

第二市場論（一）

住ノ江 佐一郎

一〇一

あらかじめ、問題の中心を明確にしておく必要があるため、まず、この問題は、正確には、「第二証券取引所市場」もしくは、さらに厳密にいうと、「第二証券取引所⁽¹⁾」を意味していることに注目をひきたい。

そして、従来からのこの問題についての提起の仕方は、自然発生的な店頭市場取引における証券にたいする公正な価格形成、証券売買取引の円滑な流通、および受渡決済についての秩序を確立する必要があるばあい、それらを基礎として問題が提起されているのに反して、最近のわが国における第二市場問題は、このような、いわば、正統的な問題の提起の仕方とは異なつた提起の仕方によつてなされていることをあわせて理解しておく必要がある。

したがつて、問題を展開し、解決の方向を見出すために、わが国における最近の第二市場問題の発生のも機、論拠、およびその経過について、一応、跡づけ、問題解決のための基礎を明確に理解し、把握して、これと海外の、ことに米仏の事例に比較して、この問題の特長を把らえ、さらに、この問題を一般的問題としての本質を追

究して、かくして、この問題の解決の方途を見究めようとおもう。

1611

最近のわが国における第二市場問題の発生についての直接の動機は、つぎの二つに要約することができる。⁽²⁾

- (一) 昭和三十二年三月初旬に表面化した東亜石油株を中心とする大協石油株、その他の買占め問題⁽³⁾を契機として、東京証券取引所（以下東証とする）⁽⁴⁾における上場審査基準を厳格にするという構想がたてられ、この構想にもとずいて改正された上場審査基準に適合されなくなった上場銘柄と、すでに店頭市場において売買取引されている銘柄とを対象として、公正な価格の形成、取引の円滑な流通、受渡決済などについての秩序を確立するため、「第二市場」を設置しようとする論議が生じた。

- (二) このような「第二市場」設置論の発生にもなつて、東京証券取引所における非会員業者における、東京証券業協会の会員の店頭取引に参加しようとする希望が、三月会会長（東京における非会員業者の団体）の名において、東京証券業協会会長宛に、昭和三十二年二月二十日附をもつて、要望書となつて提出され、協合理事会においてとりあげられていたことと関連して、現在の店頭市場を東京証券取引所の第二市場として拡充整備して、非会員業者の店頭取引参加の要望にたいする解決策を見出そうとした。

かように、最近のわが国における第二市場論の発生動機は、東京証券取引所における整備と東京の店頭市場における秩序の確立とが基礎条件になつており、それに絡んで、東京における非会員業者の店頭取引参加の要望にたいする解決策が附随したのである。

しかし、大蔵省においては、この第二市場問題を証券業界の再編成、ひいては全国的な構想としての取引所市場の在り方について再検討を行うという証券行政の立場から、より根本的な問題として考慮されていたのである。大蔵省における再検討の方向は、公式的には表明されなかったが、担当事務官の個人的見解として発表されたものがあり、しかも、この個人的見解が、東証における数銘柄を対象とする買占めによる株価の高騰と、それにたいして大蔵省より要請されて実施された東証における対策と、その結果としての上場審査基準の改正および上場維持基準の設定の方向とにからんで、第二市場問題にかんする動機として、証券業界に大きな波紋をなげかけたのである。

I の III

最近のわが国における第二市場問題の発生動機は、このような要因にもとずいてなされたものであるが、その意図せられているところは、大蔵省と証券業界とにおいて、上述のように相違しているのである。しかし、これらをまとめると、最近の第二市場問題の論拠は、(1)東京店頭市場の組織化と監理、(2)東京証券取引所における二重性格の分離、(3)東証における上場銘柄の整理、および(4)東証非会員の店頭取引にたいする参加の四つとみることができる。ただ、これらの論拠は、第二市場問題を契機として、予ねてからの要望であった定期清算取引復活要求が姿をかえて、便乗的にあらわれ、現在の証券取引所における売買仕法とは異なつた売買仕法を行うために、第二市場を設置しようとすることを論拠とするものがみられる。しかし、この論拠は、前述の四つの論拠に比して、きわめて薄弱な論拠であつて、「第一市場で採用されぬ売買仕法が第二市場で許される場合、

流通市場の中心が、そちらに移ることも考えられるし、また、もし第一市場と同一銘柄について取引が許されるならば、第一市場の存在価値は有名無実になるといふことも考慮に入れなければならない」として、重要視されてはいないようである。

このような四つの論拠に基礎をおく第二市場論は、その問題点として、つぎのような諸点をもっている。

(1)第二市場を設置するとき、現在の証券取引所市場に併設するという考え方ががある。この考え方は、現在の東京店頭市場の組織化および監理のみを論拠とするばあい、当然、考えられることであり、第二市場設置にともなつて生ずる経費の増加すること、および第二市場設置の他におよぼす影響を少くすることなどにおいて、最も現実的であるといえる。しかし、これには、証券取引法第八十七条の規定、すなわち「証券取引所は、二以上の有価証券市場を開設してはならない」という規定に抵触しないかという疑問、ついで、この併設設置の方法で店頭市場の組織化および監理のみに終ると、第二の論拠となつている東京証券取引所における二重性格を如何にして排除するかという課題がのこされ、店頭市場銘柄とともに、上場廃止銘柄の取引をあわせて併設された第二市場において行つとしても、証券取引所における上場制度の意義について疑問が生ずる。このような問題点が第二市場併設のばあいに存在するのである。

(2)ところが、第一市場に第二市場を併設するということについて、かような問題点があるとして、これらを解決するための方法に、第一市場と別個に独立して、第二市場を設置する方法をえらぶとすると、また、つぎのような問題点が指摘できる。

まず、会員の負担がかなり増加するとみられる。そして、第二市場併設のばあいに問題点としてのこされた東

京証券取引所における二重性格排除をめぐる問題を解決するために、第一市場とは別個に第二市場を設置して、全国的銘柄と地方的銘柄とを区別して、地方的銘柄を第二市場に移行するとすると、第二市場に移される銘柄の上場会社および投資者にたいする影響はきわめて大きく、複雑多岐な諸問題を惹起されるおそれがある。また、東京店頭市場の組織化と監理を行らばいいにも、店頭銘柄のすべてを第二市場における上場銘柄とすることは可能でなく、やはり、東京店頭市場における銘柄のうち、第二市場における上場審査基準に適合するものと、適合しないものが生じ、ここにもまた、同様な問題点をもつことになる。さらに、第一市場から上場廃止された銘柄が、第二市場に直ちに、上場されるとはかぎらず、このばあいにもまた、同様の問題が生ずる。

(3) また、会員の資格についても問題点がある。第一市場にたいする上場審査基準の改正にもなつて、会員の資格標準が厳格化され、第一市場にかんする会員と第二市場にかんする会員とが区分されることになるが、その区分は、会員の営業規模、売買高、資本額などを基準として区分されるのであろう。しかし、同一市場の会員が、そのような資格標準にもとづいて第一と第二に区別されることは、優劣をつけることとなり、しかも、第一市場の会員の資格を獲得するための充実が、現実には、きわめて困難であるとするならば、ここにも多くの問題をおこすこととなる。

(4) さらに、東証市場を第一市場と第二市場とに分離し、第一市場を全国的中央市場とし、第二市場を東京地方取引所市場と性格づけたいばあい、他の地方取引所市場との関係をどうするかの問題が生ずる。もし他の地方取引所市場においても、東京における第二市場と同様に、地方的銘柄のみを売買取引の対象とするように規定するならば、地方取引所市場は、その経営を持統することは困難となるであらう。ここにも問題点が見出せるのである。

一の四

このような論拠のうえにたつて、しかも数多くの問題点を蔵しながら、上述の動機から、最近のわが国における第二市場論が登場したのであるが、前述の東証非会員業者から東京証券業協会に提出された要望書にたいする措置をなすために、昭和三十二年三月二十五日、東証内に第二市場制度研究特別委員会が設置された。この委員会は二十二名の委員によって構成され、三月二十七日に第一回の会合をもった。この第一回会合では、たんに、役員を選出しただけにおわり、四月五日、第二回の会合となつた。この会合では、大蔵省理財局証券課長補佐堀川正彦氏の「カーブ市場についての一私案」なる論文を中心に論ぜられた。これは、大蔵省の証券行政における第二市場問題にたいする公式の意見表明ではなく、個人的見解にすぎないものであるが、あるいは、この所論が証券行政の基本的ルールにのせられるようになるかもしれないという見透しのうえにたつたためであつた。この論文の内容は、注においても記したように、東京証券取引所市場を全国的な中央取引所市場に改組し、東京地方の銘柄を対象とする取引所市場を新設して、現在の東証市場を二分するという基本方針のもとに、上場銘柄を厳選し、そのうえ、市場取引参加会員の資格をも厳格化し、現在の東証会員をも二分しようとする意向がふくまれているものであつた。この意向は、証券業界が、第二市場問題を、たんに、上場銘柄の厳格化と非会員の第二市場参加という表面的な問題のみを対象としていたにすぎなかつたのにたいして、現在の東証会員の在り方にまで手をつけようとしたことによつて、まったく、証券業界の虚をつくこととなつた。このことは、第二市場問題にかんする特別委員会をして、慎重な態度をとらしめることとなり、この第二回の会合も、まともな結論には達

しなかつたのである。ついで、七月十七日、第三回の委員会が、開かれ、討議の結果、第二市場問題は「証券市場全般に亘つて根本的な検討を加えた後に考えらるべきであり、この線に沿つて今後とも研究してゆかなくてはならないが、この委員会が発足した由因の究明を直接に第二市場の問題と関連して考えないで、ケース・バイ・ケースで解決してゆくのが得策であると思われるから、本委員会は解散するよう理事会に答申すべきであるとする結論が出され、この結論は、東証理事会において支持されて委員会は解散となつた。」⁽¹⁰⁾かくて、個別的に研究すべきであるとせられた諸問題は、つぎのようにしぼられてゐる。

(1) 上場基準の改正、(2) 店頭市場の自主的規制の強化、(3) 非会員の店頭取引参加、(4) 受渡決済の合理化。⁽¹¹⁾

このような東京証券業界における第二市場問題にたいする経過については、「第二市場問題は、当初、約三五の非会員業者が第二市場を要望していた、それは自分たちに都合なものを予想していたからであるが、やがてかならずしもそうでないことがわかると、その要望も強くなつた」といふ批評がなされてゐる。⁽¹²⁾

(1) 野村証券株式会社の「財界観測」第一五巻第九号（昭和三十二年五月一日号）に「正規の第二取引所」という言葉を用いており、後述するように、問題となつた大蔵省の事務官のこの問題にかんする個人的見解である「カーブ市場についての一私案」、および、山一証券株式会社の「証券月報」第一〇五号（昭和三十二年五月）に同様の意味の表現があるが、この第二市場問題を取扱つたその他のいづれの論述にも、このような正確な表現は見あたらない。後述するように、問題を明確に表現するためには、この表現が適當であるとおもわれる。

(2) 東京証券取引所、日本証券業協会連合会共編「証券年鑑」（昭和三十三年版）一二一頁。

(3) 昭和三十二年における投機取引の対象となつたものうち代表的な対象銘柄は、東亜石油株であったが、その株価の動向は、左のとおりである。（東京証券取引所統計年報）

	高値	安値
三一・九	八四	七八
一〇	九〇	七八
一一	一二八	七三
一二	一五五	一一五
三三・一	一六二	一三五
二	一五八	一三八
	□一一二	□一一二
三	二四〇	一一九
四	一五五	一二二
五	一六二	一四〇
六	一二七	一〇五

二・二二、権利落、一対一

この株価動向は、昭和三十一年の初秋から晩秋にかけて、十一月期における減配が予想されたため、売人気となり、安値をつけたが、三十二年三月上旬に権利落二百四十円、逆算すると、権利落四百四十円という法外な高値を示現したものである。

この経過をみると、動揺直前の安値の三倍の株価に達する高騰であり、権利落価額を計算に入れると、三倍半にも達し、逆算によると、七倍となる。しかも、これが僅々、六カ月の短期間にあらわれているのである。伝えられるところによると、東急系の買占めが、昭和三十一年十一月頃からはじまり、三十二年三月上旬におよび、買集めた株式総数五百万株に達したといわれる。これにたいして、企業会社側は三十二年二月上旬に百二十万株の役員、従業員割当をとものう倍額強増資

を決定して対抗し、七百四十万株の安定株を確保したと伝えられる。

このような買占め派と会社側との確執を背景にして、前述のような株価の暴騰をあらわしたため、東証理事会は、つぎのような売買規制にかんする措置を実施した。（読売、三二・三・七）

- ① 三月八日以降値幅制限を三十円とする（通常の制限値幅は八十円であった）
- ② 三月十一日以降、顧客からは売買成立と同時に、現株あるいは現金を提供させる。会員は取引所の要求にしたがって、現株あるいは現金を取引所に提供する（四日目受渡方式を即日受渡方式とした）

③ 関係証券業者にたいし、東亜石油株を中心として思惑に走らぬよう自粛を要望する。

④ 以上のような暫定措置を構じても、なお、思惑的な動きがやまない場合は、必要に応じて売買停止ないし上場廃止の措置を検討する。

これは、大蔵省が東証理事および東亜石油社長を招き、買占めをめぐって、きわめて不健全な高騰をつづけていることについて、事情を聴取して、東証にたいし自粛措置をとるように要望した（朝日・三二・三・七）ことにしたがって、東証における理事会の対策となったものである。

しかし、東急側が、買集めの目的が石油の確保にあるのであって、会社の経営支配権を掌握する意思は全然なく、今後とも協力を惜しまぬという意向を表明したため、三月中旬の東亜石

銘柄	買占め前安値		買占による高値		値り上率
	年月日	株価	年月日	株価	
大協石油	32. 2. 1	192	32. 3. 6	303	1.58
小田急	32. 3. 28	131	32. 6. 29	□157 (210)	1.60
帝国臓器	32. 3. 8	215	32. 3. 22	322	1.50
日活	32. 4. 13	45	32. 5. 10	76	1.69
養命酒	32. 3. 1	254	32. 3. 19	300	1.18
東洋精糖	{①31. 12. 5 ②32. 10. 1	175 169	32. 2. 5 32. 12. 16	242 315	1.38 1.86

□は権利落、カッコ内は権利付逆算

油の臨時株主総会が事無く行われることとなった。このため、暴騰をかされた株価格は、その後、漸落歩調となり、前掲のよ
うな推移をしめした。かくて、東証理事会では、三月下旬、東亜石油株に実施していた値幅制限、および即日受渡しなど
の臨時措置を廃止した。(朝日、三
二・三二・二)

東亜石油のほか、大協石油、小田急、
帝国臓器、日活、養命酒、東洋精糖
などの株式が引つづき、同様の買占
めをめぐって株価の異常な高騰がも
たらされた。その動向はつぎのよう
であった。(野村証券株式会社、財
界観測、昭和三十三年一月十五日発
行、十七巻、二号、五五頁)

(4) 上場審査基準を厳格化すること
は、戦後、証券取引所再開後、数度
行われているが、それを要約すると
つぎのようである。(野村証券株式
会社、財界観測、昭和三十四年十一
月一日発行、二〇巻九号、六五頁)
このように、昭和二十四年三月い

東証上場審査基準要項の変遷

改正年月日	設立後年数	配当率	資本金又は発行株数	株主数	株式分布	売買高
24. 3. 15	2年以上	—	1000万円以上	300人程度	—	—
24. 7. 12	〃	—	〃	〃	—	—
25. 9. 25	〃	—	3000万円以上	500人以上	—	最近3ヶ月の平均月売高が3000株以上
26. 12. 1	〃	—	60万株以上	600人以上	1000株以下の株主が10万株以上所有	過去一年の平均月売高が3000株以上
28. 5. 15	〃	—	100万株以上	1000人以上	略	〃
29. 4. 1	〃	10%以上	1億円以上	〃	略	過去一年の平均月売高が (A) 200円以下 5000株以上 (B) 200円以下 ~400円以上 3000株以上 (C) 400円以上 2000株以上
30. 8. 17	〃	〃	〃	〃	略	〃

(注) (イ)24年、25年の資本金は公称資本金、24年は別に払込資本金500万円以上の規定がある。

(ロ)略したのは規定が複雑なためであるが、いずれも群小株主がある程度存在することを必要とする規定である。

い、上場審査基準は、漸次、厳格化してきたのであるが、上述の昭和三十二年秋から東亜石油株を中心とする買占めによる株価の乱高下にたいする対策の一つとして、大蔵省は上場審査基準の厳格化をさらに強めるとともに、上場廃止基準をも規定しようと考えするにいたった。

大蔵省は上場審査基準として証取側に、

- (1) 取引株数の僅少なため容易に買占めの対象となり得る銘柄。
- (2) 経営内容の悪化により上場株として不適当な銘柄。
- (3) 株主が特定層にかぎられている銘柄。

などについて自主的に再検討することを要請し、（産経、三二、五、五）つぎのような上場審査基準の改正および上場廃止基準についての草案を作成していると伝えられる。（商業通信、三二、五、二七）

上場審査基準改正草案。

- ① 会社設立後二年を五年に、
- ② 資本金一億円を三億円に、
- ③ 総株主数を千人から二千人に、
- ④ 五千株未満の株主の持株数の比率は従前通り三五％に据置、
- ⑤ 関東地区における株主が五百人以上あること、株式分布が発行株式総数にたいし一〇％以上あり、百万株以下であつてはならない、

- ⑥ 東京証券界の店頭承認銘柄として一年以上経過したもので、過去一年間の月平均売買高が二万株以上あるもの、
- ⑦ 以上の上場審査基準の引上げは、検討中の第二市場が設置されるまでは、東証が中央市場であると同時に、一面、地方的取引所としての性格を保有しているので、それまでの経過措置として当分の間、資本金の額が三億円に達しない会社であっても、当地区の発行会社にかぎり、事業規模、その他の条件が適当と認められる場合、上場することが

できる。

上場維持（廃止）基準要綱案

上場証券の発行会社がつぎの条件に該当することとなつたばあいは、絶対的要件として当該証券の売買取引を停止し、または、その上場を廃止する。

- ① 不渡手形を発行したとき
 - ② 法律の適用を受け、会社の更生、または、整理を行うこととなつたとき
 - ③ 事業活動を停止したとき
 - ④ 経理内容が著しく不良となつたとき
 - ⑤ 上場契約につき重大な違反があつたとき
 - ⑥ 前各号の外、上場会社として適当でないと認められる事項が生じたとき
- 上場証券がつぎの各号に該当、売買取引を継続することが公益、および投資者保護のため適当でないと認めるときは、その売買取引を停止、または、その上場を廃止する。
- ① 株主数が極度に減少したとき
 - ② 株式分布が著るしく不良となつたとき
 - ③ 株価が長期にわたり、遙かに額面以下となつているとき
 - ④ 売買高が長期にわたり、著るしく減少したとき
 - ⑤ 当該発行会社の資本金が上場審査基準以下となつたとき
 - ⑥ 主たる事業の全部、または、一部に変更を生ずることとなつたとき
 - ⑦ その他公益、および投資者保護のため適当でないと認められる事項の生じたとき
- そして、その実施にたいしては、つぎのような条件がつけられている。

一、売買取引の停止、および上場廃止の措置については、必要と認めるときは一年以内の期限を定め、その実施を猶予することができる

一、停止の場合 その停止せられた原因が解消したときは、直ちに、その停止を解除することができる

一、六カ月の経過にもかかわらず、なお、停止の原因が長期にわたり解消されないと認められるにいたった場合は、六カ月を経過しないときでも、その上場を廃止する

一、毎年四月に調査表を作成して、株主数の現状、および売買高を調査する

一、現在、上場中の発行会社の資本金が上場審査基準に充たないものについては、実施の日から三年間は絶対的要件以外の廃止の基準は適用しない

一、上場規定中に発行会社の申請によらないで、上場廃止ができる規定を挿入する

(5) これは、当時、大蔵省理財局証券課長補佐、堀川正彦氏による「カーブ市場についての一私案」という表題の論文で、財経詳報八五号（一九五七・三・二五）に掲載されたものである。この論文は「はしがき」、「一、カーブ市場とは」、「二、現在非上場証券はいかに取引されているか」、「三、実栄会のカーブ市場を取引所に改組する必要があるか」、「むすび」の五節から成っていて、主要点は、第三節に書かれており、「東証取は名実共にわが国の中央市場であるが、同時に地方取引所と同様に地場株と称する資本の少い、余り一般投資者に知られていない会社の株式をも上場している。ここに東証取の二重性格が見られる。」「この性格は矛盾をもたらすことがある。」「この二重性格を解決するために、実栄会事務所を中心とする店頭市場にたいして、（実栄会とは、東証の正会員の売買取引の媒介を専業としている才取会員である実栄証券株式会社の団体である。実栄会を中心とする店頭市場のほかに、別の店頭市場があるが、実栄会においても取引されていない銘柄についての取引市場であって、組織されておらず、純粹の店頭市場で、銘柄数も取引量も微々たるものである）「管理機構をととのえ、価格の公正と流通の円滑を図らしめるよう改組し、」「この東証における地方的性格の部分を含流せしめて、「東証取自体は中央市場として再出発する時期に来ているものと考えられる」という内容である。

(6) 東京店頭市場における売買取引高は、第二市場問題について論ぜられた昭和三十一年末、当時においては、「実業会
の取引量は一日平均四十三、四万株に達し」「全部、実物取引であること、すべてが実業会を経ているとはかぎらないこ
と（実業会を経ないものを加算すれば、一日平均百二十万株）などを考慮すると、当時としては、「名古屋証券取引所を
庄し、大阪証券取引所の次に位するほどの大きな市場」であった。（野村証券株式会社、財界観測、昭和三十一年五月一
日発行、十五卷九号）

(7) 山一証券株式会社、証券月報、昭和三十一年五月発行、第一〇五号。

(8) 第二市場を別個に新設したばあい、この新設にともなう新設費、およびその後の経常費は相当に要するという会員負
担経費を問題点とする説（東京証券取引所、日本証券業協会共編、証券年鑑、昭和三十三年版、一二七頁）と会員負担は
大きなものでないとする説（野村証券株式会社、財界観測、昭和三十一年五月一日発行、十五卷九号）の両説があり、こ
とに、東証市場に上場されている銘柄を二分して、東証市場から第二市場に移行されるとき、それにもなつて、東証会
員が二分せられると、第一市場に残る会員における負担と第二市場に移る会員の負担とを分けて考えなければならぬが、
このばあいにも、負担増加説と負担は大きくないという説の両説が、前述の両説延長として対立しているようである。

(9) この区別にたいして参考になるのは、アメリカにおけるニューヨーク株式取引所とアメリカン株式取引所におけるそ
れぞれの上場審査基準である。アメリカン株式取引所は、公開株数、株主数にかんしては、ニューヨーク株式取引所の三
分の一、資産については七分の一という標準になっており、ニューヨーク株式取引所における上場審査基準には、その他、
普通株時価総額や三カ年の平均純益にたいする基準などが規定されている。

(10) 東京証券取引所、日本証券業協会連合会共編、証券年鑑、昭和三十三年版、一二二頁。

(11) 日本経済新聞、昭和三十一年七月二十五日。

(12) 証券市場研究会編、証券ハンドブック、福田敬太郎博士稿、第二市場問題、二六四頁。