

資本市場規制の射程に関する歴史的考察

戸 田 宏 治 森 田 理 恵

0. はじめに

現代における企業論は、1932年に発表された A. バーリーと G. ミーンズの『近代株式会社と私有財産』が一つの出発点となっている。彼らによれば、企業が巨大化し、所有と経営が分離していくと株主は経営者をモニターするインセンティブを失い、単なる投資家になってしまうため、所有と経営の分離は企業利潤の最大化を不可能にするという。このような経営者支配からの投資家保護的な企業観は、必然的に法的ルールの存在を肯定するものであった。以後、法律学、経営学、そして経済学の研究者の関心は、株主の利益に結びつかないような経営者の行動をいかにして統制するかに向けられてきた。

ただし、法律の領域では「商法」や「会社法」が中心である。そこで重視されるのは「忠実義務 (duty of loyalty)」と「注意義務 (duty of care)」であり、いずれの場合も、経営者に対してなんらかの「倫理性」を求めている。なぜなら、企業規模が大きくなるにつれて、経営者と株主との間に生じる情報の非対称は拡大していくと考えられ、経営者による機械主義的な行動が見つかりにくくなるためである。

現代の経済学では倫理性に関わる議論は回避される。むしろ、倫理がなくても人々が一定の行動を取らざるを得ないような制度のあり方を探求する。そして、経営者に対し株主利益の最大化につながる行動を取らせることと、経営者の利益が一致するような制度を構築することがよいという「インセンティブ」が主要な関心事となった。近年では、バーリーとミーンズの古典的な議論に代わり「プリンシパル・エージェンシー」モデルが注目されるよう

になった。この先駆は、R. コースの「企業の本質」(1937年)であろう。「企業はなぜ存在するのか」というシンプルな問いに対して、コースは次のように指摘した。(1) 取引費用が存在するために、市場で取引するより企業を設立して取引した方が取引を組織化できる。(2) 取引の事前に結ばれる契約は、あらゆる事態をあらかじめ予測することができないため、基本的なルールのみとなり、詳細は事後的になる。このとき、資源配分のコーディネートは企業を要請する。(3) 租税が存在するような場合、市場をつうじた取引よりも企業内部で資源を調達した方が効率的である。つまり、コースの主張は、企業は市場取引にかかるコストより安価な場合に存在する、ということに集約できるだろう。この考え方は、経済学が前提とする「限界費用増の法則」とは異なる視点を企業論に与えたことにある。

かつて、アメリカではいわゆる「最大化論争 (maximization debate)」が繰り広げられた。1946年の‘American Economic Review’誌において、L. レスターはアメリカの民間企業を対象に実証分析を行った結果、ミクロ経済学の常識である“ $MC=S$ ”は現実にはあまり当てはまらないと主張した。ミクロ経済学の場合、市場は完全競争が実現されており、その状況のなかで競争に参加する主体は利潤を最大化するために利用可能なあらゆる情報を駆使してもっとも合理的な行動を選択しようとし、しかも、それら競争参加者には情報の非対称が存在しないことを前提とする。これに対し、レスターの調査では現実には活動している企業の限界費用曲線は、ほとんど水平か生産能力限界まで低下し続けていた。利潤獲得をめざす企業の限界費用が水平もしくはは逡減しているとすれば、各企業は生産能力を最大限発揮するはずである。しかし、調査によれば、生産能力をフルに発揮している企業は、調査対象のわずか数パーセントでしかなかった。ということは、企業の産出量に影響を与えているのは需要の大きさであると考えられる。レスターによると、企業経営者は生産技術、生産方法、賃金率よりも、その企業が対象とする需要によって産出量と雇用量を決定しており、限界費用が経営判断に与える影響は

極めて限定的であった。このことからレスターは、今後の経済学の研究方法は大幅に見直されるべきであると結論付ける。こうしたレスターの実証研究によって、限界費用アプローチは反証されたかに見えた。その後、‘American Economic Review’誌上においていくつかの論争が続くことになったが、それらはいずれも実証的な観察に基づく限界費用アプローチの有効性に対する疑問と、それに対する理論の重要性の強調であった。こうしたなかで、コースの企業論は次第に重要性を増していき、現代企業論の出発点となっていった。

なお、バリーとミーンズの企業論も現代企業論の主要な視点ではないかという見方もあるだろう。確かに、企業の成長とともに株式を上場し、さらなる成長をめざすとパターンがなくなったわけではなく、今日でも所有と経営の分離は数多く存在する。しかし、現在の企業論は株主と経営者のどちらがプリンシプルでどちらがエージェントとなるかが一律に規定できず、両者の交渉力によってどちらでもありうると考える。経営者が意図的に機会主義的な行動を選択しなくても、その企業にとっての関係特殊性が強まれば強まるほど交渉力が高まるためである。この点を踏まえるならば、「契約の束 (nexus of contracts)」という概念は妥当性が高いのではないか。

コースの議論は、O. ウィリアムソンによって「取引費用の経済学」として確立された。ウィリアムソンによれば、人間は合理的に振舞おうとしても、それは限定的な範囲でしかできないため、契約においては不完備性や情報の非対称が存在する可能性がある。また、そのことから取引相手が機会主義的な行動に出る可能性もあるため、契約が正しく履行されるようにモニターする必要性があり、そのためのコストが発生することになる。企業を設立すると、このようなコストを内部化できるため、取引費用の節減につながる。要するに、彼のいうガバナンスはもっぱら取引費用に還元されるのであり、これは企業を「契約の束」と理解するコースの学説につながるものである。

ところが、ウィリアムソンが企業の機会主義的行動を説明するとき、「限定合理性」が前提となっているはずなのに、ガバナンスが決定される場面で

は取引費用が最も少ない方法によると見なすことから、そこでは「限定されていない合理性」が前提されているのではないと思われる。この点については、「財産権」に関わる議論で扱われることもあるが、財産権をめぐる議論では、取引費用に関する情報が存在する限り、必要なガバナンスはその都度複製されると考えられるため、ガバナンスの選択は重要な問題とはならない。

ただ、ウィリアムソン自身は、現実の世界では取引費用が存在するため、財産権の割り当てやガバナンス構造の選択が非常に重要な問題になることを認めている。つまり、効率性の観点でいえば、ある取引はある特定のガバナンス構造と結びつき、他の取引は他のガバナンス構造と結びつく、というわけである。

具体的には、(1) 取引の複雑性、(2) 取引の頻度、(3) 取引当事者間の関係特殊性が重視される。特に(3)の場合、例えば、ある企業が特定の場所に工場を建設する際の立地条件、部品納入業者の生産能力、従業員の熟練度やそれに要する時間や費用などによって取引条件は決定される。このとき、取引相手の特殊性が高ければ高いほど、機会主義的な行動をとられる危険性が高くなる。このため、事前に取引のリスクを察知した当該企業は、関係特殊的な取引をあらかじめ回避してしまうことになりかねない。今日、こうした問題は「ホールドアップ問題 (holdup problem)」と呼ばれている。

取引費用の経済学が明らかにしてくれることは、経済主体間の自由な取引では、契約不完備性を排除することができないため、場合によっては大きな費用を発生させることがあることを強調した点であろう。しかし、統合による取引の内部化が機会主義的な行動を回避するとは限らない。例えば、事業部制組織を採用する企業では、事業部間でコンフリクトが発生することはめずらしくない。

エージェンシー理論も取引費用の経済学と同様、経営者と出資者、あるいは経営者と労働者の間で結ばれる契約を問題とする。この理論では、プリンシパルとエージェントはいずれも自己の効用を最大化しようとする主体と前

提されている。しかし、常にエージェントがプリンシパルの効用最大化をめざしているとは限らない。そこで、プリンシパルはエージェントと利益が一致するように工夫されたインセンティブを提供し、モラル・ハザードや逆選択が生じないようにモニタリングのコストを負担しなければならない。

加えて、場合によってはエージェンシーの保証費用もエージェンシー・コストとして計上されることがある。従って、研究の主要なターゲットは「どのような制度を設計することが、最も少ない費用で契約を完成させることになるか」となる。取引費用の経済学と異なる点は、このような制度設計は事前に特定可能だと前提することで、事後的な再交渉の問題を回避しているところであろう。

しかし、仮に情報の非対称や契約の不完備性が存在していても、契約当事者は高度な認識能力を持つとみなされ、認識のズレが原因で裁判となった場合、裁判所が合理的な判断を下せると仮定される。そのため、エージェンシー理論による契約書は極めて完成度の高いものであり、不備があった場合でも、系統的な誤りの連鎖はなく、直ちに当事者が裁判所によって修正されることになる。

だが、現実には結ばれる契約は企業外部の取引先、あるいは政府や自治体にも及ぶ。そのため、この理論においては、取引は「市場をつうじてか、組織によってか」というコースが提起した「企業の本質」に関わる問題意識が希薄となる。現実には企業が取り結ぶ契約は、例えば、下請けの部品供給業者と親会社である組み立て加工業者との場合でも、単に数量と単価を決めているだけではなく、納期、トラブルが発生した際の対処方法、他のライバル企業との差別化等に至るまで極めて複雑な内容となっている。こうした契約が結ばれる場合、企業間の力関係が反映されることはいうまでもない。エージェンシー理論では、企業内部での階層構造を説明することはできても、企業間関係においては十分な説得力を持つとはいえないだろう。

さらに、この立場からみれば、企業と利害関係者の調整ルールである会社法は、当事者同士が書く必要性を省略した「契約書の束」であって、法を制

定する際に議論となるのは、「取引費用が限りなくゼロに近い状態を想定した上で、合理的な当事者であれば合意すると考えられる内容とは何か」ということになる。

こうした一連の研究は、いずれも「企業の成長＝株式上場＝所有と経営の分離」という座標軸の上で行われてきた。ところが、日本ではここ数年、上場企業が自らの意志で上場を廃止する動きが増えてきた。戸田・森田の共同研究はこの新しい状況を重視し、株主の利益、経営者のインセンティブといった問題を扱おうとするものである。なお、本稿は「日本経大論集」(第41巻第1号)に掲載した拙著「ゴーイングプライベート(非上場化)を選択する取締役のインセンティブ」に関連するものである。

1. 問題の所在

現代の社会では、企業経営には、多額の資金が必要である。この資金調達のための制度として、資本市場⁽¹⁾が存在する。

資本市場は、企業に対して、資金調達の機会的手段を提供するとともに、個人に対して、資産運用の機会を提供する。従って、資本市場は、多数の企業と多数の個人との間における資源分配のための市場である。市場原理が働き、この資源の分配が適正に行われることが国民経済上きわめて有益なことである⁽²⁾。

そのため、資本市場に対して、様々な規制が行われてきた。それは、商法をはじめとする一般法だけではなく、証券取引法・金融商品取引法を制定することにより資本市場の特性に合致した規制を行ってきた。また、監督官庁等からの通達、証券取引所規則等によって、適宜に規制を強化している。さらに、自主規制により、より良い市場の構築が図られている。

近年、株式市場が低迷し、資金調達の手段としての魅力が薄れているとの

(1) 証券市場と同義で使用する。金融商品取引法1条

(2) 神崎克郎『証券取引の法理』(昭和62年)3頁以下

指摘がある。また、M&Aの発展により、株式を公開することの不利益も大きくなっている。さらに、会社の取締役によってMBOが行われ、非上場化（ゴーイングプライベート）がなされることもある。2007年、経済産業省によりMBOに関する指針⁽³⁾が公表され、ゴーイングプライベートを伴うMBOが奨励される形となっている。このように自主的に市場から退場することは、本来、株式市場が想定していなかった事態である。

本稿の目的は、この新しい事態に対応するための問題点を検討するにあたり、株式市場の規制がどのような視点で行われてきたかということを歴史的に確認することである。

2. 証券取引法

1878年（明治11年）に株式取引所条例⁽⁴⁾が太政官より布告され、東京株式取引所が設立された。1872年（明治5年）11月15日、国立銀行条例⁽⁵⁾が公布され、翌1873年（明治6年）7月20日に第一国立銀行が東京で開業し、真に株式会社の名に値するものが日本に初めて登場⁽⁶⁾してから、5年後のことである。1887年（明治20年）、取引所条例が改正⁽⁷⁾された。これは、フランスのブルース（パリ証券取引所）を模範としていたため、ブルース条例と呼ばれたが、性急な改革を求めたため反発を招き、すぐに廃止された。

1893年（明治26年）3月4日、証券取引所法⁽⁸⁾が制定され、証券取引を規制することになった。しかし、この取引所法は、取引所の組織とそこにおける取引を規制するものであり、公開会社に対する情報開示規制を欠き、大規

(3) 「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」平成19年9月4日経済産業省

(4) 明治11年太政官布告第8号

(5) 明治5年太政官公布第349条

(6) 浜田道代『「会社」との出会い―幕末から明治初期まで―』18頁、浜田道代編「日本会社立法の歴史的展開」（1999年）商事法務研究会

(7) 明治20年5月14日勅令第11号

(8) 明治26年法律5号

模公開会社法としての性質を有すものではなかった⁽⁹⁾。

第2次世界大戦中、戦時立法として、日本証券取引所法が制定された。

その後、1947年（昭和22年）3月28日、証券取引法⁽¹⁰⁾が、日本で初めて制定され、翌1948年（昭和23年）4月13日全面改正⁽¹¹⁾された。証券取引法第1条は、「この法律は国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行および売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする。」と定める。この前段と後段には、段階的な差異があって、後段が法的規制の具体的直接的な目的を示すのに対し、前段はより高次な実質的目的を示すものと解される⁽¹²⁾。即ち、投資者の保護こそが同法の目的であって、国民経済の適切な運営は、投資者の保護によって実現が期待される閏節の効果に過ぎないとされる⁽¹³⁾。これとは違い、国民経済の適切な運営を投資者の保護に並ぶ法の目的とする見解も存在する⁽¹⁴⁾。

昭和23年証券取引法の主な内容は、22年法と比べて、証券の届出を必要とする場合を公募に限定したこと、目論見書の公布を強制したこと、などに加え上場証券の発行者に継続開示義務を課したことがあげられる。我が国において、情報開示制度は、この昭和23年の証券取引法の全面改正によって、一応の完成を見たといえる。

ここで制定された情報開示制度における開示書類は、有価証券届出書、目論見書による発行開示、有価証券報告書による継続開示、および上場有価証券報告書による継続開示である。

有価証券報告書制度は、上場有価証券報告書制度とともに、有価証券の流通に関するものである。すなわち、有価証券報告書は、有価証券届出書の情

(9) 黒沼悦郎『証券市場の再生へー証券取引法の制定とその後の諸改正ー』569頁、浜田前掲

(10) 昭和22年法律第22号

(11) 昭和23年法律第25号

(12) 鈴木竹雄・河本一郎「証券取引法（新版）」（1984）41頁

(13) 「投資者保護説」

(14) 「二元説」神崎克郎「証券取引法」32頁

報を事後的に補完するものと位置付けられており、情報開示の中心を発行開示に据えていたと考えられる。

昭和23年改正時には、上場有価証券報告書は、取引所がその様式を定めるもので、実際には、有価証券報告書にならった開示項目が定められていたが、この報告書を公衆の縦覧に供する旨の規定を欠いていた。すなわち、上場有価証券報告書は、取引所が上場有価証券を管理する参考資料として位置づけられており、投資判断のための継続開示資料としての機能を有していなかった。このことは、昭和28年の改正により改められた。

有価証券届出書の記載項目は、証券取引法5条において19項目が列挙されており、会社の事業の沿革及び現在の状況を一般投資家に知らしめる重要な項目であり、新しいディスクロージャー制度の中核をなすものであった。

しかしながら、ここでは、単に事業の沿革、現在の状況及び将来の見込みをできるだけ詳細に記載することとされているだけであり、記載内容が明確ではなく、また新しい概念であり、届出書作成者においても混乱を生じたため、昭和2年10月に、証券取引委員会は、「有価証券届出書作成要領」と公表し、その内容の明確化を図った。この作成要領において、「事業の概要」の記載項目として、沿革、事業目的から将来の見通しについて、専門的な用語について掲げ、それぞれに記載上の注意を与えた。現行制度では求められていない労働組合組織の状況・既往および現在における活動の状況のように詳しい記載が求められている。

しかしながら、届出書作成者である企業自体が開示に慣れていなかったため、会社の少数の担当者のみが届出書の作成に当たることになり、会社のすべての部門について十分な記載がなされていない上、主観的な判断に基づく記載が多く、事業の将来について希望的な機軸が多く投資家を誤解させるような記述が多いといった共通の欠点があった⁽¹⁵⁾。

このため、上記作成要領では、公衆が理解しやすいものとする、事実を客観的に記述することとし主観を交えないこと、投資者を誤解させ又は誘導するような記載は避けること、不利な事項の記載を脱落してはならないこ

と、有価証券の価値判断についての記述は避けることなどの届出書作成の基準を示している。このことから、証券取引委員会等立法者は、投資家の保護を十分に認識していると思われる。

また、有価証券届出書および有価証券報告書は、証券取引委員会に備え置き、公衆の縦覧に供させる⁽¹⁶⁾こととした。投資家は、閲覧、および手数料を支払い謄本・抄本の交付を請求できた。

このように昭和23年証券取引法は、情報開示制度の実効性を確保し、開示される情報の真実性を確保するために、行政処分、刑事罰、民事罰などの制裁手段を設けた。この開示制度は、証券の発行に許可制を取らず、誰でも一定の情報を開示すれば公衆に対して証券を発行できるということを意味した。これは、規制当局が情報の真実性を保証するものではあるが、その内容を審査し、虚偽又は誤解を生じるような開示に対しては、事前的に行政処分、事後的に刑事罰および民事責任という形であり、商法上の開示規整とは大きく異なるものである。

証券取引法は、有価証券届出書の事前の提出を求め、これについて証券取引委員会が、重要な事項について虚偽の記載がないか、重要な事実の記載漏れがないかなどを審査し、場合に応じて訂正届出書の提出を命令し、または届出の効力の停止を命じることができるとしている⁽¹⁷⁾。このような有価証券届出書の事前審査制度は、証券発行に際して開示される情報が事実合致しているかどうかについて、政府機関が審査を行う点において、我が国の商法が知らなかった制度であり、比較法的に見ても、当該証券が取引されることになる取引所ではなく、政府機関が審査を行う点において珍しい制度である。これは、上場を予定しない公募が考えられることから、その場合に投資家を保護するために、理論上要請されることである⁽¹⁸⁾。また、有価証券届出制度を遵守させるために、無届で証券を公募発行した者には、1年以下の懲役ま

(15) 昭和24年度証券取引委員会報告書（証券史資料6巻613頁・636頁）

(16) 証券取引法第25条

(17) 証券取引法第9条、第10条

(18) 前掲黒沼577頁

たは3万円以下の罰金が科せられた⁽¹⁹⁾。

さらに、開示書類の不実記載についての民事責任規整は、発行開示中心主義という、ディスクロージャーに対する当時の理念を如実に反映したものになっている⁽²⁰⁾。有価証券届出書及び目論見書の虚偽記載についてのみ民事責任の規定が設けられ⁽²¹⁾、有価証券報告書並びに上場有価証券報告書の虚偽記載については、民事責任規定が設けられなかった。改正の参考としたアメリカの1934年証券取引法は、制定の当初からSECにファイルされた継続開示書類の不実記載に関する民事責任規定を有しており⁽²²⁾、証券取引法の昭和23年の改正時、わざわざ相当する規定を設けなかったことは特筆すべきである。すなわち、アメリカ法以上に届出書による公開の意義を極めて重視⁽²³⁾しながらも、継続開示を軽視する態度であり、このことは、この後のディスクロージャー制度の展開を跛行的なものにする素地を提供したとされる。

なお、貸借対照表、損益計算書は有価証券届出書の添付書類であるが、添付書類も証券取引法上の有価証券届出書となり、その不実記載については、民事責任規定が適用されることになっていた。ところが、添付書類たる財務書表については、不実記載に関する民事責任規定は適用されないとの誤解が、証券取引委員会の初代委員長から発せられた⁽²⁴⁾。このように、23年当時、継続開示軽視の風潮は、立法者のみならず行政側にもあった。昭和28年、証券取引法は、改正され、企業内容の開示制度が簡素化され、企業内容の開示制度の実効性確保の手段を後退されるものであった。

昭和30年代後半から昭和40年にかけての戦後最大の不況時、上場企業の倒産が相次いだ。その中には、倒産後に、粉飾決算の事実が明らかになったものも少なくない。山陽特殊鋼事件は、会社更生法適用決定後に、粉飾決算の

(19) 証券取引法第198条

(20) 前掲黒沼578頁

(21) 証券取引法第17条、第18条

(22) SEC s18

(23) 大蔵省証券局年報昭和40年度228頁

(24) 徳田昂平「企業会計原則と証券取引委員会」産業経理9巻9号(1959)4頁、5頁

疑いが強まり、証券取引法第26条に基づく大蔵省の立ち入り検査が行われ、同社及び同社社長が有価証券届出書・同報告書の虚偽記載を理由に告発され有罪となった⁽²⁵⁾。そこで、大蔵省は、粉飾決算の一掃をねらいとして、粉飾経理の疑いのある会社を重点的に審査したところ相当数の粉飾決算および虚偽の監査証明が行われていた事実が明らかになった。このため重点審査の対象外にも相当数の粉飾決算が潜在していると考えざるを得ない状況であった⁽²⁶⁾。

証券取引審議会の専門委員会は、流通市場の規模が拡大している現状からみて、現行の有価証券報告書制度が開示制度として十分に機能を果たしているか、現行の有価証券届出制度が、時価発行公募増資の進展などに即応したものであるか、開示書類について重要な虚偽記載があった場合に、投資家の損害救済が十分に担保されているかという観点から、現行制度の検討を行い、専門委員会の報告をもとに昭和45年12月に証券取引審議会の報告書が取りまとめられた。昭和28年改正による開示制度の簡素化が粉飾決算等の不正を招き、投資家に損害を与えることになったとの反省から、粉飾決算によって投資家が被った損害の救済を図るとともに、会社その他の虚偽記載の関係者に制裁を加える必要性が認識された。昭和46年の改正は、このような背景から、実効性確保のため行政処分、刑事責任、民事責任のそれぞれについて大幅な改正が行われた。

さらに、昭和63年には、資本市場の国際化、自由化の進展に従い、一方で、企業経営の実態を反映した有益な投資情報を提供するための開示内容の充実が要請され、他方で、内外の発行者から、機動的・弾力的な資金調達を可能にするよう発行開示手続の簡素化を要望する声が高まった。そのため、昭和46年改正以来のディスクロージャー制度の大幅な見直しが昭和63年改正においてなされた。ここでは、臨時報告書の提出事由の大幅な拡大などがなされ、継続開示の充実が、発行開示簡素化の前提となるとされた。「財政状態及び

(25) 神戸地判昭53・12・26金商568号43

(26) 有沢広巳編・証券百年史(1978)日本経済新聞社

経営成績に著しい影響を与える事由⁽²⁷⁾』という一般条項を置くことにより、会社内部から生じた重要事実を随時遅滞なく開示する法的な義務を公開会社に負わせた。ところが、倫理報告書の不提出、虚偽記載に関する民事責任規定が置かれなかったため、倫理報告書が参照書類として発行開示に組入れられた場合には、発行市場での民事責任を生じさせる可能性があるが、臨時報告書自体は流通市場での証券取引法上の民事責任を生じさせるより方法がないという、奇妙な状況が作出されることとなった⁽²⁸⁾。このように、継続開示が充実し、発行開示が継続開示に依拠される形で簡素化されたため、企業内容の開示制度は、発行開示を中心とする制度から、継続開示を中心とする制度に転換したといえる。

なお、昭和63年度改正時に、証券取引法の文言が変更された。証券取引法第2章の章名が「有価証券の募集又は売出しの届出」から「企業内容等の開示」に改正され、開示内容を定める「有価証券の募集又は売出しの届出等に関する省令」は「企業内容などの開示に関する省令」に名称が変更された。

平成2年には、大量保有開示を導入する改正が行われた。これは、株高・金余り現象というバブルを背景として、証券市場で公開会社の株式などを大量に買い集める事例が増加してきたことによるものである。この当時においては、十分な市場情報を有していない一般投資家に損害を与えかねない状況となっていた。そこで、株価の変動要因となる株式等大量の取得・保有・放出に関する情報を開示させる大量保有開示の制度が導入された。これは、発行者側の行為を規制する方向で進んできたディスクロージャー制度に対して、発行者側の認識しない行為によって発生した事実に関しても、発行者側に情報開示を求める制度である。

バブルの崩壊により、損失補填などの新しい問題が浮上した。平成4年、ディスクロージャー小委員会の提言を受け、情報開示制度に多くの改正が加えられた。継続開示における外形基準の導入もこの時に設けられた。その後、

(27) 開示省令 19

(28) 前掲黒沼 604 頁

連結ベースでのディスクロージャー制度の導入など、企業グループ全体での情報開示を求める方向に移行していくこととなる。

また、平成10年、証券会社の破綻の際の顧客資産の保護のために、証券取引法上の認可法人として投資者保護基金を設け⁽²⁹⁾、証券会社の加入を義務付けた⁽³⁰⁾。従来から財団法人として寄託証券補償基金が設けられていたが、数社の破綻で基金が枯渇するなどの顧客保護のために十分でないことが明らかになっていたため、証券取引法上の認可法人としてあらたに設立されたものである。

このように、証券取引法は、投資者の保護が第一義的な目的とされ国民経済の適切な運営は、投資者の保護によって実現が期待される間接の効果に過ぎないとする見解や、国民経済の適切な運営を投資者の保護に並ぶ法の目的とする見解が唱えられてきた。

3. 金融商品取引法

金融商品取引法は、第1条に、「企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保することなどにより、有価証券の発行および金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成などを図り、もって国民経済の健全な発展および投資者の保護に資することを目的としている」と定める。

金融商品取引法は、効率的な資源配分と投資者の保護を達成するために、金融商品取引について規制する。この目的のため、行政規制、民事規整、刑事罰規定が複合的に用いられている。

(29) 証券取引法第79条の22、第79条の30

(30) 証券取引法79条の27

4. 今後の課題

証券取引法が制定された当時から証券取引法と会社法との関係については議論されてきたが、証券取引法は、会社法の特別法であると説明することが通説であった⁽³¹⁾。会社法は、株主や会社債権者などの会社関係者の私的利害を調整する司法であるのに対して、証券取引法は、投資者保護と国民経済の健全な発展を目的とした経済法に属する法である。近年では、価格形成機能を中核とする資本市場の機能の健全な発揮という経済法的観点がさらに重視されるに至っており、金融商品取引法は、会社法とは本質を異にする法領域であるという理解が一般的である⁽³²⁾。金融商品取引法と会社法の規律内容が、企業内容開示制度において重なりあう部分が多い。近年、上場会社については、金融商品取引法の規制が会社法と直接交錯するような領域が増加し、二つの関係に関する議論が高まっている。

しかしながら、非上場化を伴う MBO の増加など、立法時には法が想定していなかった状況が生じつつある。このような状況の中、金融サービス法の必要性など新たな基準についての議論がなされるべきである。

(31) 前掲鈴木・河本 44 頁

(32) 山下友信・神田秀樹編「金融商品取引法概説」(2010) 465 頁