれば足りるのであって、それが取引所によってなされる必然性はないからである。にもかかわらずこうした規定が設けられたのは、取引所が伝統的に投資家や証券会社が集まりやすい場所であり、投資家への開示方法として便利であったためではないかと推測される。しかし、重要なのは投資家がアクセスしやすいことであるから、例えば、電子的な開示システムが整備されれば取引所での公衆縦覧制度は意味を失うであろう。
- 16) 東証調査部前掲書100頁。
- 17) 「こうした客体管理(上場証券の管理ー引用者)の適正化のためには、当該発行者の積極的協力が必要となり、このため、有価証券の上場に際して、本所(東証ー引用者)は、その発行者に上場有価証券の管理上必要な事項を記入した上場契約書を提出せしめることにしている」(前掲『東証10年史』制度編18頁)。
- 18) 前掲『東証10年史』制度編19頁。店頭市場の場合、同じ性格の書面を確約書と名づけており、より実態に即している。
- 19) 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遵守すること、および上場廃止等の措置を受け入れることの2点から成っている。ただし、遵守すべき

規則の範囲には、上場申請時の規則だけでなく、「将来制定または改正することのある」規則も含まれると明記されており、極めて包括的である。

従来の上場契約書には、上場会社の遵守事項が個別に記載され、取引所規則が変わるごとに差し替えられていた。しかし、71年に、上場会社の遵守事項が上場有価証券管理基準として規定化されたこと、また、規則改正の度に契約書を差し替えることが現実的に困難であることから、73年に現在の包括契約方式に改められた。その結果、現行の、取引所のいかなる規則改正も上場会社が無条件に受け入れるという内容の契約書となった。

また、今日の上場管理の最大の課題は、本文に述べているように、企業に発生した重要事実の取引所への通告および情報開示にあるが、取引所再開直後の50年代に最も重視されていたのは、上場株券の形式的内容に変更があった場合の取引所への通告であった。その代表的な例は、既上場の旧株式に未上場の新株式を併合する追加上場と、ともに既上場の新旧両銘柄を併合する代替上場で、53年には追加上場が194件、代替上場が187件に上ったという。このように、上場有価証券原簿に記載された銘柄、数量、種類、額面金額の内容を変更することを変更上場と呼び、当時は、それが、上場管理の中心であった(前掲『東証10年史』制度編19-22頁)。

- 20) とはいえ、規則を遵守しない上場会社が現れた場合でも、取引所は、上場廃止等の措置を取れるほかは、公的な制裁権をもつわけではもちろんない。しかも、上場廃止は、直接的には上場会社よりも投資家に大きな打撃を与え投資家保護上問題となるため、容易に発動できないというジレンマを抱える。情報開示が長らく要請にとどまり規則化できなかったのは、こうしたジレンマの顕在化を避けるためであったと思われる。上場契約書という制度の存在にもかかわらず、実際には、情報開示に対する上場会社の意識の変革とそれを促す世論の形成が必要だったのである。

- 21) 鈴木・河本前掲書427頁。
- 22) ただし、上場年賦課金の負担は増えることになる。
- 23) 上場規程上は、上場会社による上場廃止申請に基づく上場廃止もありえる(第15条)が、「実際の事例は極めてまれ」である(東証調査部前掲書87頁)。
- 24) 前掲『東証10年史』制度編26頁。また、取引所再開直後の手数料は上場手数料と年賦課金のみであったが、65年4月より上場審査料も徴収されるようになった(前掲『東証20年史』497頁)。店頭市場に関しても、90年4月より登録料と登録管理料が徴収されるようになった。いずれも、発行市場の整備・成長により、上場・店頭登録のメリットを発行会社により強くアピールできるようになり、発行会社と市場開設機関の力関係に変化が生じたためではないかと推測される。東証のマザーズ市場では上場関係手数料が値引きされたが、これは、市場間競争の激化によってその力関係が再び変化しつつあることを示している。

(当所大阪研究所主任研究員)