

# 市場取引とソフトロー

神田 秀樹

- I はじめに
- II 市場取引とソフトロー：研究により得られた知見
- III 市場取引とソフトロー：課題

## I はじめに

私どものグローバル COE プログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー：私的秩序形成に関する教育研究拠点形成」（以下「本グローバル COE プログラム」という）は、2008 年度から 5 年間実施され、2013 年 3 月末をもって終了した。

このプログラムは、先行する 5 年間に実施した「21 世紀 COE プログラム『国家と市場の相互関係におけるソフトロー：ビジネスローの戦略的研究教育拠点形成』」プロジェクト（以下「21 世紀 COE プログラム」と略す）における研究教育活動の実績を踏まえ、次の 2 つの目的を掲げたものである。(1)ソフトローの実態の解明と理論的分析をさらに進展させ、それを通じて、わが国の実定法研究を、実証に基礎を置く社会科学としての規範研究へと発展させる。(2)ソフトローに関する先端的な教育を行うことで、(i)法学を実証に基礎を置く社会科学としての規範研究へと発展させる理論研究の担い手となるべき若手研究者を育成し、(ii)国際競争力を備えた法律家を養成し、国内外のルールの実際の策定過程において中心的な役割を担う人材を供給し、さらに、(iii)アジアに特有のルールの発見とあるべきルールの形成に寄与しうのような、アジア各国の法学専門家・法曹実務家を養成する。

本稿は、これらのうちの研究活動に関する部分について、本グローバル COE プログラムの年度末シンポジウムを中心として振り返り、市場取引部門における過去 5 年間を中心とする活動を通じて私どもが得たと考えられる知見について、ポイントとなると筆者が考える点を述べ、合わせて、将来への課題を述べ

ることを目的とする。

## II 市場取引とソフトロー：研究により得られた知見

### 1 21 世紀 COE プログラムの成果

本グローバル COE プログラムに先立つ 21 世紀 COE プログラムにおける研究によって、おおむね、次のようなことが判明したと言ってよいと思われる。すなわち、第 1 に、市場取引の分野においては、さまざまなソフトローが存在し、私人の行動に影響を及ぼしており、ハードローとソフトローとを合わせて研究の対象としないと、市場取引における規範についての研究としては、十分とはいえない。第 2 に、ソフトローには実に多種多様なものが存在しており、それらを整理することから研究を始める必要があると考えられる。第 3 に、ソフトローについては、直接の裁判例も存在せず、ソフトローを研究するためには、ハードローを含めて、研究の方法論から考え直す必要がある。

以上のうちで、ソフトローには実に多種多様なものが存在しているという点について、21 世紀 COE プログラムでは、規範を次のような区分をする分類によって整理する一方で、ソフトローのデータベースの構築を試みた。

エンフォースメント 形成	国家がエンフォースしない	国家がエンフォースする
国家以外が形成する	カテゴリー 1	カテゴリー 3
国家が形成する	カテゴリー 2	カテゴリー 4

出所：藤田友敬「規範の私的形成と国家によるエンフォースメント：商慣習・取引慣行を素材として」ソフトロー研究6号2頁（2006年）

これにより、ソフトローは、その作成ないし成立（変化を含む）から適用そして実現（エンフォースメント）に至る局面において、多種多様であることが判明した。とくに、いわゆる「下からのソフトロー」（私人によって自発的に生成されたソフトロー）と「上からのソフトロー」（主として規制分野において規制を補完するものとして自主規制機関その他の団体より策定されたソフトロー）を区分して研究することが有益である考え、研究を進めた（藤田友敬「星野教授の質問・コメントに対する補足説明」ソフトロー研究12号133頁以下（2008年）参照）。

## 2 本グローバルCOEプログラムの成果

本グローバルCOEプログラムにおける研究の成果として、市場取引部門に関するかぎり、次の3点をあげることができるように思われる（本グローバルCOEプログラムのより一般的な意義や経緯等については、藤田友敬「はじめに」中山信弘編集代表＝藤田友敬編『ソフトローの基礎理論』1頁以下（有斐閣，2008年）および藤田友敬「ソフトロー・プロジェクト：その意義とこれまでの歩み」ソフトロー研究18号1頁以下（2011年）を参照）。

### (ア) ソフトローの形成過程の解明

第1に、ソフトローの形成過程（変更過程を含む。以下同じ）を解明する研究が行われた。多種多様なソフトローの形成過程は、これも多種多様であるが、いくつかのソフトローについて、その形成過程の特徴などを明らかにする研究が行われた。以下、いくつかの例をあげてみたい。

第1の例として、会計規範があげられる。会計基準は、近年、日本を含めて、各国とも民間団体によって開発されるようになり、また、基準の国際的統一（コンバージェンス）がはかられつつある（小賀坂敦「デファクト・スタンダードとしての会計基準の形成」ソフトロー研究9号59頁以下（2007年）、小賀坂敦「会計基準のコンバージェンス」ソフトロー研究18号7頁以下（2011年）。なお、このシンポジウムにおける筆者の総括コメント（ソフトロー研究18号93頁以下（2011年）も参照）。小賀坂「会計基準のコンバージェンス」（上掲）によれば、「会計基準の国際的な収斂が図られてきたのは、基本的には、資本市場の

国際化により証券投資が国境を越えて行われるようになったことにより、証券の投資家が財務諸表の国際的な比較可能性を要求し、また、証券の発行体が他国での資金調達を行う際に財務諸表の二重作成を行わなくて済むことを要望した結果と考えられる」という。こうした状況のなかで制度としての会計基準が規制当局によるのではなく民間団体によって開発されつつあることは、興味深い。

なお、現在、いわゆる国際会計基準の日本への導入に関して、国際的な場（しかも民間団体）で開発された会計基準を日本の金融商品取引法のもとの会計基準として「エンドース」とするという仕組みが採用されているが、ソフトローをハードローにする仕組みとして興味深い。この点について、2013年6月、企業会計審議会は、今後のあり方について新しい方針を打ち出している（企業会計審議会「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方に関する当面の方針」（平成25年6月19日）。少し長くなるが、以下、この報告書のうちの「IFRS（国際会計基準）の適用の方法」の部分をかかげる。

現行制度においては、我が国における IFRS 任意適用企業が適用する IFRS は、金融庁長官が「指定国際会計基準」として定めることとされている（連結財務諸表規則第 93 条）。「指定国際会計基準」を定めるに当たっては、一部の基準を指定しないことも可能な枠組みとなっているが、一部の基準を修正する手続を念頭に置いた規定とはなっていない。なお、現時点では、IASB が策定した全ての基準がそのまま「指定国際会計基準」とされている。

IFRS の取り込み方法は各国様々であるが、多くの国・地域でエンドースメント手続（自国基準への IFRS の取込み手続）が導入されている。現行の指定国際会計基準については、一部の基準を指定しないことも可能な枠組みになっているという点では一種のエンドースメントであると言えるが、一部の基準を修正する手続を念頭に置いた規定とはなっておらず、実態的にはピュアな IFRS のアドプションとなっている。また、ピュアな IFRS を適用する意図で既に任意適用している企業が存在することなどを踏まえると、ピュアな IFRS は維持する必要がある。なお、この点に関しては、我が国におけるピュ

アな IFRS の指定方法について再検討すべきである。

このような状況の下で、ピュアな IFRS のほかに、我が国においても、「あるべき IFRS」あるいは「我が国に適した IFRS」といった観点から、個別基準を一つ一つ検討し、必要があれば一部基準を削除又は修正して採択するエンドースメントの仕組みを設けることについては、IFRS 任意適用企業数の増加を図る中、先般の世界金融危機のような非常時に我が国の事情に即した対応を採る道を残しておくことになるなど、我が国における柔軟な対応を確保する観点から有用であると考えられる。

また、エンドースメントされた IFRS は、日本が考える「あるべき IFRS」を国際的に示すこととなることから、今後引き続き IASB に対して意見発信を行っていく上でも有用である。ただし、会計基準の国際的な調和を図る観点から、我が国が行うエンドースメントが前向きな取組みであるということについて、国際的な理解を得ながら進めていく必要がある。

なお、日本基準、米国基準、ピュア IFRS、エンドースメントされた IFRS という四つの基準が並存することに関して、制度として分かりにくく、利用者利便に反するという懸念があるとの指摘がある。この点については、IASB に対する意見発信やコンバージェンスに向けた取組み等、単一で高品質な国際的な会計基準がグローバルに適用される状況に向けての努力は継続されるべきであり、4 基準の並存状態は、大きな収斂の流れの中での一つのステップと位置付けることが適切である。

我が国において具体的にエンドースメントされた IFRS を検討するに当たっては、一定の企業においてエンドースメントされた IFRS を採用する意欲があることを踏まえ、これらの企業にとってエンドースメントされた IFRS が有用であるよう、そのニーズも勘案した上で検討する必要がある。また、エンドースメントされた IFRS は、強制適用を前提としたものではなく、あくまでも任意適用企業を対象としたものとして位置づけるべきである。さらに、IFRS のエンドースメント手続が導入されたとしても、現行の日本基準について、引き続き、これを高品質化するよう、前向きに対応していくことが重要であることは言うまでもない。

具体的なエンドースメントの手続については、まず、会計基準の策定能力を有する ASBJ〔企業会計基準委員会〕において検討を行い、さらに、現行の

日本基準と同様に、ASBJ が検討した個別基準について、当局が指定する方式を採用することが適当である。

IFRS の個別基準をエンドースメントする際の判断基準としては、公益及び投資者保護の観点から、例えば、以下の点を勘案すべきである。

- ・会計基準に係る基本的な考え方
- ・実務上の困難さ（作成コストが便益に見合わない等）
- ・周辺制度との関連（各種業規制などに関連して適用が困難又は多大なコストを要することがないか）等

他方、削除又は修正する項目の数が多くなればなるほど、国際的には IFRS とは認められにくくなり、IFRS 策定に対する日本の発言力の確保等へ影響が生じる可能性がある。このため、我が国の国益も勘案しつつ、単一で高品質な会計基準の策定という目標を達成する観点から、削除又は修正する項目は国際的にも合理的に説明できる範囲に限定すべきである。

なお、この方針を踏まえ、ASBJ において速やかにエンドースメントの検討が行われることを期待する。

第 2 の例として、証券取引所（金融商品取引所）が作成するソフトローをあげることができる。東京証券取引所は、近年になって、上場会社に対して第三者割当てやコーポレート・ガバナンスに関してさまざまな行為規範を定めてその遵守を要請するようになった。そのような規範の形成過程や意義についての研究が行われているが、このような証券取引所が策定する規範が上述した「下からのソフトロー」であるのか「上からのソフトロー」であるのかは、興味深い問題であるということができそうである（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」ソフトロー研究 18 号 55 頁以下(2011 年)。このシンポジウムにおける筆者の総括コメント（ソフトロー研究 18 号 93 頁以下（2011 年））参照）。日本において、このような取引所による上場会社向けの規範形成が今後どのように展開していくのかも、興味深い。

筆者は、日本における取引所による上場会社向けの規範は「上からのソフトロー」であると考えているが、証券分野では、そのような例は、他にも少なか

らず見られる。たとえば、上場会社の第三者割当てに関して日本証券業協会が定めた「第三者割当増資の取扱いに関する指針」(現在のものは2010年4月1日制定)がその例である。この指針は、日本証券業協会の会員が発行会社に要請をするという形をとっているが、その全文は次のとおりである。

「第三者割当増資の取扱いに関する指針」

(2010年4月1日、日本証券業協会)

1. 会員は、上場銘柄の発行会社(外国会社を除く。)が我が国において第三者割当(企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第1号ヲに規定する方法をいう。)により株式の発行(自己株式の処分を含む。以下同じ。)を行う場合には、当該発行会社に対して、次に定める内容に沿って行われるよう要請する。

(1) 払込金額は、株式の発行に係る取締役会決議の直前日の価額(直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかのぼった直近日の価額)に0.9を乗じた額以上の価額であること。ただし、直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間(最長6か月)をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に0.9を乗じた額以上の価額とすることができる。

(2) 株式の発行が会社法に基づき株主総会の特別決議を経て行われる場合は、本指針の適用は受けない。

2. 会員は、1.(1)のただし書により払込金額が決定されるときには、発行会社に対し、株式の発行に係る取締役会決議の直前日の価額を勘案しない理由及び払込金額を決定するための期間を採用した理由を適切に開示するよう要請する。

また、もう1つだけ例をあげると、日本では、現在、「社債、株式等の振替に関する法律」(以下「振替法」と略す)のもとで、上場会社の株式はすべて振替株式となっているが、同法のもとで、発行会社は、正当な理由がある場合には、振替機関に対し、振替機関が定めた費用を支払って、いわゆる総株主通知をす

ることを請求することができる(振替法 151 条 8 項)。また、発行会社が、すべての株主ではなく特定の加入者が株主かどうか等を知りたい場合に備えて、特定の加入者の直近上位機関に対して、振替口座簿記録事項の提供を請求できる制度が用意されているが、この請求をする場合にも正当な理由が必要である(振替法 277 条後段)。これらの場合における「正当な理由」については、日本証券業協会の「証券受渡・決済制度改革懇談会」において解釈指針が定められている(証券受渡・決済制度改革懇談会「総株主通知等の請求・情報提供請求における正当な理由についての解釈指針」(平成 19 年 5 月 22 日了承,平成 22 年 6 月 29 日一部改正,同年 7 月 1 日適用))。前者の場合についての同解釈指針をかかげると次のとおりである。

#### 一 総株主通知の請求

1 次に掲げる場合には、「正当な理由」(社債、株式等の振替に関する法律第 151 条第 8 項)があるものとして、発行者は、振替機関に対し、総株主通知の請求をすることができるものとする。

(1) 発行者が、法令、上場規則、定款その他の規則(以下「法令等」という。)に基づき株主に対して通知をするために必要があるとき。

(2) 発行者が、法令等に基づき、株主に関する情報を、公表し、又は官公署若しくは証券取引所(金融商品取引所)に提供するために必要があるとき。

(3) 発行者が、株主に対し、株主優待制度の実施その他振替株式の株主共通の利益のためにする行為をしようとするとき。

(4) 上場廃止、免許取消しその他発行者又は株主に損害をもたらすおそれがある事態が生ずるのを避けるために必要があるとき。

(5) 定款又は定款の委任に基づき株式の取扱い等に関して定められる株式取扱規程において定められた事由が生じたとき。

2 前項にかかわらず、次に掲げる場合には、「正当な理由」は認められず、発行者は、総株主通知の請求をすることができない。

(1) 人の生命、身体、財産を害する目的を有するとき。

(2) 犯罪目的を有するとき。

- (3) 公序良俗に反するとき。
- (4) 第三者への漏えいを目的とするとき。
- (5) 株主に対する営業行為を行う目的であるとき。
- (6) 発行者の役職員の個人的目的その他発行者の事業と無関係の目的であるとき。

第3の例として、国際的な場面でのソフトローをあげることができる。筆者の見るところ、国際的な場面では、各国の政治的な状況や力関係等を反映して、上述した「上からのソフトロー」が形成される傾向にあるといえそうである（藤田友敬「国際商取引における規範形成：万国海法会を例として」ソフトロー研究12号107頁以下（2008年）。金融分野についての筆者の論稿として、神田秀樹「金融危機後の金融規制に関する国際的なルール形成」法律時報84巻10号24頁以下（2012年）参照）。こうした国際的な規範形成は、国内の規範形成と比べるとどのような点に共通点や相違点があるのかは、興味深い。このような場面では、国際機関によってソフトローが策定され、日本の場合には、それがハードロー化されるのが通常の姿であるが、そのプロセスは、条約が制定され、それが批准されるというプロセスとはさまざまな点で異なっており、興味深い。

#### (イ) ソフトローとハードローとの併存

第2に、ソフトローのありようを見ると、ソフトローだけが存在する分野よりも、ソフトローがハードローと並存する分野が多く見られる。したがって、ソフトローの形成や適用といっても、ソフトローだけを独立して検討したのでは十分ではない。逆にいえば、このことは、ハードローについても、それだけを独立して研究したのでは十分でないことを意味する。ソフトローとハードローとを足し合わせて初めて、その分野における規範の全体像が明らかになる（たとえば、「<シンポジウム>企業社会における規範遵守：自発性とその限界」ソフトロー研究16号（2010年）参照。このシンポジウムの筆者の総括コメント（ソフトロー研究16号59頁以下）も参照。なお、紛争解決という観点から「<シンポジウム>紛争解決におけるソフトとハードの交錯」ソフトロー研究14号（2009年）参照）。しかし、一般的に言えば、規範の形成面だけを見ても、

ソフトローとハードローとが互いにどのように影響を及ぼしながら形成されるのかを解明することは、容易ではなさそうである。

#### (ウ) ソフトローおよびハードローが私人の行動に与える影響

第 3 に、21 世紀 COE プログラムの立ち上げの時点から、なぜ人々はソフトローに従うのか、あるいは従わないのかという問いが、基本的な問いのひとつであった。21 世紀 COE プログラムと本グローバル COE プログラムでは、この点について、実証に基礎を置く社会科学としての規範研究を目指し、そのための理論研究などを目指してきた。換言すれば、ソフトローおよびハードローについて、それらが果たす機能を理論的な研究を通じて明らかにしようと試みてきた（「<シンポジウム>私的秩序の生成メカニズム：主体・過程・内容」ソフトロー研究 12 号 (2008 年)、「<シンポジウム>統計的・計量経済学的手法と法制度」ソフトロー研究 20 号 (2012 年) など）。そうした研究の方法論としては、主として経済学的手法を用いることをしてきたが（なお、ひとくちに経済学的手法といってもさまざまな手法がある）、他にも政治学や社会心理学の手法も有益であることが確認されたように思われる。

### III 市場取引とソフトロー：課題

最後に、21 世紀 COE プログラムと本グローバル COE プログラムにおける研究に基づいて、将来に向けての課題を指摘したい。

第 1 に、ソフトローについては、そのエンフォースメントに関する研究を必ずしも十分に行うことができなかつたように思われる。行動経済学などの知見を用いて人々がどのような場合にどのような規範に従うかなどを分析することはできるとしても、実際に、特定のソフトローがどのような効果を有しているかは、実証研究にゆだねられることになる。そのような実証研究の重要性は認識されたものの、ソフトローについてのそうした研究は、若干の例を除いて、将来にゆだねられた課題であると考えられる（最近の貴重な研究の例として、齊藤誠＝中川雅之の編著『人間行動から考える地震リスクのマネジメント：新しい社会制度を設計する』（勁草書房、2012 年））。

本グローバル COE プログラムにおいては、たとえば、買収防衛策が企業価値に与えた効果についての実証研究が行われたが（広瀬純夫＝藤田友敬＝柳川範之「買収防衛策導入の業績情報効果：2005 年導入事例の分析」商事法務 1826 号 4 頁以下（2008 年）など）、買収防衛策に関する指針や企業価値研究会の報告書がどのような効果を与えたかについては、必ずしも明らかとはいえない（神田秀樹ほか「＜座談会＞企業価値研究会報告書『近時の諸環境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 12 号 143 頁以下（2008 年）参照。近年の貴重な研究として、田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012 年））。同様に、社外取締役を置くことが企業価値に与えた効果についての実証研究が行われているが（齋藤卓爾「立法事実と実証分析の利用：取締役会の構成に関して」ソフトロー研究 20 号 29 頁以下（2012 年）参照。このほか、たとえば、宮島英昭＝小川亮「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか」商事法務 1973 号 81 頁以下（2012 年）参照）、独立役員を置くことを証券取引所の規則で上場会社に要請することがどのような効果を与えたかについては、必ずしも明らかとはいえない（会社法改正で対応することについて、神田秀樹ほか「＜座談会＞会社法制の見直しに関する中間試案について」ソフトロー研究 19 号 97 頁以下（2012 年）参照）。こうした研究の今後の進展が期待される。

第 2 に、方法論自体について留意すべき点を整理するなど、その進化をはかるといことも、将来に向けた課題であるように思われる。

たとえば、会社法の分野において、統計学ないし計量経済学的手法を用いた分析について、その意義と注意点を検討するシンポジウムを開催したが（「＜シンポジウム＞統計的・計量経済学的手法と法制度」ソフトロー研究 20 号（2012 年））、そこで指摘されたような意義と留意すべき点は、会社法以外の法分野におけるハードロー、そしてソフトローを研究する際にもあてはまるように考えられるものの、そのような分析の実践は将来に向けた課題であるように思われる。