

## 証券上場規定と第二市場

住ノ江 佐一郎

—

資本主義経済の成立および発展を基礎づけた諸要因の一つは、その生産および交換の過程において、いろいろの技術を導入したことにありといわれる。

そして、この導入された技術を導入されうるまでに発明および改良することを得さしめ、さらに、それらの技術を導入しうるにいたらしめた動機と可能性は、財産の私有制から派生的に生じた属性としての競争と信用にもとづくものであるといわれる。

競争が導く生産設備の巨大化傾向は、資本組成における有機的变化となつてあらわれ、そして、この傾向を可能ならしめたものは、信用の確立と拡張に、その基本的条件をもとめることができるというのである。

生産設備の巨大化に要する端的な性質をもつものとしての貨幣資本は、企業の不安定要素となる他人資本に依存するかわりに、企業の自己資本に依存しなければならぬことは、企業の安定性を望むかぎり基本的要請として理解されねばならない。

生産設備のための自己資本の調達、一個人あるいは、その個人との人的つながりをもつ数人の醸出によつて賄われることから、さらに拡張されて、多くの無縁の貨幣資本家達からの出資に依存しなければならないばあい、その出資の貨幣資本への還元性を約束づけることが不可欠の要件となる。ここに、いわゆる遙有傾向にしたがつて、企業の自己資本の供給者としての無縁の貨幣資本家達は無機能資本家としての性格を帯びることになるのであるが、無機能資本家の無機能性は、その出資の貨幣資本への還元性に基礎をおくものとして考えることができる。出資の貨幣資本への還元は、もちろん、その出資の償還にあるのではなく、出資の市場における売買をおしとの取引において現実化するのである。出資にともなう諸権利の市場取引可能性、いわば市場流通性に基礎をおくのである。

かくして、資本主義経済の維持、発展は、生産設備に要する企業の自己資本の調達を出資の市場流通性を約束することに於いて可能とするところに、一つの要因をもつているといえるのである。

しかも、証券取引所が設立されるにおいては、そこに売買取引を承認されるという、いわゆる証券取引所市場に上場されることにおいて、この出資の市場流通性は確保される。

証券取引所における上場は、企業の自己資本調達を可能ならしめる過程をとおして、資本主義経済の維持、発展に大きくつながっていると考えるところに、この小論の第一点がおかれる。

## 二

株式会社企業における悪徳行為の一つとして、株式会社の資本調達における出資者にたいしての被害について

は、経済学者や経営学者からの引用にまつまでもなく、その多くを知ることができる。この出資者の蒙つた多くの被害を可及的に防止する方法として、証券取引所が、その市場において売買取引をなすために、上揚する証券の銘柄について、審査をなすことが行われている。

米国においては、証券売買取引の過程における証券投資家にたいする詐欺横領等の悪徳行為を取締まるとともに、企業家の資金調達における諸犯罪を防止するため、証券投資家を保護するという目的で一九三二年、いわゆる有価証券法 (Securities Act of 1933) を公布し、翌一九三四年、これに若干の修正を試みるとともに、該法に基礎をおいた有価証券売買、従つて取引所取引を取締まる法律として、いわゆる証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) を公布している。前者は「諸州間および対外国間に郵便にて売買せらるる有価証券の性質を完全かつ公正に公表し、その売買における詐欺を防止すること、その他に備ふる法律」(An Act to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent the frauds in the sale thereof, and for other purposes) とし、後者は「諸州間並に国際商業に作用し、郵便制度を利用するところの証券取引所及び店頭市場を取締り、右の取引所及び市場における不公正並に不透明なる取引方法を防止し且つ他の目的を有する法律」(An Act to provide for the regulations of securities exchanges and of over-the-counters markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails, to prevent inequitable and unfair practices on such exchanges and markets, and for other purposes) とし、法律の略称である。

この法律の提案理由として、フレッチャの説明したところによると、「本法案は証券取引所が一部の人々に

よつて悪用せられ、全国民に巨大なる損害を与えていることを矯正し、証券取引所が真に公正なる公開市場たることを公衆に保証することを目的とする」と<sup>1)</sup>というのであるから、証券投資家を保護するということを基本的な目的としているのである。

ここで問題としてとりあげようとしている証券取引所における上場規定が、いわゆる「山師株」(Wild Cats)「目論見株」(Prospects)「幽霊株」(Mystery Stocks)などによつて、証券投資家のうける損害から守護しようとする役割をはたしていることについての法律的背景をなしているのである。

これらの法律を基本として、昭和二三年四月一三日、法律第二五号をもつて公布された、現行証券取引法はまた、その第一条において、「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」の二つの目的を掲げている。

かくて、証券取引所市場における上場は、現実には、証券投資家の保護という目的のための規定であることを知ることができる。この点が第二に重要性のあるものとして理解されなければならないのである。

### 三

かように、証券取引所市場における上場は、企業の自己資本調達にたいしての基本的要請となる証券の市場流通性を確保する役割をはたすとともに、それらの証券にたいする証券投資家の損害から保護するという役割をもつものであると考えられる。

この二つの役割は、本質的にみれば排反するものの如くであるから、これらを二つながら満足せしめる条件は、

上場そのものうちには見出すことはできないのであって、その上場がいかなる規定によってなされるかということのうちにもとめなければならないのである。

証券取引所における証券の上場規定は、如何なる証券を上場せしめるかという上場証券についての選択的標準と、如何なる方法によって証券を上場せしめるかという上場についての手續とに、その内容を二分することができる。

#### 四

現行証券取引法における上場規定は、昨二十八年九月一日から改正実施されたもので、「証券取引所は、第一百一条の規定による命令に基き上場する場合を除く外、有価証券を売買取引のため上場しようとするときは、当該有価証券の上場について、大蔵大臣の承認を受けなければならない」となっており（第一百一条）、その第一百一条には「大蔵大臣は、証券取引所に上場されている株式の発行者があらたに発行する株式を、当該証券取引所に上場することが公益又は投資者保護のため必要且つ適當であると認めるときは、当該証券取引所に対し、その株式を売買取引ため上場すべきことを命ずることができる」と規定している。

第一百一条の規定は、旧株上場の新株式についての規定であるから、第一百条の規定は、旧株上場の新株式にたいする大蔵大臣の上場命令の外は、上場について、大蔵大臣の承認を受けることを規定しているのである。

これを改正前の上場規定である旧法第一百条によると、「証券取引所は、第一百三条に規定する場合の外、有価証券の発行者の申請により当該証券取引所に登録した有価証券に限り、これを売買取引のため上場することが

できる」となっており、その第百十三条の規定を見ると、「証券取引所は、左の各号の一に該当する有価証券について、大蔵大臣に申請しその承認を受けた場合においては、前条第三項の規定（登録は当該証券取引所に備える上場有価証券登録原簿に当該有価証券の発行者の名称、当該有価証券の銘柄及び登録年月日を記載して、これを行う）による登録をしないで、これを売買取引のため上場することができる。一、当該証券取引所の所在する都市町村以外の地に所在する他の証券取引所に前条第三項の規定により登録されているもの 二、当該有価証券について第四条第一項の規定（有価証券の募集又は売出は、発行者が当該有価証券に関し大蔵大臣に届け出で、且つ、その届出の効力が生じているものでなければ、これを行うことができない）による届出がその効力を生じているもの 但し、第二十四条の規定（第四条第一項の規定はよる届出がその効力を生じた有価証券の発行者は、事業年度ごとに、大蔵大臣が公益又は投資者保護のため必要且つ適當であると認めて大蔵省令で定める様式により、当該有価証券に関する報告書を作成し、毎事業年度経過後三カ月以内に、これを大蔵大臣に提出しなければならぬ）による報告書が引き続き提出されている場合に限り」ということになっている。

第百十三条の規定は、上場登録を要しない証券を規定したものであり、そのかわりに、大蔵大臣に申請しその承認を受けなければならないことになっているが、第百十条の規定は第百十三条の規定を例外的なものとして、発行者の申請にもとづき登録することを原則とし、「証券取引所は、登録申請書を受理した場合においては、定款の定めるところにより、審査した後、適當と認めるものについて登録しようとするときは、その旨を大蔵大臣に届け出なければならない」（百十二条）という規定にしたがって、登録を大蔵大臣に届出ることになっている。

かくて、旧法による規定では、例外的なものを除くと、原則として大蔵大臣に届け出るのである。

この新法と旧法とを対照すると、旧法では、発行会社から上場申請をすることにもとずいて、証券取引所が届出を行って登録した場合と、発行会社から上場申請がなくて、証券取引所が大蔵大臣の承認を受けた場合とに區別して、上場規定としていたが、新法では、発行会社からの上場申請については規定せず、旧法の規定のような区別もなくなり、新に、旧株上場の新株式の上場について、大蔵大臣が命令することができると規定したのである。

そして、旧法では、証券取引所が上場審査の掌にあたり、大蔵大臣に有価証券登録届出をすることを原則としていたが、新法では、大蔵大臣から有価証券の上場承認を受けなければならないこととなった。

したがって、改正の基本的な方向は、上場手続にかんする規定が登録届出から承認に変化したと把握することができる。これは「証券取引所に対する監督規定の整備の一環」<sup>(⇒)</sup>といわれる。

## 五

このような上場手続についての規定の改正につづいて、上場標準の改正が実施された。本年三月二十九日付の通達によって、大蔵省理財局長から各財各局長に宛られたものである。前掲の条件において、明かに理解されるように、大蔵大臣の承認が条件であるから、旧法に定められた条件とは異って、証券取引所にたいする通達ではなくて、大蔵省内部に徹底せしめることだけで十分なわけである。

この通達は、「有価証券上場承認基準の改正について」という表題の下に、「最近における資本増加の傾向に即応して上場会社の資本の額の最低額を引き上げる等の必要が認められるので、今回別紙のとおり、これを改正し、

本年四月一日から実施する」となっている。

その内容を見ると、「株券の上場の適否については、当該株券を当該証券取引所に上場することが、公益又は投資者保護のため必要且つ適当であるか否かに重点をおいて審査する」という方針のもとに、二つの部分に分けられ、一般的な上場承認の基準と例外的なものを含んでいる。

一般的な上場承認の基準はつぎのとおりに規定されている。

(一) 当該株券の発行会社が、設立後二カ年以上経過して、継続的に事業活動をしているもので、当該会社の収益状況が良好であり、且つ、原則として、資本の額に対し年一〇%以上の利益配当を継続してなし得る見込のあるものであること

(二) 当該株券の発行会社の資本の額が五〇〇万円以上のものであること

(三) 当該株券の分布及び売買取引の状況が以下の各号に該当していること

(イ) 総株主数が一〇〇〇人以上であること

(ロ) 持株数一万株以上の株主により発行済株式総数の七〇%以上が所有されていないものであって、且つ発行済株式総数に応じて持株数一〇〇〇株以下の株主により、以下の各号の割合の株式数が所有されていること

(A) 発行済株式総数が一〇〇万株未満のときは、その発行済株式総数の二五%以上

(B) 発行済株式総数が一〇〇万株以上二〇〇万株未満のときは、その発行済株式総数の二〇%以上、但し最低二五万株以上



(C) 発行済株式総数が二〇〇万株以上四〇〇万株未満のときは、その発行済株式総数の一五%以上、但し最低四〇万株以上

(D) 発行済株式総数が四〇〇万株以上のときは、その発行済株式総数の一〇%以上、但し最低六〇万株以上

(イ) 当該株券の発行会社の役員及び主要株主により、発行済株式総数の五〇%以上の株式が所有されていないものであること

(ニ) 当該株券を上場しようとする証券取引所々在都道府県及びその隣接府県に、株主二〇〇人以上が分布しており、且つ当該株券の分布が以下の各号に該当していること

(A) 当該株券の時価が二〇〇円未満のものについては二〇万株以上

(B) 当該株券の時価が二〇〇円以上四〇〇円未満のものについては一〇万株以上

(C) 当該株券の時価が四〇〇円以上のものについては五万株以上

(ホ) 当該株券を上場しようとする証券取引所所在地における当該株券の過去一カ年間の売買高の月平均売買高が以下の各号に該当していること

(A) 当該株券の時価が二〇〇円未満のものについては五〇〇〇株以上

(B) 当該株券の時価二〇〇円以上四〇〇円未満のものについては三〇〇〇株以上

(C) 当該株券の時価が四〇〇円以上のものについては二〇〇〇株以上

以上の一般的な上場承認基準にたいして、つぎのような例外的な上場承認基準が認められている。

証券取引所に上場しようとする株券が、当該証券取引所の所在する地方の産業を育成するため、特に必要であると認められるときは、一般的な上場承認基準の定めにかかわらず、当分の間、以下のとおりに読み替えて審査し、上場を承認することができるものとする。

(一) 中「五〇〇〇万円」とあるを「三〇〇〇万円」に読み替える

(二) (イ) 中「一〇〇〇人」とあるを「六〇〇人」に、(ウ) 中「五〇〇〇株」とあるを「三〇〇〇株」

に、(B) 中「三〇〇〇株」とあるを「二〇〇〇株」に及び(C) 中「二〇〇〇株」とあるを「一〇〇〇株」に読み替える

## 六

これらの上場承認基準が規定されるまでは、証券取引委員会が昭和二六年一月七日付をもって、各地証券取引所に送付した「有価証券上場審査基準案」にもとずき、各地証券取引所において、それぞれ、その具体的審査基準要綱を作成していたのである。

したがって、この証券取引委員会において作られた「有価証券上場審査基準案」の内容をみることによつて、前掲の「上場承認基準」との間に、いかなる改正が行われたかを究める必要がある。

証券取引委員会が「有価証券の上場の適否について、当該証券を当該証券取引所に上場することが、公益又は投資者保護のため必要、且つ適当であるか否か」という方針の下に、定めた上場審査基準の内容はつぎのとおりである。

証券取引所に上場される有価証券は当該有価証券が証券取引法第四条の規定（前掲の有価証券届出書にかんする規定）による届出の効力が発生しており、且つ原則として左記各号に該当していることを要する。

- (一) 当該有価証券の発行会社が設立以来二カ年以上経過しており、且つ継続的に事業活動をしていること
- (二) 当該有価証券が株券であるときは、その発行株数六十万株以上であること
- (三) 当該有価証券が額面株券であるときは、その価格が著しくその券面額を下っているものでないこと
- (四) 当該有価証券が広く分布され、且つ売買その他の取引が繁盛に行われていて、株券であるときは少くとも左記に該当していること

(1) 総株主数が六百人以上であつて、その株主平均持株数は二千株以下であること

(2) 持株数千株未満の株主により十万株以上の株式が所有されており、且つ持株数一万株以上の株主により

総株主数の八〇%以上が所有されていないものであること

(3) 当該有価証券の発行会社の役員、主要株主（証券取引法第五条第一項第七号（自己又は他人の名義を以て発行済株式の総数又は出資の総額の百分の十以上の株式又は出資を有している株主又は出資者）の主要株主をいう）によりその五十%以上の株式が所有されているものでないこと

(4) 既に上場した証券取引所及び新たに上場しようとする証券取引所々在都道府県及びその隣接都府県に総株式数及び総株主数の五十%以上分布しており、最初に登録される証券取引所については、その所在都道府県及びその隣接府県に株式三十万株以上株主三百名以上その後登録又は上場しようとする各証券取引所については、その所在都道府県及びその隣接都府県に株式五万株以上、株主百名以上が分布しているも

のであること

- (5) 当該有価証券が上場しようとする各証券取引所について、当該証券取引所所在地において過去一カ年の  
売買量が月平均三千株以上のものであること

上場しようとする有価証券が、前記各要件に該当していない場合においても、当該有価証券を上場することが  
地方産業育成のため、特に必要であると認められるときは、その発行株数二十万株以上の株式に限り(四)の株式数  
及株主数については六十万株に対する発行株数の割合を勘案して審査し特別に上場することができるものとす  
る。

## 七

以上の大蔵省による改正基準と証券取引委員会による旧基準との間に、つぎのような相違がみられる。

- (一) 大蔵省の改正基準規定では、資本額に対し年一割の配当が継続できるほどの収益をあげている発行会社の  
証券ということが原則として掲げられている。これは証券委の旧基準規定にはなかった

- (二) 資本額が発行株数六十万株以上(額面五十円として三千万円以上)という規定であったものが、五千万円  
以上に引上げられた

- (三) 総株主数六百人以上という規定が、一千人以上と改正された

- (四) 持株数一万株以上の株主により総株式数の八〇%以上が所有されていないものであることという規定が七  
〇%以上ということになった

- (五) 持株数千株未満の株主により十萬株以上の株式が所有されていることという固定的な比率が、発行済株式総数が一二〇〇萬株未満のときは二五%以上、一〇〇萬株以上二〇〇萬未満のときは二〇%以上、最低二五萬株、二〇%以上、最低二五萬株、二〇〇萬株以上四〇〇萬株未満のときは一五%、最低四〇萬株、四〇〇萬株以上のときは一〇%以上、最低六〇萬株以上というように、段階がつけられた
- (六) 株主の平均持株数二千株以下という規定が削除された
- (七) 既上場の証券取引所及び新に上場しようとする証券取引所所在の都道府県及びその隣接都府県に総株式数及び総株主数の五十%以上の分布があり、最初に登録される証券取引所では、その所在の都道府県及びその隣接都府県に株式三十萬株以上株主三百名以上、その後上場しようとする各証券取引所では、その所在の都道府県及びその隣接都府県に株式五萬株以上、株主百名以上が分布されていることという規定が、上場しようとする証券取引所所在の都道府県及びその隣接都府県に株主二百名以上が分布され、証券の時価が二百円未満のものについては二十萬株以上、二百円以上四百円未満のものについては十萬株以上、四百円以上のものについては五萬株以上と改正されている
- (八) 上場しようとする各証券取引所の所在地において過去一カ年に月平均三千株以上の売買取引量があったことという規定が、時価に関連せしめて、株券の時価が二百円未満のものについては五千株以上、二百円以上四百円未満のものについては三千株以上、四百円以上のものについては二千株以上と段階がつけられた
- (九) 地方的産業を育成するという立場からの上場については、発行株数二十萬株以上の株式に限り、その分布と売買取引量についての規定は、六十萬株に対する発行株数の割合に依じて特別に審査するというのが、資

本額五千万円を三千万円に、売買取引量が過去一カ年間平均について、株券の時価が二百円未満のときは五千株を三千株に、二百円以上四百円未満のときは三千株というのを二千株に、四百円以上のときは二千株を一千株に、そして、総株主数が一千名以上という規定を六百名に引下げている。

これを要約すると、大蔵省が新しく定めた上場承認基準における改正規定は、(一) 配当についての基準をつくったこと、(二) 資本額を引上げたこと、(三) 資本額の引上げに相応して総株主数を引上げたこと、(四) 株式の分布について、一万株以上の株主数を引下げ、千株以下の株主数に株券の時価によって段階を設けたこと、(五) 証券取引所中心の株主数に株券の時価によって段階をつくったこと、(六) 過去一カ年の売買取引量にも株券の時価によって段階をつけたこと、(七) 地方的産業育成という立場からの上場については、発行株数二十万株という規定から、資本額三千万円とし、売買取引量にも引下げを行い、総株主数についても引下げる規定をしていること、などであるといふことができる。

そこで、配当、資本額、株式の分布および分散、および売買取引量という基準要件に集約することができ、しかも、配当および資本額については、審査承認の基準が明らかに厳格にされたと見られる。

## 八

かように、上場の手続においても、従来の各証券取引所における上場審査主義から、中央的権限においての認可主義に「改正」されたことは、戦前の証券市場政策への復活の一齣をあらわすものとして考えられ、その理由がたんに「証券取引所に対する監督規定の整備の一環」といわれるにおいては、たとえそれが表面的な表現にす

ぎないものであるとしても、一つの逆行政策といわねばならないであろう。しかも、かかる掌握的な方向に「改正」を導きながら、その上場承認基準の内容を、上述の通達における冒頭に見られるように、「最近における資本増加の傾向に即応」という理由のみによって、「上場会社の資本額の最低を引き上げる」方針をとり、その方針ともなつて、爾余の「改正」が連鎖反動的になされ、より以上の上場承認基準の厳格さをますにいたつては、その逆行的傾向を強めるものと考えざるをえないのである。

元来、証券取引所というものは、一つの社会的な機能を営む生存体として生成するものであり、したがつて、その証券取引所における証券の上場行為は証券取引所生成の一つの機能であり、証券取引所が生成する過程における一つの現象としてみることができるのである。したがつて、その証券取引所において、如何なる上場規定をつくるかということは、その証券取引所の現実の生成過程において把えられなければならないのである。証券上場規定は、証券取引所の性格に依存するものであり、証券取引所は社会的機能をもつものであると考えるかぎり、社会的基盤のうえに生成するものであると考えなければならぬのである。かくて、上場規定そのものも、その社会の特殊性のうえにたつものでなければならぬのである。その社会がもつ資本にかんする畜積、集中等の特殊な性格によって、規定の内容となされることが必要である。

上場されることによって、証券の市場性、流通性が確保されるという効用は、また市場性なき証券に流通性をあたえるという効果を出すものであるから、その社会に發展を望まれる企業の証券に市場性、流通性を附与する期待においてもまた、上場行為はなされるものでなければならぬ。たんに、流通性、市場性を有するもののみを上場することにかぎるならば、企業の發展は望まらるべきことではないであろう。たとえば、資本金、株式の分

布および分散、上場までの流通経過等を厳格な基準のもとにおくならば、その基準からもれ、しかも、社会的に發展を望まざる企業のみ、これを如何に処理して、その資本の調達に便宜をあたえるかということに、多くの障害を生ずるのである。投資家は必ずしも、過去の企業業績やその証券の市場性のみを以て投資するものとはかぎらず、逆にまた将来への期待をもつて投資する傾向を多分にもつていられるものであり、ことに、資本の蓄積の不充分な社会においては、この傾向は著しく多いと考えねばならぬであろう。經濟の發展が資本主義的に安定している社会では、企業の優劣において、攪乱的な現象は起らないであらうけれども、資本の蓄積少く、景氣の動向に絶えず基盤的な動搖をうける經濟においては、企業の業績は激変してやまないであらう。このような社会における証券發行を手段とする企業資金の調達を容易ならしめるためには、その基本的条件をなす証券の市場流通性にたいして、可及的に、各企業にたいして機会を均等にする必要があるのである。かかる積極的な企業發展策を構ずることにおいて、經濟の自立性の強化と發展を期待しうるのである。消極的な証券市場政策による、市場流通性の狭小化は、決して企業發展のうえに好ましい影響をあたえないのみならず、投資家にたいしてもまた、望まるところの保護を完全ならしめるものではない。これをさらに強めるならば、いわゆる上場發行という積極策にさえ、想倒するであろう。市場流通性のなき証券に、証券取引所における上場をなすことによつて市場流通性をあたえ、それに企業資金の調達を計らしめる方法への途に押しすすめられるであろう。投資家にたいする保護は貨幣資本の還元性を確保することさへ得れば、残されるところは、企業の堅実性と發展性にあるのであるから、上場承認基準においては、その点のみに留意される必要があるのであつて、資本金の大小、株式の分布および分散、過去における流通性などは基本的な承認基準とはならないと考へていいであらう。かかる諸基準



は市場流通性をあたえるものではなくて、たんにそれを認めるにすぎない。上場の効用は、経済の自立性において欠くところある社会においては、積極的に証券にたいして、市場流通性をあたえ、企業の所要する長期資金の調達に大きな役割を演ずるところにある。しかるに、これに反して、資本額の大小という基準を厳格にして、これに把らわれるならば、そのばあいにおける上場の効用は、たんに大資本の企業のみを擁護し、ひいては独占資本への過程を開くものとなる傾向をもっているといわざるをえないのである。

## 九

一般に、上場について、証券取引所における売買取引の対象となる証券を取引所における取引物件とする、という定義のもとに、上場物件としての性質を具備しているという理由で、如何なる証券でも上場を認むべきものではないという観念に把らわれているようである。前述のように、証券取引所そのものが社会的なものなのであるから、そこにおいて営まれる機能の一つである上場についても、また社会的な反応性をとりあげられねばならないのである。

したがって、この証券取引所の社会性を無視し、その上場規定において、その社会性を忽せにすることから、証券取引所そのものの秩序を乱す傾向を醸生すること、諸外国の歴史において見られるところである。

各国における証券取引所の史的研究によると、その上場規定において、「上場が許されなければ取引所で売買取引することができない制度、（この制度のばあいはまた、その上場規定が厳格であることが多いのは不思議であるが）および上場の許されない」ということは、その証券の売買値段を取引所の作成する公定相場表に掲載しな

い等というにすぎないものであって、取引所におけ売買を認めないというものでない制度」の二つに分類されているが、「パリにおけるバルケ Pargue が法律の規定によつてあまりにも嚴格に運営されているため、第二市場のクリス Couisse が発生し、しかも、クリスで取引されている銘柄であっても、一度それがバルケに上場されると、バルケの承認なきかぎり、クリスにおいては上場を廃止しなければならないと規定され、クリスにおける上場銘柄を厳選するにいたつて、また新に、アルシエ・オル・コート Marché Hors-Côte なる第三市場が発生した。この調子で行けば、パリには、フランスの通信機関が米国におけるように便利でないかぎり、第四市場、第五市場の発生する可能性がある。」<sup>(四)</sup>米国においても、ニューヨークの the New York Stock Exchange にたつたる第二市場としての the American Stock Exchange (the New York Curb market) が発生したのは「the New York Stock Exchange における上場条件および手続が嚴重なために同取引所に上場しない証券に ついて、自然発生的に簡易な集団取引を行ったことに由来する」といわれる。<sup>(五)</sup>しかも、この Curb Market は the New York Stock Exchange におけるほどに嚴重ではないにしても、相当嚴格な上場規定を作っているから、第三の市場を発生せしめる傾向をもっている。「ところが、それが発生しないのは、その後において米国の通信機関が極度に発達し、店頭取引について十二分にこの通信機関を活用していることが、第三市場発生の余地を封殺しているものと、筆者は解する。」<sup>(六)</sup>こうした状態であるから、近年米国の証券取引所は、場外取引に喰われて、その取引高は国力の発展の割合には延びず、その主たる取引は、場外において行われ、場外の相場が完全に場内の相場をリードしている実情である。<sup>(七)</sup>しかるに、ロンドン証券取引所では、市場内で会員が取引することができる証券の範囲を制限する規定はあつたが、それは抽象的な規定で、実際には、如何なる種類の銘柄で

も取引できたのである。ただ、取引所が発行する公認相場表に相場が掲載されるためには、取引所当局の審査をうけなければならない。しかし、この公認相場表に掲載されている銘柄数が、約一万に達するから、ニューヨーク株式取引所の上場銘柄数の二千数百に比すると比較にならない。したがって、その審査も厳格なものではないことが察知しえられる。もっとも、戦後、ロンドン株式取引所において、上場条件は強化され、公定相場表と附属相場表との区別は廃止されたが、史的究明としての資料としては今後の結果によらねばならないであろう。ドイツにおいても、取引所法に定められた欠格者以外は、何人でも市場における取引に参加でき、その取引する銘柄についても特別の制限が設けられていないのである。

したがって、「英独においては第二市場の発生する全地がなかったと考えられる。かくて、証券取引所では上場される銘柄でなければ取引することを許さない。しかも、その上場条件が相当嚴重であるところでは、第二市場が発生する。」と結論づけていいであろう。

## 一〇

このように見てくると、大蔵省が証券取引所における上場について、認可主義に改正し、しかも、その上場規定について、徒らに厳格な承認基準を規定することは、第二市場の発生を促し、証券取引所における秩序を乱し、ひいては証券市場政策の破綻を来す基因となる虞れがあり、そのうえに、上述するところによって明かなように、社会的生成体としての証券取引所の機能による上場規定によって、企業の長期資金の調達に資し、証券投資家の保護にも、効果的な役割をはたす方向に向けられねば、多くの錯誤を招来することになるであろうというのであ

る。

すべての経済にかんする施策は、たんなる価値分析のみに止まらず、その社会の構造分析にまで立入つて考慮されねばならないというのである。

- (一) 福田敬太郎博士著「証券市場論」三六八頁
- (二) 五十嵐邦夫大蔵事務官著「改正証券取引法の解説」六五頁
- (三) 今西庄次郎教授著「証券市場論」五一頁
- (四) 藤田国之助著「日本取引所解説」三九九頁
- (五) (六) (七) 藤田国之助稿「第二市場について」(インヴェストメント第五卷第十二号)
- (八) 上林正矩博士著「現代の英米証券市場」三八頁