

特別寄稿

# 株式上場基準の改正とあり方について

久保 幸年

## はじめに

わが国金融・証券市場においては、いわゆる日本版ビッグバンとよばれる抜本的市場改革が行われており、市場に大きな変革をもたらしている。この日本版ビッグバンは、free（自由）、fair（公正）、global（国際化）という三つの基本的観点から、市場について改革を推し進めようとするものである。企業の経営活動が国際化し、また情報・通信技術および金融に関する技術革新の国際的進展を受けて市場のグローバル化が進んでいる現状を踏まえると、日本版ビッグバンにおいて成し遂げようとしたことは、わが国金融・証券市場が21世紀において有効な機能を引き続き果たして行くためには、ある意味で必然的な要請であったとも言えるものである。今般の証券市場における日本版ビッグバンの方向付けを行った大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会の答申において、市場の制度改革の目的について、「いまこそ、早急に国際的水準にまでわが国市場の魅力と競争力を高め、活力ある証券市場を構築し、わが国の投資家や資金調達が新たな市場の持つ可能性を存分に享受できるようにする」（注1）ためとしたのは、こうした実状を如実に物語っているといえよう。

東京証券取引所（以下、「東証」という。）（注2）は、この日本版ビッグバンが進められている日本の株式市場においてセントラル・マーケットとして新規上場基準の改革および新市場の創設などを行っている。そこで、本稿においては、平成11年に行われた既存市場の基準に係る大改正と新市場—マザーズ—の創設についてその内容及び趣旨を論述した後（今般の改正までの東証の新規上場に関する基準の変遷のまとめは紙幅の都合により割愛するが、別の機会に提示したいと考えている。）、そもそも新規上場の適格性を規定すべき要件の意義とあり方について考察することとする。なお、文中における意見は筆者の個人的見解によるものである。

## 第一 ビッグバン対応の今般の基準改正と新市場創設

### I 既存市場―市場一部・二部の新規上場基準の改正

東証は今般のビッグバンへの対応の中で魅力ある中堅・中小企業の新規上場を促進し、我が国証券市場の一層の機能拡充を図る観点から、上場審査基準等の新規上場に関する関係基準及び取扱いについて全般的に見直しを行い、その結果を受けてそれらの基準及び取扱いについて所要の改正を行い、平成11年1月から施行した。本改正の主要な部分の内容とその主旨を示せば次のとおりである。

#### 1 上場申請に係る基準関係

##### (1) 上場株式数

###### ①改正内容

・現行基準においては、「営業の主体」の所在地が「東京周辺」である場合は400万株以上、「東京周辺以外」である場合は2,000万株以上としているが、これをいずれの場合も400万株以上とした。

###### ②改正主旨

・現行基準においては、「営業の主体」すなわち主たる経営活動が行われている地域毎に投資者及び流通市場を想定し、「東京周辺」の投資者・市場に対しても投資対象となる株式が一定量以上提供されるようにすることなどのため、「営業の主体」が「東京周辺以外」にある会社に対しては「東京周辺」の会社よりも多くの上場株式数を求めることとしていた。しかし、現在では相場情報に関しては情報端末により全国で瞬時に把握できるような手当てが既になされており、決済の面においても証券会社の支店網等の拡大や証券保管振替制度の導入等により、投資者及び流通市場に係る地域間の問題は解消されているとあってよい状況にある。そこで、現行規定において設けている「営業の主体」の所在地に伴う所要上場株式数に係る基準上の格差を撤廃することとしたものである。また、上場申請についての地域制限（東京周辺以外の会社は地元の証券取引所と同時またはすでに上場していることを要するとする規制いわゆるテリトリー制）自体も平成12年7月から撤廃される。

##### (2) 株式の分布状況（株主数基準）

###### ①改正内容

上場株式が1,000万株以上の場合における所要株主数を引き下げた。

###### ②改正主旨

現行基準は一定の上場株式数を超えたところで、所要株主数を大幅に増加させることとしているが、最近の証券市場の状況の影響もあり、上場申請会社が上場時の

## 特別寄稿●株式上場基準の改正とあり方について

株主作りにおいて所要株主数を達成することが困難な場合が少なくないという実態等に配慮し、上場株式数に応じた所要株主数の増加幅を緩和し、上限となる所要株主数を引き下げることにしたものである。なお、流動性確保の観点から、現行の最低水準の所要株主数は維持することとしている。

### (3) 株主資本の額

#### ①改正内容

- ・一株当たり一定金額以上の株主資本を計上していることを求める基準を撤廃した。
- ・絶対額については、連結財務諸表に計上される数値を対象とすることとし、水準は現行の10億円を維持する。

#### ②改正主旨

- ・一株当たりの数値基準は、他の基準との兼ね合いもあり、その適用において基準の趣旨を生かして適用することが難しい場合があること及び発行済株式数の多寡により結果的に上場申請を阻害する要因ともなる形式基準を見直すという観点も踏まえて、同基準を撤廃することとしたものである。
- ・今般の証券取引法上の制度開示の改正にもみられるように、我が国においても企業情報の開示が連結主体となり、投資判断は企業集団の業績等の状況に基づき行われていくこととなることを踏まえ、上場審査基準上の財務数値については連結数値を用いることとしたものである。

### (4) 利益の額

#### ①改正内容

- ・一株当たり一定金額以上の利益を計上していることを求める基準を撤廃した。
- ・2年基準と3年基準の二つの基準を設けた。すなわち、基準の対象期間を現行の3年間から2年間に短縮した基準（2年前1億円、直前期4億円）と、3年間の利益が所定の額以上であるとする基準（3年前1億円、直前期4億円、かつ、3年間の利益の額が合計で6億円）である。
- ・基準上の利益の額については、連結財務諸表に計上される数値を対象とすることとした。

#### ②改正主旨

- ・順調あるいは安定的に成長している会社のほか、急成長会社や一時的に赤字を計上したものの安定的な収益基盤を有する会社等についても早期に上場を促すこととする等の観点から、基準を緩和することとしたものである。
- ・一抹当たり基準の撤廃、連結数値を対象とすることについては、株主資本の額の基準の見直しと同じ考えによる。

## (5) 利益配当

### ①改正内容

利益配当を実施していることを要するとする基準を撤廃した。

### ②改正主旨

利益配当を行わずに、再投資のために内部留保に努めている成長途上にあるような会社にも上場の途を拓くこととするため、配当の実績基準は撤廃することとしたものである。配当可能な利益水準を有するか否かを上場審査で確認する点はこれまでと同じである。

## (6) 財務諸表等

### ①改正内容

財務諸表等において虚偽記載を行っていないことを求める期間について、現行の3年間を2年間に短縮した。

### ②改正主旨

所要監査対象期間の緩和に対する要望及び監査済財務諸表の必要性と開示期間並びに利益の額の審査対象期間との兼ね合い等を踏まえ、虚偽記載に係る期間を規定した基準を緩和することとしたものである。

### ③継続監査

財務諸表に求めていたいわゆる継続監査の要件（上場申請日の直前事業年度の末日から起算して2年以前から継続して監査を受けていること）は上場基準においては規定しないこととした。これは、所要の監査手続き実施等の観点から求められる内部統制組織の整備・運用の状況並びに会計処理の原則及び手続きの状況等を踏まえ、証券取引法監査に準じた監査を行い、監査意見を表明するためにはどの時点から監査に入っているべきかについては、本来は監査人たる公認会計士又は監査法人の判断に委ねられるべきものであることから、証券取引所がこの点について格別の規定を設けないこととしたものである。換言すれば、現行のような格別な規定を設けなくとも、監査人と被監査会社たる上場申請会社との間において的確な監査契約が締結されることを当然想定しているものである。

## 2 上場審査関係

### (1) 審査対象

#### ①改正内容

上場審査は、上場申請会社を対象としていたが、これを上場申請会社を頂点とする企業グループ（注3）を対象とすることに改めた。

#### ②改正主旨

## 特別寄稿●株式上場基準の改正とあり方について

・証券取引法に基づく現行の制度開示においては個別財務諸表等の個別ベースの情報が主であり、連結ベースの情報は従たるものとしてその情報量も限界的なものであるが、こうした状況の下においても、株価に対しては連結情報が大きな影響を与えているとの実証研究もなされている。こうした中で、証券市場のグローバル化の進展の状況等を緒まえ来年度からは制度開示においても連結ベースの会社情報が主たる投資判断情報として開示されることとなっている。このように、制度上も投資判断情報としては連結情報がの中心的なものとして位置付けられることになった。

ここで、上場審査は発行会社の証券市場への参加の適格性に係る審査であるから、審査すべき事項は証券市場において主たる投資判断情報として位置付けられているものあるいはそのように位置付けられるべきものと重要な関連を有するものである。そこで、上述したように連結情報が主たる投資判断情報として位置付けられたことを踏まえ、上場審査は上場申請会社を含めた企業グループベースの経済的実態を審査対象として行うこととしたものである。

### (2)「継続性及び収益性」に係る審査関係

#### ①改正内容

上場審査において重要な審査項目となっている「企業の継続性及び収益性」の審査についての主要な改正点は次のとおりである。

・企業グループの「損益及び収支の見通しが良好」かどうかを審査する。この場合、企業グループの経営活動が健全に継続される状況にあると認められるときで、次のイ又はロに該当するときは、「良好」なものとして取扱うこととする。

イ最近の損益及び収支の水準の維持が見込まれること

ロ損益又は収支が悪化していても、今後の回復が見込まれるなど当該状況の改善が見込まれること

・企業グループとして相応の利益配当を行うことができる利益（配当可能利益）を計上する見込みがあるかどうかを審査する。

・資本下位会社等の状況に関する審査については、当該状況が企業グループに及ぼす影響の重要性を考慮して行う。

#### ②改正主旨

・企業経営においては、その目的たる利益獲得と共に経営活動の継続性の前提となる支払能力の維持が重要である。上場審査においても従来から損益及び収支の状況を審査してきたが、これを規則上も明確にすることにした。

・一般に企業・企業グループにおける損益及び収支は決算期（事業年度）により変動する方がむしろ通常である。そこで、上場前において、例えば企業グループにおいて格別の又は予想以上の好決算となった場合などにおいて達成された損益及び収

支の水準については、もちろん当該水準が上場後も引き続き維持・向上されることが望ましいものの、上述の損益及び収支の性格も考慮し、当該水準の達成の事情を踏まえて上場審査を行うこととした。

イの「最近における損益及び収支の水準」の判断はこうした観点を踏まえて行う。  
・今般の上場審査基準の見直しにより配当関係の基準が撤廃されたが、これは、株主に配当の形で利益配分することを求めるなど、企業が獲得した利益配分の方針について格別の規定を設けないこと、としたものである。「経営成績の見通しが良好」というためには一定の配当可能利益を計上し、配当を実施しようとするれば実行できる利益を計上していることは必要であるため、こうした点を従前どおり上場審査において審査することを明文化した。

## Ⅱ 新興企業向け市場—マザーズの創設

### 1 マザーズの目的および基本的コンセプト

平成11年11月、東証は、いわゆるベンチャー企業等の新興企業を上場対象とした新しい市場として、マザーズ（Mothers：Market of the high-growth and emerging stocks）を創設した。この新しい市場の創設は、わが国において次世代を担う新たな産業の育成が経済再生のための喫緊の課題となっており、そのためには新興企業への資金供給がこれまで以上に重要となり、わが国証券市場がこの面で一層大きな役割を果たすことが期待されていることを受けて行われたものである。

(1) マザーズにおける上場対象および上場基準・上場審査の基本コンセプトを掲げれば次のとおりである。

①上場対象…個人創業型、企業内ベンチャー型あるいは情報通信等のいわゆるインフラ型の新興企業など、企業の大小を問わず次世代を担う高い成長可能性を有する企業を上場対象とする。

②財務数値基準等・・・既存の東証市場においては、継続的に事業を営み、かつ、損益および収支の見通しが良好な企業を上場対象としているのに対して、マザーズにおいては過去の経営活動の実績は問わないこととし、利益・株主資本の額や設立後の経過年数等に関する基準はない。業績・事業継続等は上場審査対象としない市場としたため、これに関する基準を設けないこととしたものである。

③上場審査・・・ディスクロージャーに関する審査を中心とし、事業継続ならびに損益および収支の状況に関する審査は行わない。

④ディスクロージャーの強化・・・ディスクロージャー資料における提供情報の充実および四半期の業績概況の開示や会社説明会の開催の義務化を行う。

(2) 既存市場（市場第一部・第二部）における市場開設目的及び上場政策とマザー

## 特別寄稿●株式上場基準の改正とあり方について

ズにおけるそれとを比較して考えた場合、上場審査の対応に端的に現れているように事業の継続性および良好な収益性等が見込める企業を対象としている既存市場と、そもそも起業して間もないベンチャー企業のように実績およびそれに基づいた見込みを求めること自体が適当でない企業、したがって今後の成長の見込みに着眼することがその特性にふさわしい企業を対象としたマザーズ市場とでは、上場制度・基準が異なるのがむしろ当然である。こうした観点からすれば、マザーズ市場の開設により東証は文字どおり「二つの市場」（外国株市場も入れれば「三つの市場」）を開設していることになる。それぞれの市場についてその開設の趣旨や上場政策・市場のコンセプトを踏まえて上場基準を考えることとなるので、各市場間の上場基準等は異なる部分も出てくることになる。上場基準を外国株市場の上場基準や上場審査の対応が内国株の既存市場（市場第二部、第一部）と異なっているように、今般開設したマザーズの上場基準や上場審査も既存市場のそれとは異なっている。さらに言えば、異なる部分が出てくるからこそ、別の市場としているといったほうがむしろ適当かもしれない。

### 2 上場申請に関する基準

マザーズに上場申請を行うについて、企業が満たすべき基準、つまり上場申請基準（東証から見ると、申請受付基準）は、次のとおりである。

#### (1) 株式分布基準

##### ① 1,000株以上の公募の実施

上場に際して、1,000株以上の公募を実施すること。マザーズの上場対象は、新興企業としたことから、現行商法適用下での会社設立を想定しているため、単位株制度の適用（多くの会理は1単位1,000株）の会社を想定した規定（ $1,000 \times 1000 = 100$ 万株）とはしなかったものである。

##### ② 300人以上の株主数の見込み

上記①の公募（売出しも行う場合は、当該公募および売出し）により、300人以上の（単位）株主数の増加の見込みがあること。ただし、役員等の「特別利害関係者」に該当する株主数を除く。

#### (2) 時価総額

上場日における時価総額が5億円以上となる見込みのあること。この場合の「時価総額」とは、上場にかかる公募等の価格に、上場時において見込まれる上場株式数を乗じて算出した額をいう。これは、市場価額ベースで一定額以上の投資対象ロットを流動性確保の観点から求めたものである。

#### (3) 売上高

「主要な事業」における売上高が上場申請日の前日までに計上されていること。

(4) 監査意見

連結財務諸表・財務諸表に対する公認会計士の監査意見が「適正」、中間連結財務諸表・財務諸表に対する中間監査意見が「有用」であり、かつ、「虚偽記載」を行っていないこと。既存の東証市場への新規上場に際しては、公認会計士等から会計上問題とされる事項（除外事項）がない「無限定適正」意見の表明がなされていないこと、すなわち上場前に既に適正・有用な連結（中間）財務諸表・財務諸表を作成・開示できる実績を求めているが、マザーズにおいては新規上場時においてはそこまでの水準を要求しないこととしたものである。

(5) その他

株式事務代行機関の設置、所定の様式によって印刷された株券の発行、株式に譲渡制限が付されていないといった、その他の申請基準は既存の東証市場のものと同じである。なお、株主資本の額、利益の額、設立後の経過年数に係る基準は設けていない。

3 四半期毎のディスクロージャー

(1) 四半期財務諸表のディスクロージャー

マザーズに上場する企業の対象は、ベンチャー企業のように既存の東証市場にかかる上場審査基準には適合しないものの、高い成長の可能性を有すると見込まれる企業である。この成長の可能性そのものについては、東証は審査は行わないこととしている。そこで、投資者保護の観点から、タイムリー・ディスクロージャーの一層の充実を期して、四半期毎にその業績の概況および四半期財務諸表（連結・個別）の開示を求めることとした。

(2) 公認会計士によるレビューの導入

四半期財務諸表の信頼性を担保する措置としては、欧米においても監査を実施する制度または実務慣行はなく、限定的保証・消極的保証すなわちレビューを実施することが一般的である。そこで、わが国においても証券市場のグローバル化の進展も踏まえ、また四半期の業績開示の適時性の確保を図りつつ、当該開示における財務情報に一定の信頼性を担保するため、四半期財務諸表について公認会計士のレビューを求めることとした。

レビューという監査以外の公認会計士による保証業務にかかる基準が、わが国ではいまだ法令によって制度化されていない現状に鑑み、その実施のための基準を東証が制定することとした（注4）。



## 第二 新規上場基準の構成とあり方

証券取引所の上場関係の基準のうち、ここでは、証券取引所への新規上場の要件を規定する「株券上場審査基準」についてその構成と同基準において規定すべき内容について考察することとする。ここに、新規上場にかかる基準として規定すべき新規上場の適格性の要件は、取引対象となる有価証券そのものに関する基準と当該有価証券およびその発行体の開示に関する基準とに大別され、前者は流動性基準と有価証券（流通対象）基準に分けられるとするのが筆者の主張である。そこで、以下それぞれの基準について論述することとする。

### I 流動性基準

#### 1 投資対象の量的基準（投資対象のロット基準）

##### (1) 株式数基準と時価総額基準

上場有価証券については、証券取引所における市場において売り・買い（需要・供給）の統合を通して競争原理の下で価格形成が行われる。不特定多数の投資者が参加して、没个性的に価格優先・時間優先の原則による競争売買が市場における公正な価格形成を実現させることになると考えているためである。この競争売買の原理は、市場における競争による価格決定の一般的な条件に対応しているものということができる。

したがって、有価証券の上場適格性としては、こうした市場における競争売買による価格発見機能が発揮し得るような条件が具備されていることを求めるものとする必要がある。そこで、先ず投資対象となる有価証券の量そのものが不特定多数の投資者の市場参加を十分可能とするほど大きくなければならない、というべきである。この投資対象の総量・投資対象ロットを測定する尺度としては、対象証券そのものの量すなわち上場株式数の数量で測る考え方、上場株式に対応した投資金額としての時価総額で測る考え方、両者を用いる考え方がある。

上述したように市場における価格発見機能の確保という基本的視点から投資対象の量的基準を考えると、株式を所有する株主数を一定数以上確保し、換言すれば不特定多数の投資者の市場参入を実際に可能ならしめ、市場参加者による価格形成を実効あるものとする程度の投資対象株式数を求める基準を上場基準において設定しておく必要がある。したがって、上場株式数または実質的に流動対象となる株式たる浮動株式数に関する基準が採用される必要がある。このように、流通対象となる株式の量そのものたる株式数換言すれば投資対象単位の数とその金額の大きさに係る基準が上場基準には求められるというべきである。したがって、上場株式数また

は上場浮動株式数に係る基準とそれに係る時価総額に係る基準の両者を用いるのが妥当というべきである。

この時価総額基準の必要性についてさらに付言しておこう。証券市場においては、市場における株式（株券）単位当たりの価格・時価すなわち株価を基礎として売買することになるから、投資者は投資金額をもって市場参加することになるので、不特定多数の投資者による競争売買に耐え得る投資対象の量は当該投資対象の単位・数（すなわち株式数）そのものだけでは足りず、投資金額ベースでとらえたものも必要だということになる。したがって、上場基準においては時価総額基準が採用される必要がある。この時価総額基準を上場適格性を律する上場基準の項目として設定する場合、株式市場の実勢・株価水準の変動のほか、投資金額に対応する貨幣価値の変動や経済活動・金融資産の状況等に対応して所要の時価総額の水準を基準上の金額として設定するという対応が必要となる。

ところで、東証の上場基準においては、市場第二部への新規上場基準においては上場株式数基準のみが、市場第一部への直接上場基準（注5）には上場株式数基準とともに選択基準として時価総額基準（500億円以上）が、マザーズ上場基準においては上場株式数に係る時価総額基準（5億円以上）と実質的には浮動株式数の確保も目的とした公募株式数基準（公募1,000株（単位）以上）が設定されているが、市場第二部への新規上場基準には時価総額基準は設定されていない。このように各市場への上場において投資ロットを測る基準において統一性がなく、混在している状況にあるというのが現状である。そこで、上場基準の変遷と時価総額基準との関係を次に考察してみよう。

## (2) 基準の変遷と時価総額基準

わが国においては従来は時価総額基準は採用されてこなかった。前述の直接一部上場基準およびマザーズ上場基準における時価総額基準もいずれも昨年の今般の制度改正において初めて導入されたものである。これまでの基準の改正の変遷を見ると、流動性基準の項目としては、当初は資本金基準が採用されていた。その後、この資本基準は株主持分は資本金のみだとする誤った考え方を助長しかねず、その基礎となっている額面思想が会社は株主のものであるという基本概念の理解の妨げになるとして資本金基準は撤廃され、発行済株式数を用いる上場株式数基準が用いられるようになった。このように、わが国においては株式の額面発行が長く行われたことなどもあり、株式の時価・株価というより資本金や株式数そのものが投資の総量を測る尺度として長らく用いられてきたところである。これらの資本金・上場（発行済）株式数を用いた基準は、投資対象を金額ベースのロットで捉えるというものではないが、それらの指標が企業規模とも一定の相関関係があり、この企業規

模と市場における投資対象の規模とが結果的に一定の対応関係にあった時期もあったということもいえよう。会社の紹介において、売上高とならんで資本金がその規模を示すものとして用いられるのもこうしたわが国における企業規模に対する捉え方を示しており、この企業規模と市場における投資の規模とを関係付けていたと考えることができよう。

資本金基準は、前述のように額面思想との関係や会社は誰のものかという、本来、市場における流動性基準に求められるべき役割とは異なる側面が問題となって採用されないこととなったわけであるが、こうした側面とは別にそもそも株式の発行が時価発行によることが一般化し、また現行商法下においては資本組入れ金額も額面ではなくなり、上述したような関係を実態的に想定することが難しくなってきたため、資本金基準は投資対象ロットを測る基準としては適当ではなくなったのである。また、発行済株式数に対応する上場株式数基準も投資対象ロットを測る基準としては、株価を除外しているという点でそれだけでは流動性にかかる基準としては限界がある。資本金も発行済株式数も、投資金額に対応する時価総額と一定の対応関係があるのは、株価を一定にした時に初めて言えることだからである。株価が低ければ、株式数が多くとも投資金額は少額だということになり、株価が高ければ、株式数が少なくとも投資金額はこれに対応して大きくなる。株価の差が大きくなり、一定の幅に収まる市場の状況においては株価を除くという投資対象ロットを測る尺度の欠点が表面化しなかったとも言える。しかし、今日のように株価の分布が大きい場合には株価を除いた基準の体系の限界が表面化してきていると言わざるを得ないところである。ただし、現行の上場株式数基準は、株式の単位のくくりに応じて換算するようになっている。その意味で制約はあるものの、投資単位で上場株式数を引き直して適用し時価総額基準に部分的に近づけようとする考え方をとっているとすることもできよう（注6）。

## 2. 分布・分散基準

市場における競争売買の条件を確保するには、売買対象の総量とともに不特定多数の投資者の市場参加が必要となる。そこで、こうした状況が可能となるよう上場株式について所要の分散所有が図られ、市場において円滑に流通する条件が整えられている必要がある。これを、株式の分布基準と呼んでいる。

この分布基準は、分散所有されている株式数とその所有者たる株主数についての基準から構成されることとなる。上述したような分布基準の設定主旨からすれば、市場において流動性が想定される株主であるかどうかにより把握された一定量を基準上の数値とすることが理想である。しかし、個々の株主の属性をこのように個別

に把握することは実際上不可能であるので、一律に形式的に捉えざるを得ないところである。そこで、分布基準として設定されている基準について、その変遷も含めて以下において検討することとする。

東証における株式分布基準の変遷をみると、流動性が期待できるとして、小口株主・小口株式、すなわち「浮動株」(注7)と呼ばれていた株主・株式の量を一定量以上求める浮動株基準が採用されていたが、その後役員・大株主等の少数特定者が所有する株式、すなわちその所有の実態が国定的と考えられる株式の量を一定量以下にするという少数特定者持株基準が採用され、現在に至っている。ここに「少数特定者」とは、当該会社の役員や主要株主などその株式所有の目的に照らしてその所有が固定的と想定されるものであるものであるので、本稿においてはこれを浮動株基準に対比して固定株基準と呼ぶこととする。

市場において流動性が想定される株式投資は、当該株式に対する将来キャッシュ・フローの割引現在価値を主たる投資尺度とするのが一般的であろう。その株式所有の属性からみれば、小口の所有者の投資行動は、株式(株主たる地位)の有する経営参加や企業グループ関係・取引関係の維持などをも目的とした、あるいはそれらを主目的として固定的所有が想定される株式所有者のそれとは異なるものと考えられる。こうした小口の株主については、市場(投資対象銘柄)の状況に応じて当該銘柄への投資・非投資、すなわち当該銘柄にかかる流動性が想定される株主・投資者と考えられる。また大口投資家であっても、投資の運用成果を競う機関投資家などは、こうした投資スタイルの投資者と考えられる。なお、店頭市場や他の取引所市場の中で、浮動株基準が引き続きもちいられている。

浮動株基準は、流動性が期待できる株式・株主を直接的にとらえようとする基準であるのに対し、固定株基準は、固定的な所有スタイルが想定される株式・株主以外は一応流動性が期待できるとしてとらえるという、流動性についての間接的な基準である。したがって、この基準の有する意義は、むしろ流動性に直接係る浮動株基準の有する限界を補完するものとして考えられるべきであろう。流動性の確保自体は不特定多数の投資者の市場参入という流動性の要件からして、浮動株基準で対応が可能だからである。浮動株基準によれば、その比率基準(上場株式数に応じて浮動株の量を多くするという基準で上限が設けられる場合が多い。)を導入することによる効果は若干あるものの、基本的には一部の流動株で形成された株式の評価・株価が、所有目的が異なる固定株も含めて当該上場会社の全体の株式の評価・株価に及ぶ構造をどのように考えるか、ということへの対応である。この場合において前提とすべき考え方は、株式上場により、経営・企業支配も公開され、仕組みとしては市場における株式所有・取得を通して、経営参加も想定し得る株式所有構

造すなわち所有と経営の分離の体制が望ましいというものであろう。

およそ経営の重大な方針決定には全く影響のないほど少ない割合の株式だけを公開して（形式的公開）、他の圧倒的割合は役員や少数特定の固定株主が所有し実質的に非公開としている会社にあつては、これを実質的にみれば一部少数の公開・流動株式と経営を閉鎖的に支配している多くの非公開・非流動株式から構成されていることになる。このような場合には、市場における価格形成の前提となる、その価格が及ぶ財（ここでは株主の地位たる株式）の均質性が阻害されるものと考えられる。したがって、株式の所有構造の公開が求められ、役員・大株主等の少数特定者による所有割合を一定割合以下とする必要があり、こうした目的に貢献しているものが固定株基準であると考えられる。固定株基準の意義はむしろこの点に求められるべきである。このような考え方からすれば、流通市場における流動性の確保と経営の公開の両面から分布基準を設ける必要があるというべきであり、したがって前者の要請からは浮動株基準が、後者の要請からは固定株基準が必要となる。現在の市場基準（株式数基準）においては市場一部・二部においては固定基準が、マザーズにおいては浮動株基準の考え方に対応する基準が採用されており両方をともに基準として設けることはしていない。

これを考えるに、理論的には上述のとおりであるとしても、現在の市場において上場する会社の実態をみると、市場一部・二部の方は結果的に浮動株が確保されており、一方マザーズにおいては上場が想定されている企業はベンチャー企業のように小規模であるので上場時において求められている一定量（1,000単位以上の流動株式、300人以上の流動株主）の公募・売出しにより結果的に経営の公開も図られることが期待されているか、または企業育成の観点からこうした株式公開会社としての経営公開の側面が政策的に後順位におかれていると解することになる。

最近、コーポレート・ガバナンスのあり方についていろいろと議論がなされているが公開会社におけるそれは、経営の公開すなわち株式所有の実質的公開がなければ真の意義を有しないであろう。非公開会社において所有者が必要とする範囲および程度において検討されるコーポレート・ガバナンスの論議と公開会社たる上場会社のそれとが同じ次元、同質のものであってよいということにもなりかねないからである。

## II 有価証券基準

### 1 譲渡適格性基準

上場された有価証券は市場において市場参加者たる投資者の間を転々流通することになる。そこで、次の要件が求められることになると考えられる。

①譲渡の自由

市場参加者は、不特定多数の投資者であるから、取引相手方を制限することは自由に流通する市場には本来的になじまないものである。したがって、譲渡制限を付すことは認められない。極めて限られた例外として、特別の法律の規定に基づいて譲渡制限を付す場合であって、かつ、会社への対抗要件を制限するとき（株主名簿への記載を拒否するとき）すなわち市場における譲渡そのものを制限するものではないときがあげられるだけである。また、その流通性を確保するための事務的対応（証券代行機関の設置）も求められる。

②適格株券

流通する株券が偽造等のおそれのあつては流通を阻害することとなるので、こうした支障がないように一定の要件が定められた様式の株券とすることが必要となる。

2 発行体基準

広く国民一般の金融資産の形成の場となり、国民経済的観点から国民共有の財産とも位置付けられるべき証券市場において流通・取引される有価証券の発行主体についてはどのように考えられるべきか。この点については、古くからいろいろと議論が多かったところである。証券取引所論と関係付けて考察され、論ぜられる場合も多い。

発行体に関する基準としては、上場後の投資に対するリターンの期待という観点から、業績や株主資本の額など財務面に関する点が中心的なものとなる。証券の発行体たる企業の利益ともう一方の市場の構成者たる投資者の利益という観点から考えると、収益性等が一定水準以下であるような財務内容の会社、つまり投資魅力の乏しい銘柄が上場されたとしても投資者の投資対象として広く取引される、つまり流通する可能性が低いからである。この財務基準は発行体に関する基準として最も一般的なものであり、わが国の取引所のみならず、ニューヨーク証券取引所、NASDAQなどにおいても発行体に関する基準として設定されている。ただ、今般のマザーズ市場のように過去実績とそれに基づく将来見通しを求める段階にいたっていないベンチャー企業のような会社については、将来の成長の可能性があるとす市場への仲介者（証券会社）の意見をもってこれに代えるという基準もある。

このほかに企業経営の健全性や内部管理体制に関するものなど、企業経営の結果がどのように生み出されているかに関しても基準が設けられている場合が多い。例えば、東証における「企業経営の健全性」基準や内部統制の整備・運用等に関する基準、ニューヨーク証券取引所がコーポレートガバナンスの充実の観点から設定している監査委員会の設置や社外取締役の選任基準などがあげられよう。上場会社は、

広く一般から資金を調達し、また広く流通し取引される対象たる有価証券の発行主体であるから、ただ単に利益を出しているということに加えて企業経営のあり方についても一定の基準が設けられているものといえよう。

### Ⅲ ディスクロージャー基準

#### 1 ディスクロージャーの意義

証券市場におけるディスクロージャーは、企業の利害関係者が少数特定者である場合の個別・個性的に行われる情報提供とは異なり、その対象は市場に参加する投資者等の不特定多数ということになる。ここでは、証券市場について、金融市場（狭義）との関係を含めその経済的意義を取り上げて詳論することは行わないが、証券市場は国民金融資産の運用の機会提供および経済の構造転換への貢献を含め企業の資金調達・信用向上等の機会提供という国民経済の発展にとって重要な役割を果たしており、したがってそこにおいて行われる証券取引は公益と密接な関係を有するものである。証券市場のこうした国民経済活動との密接な関係を踏まえるとき、証券市場は「重要な国民の財産」（注8）、「国民共有の財産」として意義付けられるべきものである。証券市場の基盤となる事項を検討する場合、こうした理念が基礎的前提として認識されていることが非常に重要であることを強く主張しておきたい（注9）。国民経済の適切な運営および市場参加者たる投資者の保護に資するため証券取引法が設けられ、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、かつ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的として（証券取引法1条）各種の規定がなされているのは、まさに証券市場についてのこうした意義付けを踏まえたものというべきである。

こうした国民経済的意義付けを踏まえ、証券市場に具体的に期待される役割は、そこで公正円滑な証券取引が行われ、効率的な資金配分が行われることにある。このような役割を証券市場が適切に果たすためには、市場に参加する投資者が自己責任原則を前提として市場における投資対象物件に対する評価を行い、それに基づいて合理的に行動し、その結果市場において公正で効率的な競争が確保されていることが必要となる。

そこで、投資者が合理的行動をとるためには、前述したような投資対象物件たる企業すなわち有価証券の発行者についての実態の開示が不可欠の要件となるため、ディスクロージャーが要請されることとなる。つまり、証券市場がその機能を十分に発揮するためにはディスクロージャーが欠かせないということであり、ディスクロージャーは証券市場を支える重要な基盤と意義付けられることとなる。証券市場を国民共有の財産と理念付けるとき、ディスクロージャーは上場会社に対する社会

的要請としての性格を帯びることになる。また、ディスクロージャーは非排除性という特色を有し、一種の公共財とも捉えられることから、ディスクロージャー情報は結果的に広く利用されているという実情もある。

## 2 ディスクロージャーの要件

ディスクロージャーを証券市場を支える重要な基盤の一つであると意義付けた場合、その意義付けにふさわしいディスクロージャーの要件はどのように考えられるであろうか。これについては、ディスクロージャーの目的及びディスクロージャーが証券市場に対してなされるものであることに照らして考えると、証券市場に参加する投資者と投資対象証券の発行者がともに市場に参加するよう、すなわち当該市場を市場として成立せしめる要件が求められることとなる。すなわち、情報の受け手である投資者サイドから求められる要件と情報の出し手である証券発行者サイドから求められる要件および両者の調和とに分けて考えていく必要がある。

### (1) 投資者サイドからの要件

ディスクロージャーの要件については、ディスクロージャーによって提供される情報（その内容をいう。）とその提供（開示）の方法に係る要件とに分けて考えることが適当である。

先ず、ディスクロージャーによって提供される情報については、当該情報は投資者の投資判断に影響を及ぼすべき情報すなわち投資の意思決定に有用な情報と観念されるところから、次の二つの要件が満たされる必要がある。すなわち、

- ①網羅性の要件—投資判断に影響を及ぼすべき重要な会社情報を網羅していること、
  - ②的確性の要件—投資判断を誤らせないように正しく、または的確に理解し得るものであること、
- の2要件が具備されていなければならない。

ここで、一般に証券市場における投資は、投下資金とこれに対するリターンとしての将来キャッシュ・フローの見込みにより意思決定されるから、投資判断は当該キャッシュ・フローの予測に有用な情報、すなわち企業の今後の経営成績・財政状態・キャッシュ・フローの見込みに影響を及ぼすべき情報によって影響を受けることになる。将来に対する見込みは、過去の実績の分析から得られる傾向及び趨勢などを基礎としてなされるのが一般的であり、これは通常の場合、投資判断においても当てはまることである。例えば、過去の実績情報の代表的なものとして財務諸表が挙げられるが、財務諸表に計上される過去の実績情報もそれが将来のキャッシュ・フローの見込みを判断する際に役立つことから、投資判断情報として有用だということになるのである（注10）。



## 特別寄稿●株式上場基準の改正とあり方について

次に、ディスクロージャーされる会社情報は、市場に参加する不特定多数の投資者を対象として提供されるものであるから、当該会社情報の提供については、次の二つの要件が満たされる必要がある。すなわち、

①適時性の要件—情報提供すなわち開示のタイミングは重要な会社情報の発生する都度遅滞なく行われること、

②公平性の要件—不特定多数の投資者に対して公平に情報が提供される方法が採用されること、

の2要件が具備されていなければならない。

上記の要件のいずれかが欠けた場合には、ディスクロージャーの意義を踏まえた情報提供が実現できないものと考えられる。

### (2) 発行者サイドからの要件と調和

発行者サイドからの要件は、①企業秘密とされるべき事項の非開示、および②費用軽減の要請、である。

前述の投資者サイドからの要件たる網羅性の要件の実現を制限なく追求すれば、費用を無視し、また企業秘密も全て開示することを求めることにもなる。少なくとも、投資判断という観点からすれば、そうした情報開示を投資者サイドから拒む理由はない。しかし、このようにした場合には、そのためのマイナスを上回るほどの市場参加のメリットを発行者サイドにおいて期待することは難しく、その結果発行者の市場参加を期待することが難しくなる。そこで、ディスクロージャーされる情報は、企業秘密とされるべき事項の非開示及び費用軽減要請との調和の要件を具備したものでなければならない。

同様に、ディスクロージャーの方法についてもこうした調和が求められる。例えば、ディスクロージャーされるべき情報のディスクロージャーの時期については、これを常に「直ちに」とはせず、「遅滞なく」とすべきであると考えられるのも、こうした調和を反映したものである。これは、発行者において直ちにディスクロージャーを行うことができない合理的な理由があれば、当該理由を踏まえたディスクロージャーの時期の選択が認められるべきであるとの考えによるものであり、発行者サイドからの調和の要請を踏まえたものである。また、いわゆるコスト・ベネフィット論も費用軽減の要請との調和という観点から生ずる論点である。

ここで、ディスクロージャーの制度化・強制事項については、この調和点を求めて論議が行われることになる。例えば、我が国における証券市場に対するディスクロージャーは、証券取引法の規定として具体化されることになる。この場合において、証券取引法の目的に関する論議（注11）を踏まえて、その規定化の過程において、ここでいう調和点を求めて論議が行われることが求められているものと考えら

れる。

ただし、調和点を求めるとしても、証券市場における投資者は機関投資家のような証券投資を業とするものや専門家ばかりでなく、広く国民（個人投資家）いわゆる一般投資者からも構成されていることを踏まえると、必ずしも専門知識を有しない者も含むこれら一般投資者の的確な理解を図るようにはする必要がある。このような観点からすれば、ディスクロージャーに対する投資者サイドと発行者サイドの要件の調和を求めるとは、前者の投資者サイドからの要件に相対的に高いウェイトをかけた対応が適切と考えられる。また、このような観点からすれば、制度化ないし事実上強制されたディスクロージャーを基礎として、各発行者が投資者サイドからのディスクロージャーの要件を踏まえて情報提供の充実に努力することが証券市場からは望まれているということである。そうした努力が証券市場の有する価格発見機能を一層高めることにもなるのである。

上述したところを表にまとめれば、次の通りである。

ディスクロージャー	
2 つ の 要 件 の 調 和	(1) 投資者サイドからの要件
	①情報の内容……網羅性、的確性
	②開示の方法……適時性、公平性
	(2) 発行者サイドからの要件
①企業秘密とされるべき事項の非開示	
②費用軽減への配慮	

### 3 ディスクロージャー基準の重要性

証券市場においては、投資の自己責任原則の下で意思決定が行われる。この自己責任を求める前提として投資者がその意思決定を合理的に行うに足る投資判断情報の提供が確保されていなければならない。投資判断情報の提供により投資者保護が図られるが、投資リスクは投資者が負担するという仕組みで市場は成り立っているものである。また、証券市場における価格発見機能を通じた効率的な資源配分も投資者による合理的意思決定の統合によってはじめてもたらされるものであり、こうした観点から言えば投資判断情報の提供は証券市場が市場機能を発揮する前提ともいえるべきものである。

このように、投資判断情報の提供を行う企業内容の開示、ディスクロージャーは、投資者保護および証券市場の機能発揮の前提となる重要事項である。そのため、このディスクロージャーが現に的確に行われ（実績）、また今後ともなされる体制が具

## 特別寄稿●株式上場基準の改正とあり方について

備されていること（体制整備）を求める基準がディスクロージャー基準というわけである。このような観点からすると、発行体に関する基準のうち財務に係る基準の水準を下げて上場会社となる企業の範囲を政策的に拡大する場合においても、このディスクロージャー基準の水準を下げることには慎重でなければならないものというべきである。ディスクロージャー基準については、前述したように、証券市場における基礎的インフラとしてのディスクロージャーの意義を十分に踏まえた対応が求められているからである。証券市場は、投資者と取引対象件の発行体たる企業の両者から成り立っており、わが国証券取引法の目的が投資者保護にあることを忘れてはならないのである。

### おわりに

わが国証券市場においては、日本版ビッグバンの遂行の中で東証をはじめ各地の証券取引所において市場改革が断行され、また店頭市場においても同様の視点から改革が行われている。これらの動きは、いずれもわが国証券市場がアメリカやヨーロッパの競争力のある市場と競争して来るべき21世紀においてもその機能を十分発揮していくための措置として位置付けられている。ナスダック・ジャパン市場の開設、ニューヨーク証券取引所の東京事務所開設など、グローバル化した証券市場への対応をめぐる各国市場の国際的競争も今後ますます激化することが予想される。

こうした状況の中で、直接金融市場たる証券市場への参加要件としての株式公開基準は、その市場開設者が企画し、決定している。市場の使い勝手のよさの確保という観点から、市場仲介者たる証券会社や参加者たる投資者などの外部の者の意見も必要に応じて徴されている。一方で、このようなプロセスの下で行われている最近の一連の各市場の基準の改革について、株式の発行体たる企業の都合（発行体メリット）に重点がかかりすぎて投資者保護が相対的に軽視されており、その結果株式公開基準の引き下げ競争に向かっているとして警鐘を鳴らす指摘もなされているところである。

そこで、証券市場の機能を一層的確に強化・充実しくいくためにも、

- ①そもそもあるべき株式公開基準とはどのような概念・構成・性格を有し、その水準の設定において考慮・参照すべき事項はいかなるものであるか、
- ②経済学・証券市場論の視点からする公正な価格形成のために求められるべき公開基準の要件とはどのようなものであるか、
- ③産業構造の転換や中堅・ベンチャー企業の育成と直接金融市場が果たすべき役割のエリア

④ディスクロージャーは投資者、証券市場に対して投資判断情報を提供するという基本目的を踏まえ、グローバル化した証券市場におけるディスクロージャーのあり方はどのようなものとすべきであるか、そうした観点に立って考えた時、わが国のディスクロージャーにおいて改善すべきところはどこかなどの点について、科学的研究が必要であると思われる。こうした研究が数多くなされ、各市場において行われる実際の制度・基準改正においてその成果が反映され、国民共有の財産と位置付けられるべき証券市場が真にその機能を発揮していくことが求められているというべきである。本稿がこうした研究にいささかなりとも資するところがあれば幸いである。

#### 注

1 証券取引審議会答申「証券市場の総合的改革―豊かで多様な21世紀の実現のために」平成9年6月

2 東証における上場会社は全国上場会社のうち76%（1,838社）、株式売買高は全国取引所の売買高の88%となっている（1989年末現在）。

3 「企業グループ」とは上場申請会社とその「資本下位会社等」から構成される会社群をいう。こうした場合、「企業集団」という用語が通常用いられるが、この「企業集団」について証券取引法において用いられている定義と上場審査において規定する一連の会社群の範囲が若干異なるため、東証において別に「企業グループ」という用語を用いることとしたものである。ここで、「資本下位会社等」とは上場申請会社が実質的に支配し又は20%以上の株式を実質的に所有している会社をいう（株券上場審査基準の取扱い1.（1））。

4 レビューを実施するための、具体的な基準の内容については、日本公認会計士協会（JICPA）に提言を求め、これを基に東証において四半期財務諸表に対する意見表明の実施基準を定めることとした。紙幅の関係もあるので、同基準のポイントを掲げれば次のとおりである（開示基準の取扱い別添「四半期財務諸表に対する意見表明に係る基準」）。なお、具体的なレビューの実施基準は、JICPAから公表された、監査委員会研究報告第9号「東京証券取引所のマザーズ上場企業の四半期財務諸表に対する意見表明業務について（中間報告）」（平成12年1月）に基づいて行うべきこととしている。

#### ①表明される意見の性格

四半期財務諸表に表明される公認会計士等の意見は、当該四半期財務諸表が、中間財務諸表・中間連結財務諸表の作成基準に準じた基準に照らして、当該四半期会計期間に関する有用な情報を表示しているか否かについて、監査または中間監査に

比して限定的な保証を与えるものである。

②実施手続

主として、「質問」および「分析的手続」を実施する。

③意見表明

意見書においてなされる意見表明においては、当該意見が監査意見・中間監査意見でなく、限定的な保証を与えるものである旨と当該四半期会計期間に関する有用な情報を示していないと認められる事項がなかったかどうかに関する意見を述べる。なお、この意見書は公衆縦覧に供されることとなる。

5 東証への新規上場は通常市場第二部にまず上場され、そこでの流通実績が一定水準以上のものが市場第一部に上場される。しかし、投資対象ロットの規模が一定以上に極めて多く流通の実績をまつことなく高い流動性が想定できるものについては第二部を経ずに第一部に上場する。これを一部直接上場と呼んでいる。

6 旧商法下で設立され単位株制度が適用される会社においてはその単位のくくりの大きさに対応して所要上場株式数を換算することとしている。すなわち1単位のくくりは純資産が大きく株価の高い会社は小さくすることを想定している（東証はこうした対応を上場会社に要請している。）。また、現行商法下で設立された会社は1単位（額面5万円）を1株としている。そこで、例えば4,000単位という基準は、1単位が1株の会社には1,000株1単位1,000株の会社には400万株を求めるとするものである。これは、投資金額の大きさに間接的・部分的ではあるが対応しようとしている措置と言えよう。

7 従前の東証の基準においては、600株以上から5万株未満を浮動株とし、当該株式を浮動株式、その所有株主を浮動株主と規定していた。

8 証券市場を「重要な国民の財産」と意義付けたものとして、次の報告書がある。東京証券取引所証券政策委員会「証券市場を取り巻く環境変化への対応について—国際競争力の向上をめざして—」（平成7年6月、32頁）。同報告書は、証券市場の重要性の理解について、「国民に必ずしも十分に浸透しているとは言い難い」とし、幅広く国民各層に対し証券市場に関する啓蒙活動を行う必要があると提言している。

9 わが国においては、証券市場を国民の共有財産とする認識が必ずしも高いとはいえないのが現状であるが、日本版ビッグバンにおける市場改革の必要性と理念を理解するにはこうした認識が不可欠のものとする。わが国は証券市場に係る諸制度の改革において、証券取引法の制定をはじめとする歴史的な経緯もあり、アメリカの制度を取り入れたり参考にすることが非常に多いのが実情であるが、アメリカにおいては、証券取引は「国民的公益と密接な関連をもつものである」と法律にお

いて明確に明文化しているところにも表れているように（1934年証券取引所法2条）、証券市場と国民経済との関係についての認識が確立しているのである。こうした根本理念の存在なしにアメリカの制度を我が国に導入しても、それが適切に機能することは期待できないものというべきである。

10 FASBは、ディスクロージャーの中で中心的な役割を占める会計情報が投資者・債権者等の企業をとりまく利害関係者の意思決定に有用なものでなければならぬとし（SFAC NO. 1par. 34）、そのために必要となる基本的要件として目的の合性及び信頼性を掲げ、その内訳要素として予測値またはフィードバック価値を挙げているのも（SFAC NO. 2. Par. 33）、実績情報が意思決定において何故に有用であるのかを明確に反映しているものということができる。

11 我が国証券取引法の目的（1条）については、同条にいう投資者の保護と国民経済の適切な運営との関係をどのように解するかについて争いがある。すなわち、前者こそが法の目的とするところであり後者は前者の間接的効果にすぎないとする見解と両者を並立的に法の目的とする見解である。一般に、前者の見解が有力とされているが、証券市場を国民の共有財産とする観点からすると、投資者の保護を図るための対応と資金の効率的配分を行う市場機能を確保することによる国民経済の適切な運営については、密接に結びついているとの見解（近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎「証券取引法入門」商事法務研究会、平成7年6月、4頁）が妥当と考えられる。