The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	証券取引所による敵対的買収と防衛策のルール形成
Author(s)	松中, 学
Citation	阪大法学. 2012, 62(3,4), p. 495-530
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/60122
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

証券取引所による敵対的買収と防衛策のルール形成

松中　学*

第一章　はじめに

第一節　問題の所在

本稿は、敵対的買収と防衛策に関する証券取引所の自主規制の形成について検討するものである。[1] 具体的には、まず、東証が敵対的買収に対する防衛策に関して設けている自主規制がどのようなものであり（第二章第一節）、どのように形成されたのかを検討する（第二章第二節）。そして、これらの自主規制がどのような特徴を持っているのかを抽出し（第三章第一節）、なぜそのような特徴を持つ自主規制が形成されたのかを明らかにする（第三章第二節）。また、最後に、防衛策をめぐる東証の自主規制をどのように評価できるのかについて簡単に言及し、本稿を締めくくる（第四章）。

「なぜ」ある法ルールが形成されたのか、という問いに対しては様々な次元の回答が考えられるが、本稿は、証券取引所を法ルール形成の主体の一つとして捉え、東証や関連するプレーヤーの合理的な行動の帰結として今ある自主規制が形成されたという説明を試みる。[2] 換言すると、なぜ東証にとって、今あるような自主規制を形成するこ

とが合理的な行動だったのかという観点から検討を試みるものである。

第二節　本稿の位置づけと意義

本稿は、これまでの研究との関係でどのように位置づけられ、どのような意義があるだろうか。

第一に、わが国の敵対的買収と防衛策に関する研究の一つとして位置づけることができる。日本の敵対的買収と防衛策をめぐる法ルールとしては法令、裁判例に加えて、行政のガイドライン、そして証券取引所の自主規制という必ずしもフォーマルな法とはいえないルールも重要な役割を果たしている。[3] そのため、敵対的買収に関する法ルールを分析するには、証券取引所の自主規制も対象にする必要がある。

また、法ルールの形成過程の分析は、近時、重要性が認識されつつある。[4] そして、日本の敵対的買収に関する法ルールの形成に関する分析も進みつつあるが、従来の研究の中には、自主規制を十分に検討していないものもある。[5] 例えば、Culpepper の議論[6]は、political science の議論として説得力のある理論を提唱し、わが国についても経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」〔以下、「指針」〕を中心に詳細に分析しているが、判例および東証の自主規制が十分に検討されていない。そのため、経営者による防衛を制約する法ルールの多くが抜けてしまっている。

これに対して、Armour らはわが国の敵対的買収と防衛策をめぐる法ルールを包括的に検討し、裁判所による事後規制とともに防衛策を規律する事前規制として東証の自主規制に重要な役割を見出している。[7] この点で Culpepper による分析の問題点を克服している。しかし、なぜ東証がこのような自主規制を形成したのかについては、証券市場の国際競争から、経営者の利害よりも投資家の利害を反映するという説明をするにとどまる。[8] 本稿も

この点自体を否定するものではない。しかし、例えば、なぜ、投資家の選好により合致しそうなルールを採用しなかったのかといった点までは説明できていない。

本稿は、このような従来の敵対的買収に関する研究における証券取引所の自主規制の分析が抱えていた問題を克服しようとするものである。そのため、証券取引所による自主規制を包括的に分析し、投資家の利益を重視する内容のルールであるという側面に加えて、それ以外の側面についても、東証の置かれた環境と利害から説明しようとするものである。

第二に、敵対的買収から離れて、証券取引所によるルール形成一般についての研究の中に位置づけることができる。近時、日本でも、特に第三者割当てや独立役員の設置に関する自主規制の形成を背景に、従来、会社法が扱うものと考えられてきた問題に関する証券取引所のルール形成についての研究が蓄積されている。(9)

このような研究の代表としては、加藤貴仁が、自主規制の形成における証券取引所の行動原理まで遡り、どのような場合に自主規制によるルール形成が望ましいといえるのか、反対にそうではないのかについて社会科学的な観点から分析している。(10) また、河村賢治は、証券取引所の自主規制の望ましさを検討する点では共通しているが、やや異なる観点から、どのような条件が整えば公正な規範として受け入れられるのかを論じている。(11)

これまでの主な研究は、「自主規制によるルール形成は望ましいといえるのか（どのような場合に望ましいといえるのか）」を明らかにするという問題意識を有していたと考えられる。他方、本稿は、防衛策に関する自主規制を素材に、東証の行動の背後にある選好やそれを規定する構造、行動の制約要因を明らかにしたいという問題意識にもとづくものでもある。そのため、これらの研究と重なる部分もあるが、異なる観点からの検討である。自主規制と他の法ルールとの差異を考える上では、特定の規制に注目して、それがどのようにして形成されたのかを詳細

に検討することを通じて上記の点を明らかにするというアプローチも意義があろう。

なお、本稿は以上の観点から検討を行うため、東証の自主規制に対する評価という観点からの議論は、最後に簡単に行うにとどめる。また、証券取引所による自主規制としては、基本的には東証によるもののみをとりあげる。これは、事実上、東証がルール形成において独占的な立場を有していること、およびわが国における会社法に密接に関係する証券取引所による自主規制としては、もっぱら東証の議論がとりあげられてきたことによる。

第二章　東証の自主規制とその形成過程

本章では、防衛策に関する東証の自主規制の内容をまとめ（第一節）、その形成過程を時系列に沿って分析する（第二節）。現行の規制に加えて、それが形成された過程を追うのは、第一に、東証が一貫して維持している方針や規制、あるいは変化した点という通時的な分析を経て初めて明らかになることがあるからである。第二に、ルール形成の際に考慮された事項など、できあがった自主規制に反映されてはいるものの、そこからだけでは必ずしも明確に分からない点を浮かび上がらせるためでもある。

東証による防衛策に関する自主規制は、ニレコ事件をきっかけとして二〇〇五年四月二一日に公表された「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項」〔以下、「留意事項」〕に始まる。続いて、同年一一月二二日には「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に関する要綱試案」〔以下、「要綱試案」〕が公表され、これに対する意見聴取を経て、二〇〇六年三月五日に「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備」にもとづいて、有価証券上場規程〔以下、「上場規程」〕などの改正が行われた。このようにして自主規制の大枠が作られた後、「上場制度総合整備プログラム二〇〇七」にもとづく上場規程などの改正（二〇〇七年一一月一日施行）によって体系の

全面改正などがなされたことに加えて、二〇〇九年にも多少の改正がなされた（二〇〇九年八月二四日施行）。

第一節　防衛策に関する自主規制

東証の防衛策に関する自主規制[12]は、その内容から、(1)情報開示（適時開示）、(2)効果が強い防衛策を排除する規制、(3)望ましいプラクティスに向けた規範の設定の三つに大きく分けることができる。さらに、(4)様々なエンフォース手段の整備という次元の異なる軸がある。以下では、それぞれについて内容を検討する。なお、エンフォース手段は規制の内容とも結びついているため、各部分で必要に応じてとりあげるとともに、最後に特有の点についてまとめて検討する。

第一款　情報開示

東証の防衛策に関する開示ルールの方針は、利用する手段の法的な形式、導入・発動などの場面にかかわらず、常に十分な関連する情報を開示させようとする。まず、個別の適時開示の定めとは別個に、遵守事項の一つとして、防衛策に関して必要かつ十分な適時開示を求めている（上場規程四四〇条一号）。また、導入だけでなく、発動、変更、廃止についても適時開示の対象とされている。[13]

次に、防衛策として利用されうる様々な手段について、それらの行為を行うと決定した場合には適時開示の対象となる。すなわち、新株・新株予約権の発行（同四〇二条一号ａ）・無償割当て（同号ｆ・ｆの２）、株式分割・併合（同号ｇ）、授権枠の拡大などを含む定款変更（同号ａｎ）、一定の上場している種類株式[14]の内容などのスキームの変更（同号ａｏ）について適時開示の対象としている。新株・新株予約権の発行に関しては、防衛策の導入・発動に伴うものは軽微基準から除かれている（有価証券上場規程施行規則〔以下、上場規程施行規則〕四〇一条一項

一号但書)[15]。また、防衛策だけではないが、個別に掲げられているもの以外であっても、会社の「運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」を適時開示の対象に含める一般条項が設けられている(上場規程四〇二条一号ａｐ)。そのため、事前警告型防衛策のように、上記の行為を導入の際に行わないタイプの防衛策も適時開示の対象として含まれることになる[16]。

上場規程とその施行規則では明示されていないが、開示すべき内容には、防衛策の目的、スキームの内容、関係する手続・日程、株主・投資家に与える影響が含まれる。特に、スキームの内容としては、発動・廃止などの判断主体や判断基準、経営者の恣意性を小さくする措置について、詳細な開示を求めている[17]。

第二款　効果が強い防衛策を排除する規制

東証の自主規制では、株主が大きな損害を負う可能性が高い防衛策、一定の強い効果を持つ防衛策を用いることは「株主の権利の不当な制限」(上場規程六〇一条一項一七号)に該当するものとして、上場廃止の対象となる[18]。

まず、ニレコ事件で問題となったような(ア)随伴性のないライツプランの導入(同施行規則六〇一条一三項一号)は前者に当たるといえる。また、非常に強い効果を持つものとしては、(イ)デッドハンド型のライツプランが挙げられている(同項二号)。さらに、強い防衛効果を持った種類株式を用いることも上場廃止の対象とされている。防衛策に用いる場合に限定されているわけではないが、(ウ)取締役の選解任その他重要な事項についての拒否権付種類株式の発行(同項三号)、(エ)同様の事項についての議決権制限株式への変更(同項四号)、(オ)事実上の複数議決権株式の発行(株主および投資者の利益を侵害するおそれの大きいものに限る)(同項五号)が定められている[19]。これらに加えて、議決権の比率(希薄化率)が三〇〇％を超える第三者割当て(同項六号)[20]、および議決権を失う株主が生じる株式併合(および同等の効果をもたらす行為)であって東証が株主および投資家の利

益を侵害するおそれが大きいと認めるもの（同項七号）も上場廃止の対象となる。

第三款　望ましいプラクティスに向けた規範の設定

前款でみたのは、いわば過剰な防衛策を排除するための規制といえる。これに対して、そのような過剰なものではない防衛策に対しても、より高いレベルの合理性を求める役割を担っているのが、防衛策についての企業行動規範といえる。企業行動規範（上場規程二編四章四節）は「遵守すべき事項」（同節一款）と「望まれる事項」（同節二款）に分けられている。前者は違反に対して様々なペナルティが科されうるのに対して、後者は努力義務とされている。[21] 防衛策に関しては、前述の開示の十分性に加えて、透明性、流通市場への影響、株主の権利の尊重に関する事項が遵守事項として定められている（同四四〇条）。

ここで上場会社に求められている義務の内容を考えるに当たっては、東証が防衛策の導入に際して求めている事前相談において、遵守事項に反するものとして公表措置の対象となる（同五〇八条一項二号）かどうかを判断するために時間を要するとしている事項が参考になる。第一に、ライツプランについて、株主の総体的意思を反映する仕組みが必要であるとして、（過半数の株主の支持を得た買収者が）一回の株主総会で取締役の過半数を支配することが困難ではないかどうかを確認するとしている。[22]

次に、発動等の判断に関しては、独立委員会の利用やその内容など、判断主体の独立性や適性といった事項を確認するとしている。また、この点が「十分に確認」できない場合には、（不）発動・廃止についての客観的な条件・判断基準が定められているかどうかチェックされる。[23] このようにして、実質的には、独立した判断主体に発動等を委ねるか、その必要がない客観的な判断基準を定めることを求めようとしている。

さらに、事前警告型防衛策については、過剰な情報提供の要求となっていないか、検討期間が長期化していない

か、買収者が遵守すべきルールに反した場合の措置が過剰ではないかといった、会社の設定するルールの合理性について確認するものとされている。[24]

第四款　エンフォース

最後に、東証の自主規制のエンフォースについて述べる。既に第二款および前款でみたとおり、上場廃止や公表措置といった事後的なエンフォースの手段も置かれているが、防衛策に関する主なエンフォース手段は事前相談といえる。上場規程などに明文で定められているわけではないが、東証は上場会社に対して、防衛策の導入・変更に際して、開示案を用意した上で公表予定日の三週間前までに必ず事前相談を行うことを求めている。[25] 前款でみたとおり、この中で、防衛策の合理性が事前に審査される。

遵守事項に違反した場合は、企業行動規範への違反として公表措置の対象になる（上場規程五〇八条一項二号）。[26] 企業行動規範に違反した場合のサンクションとしては、他に上場契約違約金の請求が定められている（同五〇九条一項二号）。また、企業行動規範への違反とは別に、適時開示を怠った会社の上場有価証券を開示注意銘柄に指定することができる（同五〇六条一項）。

第二節　自主規制の形成過程

第一款　敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項

二〇〇五年四月二一日に公表された留意事項は、東証が防衛策について初めて公式に公表した規制である。当初は二〇〇六年の定時総会シーズンを目途に規制を検討していたものの、ニッポン放送事件[27]のみならず、随伴性のないライツプランの発行が強行されるというニレコ事件が起きたことをきっかけに、[28] この時期に最初の対応がとられ

た。[29] また、留意事項の公表は、経産省に置かれていた企業価値研究会が「論点公開――公正な企業社会のルール形成に向けた提案」〔以下、論点公開〕を公表したのとほぼ同時になされた。公表に際して留意事項に付された文書では、防衛策が企業価値研究会の基準に従った内容であることに加えて、「投資者保護の観点等についても十分に配慮したもの」であることを求めていた。[30] 他方、金融審が敵対的買収にも言及した中間整理を公表したのは二ヶ月強後のことであったが、[31] 留意事項の公表の翌日の会見において当時の伊藤達也金融担当大臣が「適切な処置」と評したことが報じられている。[32]

留意事項では、(1)十分な適時開示に加えて、(2)防衛策の発動・解除、維持の条件が不透明ではないことが求められている。[33] 判断権者について明確に言及されているわけではないが、「内部の経営者の恣意的な判断のみ」による発動が問題であることが示されている。また、(3)買収者以外の株主・投資家に不測の損害を与えるものとして、ニレコ事件で問題となった随伴性のないライツプランが明確に否定されている。[34] そして、(4)株主の意思表示が機能しない防衛策としてデッドハンド型の防衛策が否定されている。[35]

他方、その後の規制と比べるとエンフォースについての言及はまだ少ない。あくまで、上場会社が導入しようとしている防衛策が留意事項に沿ったものか「明確でない場合」に事前に相談することを求めているのみである。[36]

以上から、次のことが理解できる。上記(3)および(4)に反映されているように、当初より一定の株主・投資家の利益を害する防衛策を排除することが志向されていた。他方で、先行して形成されていた企業価値研究会の基準との調整を意識していたことが分かる。[37] 第三に、この時点ではまだ事前相談を強く求めるものではなかった。

第二款　買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に関する要綱試案

次に、二〇〇五年一一月に公表された要綱試案について検討する。後述のとおり、現在の自主規制の基礎となる

部分の多くはこの段階で形成された。まず、基本的な考え方として(1)投資家保護を掲げる。これは基本的には留意事項と同様であるが、防衛策の導入時点における株主に限られない投資家の利益の保護が東証の目的であることが明示され、導入時の株主（総会）が承認すれば防衛策は無制限に認められるという立場を否定している[38]。また、新たに(2)国際性という観点が加えられ、個別の防衛策の合理性自体とは別に、海外の投資家に理解されるかどうかを考慮することが示されている[39]。

次に、新株・新株予約権を用いた防衛策の導入についてスキームなどを開示の対象とする。また、防衛策の導入のために定款変更が行われることを踏まえて、投資家が定款変更の内容を把握できるように対処を図っている[40]。

要綱試案の重要な点の一つは、留意事項の尊重義務の導入、およびそれに違反した場合の公表というエンフォースの手段の導入を示したことであった。まず、尊重すべき事項として、透明性、流通市場への影響、株主権の尊重という一般的な事項を上場規程に追加するとした[41]。それにとどまらず、規則上に明文で定めるわけではないが、「ガイドラインといった形で」可能な限り例示するとして、尊重義務違反により公表の対象となりうる具体例が七点示された[42]。この中では、買収者以外の株主に大きな損害を及ぼすもの、種類株式を用いた効果の強いもの、取締役の交代を難しくするものが挙げられていたのに加えて、発動などの判断が独立性の高い者で構成される委員会によらない、またはその判断基準が明示されていないライツプランも掲げられていた。

次に、エンフォース手段に関しては、防衛策の多様性を考慮して、尊重義務違反のものを一律に排除するのではなく、「違反している可能性」がある旨を公表することで対処するとした[43]。そして、「具体的な事案に即した配慮を促す」ため、防衛策の導入に当たって上場会社が東証に事前相談を行うことを「推奨」するものと説明された[44]。

さらに、防衛策の導入などにより、「上場株式が備えるべき基本的かつ重要な権利が著しく損なわれる状態と

なった」会社は上場廃止とすることが示され、具体的にはデッドハンド型のライツプランと拒否権付種類株式が明示された。[45] 拒否権付種類株式については留意事項では言及されていなかったが、アメリカにおいて黄金株が否定的に評価されているとした上で、海外の投資家に受け入れられない可能性を理由として挙げている。[46]

要綱試案は、留意事項をベースにしつつも、当座の対処という性格を超えて、防衛策に対する（ある程度）包括的な自主規制となっている。現在の自主規制の基本的な方向性、特に海外の機関投資家を念頭に置いた投資家の利益の保護というスタンスは、この要綱試案の段階で形成されていることが分かる。特に注目されるのが、強力な効果を持つ防衛策を上場廃止の対象とすることとした点、および後に公表の対象となる事例の例示は削除されたが、ライツプランの発動についてかなり踏み込んで経営者の恣意性を排除しようとしていた点である。

第三款　買収防衛策の導入に係る上場制度の整備

要綱試案に対する意見を踏まえて、二〇〇六年一月二四日に「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」〔以下、要綱〕が公表され、パブリックコメントに付された上で、同年三月八日にこれにもとづいて改正された規則が施行された。[47] その後、多少の改正はあったものの、現在の制度はこの段階でほぼ確立している。本款では、要綱試案からの変化で、本稿の問題関心にとって重要なものを中心に検討する。

まず、基本的な考え方については変化はない。開示に関しては、防衛策として利用する手段の法的な形式にかかわらず開示させるという方針がより明確になっている。[48]

最も大きな変化があったのは、尊重義務（現在の遵守事項）に関する部分である。第一に、個別の適時開示義務に加えて、尊重義務に「開示の十分性」が追加された。[49] 第二に、要綱試案で示された尊重義務に反する可能性のある事例の例示が、要綱試案に寄せられた意見を反映して削除された。[50]

また、事前相談については、要綱試案の段階の「推奨」よりも強く、導入や変更に当たって必ず原案を作成した上で事前相談が求められる旨が明確になっている。[51] これは現在の規制でも同様である。

第四款　その後の改正

防衛策をめぐる東証の自主規制は二〇〇六年三月の関連する規則の改正によって、基本的な枠組が完成した。その後、二回にわたって関連する改正がなされたので、簡単にみておくこととする。

まず、「上場制度総合整備プログラム二〇〇七」[52] にもとづく改正（二〇〇七年一一月一日施行）では、上場規程の体系を見直すなど、多くの改正がなされた。[53] この結果、防衛策に関する自主規制は、ほとんどが上場規程とその施行規則にまとめられることとなった。

防衛策に関する自主規制との関係では、次の二点が重要である。第一に、上場規程の中に企業行動規範が創設され、防衛策に関する尊重義務（現在は遵守事項）もこの一つとなった。[54] 第二に、取締役の選解任などの重要な事項についての議決権制限株式への変更（株主および投資家の利益を侵害するおそれが小さいと東証が認めるものを除く）、および事実上の複数議決権株式の発行（そのようなおそれが大きいと東証が認めるものに限る）が上場廃止の対象に追加された。[55]

次に、「二〇〇八年度上場制度整備の対応について」[56] にもとづく改正（二〇〇九年八月二四日施行）がなされた。[57] この改正では、企業行動規範が「遵守すべき事項」と「望まれる事項」に分けられ、第三者割当増資に関する事項などが遵守事項に追加された。これに伴い、防衛策に関するそれまでの尊重義務は遵守事項とされた。

さらに、防衛策に関するものに限らないが、上場廃止事由のうち「株主の権利の制限」（上場規程六〇一条一項一七号）について、違反状態が六ヶ月間継続していることという要件が削除された。[58] また、上場制度整備懇談会の

下に設けられたワーキング・グループの検討にもとづいて、議決権に関する種類株式の上場制度が整備された。[59]

第三章　東証の自主規制の特徴と形成過程の説明

第一節　東証の自主規制の特徴

前章の自主規制の現在の内容と形成過程の検討から、防衛策をめぐる東証の自主規制には次の三点の特徴があることが分かる。

第一款　株主・投資家の利益の保護

第一に、株主・投資家の利益を保護することが自主規制の目的とされている。これまでにみた形成過程における資料は、問題のある敵対的買収を抑止することよりも――これ自体を否定しているわけではないが――防衛策による株主・投資家への不利益を抑えることに主眼を置いたものであった。これは、抽象的なレベルでは、一貫して基本的な考え方として投資家の利益保護が掲げられてきたことに反映されている。[60]

より具体的なレベルでは、とりわけ種類株式を用いた防衛策の多くを上場廃止の対象とし、防衛策としての利用を基本的に否定したことに表れている。[61] 種類株式を用いた防衛策については、指針では必ずしも否定はされていなかったが、[62] 東証は黄金株を用いたものを中心に否定するルールを作った。これは、特に海外の機関投資家の意向を重視したものであった。[63] また、上場廃止の対象となるような過剰な防衛策ではなくても、事前相談を通じて経営陣の裁量の余地が大きいものはスクリーニングが可能な規制になっている。

もっとも、一定の防衛策の導入・発動は肯定することが前提になっている。特に、恣意的な運用を制限しようとしつつも、取締役会限りでの導入・発動も認められるルールとなっており、独立した者による委員会の設置が義務

づけられているわけでも、その構成員に関する制約も明示されているわけではない。このため、この当時ありえたルールの中で株主・投資家が最も好むであろうものが選択されたわけでもない。[64]

第二款　先行する他の法ルールとの調整

次に、東証は株主・投資家の利益の保護だけでなく、他の法ルール、特に企業価値報告書および指針と整合的なルール形成を目指していたといえる。企業価値研究会による論点公開は、東証の留意事項とほぼ同時に公表されたものの、ルール形成に関する議論自体は東証より先行していたと考えられる。[65] 東証の自主規制は、防衛策を一定程度肯定した上で、株主総会・取締役会の両方を導入の判断権者として認める、発動の際に一定の独立した判断権者を確保しようとする、および過剰な防衛策を排除するという企業価値報告書、指針の基本的な内容と整合的である。[66]

このような先行するルール形成との調整は、当初から明示されていた。[67] 留意事項の公表に際しては、企業価値基準の遵守の要求に加え、策定される予定であった指針を踏まえて制度化を行う旨も明示されていた。また、自主規制がより具体化した要綱試案の段階から、「買収」「買収防衛策」などの用語の定義は指針と共通のものを用いる方針が採用されている。[68]

さらに、このような調整の存在は他の法ルールの側にも痕跡がみられる。企業価値報告書では、留意事項の存在に言及しつつ、証券取引所に防衛策のための開示ルールの形成を促している。[69] また、東証は要綱試案策定中の二〇〇五年八月三〇日に、公開買付規制について審議していた金融審の公開買付制度等ワーキング・グループの第二回会議において、留意事項の内容や今後の対応について説明を行っていた。[70] そして、同ワーキング・グループの報告書においても、具体的な規制の導入を提案しているわけではないものの、証券取引所による自主規制が公開買付規制において一定の役割を果たすことを明示している。[71]

第三款　事前規制の志向

最後に、エンフォースという観点からみると、東証の自主規制は事前規制としての性格が強いといえる。[72] すなわち、防衛策の導入や変更にあたり、必ず原案を作成した上で事前相談を行うように求めることで、問題のある防衛策を事前に排除する規制となっている。そして、公表措置（や上場廃止）という事後的なエンフォース手段は、事前相談を担保するものといえる。

また、前章第二節でみたとおり、東証による事前相談の要請は時期を下るごとに強い表現になり、最終的に必ず事前相談を求めるものとなった。

第二節　東証の自主規制の形成はどのように説明できるのか？

本節では、なぜ前節でみた特徴を持つルールが形成されたのかについて、東証の合理的な行動の結果という観点から説明を試みる。本稿では、証券取引所は自らの効用を最大化するようにルールを形成しようとするという前提に立って検討する。すなわち、ルールを形成する際に、自らの利益を最大化し、コストを最小化しようとする（正確には両者の差を最大化するようなルールを選択する）ものと考える。ここでは、利益としては、主に企業による上場や取引によって得られる経済的な利益を想定する。また、あるルールを選択することによるコストとしては、ルール形成自体にかかるコスト、そのルールをエンフォースするコスト、および選択したルールの下で生じる問題によって非難されることから生じるコストなどを考える。

第一款　株主・投資家の利益の保護

まず、株主・投資家（以下では総称して投資家）の利益を保護する方向性が採用されているのはなぜだろうか。

証券取引所が上場企業の獲得をめぐって競争している状況を想定すると、それぞれの取引所は投資家の利益を促進するルールを採用することで、より魅力的な選択肢になろうと努力するインセンティブを持つかもしれない。[73] もっとも、上場の判断が主に経営者の利害によって決まるのであれば、むしろ投資家の利益を害してでも、経営者の利益を図るようなルールを採用するインセンティブが生じる。これは、いわゆる証券取引所間の競争に関する基本的な議論であるが、本稿の検討課題に関連して、日本の証券取引所の間で明白なルールをめぐる競争が起きていたとはいえない。[74] 日本でも、さほど厳しくはないと思われるものの、上場会社の獲得競争は一応存在していたと考えられる。[75] しかし、それによって証券取引所が防衛策に関する自主規制の内容が影響を受けているとはいい難いのである。[76]

むしろ、（少なくとも）この時期の東証のルール形成における行動を決めていた大きな要因の一つは、海外の機関投資家による東証上場企業への投資を維持することだと考えられる。[77] 個別の企業にとどまらず、東証自体が海外の投資家に避けられると、取引量が減少し、経済的な利益が害される。また、海外の投資家が逃げることによって、東証全体の株価が下がると非難を受ける――正当なものかどうかは別として――可能性が高まる。とりわけ、この時期は急速に外国人投資家による株式保有、取引が増加していた時期であるため、彼らの利害を重視するのは経済的な利益に適った行動となる。[78] この意味で、海外の法ルール（自主規制も含む）と競争が生じていたともいえる。

このような、特に海外を念頭に置いた投資家の利益を保護するという方向性は、ガバナンスに関するより最近の自主規制でもみられる。例えば、大規模な第三者割当てについては、海外を含む投資家にアンケート調査を行った上で、投資家の懸念する大幅な希薄化を伴うものに関する規制を新設した。[79] また、独立役員制度の導入や、近時の社外取締役の設置強制をめぐる議論でも、同様に投資家の利益の追求を掲げていることがみてとれる。[80]

もっとも、東証が投資家の利益を追求するインセンティブを持つとしても、経営者の利害を無視できるわけではない。経営者が上場するかどうか、どのような手段で資金調達を行うかについて一定の裁量を持つ限り、国内の他の証券取引所に上場する場所を移されるおそれは小さいとしても、他の資金調達手段に依存して上場を廃止するという選択をとる可能性がある。また、上場を廃止することが考えられないような会社に関しても、理解の得られないルールを作るとエンフォースのコストが高くなることは、東証が経営者の利害を無視できない理由の一つとなる。

第二款　先行する他の法ルールとの調整

次に、先行して形成された他の法ルール、特に企業価値報告書、指針との調整が図られている点についてはどのように説明できるだろうか。一見すると、法とはいえなくても、先に形成されたこれらのガイドラインに自らの作るルールを合わせるのは当然のことのようにみえる。しかし、自主規制についてフォーマルな権限を持っているのは東証（および監督権限を有する金融庁）なのだから、自らの利害に反する場合には、異なる内容のものを作ることも考えられなくはない。

もっとも、先行する法ルールと方向性が異なるものを提唱するには、時間を含めたコストがかかる。そして、望ましいルールに関する見解が一致しない中で、先行するルールが（異論の余地はあっても）一定の妥当性を持っていれば、それを支持する側からは強い反発に遭うことが予想される。また、他の法ルールと整合的ではない規制を作ると、エンフォースのためのコストも高くなる。とりわけ、時間的な余裕がなかったことや、自主規制の形成の早い段階から、企業価値研究会や金融庁からルール形成を求められていたという事情[81]は、先行する他の法ルールに従うことにつながる。また、企業価値研究会や金融庁におけるルール形成の場には東証のメンバーが加わることもあり、互いの選好を理解してルールの内容を調整するコストを低くする工夫がとられていたといえる[82]。

こうした事情から、他の法ルールと矛盾しない範囲では、拒否権付種類株式を用いた防衛策を否定した点にみられるように投資家の利益を保護するための独自のルールを上乗せしつつも、行政によるガイドラインが存在する部分は、それと同様のルールを採用してきたと理解できる。

第三款　事前規制の志向

三点目の特徴としてあげた事前相談の活用という手法を選択したことについてみてみよう。まず、自主規制を作る際に、上場廃止の対象となるような過剰なものはともかく、問題のある防衛策について、あらかじめ明確に定めておくことは難しい。さらに、何らかの形で排除しなければならない問題のあるものは、おそらく一部だと考えられる。そうすると、その一部をルール形成時に特定することに資源を投下するよりも、防衛策を導入したいと考える会社の多くに対しては問題がないことが判明している形態を推奨した上で、アノマリーは導入の段階で事前相談を通じて個別に排除した方が、ルール形成のコストを低くすることができる。

もっとも、これは事前規制を用いなくても実現できる。例えば、法令に抽象的な要件のみを定め、問題が生じる段階で（あるいは生じた後に）裁判所の判断を通じて対処することがあるのと同様に、問題のある防衛策が導入・発動された後に個別にサンクションを課すことでルールの形成とエンフォースを行うという方法も考えられなくはない。[83] しかし、そもそも証券取引所の自主規制では、裁判所のように特定の行為の効力を否定したり、差止める効果を持つエンフォース手段を採用することは難しい。そのため、問題のある防衛策が出た段階で（事後的に）対処するよりも、事前にスクリーニングを試みる方が効果的なエンフォースが期待できる。

また、ルールに関する当事者の予想が食い違う可能性を考慮に入れると、より一層、事前相談の活用を望むと考えられる。問題があれば事後的にサンクションを科すルールであっても、証券取引所と上場企業がルールについて

理解を共有していれば、企業がサンクションを回避したいと考える限り、その対象となるような防衛策は導入しないだろう。しかし、両者の想定に差がある場合は、多くの企業は自発的に事前に相談を行うか謙抑的に振る舞うものの、ごく一部の企業は――特に敵対的買収の対象となりそうな場合――サンクションを科されない可能性を期待して証券取引所が実は望まない防衛策を導入し、結果的にサンクションが発動される可能性が高まる。そうすると、投資家や公衆から証券取引所が非難される可能性が出てくる。そこで、東証（および多くの企業）にとって、常に事前に相談する運用が望ましいことになる。[84]

第四款　補論――東証と金融庁

東証の自主規制については、フォーマルな権限を持つ金融庁の影響を無視することはできない。[85] 金商法上、証券取引所が、防衛策についての自主規制が置かれている上場規程を含む業務規程（金商法一一七条四号参照）などを変更する場合には、金融庁長官の認可が必要であり（同一四九条一項）、業務規程などの変更その他の業務改善措置を命じる権限もある（同一五三条、一九四条の七）。[86] そのため、金融庁は、東証に対してフォーマルに、あるいはフォーマルな権限を背景にしてより明確ではない形で自らの望むルールを形成するように求めることができる。

しかし、フォーマルなコントロール権限を持っていることと、自らの望む行動を実際にとらせることができることは別である。これは、東証は金融庁と異なる利害を有する組織であることに加えて、モニタリングにはコストがかかることによる。そのため、金融庁の選好から一定以上離れたルールを形成しえないという制約が生じるが、その制約の範囲内で実際に形成されたルールの内容を説明するには、本稿のように東証自身の選好や置かれた環境をみる必要がある。

両者の利害に関しては、東証は上場企業の獲得や上場証券の取引による経済的な利益を向上させるインセンティ

ブを有しているが、官庁である金融庁はそうではない点が最も大きな違いである。また、東証による自主規制やその形成過程にみられる特徴の一部は、金融庁による東証のモニタリングとそれに対する東証の反応という側面を有しているとも理解できる。前述のとおり、金融庁は東証に形成途上の自主規制について説明を求めたり、審議会のメンバーに東証の代表者を加えていた[87]。これは、モニタリングに必要な情報を得ることに加えて、ルールができあがってからではなく、形成途上で介入できるようにすることで、介入のコストを下げるものと理解できる[88]。

他方、防衛策に関して観察されたわけではないが、合理的な法ルールの内容について見解が分かれるような場面では、東証にとって、金融庁の選好からある程度離れたルールを実現させる手段も考えられる。例えば、他の官庁やその中の研究会などと同調することや、自らルール形成のために有識者による委員会などを作るのであれば、そこで提案された内容（それなりに合理性を持っていることは前提であるが）に対しては金融庁が反対するのは容易ではない。

第四章　おわりに

最後に、本稿の検討から得られる示唆について触れ、今後の課題を示して本稿を締めくくる。

第一節　防衛策をめぐる自主規制の評価

防衛策をめぐる東証の自主規制はどのように評価できるだろうか。

まず、本稿では、東証は投資家（特に海外の機関投資家）の利益を保護するルール形成を行っており、これは東証が置かれた状況や選好から説明できる構造的なものであることを明らかにした[89]。そのため、通常の立法過程では

必ずしも利害が反映されやすい利益集団ではない投資家（株主）の利害を代表する主体が、敵対的買収をめぐる法ルールの形成に関与することを保障するものとして、肯定的に評価しうる。[90] 他方で、もし、敵対的買収の文脈で株主・投資家以外とそれ以外のステークホルダーの利害調整を行う法ルールを形成する必要があると考える場合、そのような役割まで負うのは適切ではないことになろう。[91]

次に、東証は先行する法ルールから大幅に逸脱しないように整合性をとりつつ、投資家の利益保護を目的とした独自のルールを付加している。[92] これは整合性のないルールが乱立するのを避けつつ、他の法ルールの不備を実質的に修正することが可能な点で肯定的に評価できる。他方で、他の利害関係者（特に経営者）の利害の影響を受ける主体といわば共同で法ルールを形成するため、証券取引所が投資家の利益と整合的なルールを望んでも妥協が必要となる。[93]

さらに、本稿でみた範囲では、上場獲得競争があるとしても、自主規制の内容をめぐって race to the bottom の状況に陥っているわけではない。また、複数の市場や代替的な取引システムとの間で同じ銘柄の取引量をめぐる競争が生じていても、[94] 取引をめぐるルールと違い、防衛策を含むガバナンスをめぐるルールは、証券取引所が競争相手を害して利益を獲得する手段として用いることは難しい。[95] そのため、競争の存在による弊害が生じる余地は小さい。

他方で、自主規制を含む法ルールは正の外部性があるために、供給が過少になる可能性がある。特に、ルール形成には相応のコストがかかるため、東証以外の証券取引所にとっては、大きな利害が絡むのでなければ東証のルール形成にフリーライドするのが合理的になる。[96] 東証は、フリーライドがあることを前提にしても自らの利益のためにルール形成に一定のリソースを割くことになるが、[97] 他の証券取引所に上場している会社への影響まで考えるインセンティブはなく、努力が過少になる可能性がある。

防衛策などのガバナンスに関する問題については、金融庁をはじめとする官庁が証券取引所に自主規制の形成を働きかけているが、これはルール形成に向けた努力が過少になるのを防ぐ働きをする側面があるのかもしれない。もっとも、こうした動きは証券取引所による自主規制のメリットを失わせる可能性もある。本稿の分析からすると、例えば、政治的な情勢の影響などによって官庁のルールに対する選好が投資家の利益の保護とずれる場合には、証券取引所に任せた場合より劣ったルールが形成されることも考えられる。[98]

第二節　残された課題

本稿は、東証の防衛策に関する自主規制の形成過程を分析し、なぜ東証が今あるような自主規制を形成したのかを検討してきた。そして、東証は投資家の利益を保護するインセンティブがあること、ただし、他の法ルールとの整合性を重視すること、および機能的な観点に加えて、当事者の利害からも事前規制が望まれることを明らかにした。

本稿の検討は、防衛策に関する法ルールのうち、東証による自主規制に対象を絞ったものである。そのため、日本の敵対的買収と防衛策をめぐる法ルール全体がどのように形成されているのか、形成されるべきなのかに関しては部分的にしか議論できていない。また、問題意識が必ずしも同一ではないことから部分的にしか言及していないが、多くの蓄積がある証券取引所の自主規制一般の研究との接続をより深める必要もある。

また、エンフォースの方法や法ルールの形成主体のインセンティブの差異を踏まえて、証券取引所と他の法ルールの形成・運用の方法との関係を検討することも有益かもしれない。例えば、裁判所による法ルールの形成・エンフォースとの関係をみると、裁判所は、事件が起きないと何もできない一方で、裁判は特定の事件の解決には強い

力を持ちうる。これに対して、証券取引所による規制は異なる制約に直面する。本稿で検討した防衛策に関するものを例に挙げると、上場廃止の対象となるような過剰な防衛策が導入されても、上場廃止は事後的には証券取引所自身の利害と対立する可能性があることに加えて、上場廃止がなされても株主にとっては救済にならない。また、公表措置についても、会社が防衛策の導入を強行してしまえば、同様に救済にならない。そこで、防衛策で用いられる新株・新株予約権の発行差止め（仮処分）、あるいは株主総会決議を経ている場合には株主総会決議取消訴訟など、個別の防衛策を止めることができる裁判の中で自主規制に反していることを判断基準にとりいれることも検討する価値が出てくる。[99] 仮にうまく自主規制と裁判所によるルール形成を接続することができれば、ルール形成とエンフォースを分担することで、いずれか単独で行うよりも望ましい結果につながるかもしれない。

＊　本稿は日東学術振興財団による研究助成を受けた研究による成果の一部である。

（1）　本稿で参照する東証の基本的な資料と引用に際して用いる略称は以下のとおりである。

上場規程　有価証券上場規程

上場規程施行規則　有価証券上場規程施行規則

上場管理ガイドライン　上場管理等に関するガイドライン

適時開示ガイドブック　東京証券取引所上場部（編）『会社情報適時開示ガイドブック〔二〇一一年六月版〕』（東京証券取引所、二〇一一）

留意事項　「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項」（二〇〇五年四月二一日）（当初は「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について（東証上場第二二号）」（二〇〇五年四月二一日）と題した東証の代表取締役名の文書とともに東証のウエブサイト上で公表されていたが、二〇一二年九月現在ではファイルが削除されている。本稿の検討は、公表されていた時期に著者が保存したファイルにもとづいている。なお、留意事項の本文は日経金融新聞二〇〇五年四月二二日三面に全文が掲載されている。）

要綱試案　東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に関する要綱試案」（二〇〇五年一一月二二日）〔同日の会見資料 http://www.tse.or.jp/about/press/051122s.pdf に含まれている。要綱試案からの引用はこの資料に付された頁数による。〕

要綱　東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」（二〇〇六年一月二四日）〔http://www.tse.or.jp/rules/comment/060124jojo.pdf〕

投資家意見の概要（買収防衛策）　東京証券取引所「M＆Aをとりまく現状に関する投資家意見の概要――買収防衛策を中心に」（二〇〇八年八月二六日）〔http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zf1-att/2008ma.pdf〕

なお、東証の規制ではないが、以下のものも略称で引用する。

論点公開　企業価値研究会「論点公開――公正な企業社会のルール形成に向けた提案」（二〇〇五年四月二二日）〔http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/honbun.pdf〕

企業価値報告書　企業価値研究会「企業価値報告書」（二〇〇五年五月二七日）〔http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-houkokusho-honntai-set.pdf〕

指針　経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（二〇〇五年五月二七日）〔http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-shishinn-honntai-set.pdf〕

企業価値報告書二〇〇六　企業価値研究会「企業価値報告書二〇〇六――企業社会における公正なルールの定着に向けて」（二〇〇六年三月三一日）〔http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/houkoku06.pdf〕

(2)　筆者は既に裁判所や行政による法ルールの形成について、このような観点から分析してきた。松中学「主要目的ルールの検討――主要目的ルールとは何か、そして裁判所はなぜそれを採用したのか（一）（二・完）」阪法五七巻六号一〇一一頁、五八巻一号八七頁（二〇〇八）、松中学「わが国の敵対的買収と防衛策をめぐるルール形成」新世代法政策学研究（北海道大学GCOE）二号三六三頁（二〇〇九）〔以下、松中二〇〇九として引用〕。本稿もこれらの研究の一環である。

(3)　松中学「わが国における敵対的買収と防衛策に関する法ルールの形成について」私法七四号二二六頁（二〇一二）。行政のガイドラインの詳細な検討は、松中二〇〇九・前掲注(2)参照。

(4) 例えば、敵対的買収と防衛策に関する議論としては、座談会「企業価値研究会報告書『近時の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』について」ソフトロー研究一二号一四三頁（二〇〇八）。また、敵対的買収の問題にとどまらず、会社法全般に関して、特に「ある問題について、どの主体が法ルールを作るべきなのか」という観点から法ルールの形成過程に関する議論がなされるようになっている。例えば、シンポジウム「会社法改正の理論と展望」私法七四号一〇二頁（二〇一二）。

(5) 敵対的買収に関して、複数の法ルールの形成主体の間の相互関係を含め、証券取引所による自主規制の形成も分析している研究として、Kenichi Osugi, *Recent Reform of Japan's Corporate Law in an International Context: Who Have Participated in the Reforms, and How?*, 53 Japanese Yearbook of Intl. L. 320 (2010).

(6) Pepper D. Culpepper, Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan (2011).

(7) John Armour, Jack B. Jacobs & Curtis J. Milhaupt, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, 52 Harv. Intl. L. J. 219 (2011).

(8) *Id.* at 284.

(9) 以下の本文で触れるもの以外にも、アメリカの状況を中心に証券取引所の自主規制についての研究が進展している。例えば、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」姫路法学四一・四二合併号一二二頁（二〇〇四）、梅本剛正『現代の証券市場と規制』（商事法務、二〇〇五）。

(10) 加藤貴仁「証券取引所と上場企業の管理」黒沼悦郎・藤田友敬（編）江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（下）』六八三頁（有斐閣、二〇〇七）〔以下、「加藤二〇〇七」として引用〕、加藤貴仁「コーポレート・ガバナンスをめぐるルールのコンバージェンス――独立取締役の導入と証券取引所の役割を題材にして」ソフトロー研究一八号五五頁（二〇一一）〔以下、「加藤二〇一一」として引用〕。

(11) 河村賢治「自主規制と会社法――証券取引所による上場会社規制を中心にして」商事一九四〇号五一頁（二〇一一）。また、上村達男「会社法制と資本市場――解釈論上の問題点を踏まえて」商事一九四〇号七頁、一三―一四頁（二〇一一）。

(12) 東証は「買収防衛策」を「上場会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせずに新株又は新株予約権の発行を行

うこと等により当該上場会社に対する買収（会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為をいう。……）の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるもの」と定義して（上場規程二条八〇号）、法的形式にかかわらず事前の防衛策を包括的に規制の対象としている。

(13) 適時開示ガイドブック六四三頁、六四九頁。

(14) 無議決権株式（取締役の選解任その他の重要な事項について議決権が制限されているもの（上場規程二条八七号））、複数の種類の議決権付株式（同様の事項について議決権が制限されていないもの（同条二七の二号））を発行している場合にはそれらの株式、非参加型優先株式である（同四〇二条一号ａｏ）。

(15) これは、防衛策では払込金額が名目的で安いものとなることが想定されるからである。土本清幸「買収防衛策と東証の対応」東京株式懇話会会報六五五号二頁、一三頁（二〇〇六）。

(16) 適時開示ガイドブック三二二頁。また、飯田一弘「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備」商事一七六〇号一八頁、一九頁（二〇〇六）も参照。

(17) 適時開示ガイドブック六四八―六四九頁。

(18) 以下の行為については、適時開示ガイドブック六四五―六四七頁参照。

(19) 本文（オ）について、上場規程施行規則六〇一条一三項五号は「上場株券等より議決権の多い株式の発行」を掲げた上で、これを上場されている株式よりも議決権一つ当たりの経済的利益が低い株式と定義している。

(20) 希薄化率＝$\frac{\text{割当てる株式にかかる議決権数}}{\text{発行前の議決権の総数}}$ と定義されている（上場規程施行規則四三五条の二第一項）。関連する規制の概要と規制導入後の状況について、渡邉浩司「東証による二〇〇九年八月制度改正後の第三者割当の開示状況」商事一九〇六号七二頁（二〇一〇）参照。

(21) 伊藤昌夫「有価証券上場規程等の一部改正の概要――『二〇〇八年度上場制度整備の対応について』に基づく改正」商事一八七八号二一頁、二二頁（二〇〇九）。

(22) 適時開示ガイドブック六四九頁（「取締役の選解任に関する株主総会の決議要件や取締役の任期などの確認を通じて**一回の株主総会で**取締役の過半数を支配することが困難となっていないか」〔強調は筆者による〕確認する。）。

(23) 適時開示ガイドブック六四九頁。本文で述べたものに加えて、ライツプランに関しては流通市場に与える影響につい

ても言及している（同六四九―六五〇頁）。

(24) 適時開示ガイドブック六五〇頁。

(25) 適時開示ガイドブック六四八頁。

(26) 企業行動規範のエンフォース手段については、伊藤・前掲注(21)二三―二四頁参照。東証の解説などでは、もっぱら公表措置が想定されているようであるが（適時開示ガイドブック六四五頁、六四八頁）、上場契約違約金の請求も明文で規定されている（上場規程五〇九条二項二号、上場管理ガイドラインⅢ5(4)）。なお、企業行動規範に違反した場合の措置としては、東証は改善報告書の提出を求めることができるとされており（上場規程五〇二条一項二号）、改善報告書を提出しても改善がみられない場合は特設注意市場銘柄に指定することもできる（同五〇一条一項二号）。これは、元々は適時開示義務違反に対する措置であったが、二〇〇九年八月二四日施行の上場規程改正で企業行動規範への違反についても導入された（伊藤・前掲注(21)二四頁）。現在の上場規程の文言上は、この改善報告書の徴求も排除されていない（なお、徴求に当たっては関連する事情の総合考慮が求められている（上場管理ガイドラインⅢ3(2)）。

(27) 東京高決平成一七年三月二三日判時一八九九号五六頁。第一審は東京地決平成一七年三月一一日判タ一一七三号一四三頁。

(28) 東京高決平成一七年六月一五日判時一九〇〇号一五六頁。二〇〇五年三月一四日に問題となった新株予約権を発行する取締役会決議がなされた。発行日は同年六月一六日とされていた。留意事項が公表されたのは、この事件の第一審（東京地決平成一七年六月一日判タ一一八六号二七四頁）が係属中のことであった。

(29) 下村昌作「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に関する要綱試案の公表」商事一七五一号二四頁、二四頁（二〇〇五）、土本・前掲注(15)七頁（「……むしろ今年（二〇〇六年・筆者注）の定時総会を目指して防衛策のルールを整備しなければいけない。そういう認識を持って行政のほうも対応されていたと思いますし、私たちも対応してきたわけです。けれども、先ほど申しましたように実際にそういった事例が出てきてしまいましたので、それに対しては迅速な対応をとらなければいけない。こういうことから急遽昨年の四月に留意事項を出したわけです。」）。

(30) 「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」（前掲注(1)参照）（「……上場会社が導入する敵対的買収防衛策は、企業価値研究会が公表した論点公開骨子に沿った内容であることに加え、投資者保護の観点等に

ついても十分に配慮したものであることが望ましい」)。

(31) 金融審金融分科会第一部会「中間整理」(二〇〇五年七月七日)〔http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/bf-20050707_d1sir/a.pdf〕。

(32) 日経新聞二〇〇五年四月二二日夕刊三面。

(33) 留意事項1、2〔二頁〕。

(34) 留意事項3〔二—三頁〕。

(35) 留意事項4〔三頁〕。

(36) 「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」(前掲注(1)参照)(「……導入を検討されている敵対的買収防衛策が本留意事項に沿ったものかどうか明確でない場合には、あらかじめ当取引所にご相談くださいますようお願い申し上げます。」)。

(37) 留意事項本文ではないものの、「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」(前掲注(1)参照)では「……五月に公表される見込みの経済産業省・法務省による企業価値防衛指針の内容や関係各方面の議論等を踏まえて将来の制度化も視野に入れております。」としていた。

(38) 要綱試案一頁、下村・前掲注(29)二五頁。

(39) 要綱試案一頁。下村・前掲注(29)二五頁(「……適法でありかつ企業価値を向上させるものであっても、……諸外国の投資家が奇異に感じることは、東証の上場会社として避けるべきものであるという考え」にもとづくとする。)。

(40) 開示については、要綱試案四頁。

(41) 要綱試案五頁。これは現在の防衛策に関する遵守事項のうち上場規程四四〇条二号から四号となった。

(42) 要綱試案六頁、下村・前掲注(29)二七頁。

(43) 要綱試案六頁。この時点では企業行動規範とそれに違反した場合の公表措置に関する条文は置かれておらず、適時開示義務に反した場合の開示注意銘柄(上場規程五〇六条一項)を参考に設けられた。下村・前掲注(29)二九頁注四。

(44) 下村・前掲注(29)二七頁。

(45) 要綱試案七頁。

(46) 下村・前掲注(29)二八頁。

(47) 東京証券取引所「『買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について』に寄せられたパブリック・コメントの結果について」〔http://www.tse.or.jp/rules/comment/re060124jojo.pdf〕、同「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正について」(二〇〇六年三月七日)〔http://www.tse.or.jp/rules/regulations/060307_a1.pdf〕。なお、制度整備の経緯について、飯田・前掲注(16)一八頁。

(48) これはパブリックコメントを経て、三月に公表された規則改正の解説(東京証券取引所「(解説文)買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等の概要」二頁(二〇〇六年三月七日)〔http://www.tse.or.jp/rules/regulations/060307_a1.pdf〕(「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正について」・前掲注(47)に添付))によく表れている。

(49) 要綱Ⅱ・2〔二頁〕。現在の上場規程四四〇条一号。

(50) 飯田・前掲注(16)二〇頁。「……導入を禁じられ、違反に問われる可能性があるものと混同しやすいという指摘」があったとする。なお、ここで問題とされていた内容は、現在は事前相談において判断に時間を要する事項と位置づけられている。適時開示ガイドブック六四九―六五〇頁。内容については、本章第一節第三款参照。

(51) 要綱Ⅱ・5備考〔三頁〕(「上場会社による買収防衛策の導入にあたっては、円滑な判断が可能となるよう、当該買収防衛策の導入を開示する前に当取引所に事前に相談することを要請します。」)、「(解説文)買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等の概要」・前掲注(48)七頁(「……上場会社におかれましては、買収防衛策の導入を〔ママ〕決定・公表に先立って、十分な時間的余裕を持った事前相談を寄せていただく必要があります。」)。

(52) 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム二〇〇七」(二〇〇七年四月二四日)〔http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zf1-att/2007program.pdf〕。

(53) 東京証券取引所「上場制度総合整備プログラム対応及び組織体制の変更に伴う業務規程の一部改正等について」(二〇〇七年一〇月一九日)〔http://www.tse.or.jp/rules/regulations/071017_a1.pdf〕。この改正については、木村芳彦「上場制度総合整備プログラム二〇〇七に基づく上場規則の改正」商事一八一六号二七頁(二〇〇七)参照。

(54) 二〇〇七年一一月一日施行の改正上場規程四四二条。現在は四四〇条。

(55) 二〇〇七年一一月一日施行の改正上場規程六〇一条一七号、同施行規則六〇一条一二項一号d・e（現在の上場規程六〇一条一項一七号、同施行規則六〇一条一三項四号・五号）。種類株式に関する規制については、東京証券取引所上場制度整備懇談会「上場制度整備懇談会中間報告」（二〇〇七年三月二七日）一七―二四頁〔http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zc9-att/houkoku.pdf〕参照。防衛策として利用する場面に限った規制ではないが、議決権制限株式を防衛策として利用することを想定した検討が行われている。また、座談会「上場制度総合整備プログラム二〇〇七」ソフトロー研究一一号一一頁、二二頁〔神田秀樹発言〕（二〇〇八）も参照。

(56) 東京証券取引所「二〇〇八年度上場制度整備の対応について」（二〇〇九年五月二七日）〔http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zf1-att/2008program.pdf〕。

(57) 同改正については、伊藤・前掲注(21)参照。この改正は、東京証券取引所上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（二〇〇九年四月二三日）〔http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zc9-att/seibi.pdf〕、および投資家に対する意見聴取（東京証券取引所「東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集に対して寄せられた意見の概要について」（二〇〇八年八月二六日）〔http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zf1-att/2008toushika_iken.pdf〕）を踏まえたものである。

(58) 改正前の上場規程六〇一条一項一七号は「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されているとして施行規則で定める場合において、六か月以内に当該状態が解消されないとき。」としていた。東京証券取引所「『二〇〇八年度上場制度整備の対応について』に基づく有価証券上場規程等の一部改正新旧対照表」（二〇〇九年七月三〇日）二五―二六頁〔http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730_a2.pdf〕。

(59) 東京証券取引所種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」（二〇〇八年一月二六日）〔http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zht-att/shurui.pdf〕。既に上場している会社が発行できる議決権種類株式は無議決権株式のみである（上場規程三〇二条の二）。

(60) 土本・前掲注(15)六頁は、企業価値研究会の検討について、「……その議論の中心が適法性の点でどうか、あるいはその企業価値という観点からどうかというもので、流通市場なりマーケットなり投資者への配慮なりといったところの議論が少し少なかったのではないかという感じがしておりまして、マーケットを開設している私たちの立場から投資者保護

の視点で問題を指摘させていただいたということです。」とする。

(61) 第二章第一節第二款参照。

(62) 指針九頁。

(63) 前掲注(45)・(46)の本文参照。要綱試案では、基本的な考え方に「国際性」が付け加えられた。前掲注(39)とその本文参照。

(64) この時点の株主・投資家がどのようなルールを望んでいたのかという事実を探るのは容易ではないが、企業価値報告書五四―五七頁、六九―七三頁表3―4で示されている、当時の海外の機関投資家の議決権行使に関する態度（必ずしも日本企業に対するものではない）を参考にすると、株主（総会）の承認を得る、独立した者による判断が確保されるルールを望んでいたのではないかと考えられる。また、二〇〇八年の時点の調査であるが、投資家意見の概要（買収防衛策）四―六頁は、このことがよく表れている。もっとも、この調査では、防衛策そのものに対する否定的評価も多くみられ（六頁、一一頁）、ブルドックソース事件の影響もあって、自主規制が形成された時期よりも投資家の防衛策に対する態度は厳しくなっていた可能性もある。近時の海外の機関投資家の態度については、Asian Corporate Governance Association, White Paper on Corporate Governance in Japan 30-31 (May, 2008)〔http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP_%20May2008.pdf〕も参照。

(65) 企業価値研究会の第一回は二〇〇四年九月一六日に開催された（経済産業省「『企業価値研究会』の設置について」（二〇〇四年九月一六日）〔http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/press/0005578/0/040916kigyou.pdf〕）。これに対して、東証がいつ留意事項に関する検討を始めたのかは明確には分からないが、いくつかの事件、特にニレコによる防衛策導入をきっかけとして自主規制の形成が本格的に進展したことからすると（前掲注(29)参照）、企業価値研究会に先んじて検討が進んでいたとは考えにくい。もっとも、企業価値研究会も当初からルール形成を行う予定だったわけではなく、ライブドア事件などが起きたことにより、対応を求められたようである。

(66) 企業価値報告書および指針の方向性については、松中二〇〇九・前掲注(2)三七三―三七七頁にもとづく。

(67) 前掲注(37)とその本文参照。

(68) 指針一―二頁、要綱試案二頁。指針のものと揃えたことにつき、下村・前掲注(29)二五頁。

(69) 企業価値報告書八〇頁、八〇―八一頁注一二九。

(70) 天野富夫「買収防衛策導入に関する東証の考え方及び公開買付制度の見直しに関する視点等」（二〇〇五年八月三〇日）〔http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/tob/f-20050830-3/01.pdf〕。

(71) 金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告「公開買付制度等のあり方について」（二〇〇五年一二月二二日）二頁〔http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/c.pdf〕。

(72) これは Armour, Jacobs & Milhaupt, *supra* note 7, at 263-65 で指摘された点である。

(73) *See, e.g.*, Paul G. Mahoney, *Stock Exchanges as Regulator*, 83 VA. L. REV. 1453, 1457-59 (1997)（ただし、同論文の議論は証券取引所が会員組織であることを前提としている。）. 関連する議論の概要として、Robert B. Thompson, *Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law, and Federal Regulation*, 38 WAKE FOREST L. REV. 961, 972-74 (2003); Stavros Gadinis & Howell E. Jackson, *Markets as Regulators: A Survey*, 80 S. CAL. L. REV. 1239, 1250-56 (2007).

(74) もっとも、アメリカにおいても証券取引所はガバナンスに関する自主規制を形成する際に競争するというよりも、SECによるコーディネートの元で結託しているとも指摘されている。Jonathan R. Macey & Maureen O'Hara, *From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World*, 58 STAN. L. REV. 563, 577-78 (2005). また、Thompson, *supra* note 73, at 976-81 は、いくつかの事例を検討して、SECがガバナンスの規律のための上場規則制定の背後で主導的な役割を果たしてきたことを明らかにしている。

(75) 日本の証券取引所間の競争は、特に新興市場の開設と上場企業誘致をめぐるものとなっており、上場している銘柄の取引をめぐるものではないと指摘されている。大崎貞和「証券取引所の競争と統合」法時八一巻一一号二二頁、二六頁（二〇〇九）。東証の上場会社数が約二〇〇〇社前後で推移しているのに対して（東京証券取引所『東証要覧』九〇頁（二〇一二））、ジャスダックは減少傾向にあるものの二〇〇六年から現在にいたるまで一〇〇〇社前後の上場数がある（「上場内国株券総括表（JASDAQ市場）」http://www.ose.or.jp/f/upload_files/9150/attachments/mst1207_K_A01.pdf）。防衛策に関する自主規制が形成された時期について、中西実子「ITが支えるグローバル市場間競争と東証の課題」証券経済研究五六号一六一頁、一七〇頁（二〇〇六）参照（東証が上場会社数で約六〇%、市場別売買代金で九〇

%を占めていることが示されている。なお、同論文は日本の証券取引所間の競争の存在に否定的な認識を示している。)。

(76) 東証に次ぐ規模の大証は、東証が二〇〇六年三月八日に要綱にもとづく改正を施行した直後の同月三一日に、同内容の規制を導入している(同年四月一日施行)(大阪証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う関連諸規則の一部改正について」(二〇〇六年三月三一日)〔http://www.ose.or.jp/rule/revise/18378〕)。また、名証は、二〇〇六年三月末に防衛策に関して上場廃止や適時開示などの規制を整備する旨の要綱案を公表して(名古屋証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」(二〇〇六年三月二九日)〔http://www.nse.or.jp/rule/files/pub060329-1.pdf〕)、翌月末に関連する規則改正を行っている(同年五月一日施行)(同「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正について」(二〇〇六年四月二八日)〔http://www.nse.or.jp/rule/amendment/files/g060428-1.pdf〕)。ただし、遵守事項については二〇〇九年に導入した(同「上場会社のコーポレート・ガバナンスの強化に向けた上場制度の整備について」五頁(二〇〇九年九月三〇日)〔http://www.nse.or.jp/rule/files/pub090930-2.pdf〕)。それ以外の点は東証の規制と同様である。札証も、二〇〇六年三月末に制度整備の概要を公表して(札幌証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」(二〇〇六年三月二九日)〔http://www.sse.or.jp/kisoku/pdf/public/public060329.pdf に添付〕)、四月末の関連する規則改正(同年五月一日施行)によって、東証と同様の規制を導入している(同「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う『株券上場審査基準』等の一部改正について」(二〇〇六年四月二八日)〔http://www.sse.or.jp/kisoku/pdf/kaisei/kisoku060428-1.pdf〕)。確かに、競争の結果同じ内容に落ち着くことは考えられるが、東証が他の証券取引所の動向によって対応を変化させていることを窺わせる資料はなく、他方で、他の証券取引所は、上述のとおり東証にやや遅れて同様のルールを整備している。これらの点からも、東証が作った自主規制を他の証券取引所が後追いで採用していると理解することができるだろう。

(77) これは、個別の防衛策の合理性とは別に「国際性」を基本的な考え方の一つとして掲げていたことに端的に反映されている。もっとも、純粋に投資家の利益になるルールが選択されるというよりも、海外の投資家にとってコストの低い、すなわち慣れているルールが選択される可能性もあり、これには様々な評価がありうる。証券取引所の国際的な競争とルールの収斂について、加藤二〇〇七・前掲注(10)七〇〇—七〇一頁参照。

(78) 上場会社の投資部門別の株式保有比率の推移をみると(ただし、東証に限らない)、一九九〇年頃から次第に外国人

の持株が上昇しはじめ、二〇〇五年頃には、信託銀行、生損保などの金融機関を抜いて一位となった（その後やや下がっている）。東京証券取引所『東証要覧』・前掲注(75)一〇二頁。また、取引のボリュームをみても、一九九九年頃、および二〇〇四年頃に大幅に増加していることが分かる。日本証券経済研究所『図説日本の証券市場二〇一二年』一一頁（日本証券経済研究所、二〇一二）。

(79) 希薄化率二五％以上の場合または支配株主が移動する場合には株主総会決議、または経営者から一定程度独立した者による意見の入手が求められている（上場規程四三二条、同施行規則四三五条の二）。投資家のアンケートについては、「東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集に対して寄せられた意見の概要について」・前掲注(57)二―三頁、および宇都宮純子「上場制度整備懇談会『安心して投資できる市場環境等の整備に向けて』の概要」商事一八六八号一五頁（二〇〇九）参照。

(80) 「独立役員の確保に係る実務上の留意事項（平成二四年五月改訂版）」Ⅰ1〔http://www.tse.or.jp/listing/yakuin/b7gje6000000jc8k-att/20120509_a.pdf〕参照。また、法制審における議論では東証の静正樹委員が、常に投資家の利益に言及しつつ社外取締役の設置を強制すべき旨の主張をしてきた。例えば、「法制審議会会社法制部会第九回議事録」（平成二三年一月二六日）七―九頁〔http://www.moj.go.jp/content/000070216.pdf〕（静発言）。

(81) 前掲注(69)―(71)の本文参照。

(82) 金融審の公開買付制度等ワーキング・グループについては、前掲注(71)とその本文参照。なお、第二期の企業価値研究会には、東証からオブサーバーが出席していた。企業価値報告書二〇〇六・七四頁。

(83) 例えば、募集株式、募集新株予約権の発行等における不公正発行はこの例である（会社法二一〇条二号、二四七条二号）。

(84) 実際に、自主規制の形成過程を振り返ると、尊重義務（遵守事項）違反となる場合の例示をめぐって理解が食い違ったように、企業と東証の間で具体的な場面における理解に差が生じる可能性が十分にあったといえる。

(85) 防衛策に関するものではないが、金融庁の影響を指摘するものとして、例えば、上村・前掲注(11)一三―一四頁、河村・前掲注(11)五四頁。

(86) 証券取引所に対する監督については、山下友信・神田秀樹（編）『金融商品取引法概説』四〇九―四一〇頁（有斐閣、

二〇一〇）参照。

(87) 金融審議会金融分科会第一部会の専門委員には東証の代表も就任している。なお、同部会公開買付制度等ワーキング・グループにおける東証の説明については、前掲注(71)とその本文参照。

(88) 東証にとっても、審議会などに参加することで、金融庁の選好を理解するコストを下げられる。

(89) 第三章第一節第一款、第三章第二節第一款参照。

(90) 証券取引所によるガバナンスの規制が機関投資家の利害を反映するルートになることを示唆するものとして、梅本・前掲注(9)一九六―一九九頁。

(91) 証券取引所に株主と他のステークホルダー間の利害調整を期待するべきではないとの指摘として、加藤二〇〇七・前掲注(10)七〇八―七一〇頁。また、加藤二〇一一・前掲注(10)六九―七二頁も参照。ただし、両論文は証券取引所が防衛策をめぐる法ルールを作るべきではないと指摘しているわけではない。

(92) 第三章第一節第二款、第三章第二節第二款参照。

(93) 経営者と株主のいずれが敵対的買収において決定権を持つのかという基本的なモデルの選択が行われにくいのは、日本の敵対的買収と防衛策をめぐる法ルール形成の方法全体の特徴といえる。松中二〇〇九・前掲注(2)三九二―三九三頁、松中・前掲注(3)二三一頁参照。

(94) 大崎・前掲注(75)二六頁は、そもそもこのような競争自体があまりないと指摘する。

(95) 一般的には、現在の証券取引所はそのようなルール形成を行うインセンティブがあることは否定できない。*See* Macey & O'Hara, *supra* note 74, at 581-84.

(96) ルールを作るコストの大きさは、証券取引所によって異なる（おそらく東証以外の証券取引所は独自のルールを作るコストが東証よりも高いと考えられる。）ため、より一層こうした行動が合理的になると考えられる。そして、ルール形成の限界的なコストはある程度までは経験を重ねるにつれて低くなると考えられるため、この構造は強化されやすい。

(97) 東証の自主規制の形成にきっかけになったのはニレコによる防衛策の導入であったが（前掲注(28)(29)とその本文参照）、同社が上場していたのはジャスダックであった。ジャスダックは、導入の延期を求めることを示唆しつつも（日経新聞二〇〇五年三月二七日朝刊一面）、結局は投資家への注意を呼びかけただけであった。その一方、東証は自分の市場

への波及を考慮して留意事項の公表に至った。土本・前掲注(15)六頁参照。

(98) 例えば、より時間をかけて検討した方が望ましいルールが選択でき、証券取引所がそれを望む場合でも、任期などの制約がある政治家は早く対応をとることを望み、官庁もそれを求めるかもしれない。

(99) このような可能性は第三者割当てをめぐる上場規則との関係で既に指摘されている。松尾順介・大杉謙一・岡村秀夫「新しいファイナンスをめぐる問題について――MSCBおよび新株予約権をめぐって」証券経済研究六四号六五頁、八一頁(二〇〇八)、久保田安彦「新株予約権制度の効用と法的問題点」法セミ六七五号二〇頁、二四頁(二〇一一)。