

初期のロンドン証券取引所

清水 葉子

1 はじめに

主要先進国の証券取引所では、近年次々と株式会社化が進められており、わが国でも、二〇〇一年には大阪証券取引所、東京証券取引所が相次いで株式会社化された。取引所の株式会社化の背景には、システム投資のための資金調達、非取引所営利市場（PTSなど）との競争、市場運営の効率化といった理由が挙げられているが、必ずしも十分に議論が尽くされているとは言えず、株式会社化の意義が問われているところである⁽¹⁾。

ところで、各国の証券取引所の成立経緯を見ると、ロンドン証券取引所の設立初期には、取引所の出資者と、利用者（取引参加者である会員）が分離しており、それぞれが委員会を擁して二重の取引所管理（Dual Control）を行っていたとされる。所有者と取引参加者という二種類のステークホルダーは、基本的には取引所振興という点で一致しているものの、細部ではそれぞれ異なる利害を持つため、しばしば利害の衝突を引き起こした。しかし、この二重管理が結果的にロンドン証券取引所の開放的で競争的な性格を形成したともされる。

本稿では、この二重構造を取引所のガバナンスのあり方として高く評価するRanald Michie⁽³⁾（一九九九）に拠りながら、設立初期のロンドン証券取引所の運営の特徴を見てみたい。

2 排他的市場の設立

ロンドン証券市場の地理的な位置は一七世紀末頃に定まった。商品取引を行った王立取引所 (Royal Exchange) に隣接するエクステンジ・アレイ (Exchange Alley) 周辺のコーヒーハウス、ジョンナサンズ (Jonathan's) やギヤラウエイズ (Garraway's) などに証券取引を行う者が自然発生的に集まったのが発祥とされる。こつした自然発生的な取引の中から、コミッション支払いを受けて売買を仲介するブローカーや、自己資金で売買を行うジョバーのような専門業者が現れるようになった。もっとも、この時期の証券業者は、必ずしも専業ではなく、銀行などの金融関連業務や、貿易などの業務を兼営していたと考えられている。

十八世紀に入って証券取引が拡大してくると、取引に一定のルールが必要とされるようになり、排他的市場を開設する動きが始まる。とりわけ取引相手のデフォルト・リスクが問題となる決済の領域では、リスクの高い相手を排除しようとする誘因が強い。たとえば、一七七三年には、三十一人の会員からなるロンドン・クリアリング・ハウスが設立されインター・バンク業務を行うが、これは決済リスクの点から一定条件を満たさないものを排除した、最初の閉鎖的な市場組織の一つであったとされる。

一七六一年には、百五十人の証券業者が、コーヒー・ハウスのジョンナサンズに年間八ポンド支払うことと引き換えに排他的な利用権を獲得しようとする動きがあった。ジョンナサンズはこの申し出を受け入れるが、排除された業者がこの動きに反対し、問題は法廷に持ち込まれた。一七六二年に下された判決で、こつした排他的な市場設立は違法とされた。コーヒー・ハウス、ジョンナサンズは従前から証券市場として使われてきたので、一部の者を排除することはできない、というのが判決の主旨であった。

排他的な組織を設立しようとする第二の試みは、一七七二年に始まる。スウィーティングズ・アレイ

(Sweetings Alley) に新しい建物を建設し、これを入場料を徴収する市場とするものである。建物は翌年完成し、これが証券取引所 (Stock Exchange) と呼ばれるようになるが、ジョナサンズでの判決があったので、入場を希望するものは誰でも一日六ペンスの支払いで入場することができるとした。とはいえ、この金額は、毎週六日入場した場合の計算上の年間料金が七・八ポンドになることを考えると、ジョナサンズへの申し出と事実上同じことであるのは興味深い。

この市場はジョナサンズに代わる新しい取引の中心となったが、それでもバンク・オブ・イングランドの建物をはじめとして市内各所に証券取引の場所 (無料) が機能していたので、この市場は必ずしも成功したとは言えなかった。しかし資金に余裕のある証券業者や投資家にとつて、市場を設立して会費を徴収することが収益の見込める投資になりうるという先例となった。このように、一八世紀の証券市場では、プロの証券業者は会費を支払って仲間の業者と取引する一方、無料の非公式市場にも出入りし、一般の投資家やたまたま来ているプロの業者どうしで取引するといったあり方も継続され、ロンドンの証券市場は成長していった。

一八世紀後半になると、大陸でのフランス革命とそれに続く欧州大陸でのナポレオン戦争によって、ヨーロッパの主要取引所であったパリとアムステルダム両取引所が機能を停止、海を隔てたロンドンには、資金と、証券取引に関わる人材の両方が流入した。また、この時期には、イギリスだけではなくヨーロッパ各国が戦費調達のために政府証券の発行を増大させたために、証券取引への需要は極めて大きく、パリとアムステルダム両取引所の機能停止とともにロンドン証券市場の重要性が高まった。とりわけ大陸からの金融業者の流入は、先進の取引手法をロンドンに持ち込み、大きな影響を与えたとされる。

このように、ロンドン証券市場では証券取引と資金が増大し、これを処理しようとする大きな圧力がかけて

いた。

3 規制された市場の登場

大陸からの新たな証券業者の流入による信用リスク問題に対しては、一七九八年に設立された取引所総務委員会（Committee for General Purposes）で、デフォルトを起した参加者の排除を中心とした市場規制が始められている。この委員会は、デフォルトがらみの紛争の解決や取引ルールなどについて多くの決定をするようになる。市場規制のための委員会が設立されたことは、証券業者にとって本業とは別の負担となるため、専業の事務局の設置が検討され、事務局の経費をまかなうために取引所の建物に定期的に通う者から市場規制の経費として会費を徴収し始める。（金額がわずかであるため、時々しか来ない者は免除）。

この後、取引所建物の出資者は、一八〇一年に出資者委員会（Committee of Proprietors）で、会費を徴収して入場させることとする提案を行った。出資者側の当初の計算では、一会員あたり年間十ギニーの会費を徴収し、二百人の会員を集めれば、年間二一〇〇ポンドの収入となり、これで経費と投資収益をまかなえるというものであったとされる。この会費は、取引参加者が中心となって運営する委員会である総務委員会です承され、翌日掲示された。これによって、建物をいったん閉じた上で、新しい取引所が会費制の市場（Subscription Room）として新たに再開された。

ロンドン証券取引所の開設は、ジョンサンプズを出て専用の建物を保有した一七七三年にさかのぼることができ、参加を会員に限定して会費を徴収し、フルタイムの事務局を置いて市場管理を行い、一定のルールを持って市場を規制するという点で、単なる取引者の集合体ではない組織となった。規制主体を持つ組織としてのロン

ドン証券取引所の誕生はしたがって、一八〇二年と理解されている。

4 二重管理 (Dual Control)

初期のロンドン証券取引所は、このように、建物の所有者(出資者)とその建物を利用して取引を行う会員証券業者によって二重にコントロールされていた。両者はそれぞれ意思決定を行う委員会を持ち、取引所の振興という点では一致した利害をもっていたが、細部にわたっては利益相反が生じる面もあった。

取引所出資者は、建物に資金を投じて建物を運営しており、会員から会費を徴収して収入としている。したがって、会費収入は多いほどよいが、会費が高くなると既存会員の反発を招き、外部により安いライバル市場が現れる可能性があるため、会費を抑えて会員数の増大をはかる方が望ましかった。このため、証券取引が拡大し、ロンドン証券市場の規模が大きくなると、所有者は数度にわたって資本を投じて新たに取引所の建物の拡張を積極的に行っている。一方、建物を利用して取引を行う会員にとっては、会費は低いほど望ましい。証券業務による収入は変動が大きいため、証券業者はとりわけ固定費を嫌う傾向があったとされる。また、デフォルトリスクを嫌ったことや、会員が増加して取引の閑散期にライバルが多くなることを避けるために、入会に対しても制限的なルールを望んでいた。

出資者委員会は、会費の設定と建物の運営に関する権限のみを持ち、新入会員の承認を含めた市場運営権は証券業者の委員会である総務委員会が保持することとなった。もつとも、会員の絶対数を制限することには出資者委員会が同意しないため、その後も会員の絶対数は事実上制限されることはなかった。

二重管理が行われたため、ロンドン証券取引所への入会はかなりオープンな性格を持った。会員は他のライバル市場への入会を禁じられたことと、無限責任を負う個人であることを義務づけられたのみで、基本的に使用リスクの観点から選別された。一年目には八名が参加を拒否、二年目には四九八人の会員に対して十七名が拒否されている(三%)。取引所は証券業者の増加に対して、会員数の制限ではなく、建物の増設によって対応した。当初は兼業制限などを行わなかったため、会員の中には商業銀行業務やビル・ブローカーなども存在していた。しかしその後、兼業制限を行うようになり、一八二一年にはこうした兼業制限が集成されてルールに盛り込まれた。これにより以降新会員となるものについては兼業が禁止され、すでに会員であったものについては、入会当初に行っていた業務以上に拡大しないこととされた。

兼業制限が行われた理由は、他業務での損失が取引所以外の会員に及ばないようにすること、デフォルトが発生した場合に、差し押さえるべきデフォルト会員の資産をめぐって取引所外部の債権者との間でもめこととなることを避けるためであるとされる。またこの頃から、会員に対して決済に充てるための保証を求めようになった。一八二二年には新入会員の推薦にあたって推薦者が二五〇ポンドの支払保証を行うこと、一八三二年には新入会員には三名の推薦者を要することとし、推薦者それぞれが三百ポンドの支払保証を行うことが義務付けられた。また取引所は一八三三年から会員のデフォルトに際して従来のようにデフォルト会員の掲示を行うだけでなく、取引時間中にハンマーを打ってデフォルトを宣言するという措置もとっている。

このように、初期の取引所では、会員制限はゆるやかで、後に行われた会員の兼業制限は、会員の支払不能リスクを減らし、また支払不能時の債権・債務処理の複雑化を避けるためであったと理解できる。

6 手数料

一方、売買手数料については、取引所は最低コミッション制をとらなかつた。会員間の競争が激しい時期には最低コミッション制導入の機運が高まつたが実現することはなかつた。もつとも、すでにこれ以前に取引所は、会員間の競争を緩和するような措置をいくつかとつてゐる。たとえば、取引所は、会員に対して、別の会員の顧客に証券販売の勧誘行為を行うことなどを禁止している。また、この頃から、会員間で、コミッションの割引などを行つて顧客を奪つたとするものが発生するようになってゐる。当時は標準コミッション率がかなり広く使われていたが、この標準コミッションは強制されるものではなく、実際には証券業者の裁量に任されていた。

一八二三年と一八三八年に最低コミッション導入問題が持ち上がるが、結果的には裁量性のある標準レート方式が支持を得た。ロンドン証券取引所は、基本的に会員間の利害調整の役割を果たしたが、会員と顧客との関係には介入しなかつたと考えられる。会員もルールがあるほうが良い領域と、裁量に任された方が良い領域を意識しており、取引所が何を規制し何を規制しないかはその時その時で決められていく。コミッションに関しては、この後も会員の裁量に任せられ、大口顧客などは割引を受けるのが一般的であつた。

7 新証券への対応

十八世紀末にナポレオン戦争が始まると、戦費調達のための政府証券の発行が増大する。これにはイギリス本国のものだけでなく、ヨーロッパ大陸各国のものも含まれた。ロンドン証券市場では一八二〇年代から外国政府の債務の取引が盛んに行われるようになるが、これら外国証券の取引は当初は取引所ではなく街路や王立取引所で行われていた。

会員からの二度にわたる要請を受けて、取引所が外国証券のクオートを開始したのは一八二二年である。この新証券の取引需要にすばやく対応したのは出資者委員会で、委員会は同年のうちに取引所に隣接するケーペル・コート六番地に追加の建物を確保した。この対応の背景には、外国証券を扱う証券業者が別の人物に外国証券の市場のための建物確保を打診していたことがある。取引所の出資者委員会は、別の市場が開設されて収入機会を奪われるのを恐れて迅速に対応したのである。

ところが、外国証券を取り扱う証券業者を新たに会員に迎えるにあたっては、利用者からなる総務委員会はそこまですばやくは対応しなかった。信用面で不確実な会員の入会には必ずしも好意的でなく、新たな業者は非会員として迎えられた。このため外国証券の市場は、当面既存会員は無料、非会員から年間八ギニー徴収するという形でスタートし、外国証券市場運営は会員と非会員によつて合同管理された。したがって、ロンドンの外国証券市場は、当初は空間的にも会員の面でも分離されていた。この市場は大成を収め、建物はすぐに手狭になった。このため、出資者委員会は、続いてケーペル・コート三番地にさらに追加の建物を確保することになった。

取引所が利用者である会員のみで運営されていたら、ここまですばやく対応は難しかったと考えられ、外国証券の受け入れにもロンドンの二重管理の特徴が現れていると言つことができる。外国証券市場は、その後ナポレオン戦争終結にもなつて規模をやや縮小し、統合が提案されたが、会員による総務委員会がこれを拒否する。出資者側は、外国市場を従来の建物の空いた空間に合併、その後取引ルールも徐々に融合された結果、一八五八年に会員権の面でも完全に統合された。この頃には各国の国債発行は増大し、海外の国際取引はロンドンの大きなビジネスの一つとなつていく。

ロンドンの証券市場では、政府証券に続いて、十八世紀末から十九世紀初頭にかけて、株式会社形態で設立さ

れた自国・海外の鉄道、運河、鉱山、さらにはいわゆる産業株まで、次々と新しい取引対象が現れる。政府証券以外の証券の取引は、もともとは既存の建物とは別に設けられた外国証券の市場で行われていた。会員が取引所外で会社株式を扱うようになると、取引所内のジヨバーにとっては、相場動向の全貌がつかみにくくなり取引リスクが増大するため、取引所で取引が行えるようにすべきとする声明が一八四三年に出された。

ここでも出資者委員会はすばやい対応を見せ、翌年にはスロゲモートン・ストリート (Throgmorton Street) 九番地を購入して市場を拡張している。ロンドン証券取引所は政府証券から会社株式の時代へ移っていくのである。この間、スレッドニードル・ストリートなどに会社株式を扱うライバル市場が登場しているが、十分な成功を収めていない。むしろ、会社株式の取引では、ダブリンやリバプール、マンチェスター、ランカシャーなどの地方証券取引所がロンドン証券取引所の大きなライバルであった。これは地方でも多くの会社が設立され、会社情報を得やすいことから、発行会社の所在地で取引が行われる傾向があつたからであるとされる。とりわけ、一八四〇年代の鉄道ブームでは十八の地方証券取引所が活動していた。出資者はその後も一八五三年に建物を新築、一八七二年には地下清算室を増設、一八八四年には東側の隣設する建物を購入と規模を拡大する。これにともなつて会費も値上げされたが入会抑制的になることはなかつた。

8 おわりに

以上のように、戦前のロンドン証券取引所は比較的競争的な環境の中で運営されていたと見ることができる。初期のロンドン証券取引所に関して Michie が繰り返し述べているのは、ロンドン証券取引所は圧倒的な存在ではあつたが、ロンドン市内の取引所外取引や、リバプール、マンチェスターなどの国内の地方取引所、あるいはパ

リやアムステルダム、ニューヨークといった海外の取引所との間で絶え間ない競争状態に置かれていたため、決して独占的な存在になりえなかったことである。そのため、出資者委員会が取引所の運営に一定の発言力を維持しつつ、ともすれば閉鎖的、反競争的になりがちな利用者の委員会とのバランスをとっていた。このことが、新しい証券の受け入れに積極的で、会員数などに制限を設けない市場、あるいは対顧客コミッションに裁量の余地を残した取引所を形成していたとするのである。

注

- (1) 大崎貞和「市場間競争と証券取引所のあり方」『資本市場クオータリ』二〇〇〇年秋号、二上季代司「証券取引所の株式会社化の意義」『証研レポート』一五九七号、二〇〇一年八月など参照。
- (2) 二上季代司「証券取引所の組織構造」『証研レポート』一五八八号、二〇〇〇年十一月、同「証券取引所の組織構造とガバナンス」『証券経済研究』第三三号、二〇〇一年九月、では、各国の証券取引所の組織構造の比較が行われている。本稿はここから関心をもちたものである。
- (3) Rarald Micie (1999) "The London Stock Exchange, A History" Oxford University Press.

(しみず よしこ・客員研究員)