

論文の内容の要旨

論文題目 金融商品取引所のコーポレート・ガバナンス規制 と法

氏 名 温 笑 侗

日本では、従来、コーポレート・ガバナンス規制は基本的に会社法上の問題として取り扱われてきた。しかし、近年、会社法の自由化・規制緩和の拡大に伴い、経営裁量の自由と取引の柔軟性が高められた一方、コーポレート・ガバナンス上の問題が深刻になっている。最近、アメリカ、EU、および内外の機関投資家などから、日本企業とりわけ上場会社のコーポレート・ガバナンス向上の要請、さらには、国家制定法による規律の限界あるいはソフトローの活用といった問題意識の高まりを受け、取引所によるコーポレート・ガバナンス規制が注目されているのである。

現に、東京証券取引所は、敵対的買収防衛策や第三者割当てなど、コーポレート・ガバナンスに深く関係する事項について、きわめて重要な取引所ルールを策定し実施するに至っている。コーポレート・ガバナンスに関する取引所の自主規制と法の相互関係、取引所のコーポレート・ガバナンス規制において行政と司法の役割とその限界について、ソフトローの観点から研究が深まりつつあるが、必ずしも議論が十分に尽くされていないところが多い。本稿は、自律的に生成し、次第に国家による監督が強化されてきたアメリカにおける取引所の自主規制と、反対に当初から「上からのソフトロー」として発展しつつある中国を参考に、コーポレート・ガバナンスに係る規律の対象を具体的に特定しつつ、取引

所の自主規制の利害得失を検討し、日本法が今後この問題について検討する際に必要と考えられる基礎的な視座を提供することを試みたものである。

これまで、取引所の上場会社に対するアプローチは、上場審査と上場廃止措置以外は、基本的に会社情報の適時開示と上場株式数の把握等を中心とするものであった。しかし、本来、取引所の規則は、上場会社を念頭に、特に質の高い規律付けが求められており、そのため、日本では、コーポレート・ガバナンス規制の不備や留意すべき事項について、制定法により適切な規律を行うことに加え、法規制に比べて、より高度な柔軟性と専門性を具えているなど様々な長所が認められる取引所の自主規制を活用することが望ましい場合があり得る。

本稿は、上場会社のコーポレート・ガバナンス規制に関するアメリカ、中国、および日本の取引所のこれまでの取り組みを踏まえ、法との関係における取引所のコーポレート・ガバナンスの役割を、大きく2つのパターンに分けることにした。すなわち、第1は、本来であれば、制定法が規制すべきところ、制定法ができるまでの間、一時的ないし暫定的な対応策として、取引所の自主規制が制定法を補完する役割を果たすパターンである。その場合は、投資家の保護や証券市場の効率性の観点から望ましいルールの内容が明らかになれば、直ちに立法化することが望ましいと考えられる。第2のパターンは、制定法によって概括的、一般的に規制する手法も可能であるが、それでは不都合が生じるため、制定法に代替して、あるいは制定法と協調しながらより望ましい規制方法として取引所規則が選ばれた場合である。

そして、本稿は、取引所の自主規制と法が相互に作用している点に鑑み、法との関係における取引所の自主規制の役割だけではなく、取引所のコーポレート・ガバナンス・ルールがうまく機能するため、法がいかなる役割を果たすべきか、取引所の自主規制が機能するための条件を明らかにすることを目的の1つとしている。取引所がコーポレート・ガバ

ナンスを規制し、とりわけ制定法に代替して規制を行うためには、取引所が社会全体にとって望ましいコーポレート・ガバナンス・ルールを制定し執行するインセンティブと、これらのルールを実効的にエンフォースできる能力と手段とを有していなければならない。

しかし、取引所が自ら行っている事業または事業活動に対する規制になり得るという点において、自主規制に対する熱意や真摯さを欠く傾向があり、時には政府による直接規制を回避する口実として自主規制を行う場合がある、あるいは、取引所が自主規制機関として強制権限を有しないことから、規制対象に対してルールの遵守を強制し、徹底的に調査することが困難である、といった欠点があることは、取引所による自主規制の限界としてよく知られているところである。

インセンティブの確保の問題について、本稿は、1980年代前後、コーポレート・ガバナンス規制に対するNYSEの姿勢変化と、それに対するSECの取り組みを紹介し、コーポレート・ガバナンス・ルールは、株主保護に資する結果になったかもしれないが、必ずしも純粹に株主保護を目的として策定されたわけではなく、取引所間の競争環境等から大きな影響を受けていることを明らかにした。すなわち、取引所は、コーポレート・ガバナンス・ルールの採択と執行が競争上有利であると判断する場合には、取引所による積極的な株主保護を期待できるけれども、取引所の競争上の地位を不利にするおそれがある場合には、取引所のコーポレート・ガバナンスを規制するインセンティブは減少するのである。要するに、市場間の競争圧力は、コーポレート・ガバナンス・ルールの「奈落への競争」をもたらすことも、「頂点への競争」をもたらすことも理論的には双方あり得るのである。したがって、重要なことは、ある取引所を取り巻く競争環境が当該取引所のコーポレート・ガバナンス規制にどのような影響を及ぼしているかを正しく認識し、健全なコーポレート・ガバナンス・ルールの形成を促進する競争環境を整えることであるが、このことは、取引所自身ではなかなか到達することは困難であるため、行政による介入が必要とされるのである。

しかしながら、取引所のコーポレート・ガバナンス規制に対する行政の介入には、さまざまなレベルのものがありうる。アメリカでは、連邦法と州法の管轄に由来する問題から、コーポレート・ガバナンス基準に対するSECの監督権限がかなり制限されており、SECが自ら取引所の上場基準を追加・変更したり、その違反行為に対し上場廃止以外のサンクションを加えたりすることができないため、政府の介入は受動的かつ補助的なものととどまる。それに対し、中国の取引所は、アメリカと違って独自に発展してきたわけではなく、そもそも行政の主導下に生まれたものであって、行政監督機関の実質的な附属機関として、その規制行為に強い行政的な色彩がみられる。そのため、政府は、取引所のコーポレート・ガバナンス・ルールの策定および執行に深く介入し、場合によっては、取引所に代わって上場会社のコーポレート・ガバナンスを直接に規制したりするなど積極的・支配的な役割を果たしている。

本稿は、中国の経験を踏まえ、取引所のコーポレート・ガバナンス規制にする過剰な行政介入は、場合によっては行政監督機関の権限を越えるものとなり、また取引所の自主規制機能を損なうだけでなく、行政訴訟リスクの増大と行政効率の低下にもつながるので、合理的な行政介入が重要であることを指摘する。

そして、コーポレート・ガバナンス・ルールのエンフォースメントの問題に関しては、本稿は、取引所によるエンフォースメントの場合と株主または投資者によるエンフォースメントの場合とに分けて議論し、前者については、コーポレート・ガバナンス・ルールを上場会社と取引所との私的契約に基づくものと理解し、ルール違反の場合に基本的に上場廃止が最大かつ有効なサンクションであるというのでは、上場会社を取り巻く外部環境や経営者の機会主義的な行動などにより、コーポレート・ガバナンス・ルールの実効性を十分に確保することはできないことに加え、投資者に対してもさらなる大きな損害を与えてしまうおそれがあることを、アメリカの議論および経験に基づき論証する。他方、中国で

は、取引所が、上場会社の経営者や支配株主と直接に契約を締結することで、上場会社の行動をより実質的に牽制するという方法を採用したり、あるいは、コーポレート・ガバナンス・ルールの公的性質をより重視して、行政によるエンフォースメントをある程度可能にしており、実効性の確保という観点からは一定の参考になり得るものと考えられる。

また、取引所によるエンフォースメントに関連して、司法的介入の抑制も重要な論点となる。アメリカの判例法は、取引所の自主規制の効率性を確保するために、憲法上の適正手続条項の適用免除、民事損害賠償責任の絶対免除、反トラスト法の適用免除、内部的救済を尽くす原則など採用し、司法による介入を大幅に制限することによって、証券自主規制の効率性を確保している。この点は、日本も大いに参考すべきである。しかし、アメリカにおける司法的介入の抑制は、SECの監督権限の強化とSECに対する取引所の独立性の維持を背景としており、これらの前提条件なくして、司法による介入を抑制することは、株主または投資者の利益侵害に対し司法的救済を放棄することにほかならないことに注意を払うべきである。

そして、取引所によるエンフォースメントが上場会社の違反行為を抑制できない場合には、株主等の私人が司法的救済を通してルールのエンフォースメントを図る可能性を残す必要があると考えられる。アメリカの判例法では、株主によるエンフォースメントの法的根拠として、①上場契約における第三者受益者としての権利性、②連邦証券法に基づく黙示の私的訴権、③信任義務違反による法的救済、④上場廃止による回復不可能な損害に基づく暫定的差止命令などが挙げられており、それぞれ検討に値すると思われる。