

第二市場論 (二)

住ノ江 佐一郎

一一〇一

「株式ブローカーと歩道のふち石との奇妙な類縁関係が存在するようである」といわれる。ロンドンの証券市場は一世紀の長いあいだ歩道に存在していた。ジョン・ローの時代におけるパリーの Rue La Quincampoix での投機は歩道でなされていた。ニューヨークの株式取引所もまた、最初の証券取引は、周知のようにウォール街のすずかけの木の下で行なわれ、一七二五年から一八一七年まで具体的な市場設備をもたず、屋外取引をつづけたのであった。証券取引と街路のへり石との不思議な因縁は世界的に共通した経験的事実である。証券取引は街路の歩道に生れる。

このことは、証券取引にたいする秩序が確立され、完全に近い具体的な取引市場設備が施設されても、なお、絶えることのない事実であつて、ニューヨークにおける Curb Market やパリにおける Coullisse にうけついであらわれている。ただ、証券取引にたいする市場施設の完備がなされたあとにおける街路上の証券取引は第二証券取引所市場への課題として考えられている。

しかし、このような第二市場問題につながる街路上の証券取引は諸国に共通のことではない。最初の証券取引市場の設備が具体化するまでは、街路上の証券取引は共通の事実であるにかかわらず、具体的な証券取引市場設備が施設されると、諸国に共通したことでなくなっているというところに、第二市場問題の秘密を解く鍵が蔵されているようにみえる。たとえば、英独においては、証券取引にたいする市場設備が完備されていらいは、その市場外の街路上における証券取引は発生していないのに反し、米仏においては、Curb Market として、あるいは Coulisse として生じてきている。したがって、この英独と米仏の証券取引にたいする市場問題における相違についての理解が、証券取引における第二市場論、蔽密にいえば、第二証券取引所論、あるいは第二証券取引所市場論について論ずるばあいの基本的な鍵をあたえるのではないかとおもわれる。

① Pratt, S. S.; *The Work of Wall Street, an account of The Functions, methods and history of the New York money and stock markets.* 1921. p. 200.

二〇二

そこで、米仏における組織的証券取引所から溢れ出て、第二証券取引所市場が組織せられるまでの証券取引における組織化以前の事情に類似した街路上の取引発生について回顧することが第二市場問題を解明する手がかりになるであろう。

アメリカにおけるニューヨーク株式取引所からはみでて、いわゆる Curb Market といわれる自然発生的な街路上の市場において、証券取引が行われはじめたのは、正確には、記録されていないようであるが、南北戦争前、

すなわち、一八四九年前後、カルフォルニアの金鉱発見ラッシュに当時に形成されたといわれる。① 当時のアメリカにおける産業の発展は目醒ましいものがあり、その顕著な発展部門は「綿業、羊毛工業、製綿工業、製靴工業、衣服製造業、製粉業、皮革工業、機械製造業、精糖業等々であったが、就中、綿業、羊毛工業、製鉄業の発達には注目すべきものがあつた。」② 蒸気機関の発明、土地鉱山の開発、商業電信の開設にともなつて工場設備の新設拡充もたらされ、それに必要な企業資本調達のために株式の発行がなされた。

当時すでに、これらの産業の株式はニューヨーク株式取引所に上場されていたが、その大部分は上場されていなかったため、取引所市場外で売買取引が行われた。しかし「南北戦争以前においては、いわゆる資本の証券化は、有料道路、運河、鉄道、銀行、保険会社等において顕著であつたにすぎない。」③ 大規模に、株式の発行によつて企業資本の調達がなされたのは南北戦争の勃発以後に属するようである。「南北戦争の勃発以来、政府の不換紙幣濫発は通貨の膨脹を誘致し、財界が一時異常なる活況を呈したためである。即ち企業熱は勃興し、発起人は繁榮し、投機熱が旺盛となりたる結果、取引所を溢れ出て、更に三つの小取引所の出現を見るに至つた。この一は現在の Curb Market の先駆をなす屋外取引所にして、一七九二年、篠懸木の下で行われた当初の取引所に酷似している。その二は従来の株式取引所に隣接せる一室を借入れ、大取引所の公定相場を漏聞して取引を行った独立体の取引所である。その三は、ウィリアム街二十三番地の地下の名称に因んだ「コール・ホール取引所」(Coal Hole Exchange) にして何等正規の取引所ではなかつたが、取引高は一時巨額に達した。」④

ここに「屋外カーブ・マーケット」は、はじめ、「Hanover Street」に近き Wall Street に、一時、集会所をもつたが、南北戦争のあいだ、ニューヨーク株式取引所のあるところと Beaver Street とのあいだのウィリアム・

ストリートで機能した。当時では、売買取引は午前八時に開始され、午後六時あるいは夕方遅くまでつづけられた。夜になってからも、山の手のホテルの廊下で行われた。Twenty Third Street の Fifth Avenue Hotel は一八五九年に開業したのであるが、株式ブローカーの一般の集会所となっていた。株式売買取引が行われたホテルの廊下は“Gallagher's Exchange”として知られ、取引活動は毎夕はじめられ、時によれば、夜深更にまでおよんでつづけられた。一八九〇年代の中葉にいたって、Fifth Avenue と Forty Six Street の Windor Hotel に株式や債券の売買取引を取扱ったブローカーが多数集合した。^⑤しかし、「その後、漸次、ホテルの廊下における株式や債券の取引は縮小され、下町の業務が増加する傾向のために中止された。」^⑥もっとも、この屋外取引市場の移動は、売買取引の激増にともなう市場の狭隘のみが原因となつてなされたものではなくて、市場が街路に存在していたため、交通に困難を来たし、交通整理によつて移動せしめられたという原因にもよつたといわれる。^⑦

しかし、屋外カーブ市場が股盛をきわめたのは第一次大戦中であつた。一九〇〇年から二一年までの間、大規模な製造工業が勃興し、その企業資本の調達のために株式が相ついで発行せられるとともに、大衆の証券にたいする関心は非常に深まつた。カーブ・マーケットの業者はウォール・ストリートにかわつて、戦時花形株であつた鉄鋼、銅、海運その他の軍需株を大量に取引した。このブロード・ストリートにおける売買取引の光景は壮観を呈し、きわめて多彩であつた。「ウィーク・デイの午前十時から午後三時までのあいだ、ブロード・ストリートへ足を運ぶ金融街の訪問者は、丁度、下の取引場所の興味ある光景を覗たであろう。幾百人という活気に溢れた人々が群り集つて、押し合いながら、歩道から歩道へと街路を一杯に埋めつくし、その群集の興奮した叫び声の騒音は遠くまできこえたであろう。両方の窓の上方の電話係による手振について人々は奇妙な印象をうけたで

あろう。売買取引にたずさわるもののフェルトの明るい緑色の帽子、キラキラ光る赤い鳥打帽、白い深い帽子。雨天の日には、油をひいた皮の上衣を着て、防水布でつくった暴風雨帽を着ていた。^⑧「附近の建物の窓は電話の頭掛をつけた事務員で一杯であり、その中には、しきいに跨がっているものもある。彼等のひっきりなしの叫び声やげいしい手振りは、見物人に、狂気の沙汰と驚きあきれさせるが、街路にいる湧きかえっている群集の中の売買ブローカーにはよく判るのである。」^⑨「それはまさしく富の神、物欲の偶像の外部市場ともいうべきものであった。」^⑩かような原始的機構による証券取引であったにもかかわらず、取引の繁盛につれて、その仕法や操作は正確と迅速の点において著しい発達を遂げ、カーブ・マーケットは新設の会社による株式発行に適切な場所となり、公正な競争売買を通じ、各種の企業資本が調達されたのであった。

カーブ・マーケットは、その機構や組織についても、売買仕法や受渡履行についても、なんらの規則も規約もなかった。売買取引が暗雨を問わず、喧騒と混乱のうちになされるのであったから、頑健な体軀と強壯な肺臓の所有者であるならば、誰れでもブローカーとなることができたのである。ブローカーや顧客を制約する余多の商慣習は守られていたが、売買取引の基礎は個人の信用におかれていた。長い年月のあいだ組織らしい組織はほとんどなかった。漸く、一九〇八年にいたって、New York Curb Agency が組織された。ところが、「ヒューズ委員会 (Hughes Commission) の報告は、カーブで行われた不正手段を厳しく批判し、強く改革を勧告したので、何かの手を打つ必要があると考えられるにいたった。^⑪その結果、一九一〇年、New York Curb Market Association と呼ばれる組織が結成された。一五名の委員からなる代表の会議がカーブの管理主体をなしていた。この時くらい、誤った慣習を除去し、高い水準を要求するために、不断の努力が続けられた。」^⑫

New York Curb Market Association は、一九一九年、その市場を街路から屋内に移すことを決議し、一九二一年、Trinity Place に新装なつた建物内に移転した。この移転には反対論もあつたが、深刻な不況をも推して実施された。かくて、かつての多彩な屋外市場の光景はなくなり、叫び合う群集や奇妙な手振による合図に轟くブローカーの姿は街路から消え失せたのである。

この屋内移転とともに定款を更新し、それと同時に The New York Curb Market と改称した。その後、一九二九年、さふに、The New York Curb Exchange と改名し、一九三四年の証券取引所法にもとづいて、登録を申請し、国法証券取引所 National Securities Exchange となり、さらに、一九五三年一月五日から、現在〇 The American Stock Exchange としたのによらぬ。

- ① The New York Curb Exchange: The New York Curb Exchange Silver Anniversary, 1946.
- ② 塩野谷九十九著「アメリカ経済の発展」一〇五頁。
- ③ 塩野谷九十九著「前掲書」一〇六頁。
- ④ Meeker, J. E.; The Work of the Stock Exchange, 1922. pp. 32~33.
- 八木正一郎訳「「リトエョータ株式取引所論」三三頁。
- ⑤ New York Curb Exchange, Committee on Public Relations; New York Curb Exchange. 1937. p. 6.
- ⑦ New York Curb Exchange, Committee on Public Relations; *ibid.*, p. 9.
- ⑧ New York Curb Exchange, Committee on Public Relations; *ibid.*, p. 11.
- ⑨ Gardner, A. G.; Transactions in Curb, 1920.
- ⑩ Van Antwerp, W. C.; The Stock Exchange from within. Appendix, pp. 432~434.
- ⑪ Dice, C. A. and Eiteman, W. J.; The Stock Market, 1952. p. 99.
- ⑫ 藤村忠「小林睦夫共訳、株式市場」一四二頁。

正規の株式取引所のほかに、追加的な、あるいは、補助的な株式取引所が形成されたのは、アメリカにおける上述の経験だけではない。パリにおいてもあらわれていることは、一般周知のことである。フランスにおける法定市場として存在するバルケ (Le Parquet) のほかに、証券売買取引市場としてクリス (Marche de la Couisse) と自由市場 (Marché Libre—Marché Hors-Côte) とが形成されている。アメリカにおいては、The New York Stock Exchange と The New York Curb Market とが併立して来たように、フランスにおいては、かように法定市場のほかに二つの場外市場が形成されているのであるが、これがフランス証券市場の組織における特長である。

場外市場であるクリスは私営の市場であつて、法定公営の市場であるバルケにおいて売買取引されていない証券についての取引が行われている。いわば、クリスはバルケの補完的役割をはたしているのである。それはアメリカにおけるカーブ・マーケットの役割と対称的である。

「フランス銀行がフランスにおける紙幣発行について独占権を保有しているとおなじように、一八九八年いらい、ブローカーの公的組織が名付けられている Compagnie des Agents de change を構成している七十名の会員は、他の人々にたいして公共的証券や相場に敏感な証券の売買取引についての合法的独占権を保有している。これは一七二〇年いらいの事態であつて、ただ、革命の期間中は会員は六十名となつた」^①

一般に、バルケ (Parquet) とらわれるのは、この Compagnie des Agents de change の通称である。

しかし、バルケは「証券にたいする仲介の独占的権限を、平穩に、あるいは完全に享受されなかった。投機活動がまだ発達していない時分から、その甘い汁を吸おうとする人々が戸口に陣取っている。取引所の建物のホールや柱廊（式玄関）のカゲや階段の広い踊場や街路の曲り角など、いたるところにいる取引所のアウトサイダーが、相互に、あるいは外部の公衆と、あるいは、公認のブローカーと、浮動する相当数の未上場の証券はもちろん、公認の市場に上場されている株式や債券を売買取引している。これらはバルケや当局によって、つねに反対され、起訴されているけれども、なお、公的市場の外部の取引は行われて「自由市場」を維持しようと固執した。一八九三年まで、公認されない市場を構成した五百の商社が取引所の全取引の四分の三を占める取引量をしめした。」^②この事態は、Agents de Change から敵視せられる因由となり、この取引市場にたいして、大きな圧迫をなすように政府を動かし、バルケの外部のブローカーを廃止する法律をつくるように請願したり、バルケ以外の場所で証券取引を行うことにたいし厳罰に処する法律の制定を要請したのである。（バルケ以外の外部の最初の「自由市場」をクリス（Collisiere）という。クリスという名の劇場の傍らで取引が行われる慣習であったからである。）一八九三年、課税政策で対処したが、さらに、人種的排他政策に訴えた。外部の多くのブローカーはユダヤ人とドイツ人であったため、それらの資金によって、ロシアとフランスの長期公債の価格を押し下げる陰謀をもち、同盟にたいする信頼を傷付けようとしているというのであった。この論理は反ユダヤ運動に大きな反響をよんだ。

このような一般化した批難の圧力のもとに、政府は、すべての証券取引について、株式ブローカーの記録をのこすことを要するという法律を通過せしめた。

かくて、当時のフランスの証券市場組織における課題は、第一に、公的独占の庇翼のもとに、外部市場の確立の可能性、およびその調和についてであり、第二に、国民議会で訴願することによって、権力的公的独占による非合法的競争からの擁護についてである。

この二つのフランス証券市場組織における特長は、他のいずれの国にたいしても見出すことのできないものであって、しかも、Compagnie des Agents de Change の独占は、フランス政府の厳格な、包括的支配管理のもとに運営されている独占である。そこにおける最重要な慣習は、すべて法律によって規定されている。たとえば、取引所の会員はフランス市民権をもつ者に限られ、大蔵大臣の承認をうる必要があることなどである。売買取引手数料も法律に規定され、会員の数も、顧客の氏名を表示することを禁止することも、外国政府の証券を上場することも、すべてみな政府の同意を要するのである。^③

パルケとクリスの重要な相違は、第一には、Agents de Change の連帯責任である。全会員は注文者にも、資金の提供者にも、負債に責任をもつのであって、特筆すべき特質である。第二には、事情の如何を問わず、自己の計算で証券を売買することは、公認のブローカーには許されないという厳格な規則が強制されていることである。公認ブローカーはたんに手数料ブローカーであり、取引代理人であって、決して売買取引の当事者になつてはならないのである。したがって、同一の価格で同額の同一証券の買注文と売注文をうけたときは、その事務所と二つの相反する注文をつけ合せたり、相殺することは許されないのである。このいわゆるバイカイの禁止は投資者保護のために必要であると、フランスでは理解されていたので、この禁止規制は、投機的ブローカーの一群を消滅させてしまったのである。

これはロンドンやニューヨークの証券取引におけるブローカーの役割とは非常に異っている。大資本を擁し、パルケから締めされ、しかも、手数料ブローカーとしてのみ活動することに満足しない、エネルギー豊富な、大胆なものは、当初から外部の自由市場であるクリスの主なる支持者となった。彼らはクリスで手数料を支払わないで、自己の計算で証券を合法的に売買することができ、早くから、パルケで取扱われている証券以外のものを売買双方から手数料をとって取扱うように経営していたのである。この傾向はしだいに拡大されて、その取引量は不斷に増加し、活発な競争が行われて、漸次、Agents de Change の手数料を支払うことを厭わしめ、パルケにおける手数料取引にたいして、一八九三年の驚異的な蚕食となった。しかし、このことがかえって、証券取引のための市場を拡大し、改良して、公衆のために多大の利益をもたらす結果を生ぜしめたのである。

長いあいだのフランスにおける囚われた考え方は、相場を形成する価格の完全性は、厳格な手数料ブローカーの機関によってのみ確保されなければならないというのであり、これは結局、パルケの独占を継続せしめようとするパルケの最大の要求の一つのあらわれであった。「しかし、この考え方は、一般の証券価格の指数としての相場の効果は、その真実性に依存すると同様に、その数字による取引量や取引額に依存しているということをまったく見逃している。ひろい、活動的な市場、同一証券を取引する多数の人々によってなされた市場は、価格の真実性の最良の保証なのである。というのは、連続する価格が相互に密接に関連する傾向をもつとともに、保護されているのであって、狭隘な市場におけるよりも、操縦による感受性の影響がきわめて少ないからである。」^①

「パルケの排他的なブローカー組織、会員席の少数、連帯の原則が金融的にも、また他の事情からも公的市場がクリスを除外するたからまっっているのである。」^②

「公的組織の性格は、また、Agent de Change を自ら計算でのみ取引する Banquier と異なるいま一つの形態の株式取引所関係者の種類を生ぜしめている。」^④「彼等は報償“remise”に用いられる言葉から“Remisiers”といわれる。これは彼等のなす取引についての Agent de Change の規定の手数料から割戻しや割引をうけるのである。一八九二年にはパルケ取引の九〇%が、この Remisiers によってなされたといわれる。」
「Coulisse Banquiers は久しく Remisiers として活動したのである。」^⑦

このような事態の生じたのは、公的独占のもたらした結果によるのであるが、「この他にそれとは劣らない重要なかくれた理由が存在する。」^⑧「公的な、主要な市場に上場されなかったカーブ証券はいたるところに存在し、いたるところにカーブ・マーケットのためにのこされているのであった。」^⑨
かように、パルケの独占性をめぐって、パルケとクリスとの確執は長い年月つづいたのであったが、クリスにたいする組織の公認がなされ、ついに、第二市場として確立をみたのである。

- ① Parker, W.: The Paris Bourse and French Finance. 1920. p. 25.
- ② Parker, W.: *ibid.*, pp. 25~26.
- ③ Parker, W.: *ibid.*, pp. 27~28.
- ④ Parker, W.: *ibid.*, pp. 30~31.
- ⑤⑥ Parker, W.: *ibid.*, p. 32.
- ⑦⑧ Parker, W.: *ibid.*, p. 33.

二の四

米仏における第二市場の発生についての概括的な回顧をなしたのであるが、株式取引所の運営において、第二市場の発生を誘発しなかった英独を省みることは、米仏における証券市場組織にたいして、対照的に、理解を深めることになるであろう。

周知のように、英独の株式取引所政策は米仏のそれとは趣きを異にしている。

「ロンドンの株式取引所では、その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るが、それは抽象的な規定の仕方であり、実際的には、大体どんな種類の銘柄でも、会員の欲するものを取引することができる状態である。」^①「また会員は如何なる銘柄についても、市場内で取引しようと、市場外で取引しようと自由である。」^②「ただ、取引所が毎日、毎週および毎月発行する公認相場表 Official List に相場が掲載されるためには、その個々の銘柄について、取引所当局の審査を経、その許可を受けねばならない。しかし現に公認相場表に掲載されている銘柄数が約一万に達する。もともと、この銘柄全部について、毎日売買があるわけではない。③」^④「売却のなかったものについても、その売呼値と買呼値、および最近の過去の出来値段を掲載している。」^⑤「ニューヨーク株式取引所における上場銘柄数と比較すると、ロンドン株式取引所におけるそれは、非常に多銘柄にわたっていることを知るのであるが、このことから理解されることは、その公認相場表に掲載するための審査は厳格でないことが推察される。」^{注1}

「ドイツでは、その伝統的の鉄則たる市場自由の原則が遵守せられ、取引所法に定められた欠格者、例えば公

民権を喪失した者とか、破産者とか、無能力者とか、取引所出入を禁止された者とかは、一定期間取引所に入ることができないが、そうでない限り、何人でも市場に行つて取引を行うことができる。その取引する銘柄についても、特別の制限はない。ただ、正規の上場手続を経ない銘柄については、取引所の諸施設を利用して取引を行うことはできない。即ち公認相場仲立人 *Kursmaker* (政府によって任命せられ、兼業は禁止され、自己の分担する銘柄については、そのうけた売買注文を執行するのに必要な場合でなければ、自己の計算又は名義で取引することができない。) の媒介によることができません、自由(私設)仲立人を利用するより外なく、その出来値段を取引所の公認相場として相場表に発表して貰うことができません、その取引を取引所の清算機関を通じて決済して貰うことができません、その取引について紛争が起つた場合に、取引所の仲裁機関を通じて仲裁して貰うことができないのである。正式上場に適する条件については、取引所法による告示及び取引所の規則に定められ、取引所の開設者たる商工会議所の上場審査委員会の厳重な審査を経て、上場が許されるのである。こういう事情のもとにおいては、第二市場の発生する余地は全然ない^{注2)}といわれている。

注1 最近のロンドン株式取引所における上場については、*Patsh, F. W.; Business Finance, Stock Exchange Introduction* (pp. 104~107) *Stock Exchange Placing* (pp. 107~109) の要領の如く論述がある。

注2 最近のドイツ株式取引所における上場の規定は、*Meyer, O. und Bremer, H.; Börsengesetz auf der Grundlage des Kommentars. 1957.* 高橋寿男、小田和美共訳、ドイツ取引所法に詳し。

①②③④ 藤田国之助稿「第二市場について」インベストメント第五卷第一二号。

二一の五

証券取引の発達過程からみると、すべての証券取引は、その公共的な価格の形成と流通の円滑をもとめて、戸外の街路においてははじめられた。この自然発生的な証券取引を秩序づけるために、取引機構と組織をつくり、証券取引所という具体的な、完全に近い流通市場設備を屋内に施設した。かような市場組織を基盤として、その市場において行われる売買取引に於いて規則が定められたのである。もちろん、この市場における売買取引に於ける規則の規定のためには、自然発生的に生じた証券売買取引らしいの慣習を基礎として秩序づけられなければならなかった。したがって、この証券売買取引についての規則のうちには、当然、各国各様の証券取引における異った慣習による特殊性がふくまれているのである。

上述のような、第二市場の発生をめぐる英米独仏の事情の観察によってもわかるように、各国における証券取引に於ける規則の特殊性にもとずいて生ずることが理解される。しかし、第二市場発生についての共通した基因を、それらの特殊性のうちにもとめると、組織的証券取引所市場において取引される客體、取引対象物件について規定する上場制度、とくに、上場基準のうちに見出すことができるようである。フランスのバルケにおいてみられるような独占性、すなわち、証券取引市場にたいする外国人資本にたいする排他性や証券取引機能における自己計算取引の禁止などのための独占性およびバルケ市場における売買取引物件にたいする厳しい制限による独占性などの原因によって、對抗的な、あるいは補完的な役割をもつ第二市場としてのクリスの発生、また、アメリカにおけるニューヨーク株式取引所の売買取引証券の厳格な選択によって生ずる欠陥を補うための、補完的

な証券取引市場としてのカーブ・マーケットの形成、これらに共通する第二市場発生の基因を探しとめると、前述のように、上場制度より生ずる問題として理解することができるのである。

元来、組織的証券取引所市場における上場規定は、その基準、方法、および手続の内容をもつものであるが、上場規定における最も重要な問題は、上場基準にかんするものであつて、しかも、上場基準は二つの相矛盾する基礎のうえにたつてゐる。

　　というのは、組織的証券取引所市場に証券を上場することによつて、証券にたいする公共的な価格を形成し、証券の流通を円滑にする効果をもつのであるから、「企業会社の自己資本調達にたいしての基本的要請となる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一般証券投資者の証券投資を保護する」という役割をもつこととなるが、この二つの証券上場における役割は、本質的にみると、相互に排反してゐるものであり、矛盾対立してゐると考えられる。ただ、この矛盾対立する役割を本質的にもつ上場は、上場そのものの自体のうちに、その矛盾対立を解決する条件を見出すことはできないのであつて、これを解決するためには、その上場がいかなる規定——手続と基準——によつてなされるかという上場規定のうちに、その解決の条件をもとめなければならぬのである。しかも、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基準と、如何なる方法によつて証券を上場せしめるかという上場についての手続とに分けて考えることができるが、上場証券の選択基準を規定するばあい、一般証券投資者の保護に重点をおくとすると、その選択基準はきわめて厳格に規定するのだからなければならない。これに反して、企業会社の資本調達に重点をおくとするならば、できるだけ多くの種類の証券を上場することが必要なのであるから、上場基準はできるだけ緩和しなければ

ならないという上場条件における矛盾対立として理解しなければならないのである。」^①

かくて、資本提供者としての証券投資者のためには、上場基準は厳格にする必要があり、資本調達者としての企業会社のためには、上場基準は緩和されたものでなければならぬのである。上場基準における緩厳が、それぞれの立場によって利不利を逆に生ぜしめるのである。

しかし、もし証券投資を保護することに重点をおいて、組織的証券取引所市場における上場基準を規定するとすれば、その上場基準はきわめて厳格なものとなるのであるから、上場基準の緩和をのぞむ企業会社における証券発行を手段とする資本調達には、その厳格な上場基準にしたがう組織的証券取引所市場以外の場において具体化されることにならざるをえないのである。しかも、新資本の調達を必要とする企業会社は、その収益力において期待せられる事業を営むものであるから、それらの企業会社の将来性を高く評価し、その発行株式を需要するものが増加し、したがって、新発行の株式をめぐる需給が組織的証券取引所市場の場外において締結されることになる。これは必ずしも、新発行の株式をめぐる需給にかんする問題にかぎるものではなく、既発行の株式を保有する証券投資者からの供給とそれらの株式をあらたに保有しようとする証券投資者による需要とが対立するばあいも考えられるのであり、要するに、組織的証券取引所市場における厳格な上場基準によって流通市場から脱落せしめられた証券は、その市場をもとめて、組織的証券取引所市場の場外に流通の場を築くことになるのである。いわゆる場外取引による場外市場の発生、店頭取引による店頭市場の創生がみられることになる。

また、組織的証券取引所市場の存在は資本調達者としての企業会社と資本提供者としての証券投資者とのあいだに介在して、両者の利益をともに計るところに、その宿命の意義をもっているのであるから、もし組織的証券

取引所市場において、たんに後者の利益のみを重点的に運営されるとするならば、前者の利益を計るという面における欠陥を補う他の取引所の市場の組織が自然発生的に生ずるのは当然のことである。第二市場の発生はかくて、組織的証券取引所市場における上場基準を基礎として考えられなければならないことになるのである。しかも、その上場基準の厳格化は、証券投資者の証券投資を保護するとともに、組織的証券取引所市場およびその関係業務者の独占性を強化する役割を演ずることとなるといえるのである。そして、このような独占性の高度化は証券の店頭取引や場外取引を誘発し、ひいては組織的証券取引所市場のほかに店頭市場や場外市場の形成に導くことになるのである。

① 拙稿「証券上場規定と第二市場」立命館経済学、第三卷第二号
拙稿「証券の上場について」立命館経済学、第九卷第一号

三

ところで、現実的にみると、この問題とあわせて考えなければならないのは、組織的証券取引所市場を一般としては概念的に無差別に考えてはならないということである。おなじく組織的証券取引所市場と称しても、中央的機能を営むものと、地方的機能の限界にとどまるものとの分化的傾向が組織的証券取引所の確立せられた国々における最近の注目すべき傾向として顕著にあらわれてきている。^①

しかし、証券の売買取引量が中央的証券取引所市場に集中する傾向があるという事実は、たんに、そのみの意味にとどまるものではなくて、証券取引量において相対的減少を来たす地方的証券取引所の機能に変化がみら

れるようになるのである。すなわち、証券取引の集中化によって、証券の流通の円滑化と証券にたいする公共的な価格を形成しようとするにおいて、中央的証券取引所市場への証券取引の集中化により、したがって、地方的証券取引所における証券取引の相対的減少により、地方的証券取引所における証券流通の円滑化を実現することが困難となるとともに、証券にたいする公共的な価格を形成することもまた至難のこととなる。その結果、中央的証券取引所市場における価格形成に大きく影響せられることとなり、いわゆる写真相場といわれる作用しか機能しないこととならざるをえないのである。

このような中央的、また地方的の証券取引所市場における機能の分化が事実となっている現在において、中央的証券取引所にたいしても、地方的証券取引所にたいしても、おなじく証券取引所一般として、証券取引所政策が一元的に考えられることは、事態の変化を見逃すものであり、その妥当な対策を樹立しえないこととなる。

そこで、かような、証券取引所市場の分化という事実にもとづいて、証券取引所政策を中央的と地方的との二元的な方向を採る必要があるが、この二元的証券取引所政策の実施にともなう一環として、前述の上場基準の厳格化にしたがって生ずる場外取引または店頭取引にたいする対策とからみ合わせて考察工夫することが考えられる。

もともと、組織的証券取引所の機能は、前述のように二つの側面をもっている。一つは、既発行の証券にたいする側面であって、すでに一定水準の流通に適した資格を具備しているもので、一般の証券投資に適切であると考えられる証券の流通をさらに円滑にし、その公共的な価格を形成せしめる秩序を確立することを目的とする側面である。他の側面は、既発行の証券であってもいまだ流通性が具備されておらず、価格もまた公共的に形成さ

れていない証券とか、あるいはいまだ発行されていない権利的実体の証券とかにたいして、その流通性を附与し、価格の形成に公共性を期するという秩序をつくることを目的とする側面であつて、これは効果のうえからみれば、資本調達者としての企業会社のための証券発行にたいする基礎条件となる証券の流通性をあたえる効果をもつと理解されるのである。

上場基準を厳格にして証券投資者の証券投資を保護するという組織的証券取引所の運営方策は、本質的にいうならば、第一の側面にもつばら重点をおくものであり、第二の側面を忽せにする意義をもっている。したがつて、組織的証券取引所の機能を十全に發揮するためには、このばあいには、第二の側面を補完するなんらかの方法によつてなされなければならない。

ところが、組織的証券取引所市場が機能するのは第二の側面として考えられる。企業会社の資本調達のための証券にたいする流通性の附与は、企業会社の存在する特定地域においてははじめられるのが原則的である。このことは、組織的証券取引所市場が確立されるまでの証券取引発達過程を回顧することによつて、直ちに理解されることである。局所取引から集団取引へ、さらに集中的取引所取引へと発達してきた証券取引の拡大過程を回顧するならば、いまだ、流通性が十分でない証券の取引を円滑化するためには、全国的流通への一つの階梯として、まず、特定地域における流通が実現されなければならないことは理解するのに苦しまれないであらう。

そこで、もし中央的証券取引所における上場基準の厳格化によつて証券投資者の証券投資に保護をあたえることを期し、他の一側面としての企業会社の資本調達への前提条件となる証券の流通性を附与しようとおもうならば、特定地域に流通することを端緒的段階とする特長を把えて、地方的証券取引所市場における機能の重点をこ

の面におくように工夫考案することが妥当であると考えられるのである。地方的証券取引所の存在理由は、その発行証券の流通が円滑でない企業会社の存在する地方の証券取引所が、それらの証券を流通せしめるよう機能するところにあると主張されるのは、^④このような見解にもとづくものである。

ただ、このように、中央的証券取引所市場における上場基準によって脱落した種類の証券を地方的証券取引所市場に上場するばあい、地方的証券取引所市場における上場基準は、きわめて緩和された基準でなければならぬのであって、^⑤もし地方的証券取引所市場における上場基準が中央的証券取引所市場における上場基準につぐ厳格さをもつ上場基準にもとづくものであるならば、また、その上場基準から脱落した種類の証券のための取引をなす店頭取引や場外取引があらわれ、他に、いま一つの市場がもとめられることになるからである。

上述もしたように、上場基準の厳格化が第二市場の発生を導くのであるから、かように、中央的証券取引所市場を証券投資者の証券投資保護のための機能を果たすものとし、地方的証券取引所市場を企業会社の資本調達の前提となる証券の流通を円滑にするための機能を果たすものとする二元的の証券取引所政策を採用するならば、地方的証券取引所市場における上場基準は緩和しうるだけ緩和することが効果的である。さらに、上場基準のみにかぎらず、上場の手続、上場の方法においても、中央的証券取引所市場におけるよりも緩和せられたものであることを必要とし、ここにもまた、二元的な政策を実施することがのぞまれるのであり、このばあい、ロンドン株式取引所における上場制度は大きな示唆をあたえるものといえるであろう。(三五、八、二八)

① 拙稿「証券の上場について」立命館経済学、第九卷、第一号

Walter, J. E.: The Role of Regional Security Exchanges. 1957.

- ② 福田敬太郎博士稿「地方証券取引所の存在理由」国民経済雑誌、第九七卷第二号
- ③ Martin Mayer; Wall Street, The inside story of American Finance, 1959, p. 97, "The American Stock Exchange has much easier listing requirements than the bigger Exchange."