

## 地方証券取引所の諸問題

住ノ江 佐一郎

- 一 地方証券取引所の概念について
- 二 わが国における地方証券取引所の諸問題
- 三 問題解決の基本的方向
- 四 若干の具体的対策

### 一

地方証券取引所 (Local Stock Exchange, Provincial Stock Exchange, Regional Stock Exchange) とは、概念は、中央証券取引所 (Central Stock Exchange) と同じ概念を対応概念とする相対的な概念である。しかし、ときには、全国的規模における証券取引所という意味をもって、全国証券取引所という概念と対立させて用いられることがあるが、全国証券取引所という概念は、全国のすべての証券取引所 (National Stock Exchange) という意味にも解せられるのであるから、厳密に考えれば、避けた方が明確である。

本来、証券取引所に地方的なものと中央的なものとの本質的な相異は見出しうるものではない。いかなる証券取引所も、証券の有つ機能を、十分に、且つ、円滑に發揮せしめるために施設され、運営されなければならない

からである。しかるに、設置された各地方の証券取引所は、その環境的条件の変化するにしたがつて、いろいろの特殊性を形成してくる。しかも、これらの特殊性のうちには、若干の共通した特殊性が見出される。これらの特殊な性格の中に、地方的と考えられる性格がふくまれており、この地方的な性格を形成してくる証券取引所にたいして、対応的に、あるいは対立的に、中央的な性格の証券取引所がみられるにいたるのである。このような理解によつて、中央的な性格を形成する証券取引所を中央証券取引所と考え、地方的な特殊性をもつとおもわれる証券取引所を地方証券取引所として把らえるのである。対応的な、相対的概念というのは、かような意味においてである。

常識的には、政治的、経済的、あるいは、地理的に、その国の中心とみられる地域に存在する証券取引所を中央証券取引所として理解されがちであるが、たんに、それだけの意味にとどまるのであるならば、「首府証券取引所」、あるいは「首都証券取引所」と称せられるものであらう。

地方証券取引所を法的に取扱つた事例は、アメリカにあるが、それも、中央的な機能を営むか否かを規準にして定められたのではなくて、証券取引所として登録するか否かによつて、規模、活動範囲、その他を基礎にして測定し考えられたものである。したがつて、登録を必要とする「国法取引所」にたいして「登録を免除されている証券取引所」を対応させて、中央証券取引所と地方証券取引所とするのであるが、これは妥当ではない。これは「国法証券取引所」と「非国法証券取引所」と考えられるべきである。国法にもとづき登録した証券取引所を中央的なものとし、そうでない証券取引所を地方的なものとすることは、証券取引の中央的機能という中央証券取引所の本質を無視した種別化であつて、あまりにも便宜的すぎるといわなければならない。この点についての

ワルターの見解は正当であるとおもわれる。<sup>①</sup>

ワルターは、一九三四年の「有価証券取引所法」にもとづいて、連邦的統制のための登録制度にしたがい、登録された証券取引所を「全国取引所」(National Exchange)とし、登録を免除された取引所を「地方取引所」(Local Exchange)とする法的種別化を避けて、いうところの「全国取引所」の中において、全国の証券取引所にたいして中心的な活動をなしているものと、そうでなく、たんに、地方的な活動をなしているにすぎないものとを区別し、これらの地方的な活動にとどまる「全国取引所」(National Stock Exchange)と非登録の「地方取引所」(Local Stock Exchange)とをふくめて、「地域取引所」(Regional Securities Exchanges)とするのである。そして、この「地域証券取引所」の帰趨について研討する。

わが国のばあい、常識的にみると、いうまでもなく、首都に存在する東京証券取引所を中央証券取引所と考えられるであろうが、経済的中心をなしている大阪に存在する大阪証券取引所を中央証券取引所としてみるとめようとするのが考えられる。よくいわれるように、円の中心と考えるか、二つの中心をもつものとして、楕円を想定するか、という問題が提起されることになるのであるが、中央証券取引所か、地方証券取引所かの判定は、その証券取引所の存在する地域を条件として考えられるのではなくて、証券取引所そのものの活動状況を条件とされねばならないのであるから、ここにいう円か、楕円かの問題を解くためには、証券取引所の中央的な活動ないしは機能とは、いかなる内容として理解されるかを研討されなければならないのである。

全国的な取引活動をなし、中央的に機能して、その他の各証券取引所にたいして、中心的な役割を演ずる証券取引所の地位を測るのは、<sup>①</sup> その証券取引所に証券売買取引が集中する傾向をしめし、したがって、売買取引

量が多く、証券の売買取引のための機会がきわめて豊富であること、かくて、② その証券取引所において形成される価格は高度の公共性を有ち、他の各証券取引所における価格形成の標準となる地位を占めていること、③ このため、証券業者の有力なものが、その証券取引所の会員となって活動すること、また、④ 証券の売買取引量が、その総計において多いというばかりではなく、その売買取引の客体となっている証券の銘柄が、中央的役割を果たす全国的な銘柄のものが多いということ、などが、その要因として数えられる。これらの四つの要因によって、証券取引所が、中央的であるか、地方的であるかの判別の基礎となすことができる。

ワルターはつぎのように、地域証券取引所の機能について測定の基準を設定しているが、これらの基準は、たんに、地域証券取引所の機能を測定するのみならず、基本的には、その証券取引所が中央的機能を営むか、地方的機能を果たすにとどまるかについての判定の規準ともなりうるものである。

ワルターの考える証券取引所の機能についての絶対的基準 (Absolute Criteria) というのは、(A) 上場証券の流動性 (Liquidity)——売買可能性 (Salability)——市場性 (Marketability) に影響をあたえる諸要因、および (B) 市場の危険 (Market Risk) を判定する諸要因であって、前者は、また、四つの主なる要因に細分され、(1) 個別的な銘柄についての取引持続性 (Trading Continuity) (2) 日々の個別的な取引高の総取引量にたいする比率 (3) 吸収可能度 (Absorption Potential)——売買取引の機会についての可能性の程度で、現実に売買取引が行われていなくても、その売呼値と買呼値との値開きの幅で、その売買取引の実現する可能性を察知することができる (4) 逆境期における行動——売呼値と買呼値との値開きが狭いときは売買取引機会の可能性が濃いのであり、逆に値開きの広いときは、その機会の可能性が薄いことをあらわしているのであるが、地方的な銘柄は

ど、その値開きはひろく、また、一般に不況期に際して、低落する速度がはやいのかかわらず、回復期には、その株価の上昇は遅れ勝ちであることが実証されているのであるから、証券取引所における各銘柄の逆境期における様相が、一つの上場証券についての流動性の要因と考えられる。後者の市場危険についての諸要因も、四つの要因に細分され、(1) 売買取引数量の少ないこと——市場の狭隘性、(2) 新規上場が少ないこと、(3) 投機取引が過当であること、(4) 売買取引の方法が妥当でないこと、などがあげられている。

かように、証券取引所が果している機能が、中央的であるか、地方的であるかについての判定要因は、種々あげることができるのであるが、わが国の最近における諸条件のもとに、その要因を考えると、基本的には、当該証券取引所の活動が、他の証券取引所の活動にたいして、追隨的な様相をしめし、被支配的な地位をあらわしているか否かを調らべられるべきであるが、そのためには、(1) 売買取引量の多寡が、まず、問題にされなければならぬ。それについて、(2) その証券取引所における需給関係の出合が少なく、いわゆる市場の狭隘なため、価格の形成に公共性を欠き、他の証券取引所における価格の形成に大きく影響されているが、あるいは、十分な需給を集中して、その証券取引所独自の価格を形成しているかについて、検討される必要がある、(3) その売買取引の客体として上場されている銘柄が、その証券取引所の活動範囲とおもわれる固有の地域の銘柄であるか否かを調べることが肝要であり、さらにまた、(4) その証券取引所を組織している会員が本店会員、あるいは支店会員の数における比重をも考えられるべきである。

- かくて、これらをまとめると、証券取引所の地位および活動の性格を判定するための要因は、(1) 売買取引量  
(2) 価格形成 (3) 会員の構成 (4) 上場銘柄の四つの要因に要約することができるとおもわれる。したがって、

(3) のような証券取引所の組織上の要因と、(1)(2)および(4)のような証券取引所の機能上の要因とに括ることができるといふ。

① Walter, J. E.: The Role of Regional Securities Exchange, 1957.

福田敬太郎博士稿「地方証券取引所の存在理由」神戸大学「国民経済雑誌」第九七卷第二号。

② 福田敬太郎博士稿、前掲論文、一〇ページ。

なお、各地証券取引所の立地条件については、東京証券取引所調査部編、「証券年鑑」一九六一年版三六六ページ以下に述べられている。

③ Walter, J. E.: Op. Cit. pp. 62-89.

## 1161

そこで、わが国における地方証券取引所にかんする諸問題について考え、それらを解決するための諸方策を樹立するについては、まず、全国の証券取引所における前述の要因についての調査資料を検討することからはじめられねばならない。

まず、各証券取引所における売買取引量についてであるが、近刊の証券年鑑<sup>①</sup>によると、その統計は第一表のようにしめされている。

この統計は、全国の証券取引所における、戦後再開らしいの売買取引量を全国比としてあらわした数字であるが、それによると、東京証券取引所における各年の売買取引量は、全国の証券取引所における売買取引量の合計に比べると、株式数においても、受渡代金額においても、その五〇%ないし六六%を占めており、証券取引にお

第一表 全国証券取引所における証券売買取引量の全国比

(一日平均)	東京		大阪		名古屋		京都		神戸	
	株数比	金額比	株数比	金額比	株数比	金額比	株数比	金額比	株数比	金額比
24	59.17	59.03	27.61	27.13	5.78	6.16	2.36	2.28	2.13	1.74
25	56.09	55.01	28.08	27.49	5.79	6.66	2.68	2.81	2.96	3.33
26	57.00	57.66	27.55	25.45	5.82	6.33	3.21	3.86	2.46	2.24
27	57.26	50.85	24.80	24.96	6.56	8.34	3.31	4.73	2.71	3.54
28	54.48	47.09	27.63	29.38	6.89	8.48	2.91	3.92	2.80	3.71
29	55.99	48.57	28.30	30.60	6.16	7.64	2.46	3.08	2.47	3.19
30	66.32	64.19	21.86	22.44	4.99	5.47	1.99	2.18	1.52	1.59
31	63.22	60.86	25.34	26.83	5.01	5.35	1.58	1.60	1.94	1.78
32	63.84	62.17	25.50	26.85	5.71	5.91	1.09	1.07	1.27	1.14
33	65.79	66.08	24.89	24.72	4.93	4.92	0.92	0.84	1.00	0.87
34	66.71	66.35	24.85	25.63	4.04	3.81	1.14	1.10	1.07	1.01
35	62.84	62.17	28.82	29.36	4.16	4.58	1.05	1.10	0.91	0.83

立命館経済学(第十卷・第二号)

広島		福岡		新潟		札幌		全国合計	
株数比	金額比	株数比	金額比	株数比	金額比	株数比	金額比	株数千株	金額千円
0.75	0.75	1.33	1.29	0.87	1.62	—	—	2,252	324,331
1.16	1.47	1.50	1.30	0.78	0.96	0.96	0.97	3,033	301,662
1.51	2.09	1.25	1.06	0.51	0.63	0.69	0.68	4,802	534,403
2.40	4.14	2.17	2.68	0.39	0.48	0.40	0.28	11,618	2,301,121
2.11	3.40	2.46	3.32	0.30	0.38	0.42	0.32	12,840	3,360,402
1.72	3.01	2.01	2.89	0.31	0.41	0.58	0.41	7,348	1,256,859
1.01	1.48	1.58	1.96	0.32	0.32	0.41	0.37	12,590	1,474,289
0.95	1.26	1.45	1.84	0.24	0.24	0.27	0.24	34,824	4,409,997
0.74	0.84	1.43	1.64	0.19	0.19	0.23	0.19	39,892	5,228,427
0.79	0.79	1.29	1.43	0.17	0.18	0.22	0.17	59,193	7,968,493
0.80	0.80	1.05	1.01	0.22	0.19	0.12	0.10	106,294	18,692,012
0.77	0.76	1.22	1.08	0.12	0.10	0.11	0.11	143,480	30,908,378

一一八(二七四)

ける支配的な数字となつてゐる。しかも、その推移をみると、漸次、その傾向を強めていく趨勢にあることが注目される。い、いわゆる集中傾向をしめしてゐるのである。

この東京証券取引所における売買取引量の比重増加の傾向にたいして、大阪証券取引所のそれは、二四年度における全国比二七%台からはじまり、二四%台と二八%台とのあいだを上下して、三〇年度には、二二%前後にまで減少し、昨三五年度において、二九%に回復してゐることは、東京の漸増傾向に比すると、相対的に、その地位が弱化してゐるかにみえる。円か楕円かの問題は、容易に決定し難いとしても、積極的な示唆はうけえられないようである。

ついで、名古屋証券取引所における売買取引量は株式数において、四・〇四(三四年)と六・八九(二八年)とのあいだを上下してあり、受渡決済代金において、三・八一(三四年)と八・四八(二八年)とのあいだを高低してゐるから、大まかにみて、平均六%前後の比重となつてゐることがしめされてあり、しかも、近年の傾向としては、漸減の傾向がうかがわれ、ことに、この兩三年の証券投資ブームといわれる股盛期に四%台に減少してゐることは注意を要することである。

さらに、名古屋証券取引所以下の各地証券取引所における売買取引量の比重は、すべて漸減の傾向をたどつており、一%前後の比重か、それ以下に低下してゐる。ことに、新潟と札幌は一%弱から、〇・一%前後まで激減してゐることは、相対的比重において、一〇分の一に減少してゐることを意味するものであり、新聞雑誌に冷笑されてゐることも肯かれる。<sup>⑤</sup>

要するに、証券取引所における売買取引量の比重における趨勢は、その全国比において、東京証券取引所にお



第二表

株 数 比	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
東京及び大阪の全国比 合計	88	84	85	82	82	84	88	83	89	91	92	92
その他の全国比合計	12	16	15	18	18	16	12	17	11	9	8	8

けるそれは漸増的集中傾向をしめし、大阪証券取引所においては一高一低をあらわし、名古屋以下の各地証券取引所は漸減の傾向にあることを理解することができるのである。

したがって、名古屋以下の各地証券取引所が、その証券売買取引量において、その絶対量における増加に安じて、この相対的地位の低下を凝視せず、その反省的な対策を積極的に構じなければ、証券取引所としての機能を漸次、失うものであると考えなければならぬのである。

さらに、この事実を明確にするために、東京および大阪の証券取引所における売買取引量とその他の証券取引所における売買取引量とを、それぞれ合計して比較すると、第二表のようになる。

これによると、東京および大阪証券取引所以外の証券取引所における売買取引量は、全体としてみれば、証券市場の拡大をいわれる二八年以降において、それとは逆に、漸減の傾向をたどりつつある。もっとも、戦後証券取引所再開の二四年くらいの僅か十数年の間の現象であるから、これをもって、直ちに、今後の趨勢を律することは危険であろうが、ともかく、証券ブームと謳われる三三年度くらいの時期において、全国比一〇%以下に低下していることは、一つの課題として提起することができる。

もっとも、このような趨勢をあらわす統計そのものについて、多少の吟味を要するようにもわれる。たとえば、名古屋以下の各地証券取引所における証券取引の需給が、その証券取引所において、十分な出合がなく、円滑な契約の締結が行われないばあいは、需給の出合の豊富な東京、または大阪の証券取引所に、その需給の出合をもとめて流れるということになるのであるが、各

第三表  
京都証券株式会社売買取引量④

昭24.7 ~24.9	1,660,560株
24.10~25.3	2,919,037
25.4 ~25.9	5,790,879
25.10~26.3	10,498,044
26.4 ~26.9	11,125,207
26.10~27.3	13,896,654
27.4 ~27.9	17,676,960
27.10~28.3	20,209,713
28.4 ~28.9	19,487,792
28.10~29.3	16,829,239
29.4 ~29.9	13,023,192
29.10~30.3	17,177,645
30.4 ~30.9	17,059,465
30.10~31.3	27,587,575
31.4 ~31.9	33,204,779
31.10~32.3	42,433,118
32.4 ~32.9	34,230,344
32.10~33.3	26,730,415
33.4 ~33.9	43,919,661
33.10~34.3	79,054,758
34.4 ~34.9	94,344,360
34.10~35.3	119,910,210
35.4 ~35.9	148,673,520
35.10~36.3	185,199,960

地証券取引所の会員である支店群が、その本店に出合をもとめることは、自然の行動であり、また、その証券取引所の本店会員である証券業者も、その取引先へ需給の出合をもとめることになる。このような各地証券取引所から需給の出合をもとめて、需給の出合の豊富な他の証券取引所に流れる量を統計的に補促することは、きわめて困難であるが、その一つの方法として、京都、または、神戸において、他の証券取引所（主として大阪証券取引所）への連絡機関として設置されている京都証券株式会社、または神戸証券株式会社において取扱われた証券売買取引量の統計によって、その一半を推測することができる。（第三表および第四表）

この数字によると、京都証券取引所における需給出合の困難によって、京都証券株式会社を通じて、大阪証券取引所に流れた証券売買取引量は、昨年度（三五年四月から三六年三月まで）においては三億三千万余株となっており、全国売買取引総量の一%前後に相当する。また、神戸証券株式会社の売買取引量は三五年度において、三億九千万株であるから、これも一・一%強の全国比になっている。

これらの売買取引量は、京都証券株式会社、もしくは神戸証券株式会社を通じて、大阪証券取引所にたいしては、その会員として、京都証券取引所、もしくは神戸証券取引所にたいしては、京都もしくは神戸の証券取引所

第四表 神戸証券株式会社  
社売買取引量⑤

24	9,219,100株
25	11,727,945 "
26	15,464,400 "
27	38,557,893 "
28	56,123,638 "
29	34,540,289 "
30	44,447,047 "
31	70,898,631 "
32	126,341,627 "
33	120,081,797 "
34	271,478,384 "
35	390,578,370 "

この売買取引量は京都、もしくは神戸の証券取引所における売買取引量としてのみ考えられるべきものである。

この一つの事例をみてもわかるように、東京、または大阪証券取引所における売買取引量は、その中に、各地の証券売買取引量における売買取引量と二重の数量と考えられるものが含まれているのである。ただ、その売買取引の数量が、きわめて補促し難いものであるとともに、補促しうる統計は、東京および大阪の両証券取引所における売買取引量を本質的に変化せしめるほどの比重をもつ数量ではないとおもわれるから、必ずしも、その趨勢的観測には訂正を必要としないであろう。

なお、この二重売買取引量統計についての、いま一つの視角は回転率において推測することができる。<sup>⑥</sup>

① 東京証券取引所調査部編「証券年鑑」一九六一年版、五六八ページ。

② 東洋経済新報 三六・四・一五号 六五ページ。

③ たとえば、京都証券株式会社は、戦後、証券集団取引を円滑にするため、大阪集団市場との連絡機関として機能したが、証券取引所再開後は、準機関として大阪証券取引所市場との連絡を行った。その後、その性格を明確にするため、京都証券取引所定款を変更した上、特別会員として所属することとなった。「特別会員は証券業を主たる営業とし、本所の市場にお

ける正会員を相手方とする売買取引と対当して、他の証券取引所の開設する有価証券市場において、その会員を相手方として行なう売買取引を重要な業務とする証券業者でなければならぬ。」

④ および⑤ それぞれの当該会社よりの調査報告による。

⑥ 東京証券取引所調査部編「証券年鑑」一九六一年版、三五七ページ。

株式分布と売買高とを比較して、その回転率を算出すると、二五年から三五年までの平均で、つぎのようになっている。

東京	大阪	名古屋	京都	神戸	広島	福岡	新潟	札幌
1.55倍	1.76倍	0.84倍	0.65倍	0.20倍	0.84倍	0.65倍	0.19倍	0.13倍

### 11の三

売買取引量について、証券取引所の活動にかんして考えなければならぬ要因は、価格形成についての要因である。しかし、この要因については、ほとんど研討を要しないほど、東京および大阪の証券取引所における価格形成が、その他の証券取引所における価格形成に支配的な影響をあたえていることは、一般周知のとおりである。いわゆる写真相場と称せられる様相を呈している。きわめて地方的な銘柄についての価格形成にたいしても、特殊な場合を除く外、主要銘柄についての東京または大阪の証券取引所における価格形成に影響されるところが大きいのである。

ただ、このような被支配的な価格形成は、独自の需給関係からなされた価格でないということによって、その証券取引所の機能についての地位を定めることができるのであるが、視角をかえて、証券投資者の立場からいうならば、全国的銘柄が一つの統一された価格を形成することは、かえって、証券投資にたいする安心感をあたえ

第五表 全国証券取引所会員数の変遷

	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
東京	129	120	115	111	112	111	103	102	100	100	99	99
大阪	83	76	70	71	71	67	66	65	64	64	64	63
名古屋	52	41	40	39	38	38	36	36	36	36	36	36
京都	44	41	36	32	31	28	25	22	21	21	20	20
神戸	37	37	34	31	32	30	27	27	27	27	27	27
広島	31	27	26	26	28	24	21	18	17	15	15	15
福岡	31	28	24	21	23	23	21	20	20	20	20	21
新潟	29	24	21	20	20	18	18	18	16	16	16	16
札幌		16	15	14	11	11	10	10	10	10	14	14
計	436	410	381	365	366	350	327	318	311	309	311	311

立命館経済学(第十卷・第二号)

一三四 (二八〇)

るといふ点において、好ましいことでもあると考えられるので、この価格形成過程という点については、その証券取引所の地位にかんする問題として提起することができるとしても、その点における有利性もあることをあわせて理解される必要がある。

二〇二

価格形成を要因とする証券取引所の地位についての検討について、構造上の視角から考慮されねばならない要因について考えてみよう。証券取引所を組織している会員の数の推移は第五表のようである。<sup>①</sup>

戦後証券取引所が再開された当時(二四年末現在)の会員数は、全国において四三六を数えたが、(しかも、札幌が再開せられていなかったのであるが)、昨三五年末現在では、その一六%を減じており、ここにも、証券ブームといわれ、証券市場の拡大と繁栄が謳歌されているにもかかわらず、その背後には、証券業者の盛衰が、一つのエレジーとしてきかれる。ことに、この減少傾向は各地の証券取引所の会員数において、一層、明かに理解される。

さらに、これらの証券取引所の会員の性格について調べると、第六表

第六表 各地証券取引所正会員の内訳（昭和35年7月末現在）

	東 京	大 阪	名古屋	京 都	神 戸	福 岡	広 島	新 潟	札 幌
本店会員	91	46	17	9	16	6	7	6	3
支店会員	8	17	19	11	11	14	8	10	10
その比率	7.9%	27%	50%	55%	41%	70%	53%	63%	77%

のような統計が出てくる。証券取引所を組織する本店会員と支店会員との比重と、その推移における変化である。本店会員もちろん、他地方の証券取引所の会員との取引が大いになされていることは想定されるけれども、支店会員の、その本店にたいする関係とに比べると、密接さにおいて非常に相違することを容易に理解せられるのであるから、証券取引所の機能の上からいうならば、本店会員の、その所属する証券取引所にたいする地位は、支店会員のその地位に比して、重いものであると考えられるのである。

各地証券取引所を組織する会員を、本店会員および支店会員の区別によって、その内訳の統計を調べると第六表のとおりである<sup>②</sup>。

この統計において、東京および大阪の証券取引所を除く、その他、各地証券取引所の会員の組織構成において、本店会員と支店会員との比重が五〇%を超えているという事実は大いに注目するに値することである。いま、これをさらに、その推移においてみると、この重要性は見逃すことのできないものようである。

個別的に各地証券取引所における支店会員の比重および、その推移をみると第七表のようである。

この統計によると、各地証券取引所は、共通して、その会員における支店会員の比重は、各年増加の一途をたどり、大体において、その半数強が支店会員となっている。この傾向は、各地証券取引所における本店会員の地位の相対的な脱落を意味するものであり、証券

第七表 各地証券取引所の支店会員数およびその会員総数にたいする比率と推移（年末現在）

	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
名古屋	6(12)	6(15)	7(17)	7(17)	8(20)	7(18)	8(22)	9(21)	9(21)	17(47)	19(53)	19(53)
京都	8(18)	7(17)	6(17)	6(19)	7(22)	7(25)	8(32)	8(36)	8(38)	10(48)	10(50)	11(55)
神戸	6(16)	6(16)	6(18)	6(19)	7(22)	7(23)	7(26)	8(30)	9(33)	9(33)	11(41)	11(41)
福岡	7(23)	7(26)	6(25)	6(29)	6(25)	7(30)	7(32)	7(35)	9(45)	10(50)	13(65)	14(67)
広島	5(16)	5(19)	5(19)	5(19)	6(21)	6(25)	6(29)	7(39)	7(39)	7(47)	8(53)	8(53)
新潟	4(14)	4(16)	4(19)	4(20)	4(20)	5(30)	5(30)	5(30)	5(31)	7(44)	8(50)	9(56)
札幌	—	5(30)	5(33)	5(36)	5(45)	5(45)	5(50)	5(50)	6(60)	6(60)	10(71)	10(71)

（この統計は各地証券取引所にアンケートして得たものである）

取引所構成のうえに、したがってまた、証券取引所そのものの性格のうえに変化をあたえる傾向をもっているといえるのである。

- ① この統計は、東京および大阪については  
名古屋以下の証券取引所については、四月中旬に行つたアンケートに依つたものである。
- ② この統計も、各証券取引所にアンケートした報告によつたものである。

## 一〇四

かような証券取引所の組織構成上の問題について、証券取引所の地位について考えられなければならない要因は、前述のように、第四の要因として、各証券取引所における上場銘柄をあげなければならぬ。

元来、上場ということの本質的役割のうちには、各地方の産業資本の調達に便宜をあたえるという目的がふくまれているのであるが、その企業の成長発展するにたがって、その発行する証券の量が増加するとともに、その証券の分布状況も、その領域を拡大し、ついには、全国的にひろく分布されるにいたるのである。このばあい、全国都道府県の各地に広汎に分布された証券と、上場本来の端初的役割としての地方的分布にとどまる証券とが併存していることになるのであるが、前者は、全国の各証券取引所に上場されているものであり、後者は単一の証券取引所か、一部分の証券取引所のみを上場されるものであるから、一般には、前者を全国銘柄、後者を地方銘柄と称されている。そして、地方銘柄のうち、単一の証券取引所のみを上場されている銘柄を純地方銘柄とし、二証券取引所以上において上場されている地方銘柄を準地方銘柄と呼ぶ。そして、重複上場の許されている準地方銘柄、および全国銘柄を重複銘柄という。

昭和三五年九月末現在で、全国各地の証券取引所に上場されている会社は、七八七社であるが、そのうち、全国のいずれかの取引所一カ所のみを上場されている会社は、東京一六九、大阪、四四、名古屋、三八、京都、六、神戸、六、広島、八、福岡、八、新潟、一四、札幌、一〇となっており、合計三〇三社である。同一銘柄が二つ以上の証券取引所に上場されている会社は、全国共通が九〇、八証券取引所共通が一七、七カ所共通が三七、六カ所共通が二五、五カ所共通が三七、四カ所共通が五三、三カ所共通が九四、二カ所共通が一三一となっており、重複している上場会社数は、合計、四八四社である。①重複上場会社が純地方上場会社より多いわけである。このうち、京阪神地方に共通の上場会社が三六社におよび、準地方上場会社の最多をしめしていることは注意するに値する。



このような上場銘柄の性格別による統計は、つぎの第八表のようである。

第八表 各地証券取引所における地方銘柄数と比率およびその推移

	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
名古屋	55(20)	56(24)	53(21)	66(25)	81(28)	72(25)	68(23)	70(20)	71(22)	68(21)	79(24)	83(22)
京都	30(12)	26(12)	22(10)	27(13)	30(13)	24(10)	24(10)	28(10)	30(13)	25(10)	22(9)	27(11)
神戸	32(25)	33(18)	28(15)	43(23)	45(23)	45(22)	47(22)	45(20)	46(20)	46(20)	46(20)	41(18)
福岡	18(11)	18(12)	15(10)	23(14)	23(13)	21(12)	17(9)	24(11)	18(9)	18(9)	19(8)	17(7)
広島	11(10)	17(18)	16(10)	17(10)	17(10)	17(11)	17(9)	16(9)	15(8)	15(8)	13(7)	18(8)
新潟	10(9)	10(7)	12(7)	12(7)	12(7)	13(8)	14(8)	15(9)	15(9)	15(8)	15(7)	15(8)
札幌	—	11(11)	13(11)	13(8)	13(8)	14(8)	14(8)	14(8)	13(7)	13(7)	13(7)	13(7)

（この統計は各証券取引所にたいするアンケートに依つたものである。）

しかし、この統計は、その調査において、各地証券取引所当局において、地方銘柄と考えられているものを適当に計上したものであるから、準地方銘柄か、純地方銘柄かを見究めることは困難であるが、昭和三五年末現在における純地方銘柄として調査されたものによると、①名古屋証券取引所においては二三であり、京都においては四、神戸では一、広島、六、福岡、五、新潟、七、札幌、七である。これで見ると、名古屋証券取引所が群を抜いて多く、新潟、札幌、広島、福岡、京都、神戸の順になっており、ともに、一〇銘柄以下という寡小な銘柄数であることに注意を要する。

さらに、各地証券取引所における全国銘柄および地方銘柄についての売買取引量とその比および、その推移は第九表のように回答されている。

第九表 各地証券取引所における地方銘柄売買株数の全国銘柄売買株数にたいする比およびその推移

	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
名古屋	45	22	33	32	33	30	33	38	56	43	39	59
京都	20	15	15	10	13	13	14	11	15	10	8	13
神戸												
福岡	33	25	30	11	10	15	15	13	9	9	6	7
広島	12		7	10	8	6	16	12	9	12	13	13
新潟	15	16	19	21	23	25	21	30	26	24	9	11
札幌	—	20	7	24	25	25	17	16	15	20	21	8

(この統計は各地証券取引所にアンケートした回答によつたもので、神戸証券取引所は地方銘柄の売買取引量の株数、金額とも回答がなかつた)

この統計によると、名古屋証券取引所以外の各地証券取引所においては、その地方銘柄の売買取引量の全売買取引量にたいする比重は三〇%以下であることが理解される。いいかえれば、いわゆる全国銘柄の売買取引量が支配的に多量であることをしめしているものであり、しかも、その推移をみると、大体の趨勢として、比重が軽くなっていることが注目されるのである。

- ① 東京証券取引所調査部編「証券年鑑」一九六一年版、三五八ページ。
- ② 証券コード協議会編、一九六〇年版、銘柄コード一覧表。

## 二の五

各地証券取引所における上場銘柄のうち、地方銘柄の数および、その推移、その全国銘柄の数にたいする比重

第十表 各地証券取引所経費と上場費用徴収額および補充金費（売買手数料）徴収額（千円）

	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
名古屋	経費 13,439	27,683	33,365	64,464	125,594	82,609	83,072	116,841	144,579	140,782	219,740	239,950
上場費用	6,003	4,199	2,355	8,136	14,186	18,146	15,220	20,224	32,193	33,612	23,393	52,808
補充金費	4,446	10,919	19,599	34,241	44,473	32,180	32,831	48,062	42,686	40,422	77,985	69,406
京都	経費 6,116	16,882	17,214	33,099	56,387	35,239	32,737	41,955	51,268	45,437	78,969	91,872
上場費用	2,960	3,072	1,632	5,321	8,206	12,207	9,540	13,378	23,862	19,503	16,309	23,371
補充金費	2,888	13,509	15,121	27,078	47,199	20,850	18,012	24,992	21,516	14,865	42,291	53,858
神戸	経費 7,745	18,295	22,003	37,079	62,940	46,869	42,206	48,015	55,010	38,853	71,863	84,491
上場費用	3,272	3,708	2,383	5,759	7,378	12,100	12,449	18,729	27,304	20,297	15,626	28,861
補充金費	2,287	7,367	11,857	23,698	25,957	18,796	11,907	14,242	11,781	8,844	22,259	23,205
福岡	経費 4,422	9,040	13,675	18,219	40,370	36,480	31,366	46,539	68,687	51,194	72,220	90,610
上場費用	1,748	1,500	1,386	4,545	9,135	12,699	9,558	13,855	24,624	20,276	16,834	31,667
補充金費	1,527	6,316	7,266	12,644	15,282	8,193	8,077	14,747	14,241	13,766	18,218	31,528
広島	経費 3,304	7,408	8,333	14,109	16,976	17,448	18,928	20,417	21,899	21,692	24,699	29,583
上場費用	368	475	280	2,013	3,499	4,874	7,167	11,427	14,599	16,526	12,659	22,859
補充金費	852	3,941	6,178	9,294	10,028	7,259	7,077	7,123	10,276	3,648	7,324	9,344
新潟	経費 1,700	4,951	4,721	6,740	9,727	8,698	9,288	13,095	15,715	11,888	23,129	28,391
上場費用	261	661	320	2,430	2,807	3,172	2,863	3,271	4,861	6,128	6,165	8,277
補充金費	832	2,564	2,767	3,928	4,221	1,771	3,197	4,634	5,525	3,013	8,314	5,029

この統計は各地証券取引所にアンケートしてえたものであるが、札幌は回答がなかった

第十一表 有価証券上場費用の総経費に対する割合

事業年度		取引所別									
		東 京	大 阪	名古屋	京 都	神 戸	福 岡	広 島	新 潟	札 幌	
24	9	20.77%	32.03%	44.67%	48.40%	42.24%	39.54%	11.15%	15.33%	—%	
25	3	8.58	9.63	25.29	24.78	30.71	16.25	11.45	16.12	—	
	9	3.82	4.91	6.32	12.73	11.44	16.84	1.15	10.83	20.69	
26	3	2.73	5.54	9.30	8.14	9.22	9.82	4.74	7.34	11.82	
	9	2.46	3.91	5.22	10.90	12.61	10.46	1.91	6.07	15.00	
27	3	14.09	16.78	13.09	28.21	22.78	24.67	14.30	32.32	25.33	
	9	10.23	15.11	13.71	10.16	11.24	23.18	13.83	38.82	16.27	
28	3	9.33	11.01	12.04	13.03	13.88	26.81	10.61	26.96	16.71	
	9	9.42	14.51	10.75	15.86	10.05	17.88	16.17	30.80	15.88	
29	3	15.60	14.83	21.85	33.10	23.26	33.33	18.89	37.60	18.59	
	9	14.97	18.31	22.04	36.49	28.66	36.32	21.36	36.10	22.35	
30	3	12.35	16.12	19.73	29.09	22.30	29.01	37.99	31.88	18.59	
	9	9.68	15.98	17.00	29.20	34.22	31.99	20.56	29.75	22.35	
31	3	4.75	10.24	18.41	30.00	32.81	19.93	24.48	20.68	15.57	
	9	9.07	15.66	18.14	34.66	44.38	36.47	63.63	26.32	18.03	
32	3	10.75	12.92	31.70	39.64	51.04	40.02	32.54	33.64	11.93	
	9	9.40	14.01	15.78	56.79	46.47	30.88	48.14	27.24	21.38	
33	3	14.75	15.62	21.02	45.82	44.51	39.02	63.91	54.02	32.07	
	9	11.95	20.50	26.72	40.12	54.11	41.57	63.72	49.29	36.20	
34	3	5.88	10.57	10.69	34.92	30.07	21.34	46.70	24.73	31.97	
	9	5.57	10.32	10.61	12.71	18.00	25.51	44.55	28.14	24.65	
35	3	8.86	12.57	29.24	24.57	40.53	36.37	41.99	26.12	31.57	

注(1) 有価証券上場費用は、有価証券上場手数料および年賦課金を合計したもの。  
 (2) 資料は各取引所の業務報告書による。

および、その推移、さらに、地方銘柄の売買取引量、その全国銘柄の売買取引量にたいする比重、およびその各の推移は、このような統計によって理解せられるところであるが、この要因について検討されなければならない要因は、各地証券取引所の経費を賄っている収入源の変化である。その統計は第十表のようである。

この統計によると、各地証券取引所における市場の維持管理の費用負担において、売買取引量に対応する売買手数料（補充会員）に依存する比重が相対的に漸次低下し、これにたいして、上場費用、すなわち、上場手数料や上場年賦課金の徴収に依存する比重が漸次重くなってきている傾向を見逃すわけにはいかない。ここにも一つの課題が見出されるのである。

この傾向を端的にしめす統計は、上場費用の経費にたいする比重を一表にした第十一表の統計においてみられる。<sup>①</sup>

① 拙稿、「証券の上場について」立命館経済学、第九卷、第一号。

### 三

すべての証券取引所はいうまでもなく証券の流通を円滑にして、公共的な価格を形成することを使命としているのであるが、諸種の原因により、その証券取引所に集中化傾向があらわれ、支配と被支配の性格がつくられてくることは、前述するところで察知できるのである。かくて、中央的な証券取引所と地方的な証券取引所との種別化が生ずるのである。

このような種別化の傾向があらわれるばあいでも、証券取引所にたいする政策が、今日までのように一本化をもって満足すべきであろうか、という問題が提起されてくるのであるが、もし従来の政策を持続することをもつ

て十分とするならば、各証券取引所間にあらわれている集中化傾向による種別化をそのままに見逃すということになり、ひいては、証券取引所の中には、証券取引所としての機能を果しえないような事態が生ずることとなるであろう。したがって、このような集中化傾向が強化せられない時期において、なんらかの対策が構ぜられるように考慮すべきであるとおもわれる。

そこで、この対策について考える必要があるが、そのばあい、まず、証券取引所政策としての基本原則について、反省的に研討されることが基礎的に、欠くべからざることであるとおもふ。

証券にかんするすべての問題は、その基底に証券の基本的機能を理解することによって、その解決の基本的方向を見出しうるものである。証券の有つ基本的機能は二つの機能である。企業資本の調達に迫られているものは、巨大な資本と長期固定性を要件とする資本をもとめるが、資本を提供しようとするものは、零細な資本と短期流動性を具備する資本を投下しようとする。この資本調達者と提供者とのあいだに対立する資本の巨大性と零細性および長期固定性と短期流動性の矛盾を解決するところに、証券の発生が考えられ、証券の基本的機能が見出されるのである。証券の有つ資本の分割可能性によって、第一の対立が解決され、証券の流通可能性によって第二の矛盾が解決されるからである。企業が資本調達の初期的限界を超えて、資本を調達し、競争に打ち勝つための生産設備を完成することができたのは、この証券の資本調達における矛盾対立を解きえた機能によつたものである。

証券のもつ資本の分割可能性は、企業の資本調達手段として具現されるし、証券の有つ資本の流通可能性は、証券を客体として、その売買取引を行わしめる場としての証券市場において具現される。したがって、証券市場

の中核をなす証券取引所は、この証券の有つ基本的機能を十分に發揮せしめる使命を果さなければならぬのである。証券の流通可能性を十分に機能せしめるように、組織され、管理され、運営されることが、証券取引所の在り方の基本的方向でなければならぬのである。しかも、なおつけ加えて、注意を促したいのは、この流通可能性という機能は、企業者の立場からも、投資者の立場からも、考えられねばならないということである。

各地証券取引所に生じている諸問題を考えるときにも、その解決の基本的方向として、この証券の基本的機能を忘れてはならないのである。

#### 四

さて、各地証券取引所に生じている諸問題を解決する具体的対策について考える段階に達したのであるが、いまここで、既述した各地証券取引所において惹起されている諸問題を要約してみるとつぎのようである。

一 証券取引所における証券の売買取引が東京と大阪、とくに、東京に集中されてくる傾向にあり、各地証券取引所の売買取引量は相対的に低下の比重をしめしていること、しかし、これは、ある部分、各地証券取引所における証券取引と二重の取引となつてしていること。

二 価格の形成が模写するにすぎず、各地証券取引所の価格形成は独自性がないこと。しかし、この価格形成の伝播は、全国銘柄については統一性をもつということにおいて、必ずしも、批難すべきことではないこと。

三 各地証券取引所の組織会員が、その数において、相対的に著しく減少していること、しかも、その支店会員の数が逆方向的に漸増していること。

四 各地証券取引所における上場銘柄のうちで、地方銘柄の上場数が増加せず、むしろ減少するかにみられること、しかも、その売買取引量にたいして、相対的に漸減傾向がみとめられること。

五 各地証券取引所の経費の負担が補充会費（売買手数料）よりも、上場費用に相対的に重く依存するようになってきていること。

もし証券取引が集中されている証券取引所を中央証券取引所と考え、相対的に証券取引量の低下をきたしている証券取引所を地方証券取引所と規定するとすれば、<sup>①</sup>地方証券取引所をこの現状のままに放置してよいかどうかの問題が提起されるが、これらの地方証券取引所にかんする諸問題を解決する対策を検討するばあいは、まず、地方証券取引所の存在理由を探究する必要がある。

地方証券取引所が存在する必要の理論的根拠は、証券取引所の存在する理由と基本的につながるものであることは、いまさらいう必要もない。したがって、証券に流通性を附与し、価格の形成に公共性をもたしめるために存在するのでなければならぬ。

しかし、中央証券取引所が全国銘柄の集中的売買取引をもつばら行うにたいして、地方証券取引所は、後述するように、第一義的には、その地域に散在する企業会社の発行した証券に公共的な価格を形成し、その流通を円滑にするよう機能することが必要であり、あわせて、その地域に分布分散されている全国銘柄の証券についての



流通の場となる使命をもたしめる必要があるから、中央証券取引所は全国的に分布されている証券所有者の保護に重点をおき、地方証券取引所は企業資本の調達により多くの便宜をあたえるように性格づける必要がある。中央証券取引所は、全国的に分布されている証券の所有者、あるいはこれから証券投資を行おうとする者にたいして、その企業会社の内容その他について厳重に監視する必要があるとともに、その売買取引において形成せられる価格は地方証券取引所における全国銘柄の価格形成の標準となるべきものであるから、きわめて公共的な価格形成をなさしめなければならないであろうが、これに反して、地方証券取引所は、比較的狭い地域に存在する企業会社の経営の実体について、機会あるごとに、視察なり、見学なり、説明会なりを催すことによつて、その企業会社の証券保有者、あるいはこれから、それらの証券に投資をなそうとする者に、その実体を明かにすることが可能なのであるから、これらの手段を十分に尽くすという条件において、その地域の企業会社の企業資本調達に重点をおいて運営されることが必要であろう。かくすることによつて、地方証券取引所をして国民経済の発展に貢献する役割を演ぜしめることができるであろう。投資者のみの便益を計ることが証券取引所の機能ではなくて、企業会社の利益をも考慮する必要があるからである。しかし、このために、地方証券取引所が投資者の保護を忽せにしてよいのではないこというまでもない。このように考えると、地方証券取引所の運営管理に当る取引所役員構成は、中央証券取引所のそれよりも、公益代表者をより多く参与せしめる必要が生ずる。企業資本の調達に便益をあたえることに重点をおくとしても、泡沫会社や不良会社の利益を計ることは、当然、回避されなければならないのであるから、この点に留意して、取引所の運営管理に誤ちなきように、より公共的な性格の取引所を組織するのなければならないからである。

要するに、中央証券取引所の性格と地方証券取引所の性格を同一のものとして考えず、証券行政において二元的に考え、その機動性を發揮せしめる必要があるというのである。あたかも、昨今、問題になっている第二市場と第一市場が異なる性格の証券取引の場であるように考えられていると同然であつて、地方証券取引所は全国銘柄を売買取引しうる第二市場というように考えて対策を構じてはどうかというのである。つまり、証券のもつ企業会社のための機能と投資者のための機能を、二つながら、満足に發揮せしめようとするに他ならぬ。

そのためには、会員のみの管理に委ねるよりは、多くの公益的代表の参与によつて、この機能を全からしめる必要があるというのである。杞憂であるかもしれないが、会員のみの管理は会員のみの利益を中心になされるおそれがあると見られるからである。

本来、証券の売買取引において集中化傾向を生ぜしめ、各証券取引所に中央証券取引所と地方証券取引所の種別化をあらわすにいたつた主要な原因は、地方にひろく散在する零細な投資資金を吸収して、巨大な投資資金を組成する証券投資信託が、主として、中央証券取引所において、その組入証券の売買を行うことと、通信交通の發達が急速に具現せられたため、時間的に各地間の距離が極度に短縮されたことによるものであるが、かように証券取引が集中されてきた現状においては、これをいかに考えるか、という問題が新しく提起されることになる。

通信交通の發達はたしかに証券取引の集中化をもたらすが、この集中化とともに、証券所有の地方分散化が促進せられることを見逃してはならない。この株式の地方的分散は証券取引の集中化によつて生ずる地方証券取引所の存在を否定することから、その肯定への途を開く積極的な理論的根拠を提供するものであらう。かくて、地

方に分散された全国銘柄の証券取引のための流通の場として、地方証券取引所を存在しめることが理解せられるのである。一般にいわれるところは、通信交通の発達による証券取引の集中化は、地方証券取引所の相対的取引量の減少を来たし、その存在を否定する主張となりがちであるが、通信交通の発達によって生ずる株式分布の拡散化は、それとは逆に、地方証券取引所の存在を肯定する条件となるのである。したがって、地方証券取引所に全国銘柄を上場することについての当否は、いままでよくいわれるように、地方証券取引所における経費を捻出するための手段として考えられるような消極的な理由ではなくて、積極的に全国銘柄を上場する理由を見出すこととなるのである。

もちろん、証券取引所本来の機能を果たすために、各地方における地方的企業の資金の調達に必要な流通性の附与は地方証券取引所の本来の機能であるが、この機能にあわせて、全国銘柄の上場によって、全国銘柄の地方的流通を円滑にする機能をもつことを積極的な地方証券取引所の存在理由として強調しようというのである。

発行された証券が全国的にひろく分布されておらず、ある地域に、その分布がかぎられているばあいは、その証券の流通性は、当然、その地域を流通範囲とするのであり、ここに、地方証券取引所の存在を要求する理由があるし、また、地方的に分布された全国銘柄の証券の流通にたいしても、地方証券取引所の存在を必要とする理由があるというのである。

このような地方証券取引所の存在理由から考えられることは、地方証券取引所における上場規定は可及的に緩和された基準をもつものでなくてはならないということである。

元来、上場規定は、本質的には、証券の流通可能性を制限することを意味するものであり、証券本来の基本的

機能を否定するものである。したがって、地方証券取引所における上場規定は、緩和せられればせられるほど、地方証券取引所の存在の理由を確認せしめるものと考えられるべきである。

そして、地方証券取引所の地位と組織を確保するために、その本店会員を保護する必要があるのであるが、そのために、本店会員にはブローカーとディーラーの職能を許し、支店会員にはブローカーのみの職能に限定する。本店会員にディーラーとして活動せしめることによって、その売買取引の機会を豊富にするよう保護しようとするのである。もっとも、この対策の効果を評価するためには、現在、各支店会員がいかにかディーラーとして機能しているかという調査をなす必要があるが、いづれにしても、本店会員の保護についての一策であろうと考えられ、ひいては地方証券取引所の存立を確保するための一つの方法となりうるものとおもう。

上場銘柄を拡大し、会員における職能による種別化によって、売買取引量を多くするとともに、地方証券取引所および、その会員の地位と組織を確保するようにするのであるが、このことは、また、地方証券取引所の経費負担における偏傾傾向を矯正することに役立つであろう。上場会社に、その経費の比重をかけることは、地方証券取引所が流通の場としての機能を失いつつあることを意味するのであるから、上場費用と補充会費による取引所経費負担のバランスは、地方証券取引所として確保されねばならないであろう。

かようにして、地方証券取引所は、理論的に、その存在理由を明確にして、それを事実において確証するよう努力することが要請される。徒らに、全国銘柄の売買取引に安住し、上場費用に依存することは、地方証券取引所としても、また、それを組織する中核としての本店会員としても、その責務を怠るものと批難せざるをえないのである。もし、この基本的解決方向への努力を惜しむとするならば、地方証券取引所は次第に斜陽の一端をた

どおり、やがては中央的証券取引所に合併されるか、あるいは廃所の憂目を見ざるをえないであろう。アメリカにおけるその実情は他山の石として、多くの教示をあたえるものである。<sup>②</sup>

① なお、わが国における地方証券取引所についての概念規定として、一つの示唆をあたえるのは、東京における店頭市場の売買取引量が、現実の標準とされるかもしれない。東京店頭市場における売買取引量が東京地方証券市場としての売買取引量として考えられるからである。

② Walter, J. E.: Op. Cit.