

# 一九世紀イギリスの地方証券取引所

清水 葉子

はじめに

イギリスでは、一九世紀半ばの鉄道証券ブームの頃に相次いで地方証券取引所が設立されて一大ブームを巻き起こした。一八四四年から一八四五年にかけての二二か月で二二の町に多くの取引所が設立されたとされる。

鉄道事業に大規模な資本を投入する上で、一定の流動性が確保されていることは資金供給者にとって不可欠の条件である。ロンドンでは一六九〇年頃から証券取引が行われるようになるが、地方の証券業者にとって一八七〇年代半ばに電信が使われるようになるまではロンドンはあまりに遠かった。

本稿では、一九世紀イギリスの主要な二つの地方証券取引所の成立と、地方証券取引所とロンドン証券取引所との関係を検討する。

## 一九世紀イギリスの証券取引

ロンドン証券取引所の正式な設立は、一八〇二年とされるが、一六九〇年頃にはかなりの程度の証券取引が始まっていた。当初取引されていたのは、ロイヤル・チャーターを得て設立された会社の証券で、植民地関連の貿易会社（東インド会社など）が中心であった。推計では、一六九五年には一四〇のジョイント・ストック・カンパニーが存在し、総資本の合計は四五〇万ポンドに達していたとされる。南海泡沫事件のころには会社の数はさ

らに拡大し、一七一九年からの一年で一九〇社増加したともされるが、これらの多くはバブル法で禁止された。この法律は一八二五年まで存続したため、この間の産業資本の調達は大きく制限され、パートナーシップ、借入れ、モーゲージなどの方策がとられた。

この頃の証券業者のビジネスは、したがって、産業証券ではなく、国家債務の取引を中心に行われた。イギリスの国家債務は一六九八年の五〇〇万ポンドから一七四九年に七一〇〇万ポンド、一八〇〇年には四億九七〇〇万ポンドに達し、取引ニーズも拡大した。取引が行われたのはコーヒーハウスやイングランド銀行の円形広間 (Rotunda) であることはよく知られているが、これらの取引が地方で活発に行われることはまだありえなかった。

後に地方でも活発に取引されることになる証券は、運河、水道事業、船舶のドック等の産業株であるが、一八一年までは取引所のリストに現れない。後になって一八四〇年代に鉄道ブームが起こるまでは、取引は少数の証券業者が行っていたに過ぎず、証券業者の多くは商業など別の職業との兼業であった。それでも、このころロンドンの証券業者が地方新聞に広告を出していたことが確かめられている。リバプールとマンチェスターで地方紙にロンドンの証券業者の広告が見られるのは一七九二年のことである。

運河建設が本格的に始まったのは一七六一年からとされる。ワーズリーからマンチェスターまで九マイルの最初の運河は、その後延長されて建設が続いた。運河は当時の主要燃料であった石炭運送コストの節減に大きな力を発揮し、当初は、ブリッジウォーター公爵が資金提供したが、後にジョイントストックの形で資金調達が行われ、二〇〇%の配当が支払われた。一七九一年から九四年までの間に各地の運河建設のための八一の法案が可決された。

運河建設の資金供給に応じた投資家の多くは近在の者であった。これは地方での証券取引ニーズ拡大の第一歩となるが、当初は一人当たりの所有株式数は多くなく（一七八九年の資料では四六九人中三九三人は五株以下の所有とされる）、投機を防ぐために多数株所有には制限が設けられていた。また、購入者の六〇%が当初購入した株式を手放していないなど、回転率の低い安定所有であつて、証券業者にとって大きなビジネスにはならなかつた可能性がある。

こうした事情は、東インド会社なども同様で、売買回転率は二年で一回という統計もあり、こうした状況では專業ブローカーはまだ生まれにくかつたと考えられる。運河ブームと鉄道ブームの間の時期には、水道会社が現れた。ロンドンでも複数の水道会社が設立され、リバプールで二社、マンチェスターでも一社が操業している。またガス灯の会社もこの頃設立されている。

このように、鉄道ブーム以前にも地方で産業証券が発行されていたが、証券業者が活躍する余地はまだ限られていたと言つことができる。地方で活発な証券取引が行われ、証券業者が登場するのは、やはり鉄道ブームを待たなければならぬ。

#### リバプールとマンチェスターの証券取引所

一八二七年頃から、株式オークションの広告がリバプールで定期的に新聞に掲載されるようになる。これは他の商品のオークションと同様の一般オークションとして行われており、リバプールガス会社の株式などが対象とされた。後のリバプール証券取引所設立メンバーの一人は、この時期の最も初期の株式限定の競売人（auctioneer）であつた。

一八三〇年代に地方で鉄道証券への関心が高まると、証券業者も鉄道債券の取り扱いを始め、証券業者の数も増えて本格的な売買仲介を行うようになる。最初の詳細なリバプール市場での株式の価格リストは一八三〇年三月十二日の Liverpool Mercury 紙に掲載される。タイトルは「株式の価格 prices of shares」とされていた。このリストは特定の証券業者からの情報提供によるものであると推測されている。このリストは三年後の一八三三年には二倍の大きさとなり、鉄道会社が二社追加されたほか、マンチェスター銀行（一八二九年設立）、リバプール銀行（同一八三一年）などの銘柄も見られる。

このころから、アメリカ貿易の改善に伴って会社数が増加する一方で、外国（スペインなど）向けの投資が一八三五年の暴落後に減少した結果、鉄道、銀行、その他金融関係の会社を中心に、国内向け投資が拡大した。

証券業者から見ると、証券の額面金額は小さいほど広い層の投資家に購入されるので好ましい。証券の額面は当初は五〇ポンドが一般的だが、後には二〇〇万ポンド以下の資金調達には一〇ないし五ポンド額面もしばしば登場するようになる。一八四〇になると額面は一〇ポンドが一般的になる。また額面に対してわずかな額の前払いで購入できたので、投資家層は大きく広がった。

鉄道株が値上がりしブームとなると、証券業者も増加しはじめる。一八三四年のリバプールの職業名簿によると、専門の証券業者は六人と記載され、一般商品の取引が行われる建物の旗のもとや地元のコーヒーハウスに集まっていたとされる。

一八三六年四月八日には、二二名の証券業者がマーゼー（Mersey）コーヒーハウスに集まって、「リバプール証券ブローカー協会（Liverpool Sharebroker's Association）」が設立される。その後四月のうちに新メンバー一〇人、その年のうちに一五人の新メンバーを加える。メンバーは、一般商人以外に会計士や保険業者、木綿商人、

船商人、たばこ輸入業者、弁護士などとされている。

協会では、新規加入にあたっては既存会員による無記名投票で承認すること、入会にあたっては一〇ギニーの固定会費を支払うこと、五人の会員からなる総務委員会(Committee for General Purposes (後に七名に増加))を立ち上げるとしたほか、その他の協会ルールと規制が七月八日に決定された。初期のルールは、新規会員の承認、委員会の選出と手続き、市場の開設時間、コミッション、気配提示の方法、紛争解決とデフォルトの解決などからなっていた。この同じ日に協会はExchange Street Westの続き部屋のオフィスに移転する。<sup>(1)</sup>

この取引所は、その後会員数を拡大し、一八四一年には会員数四一人を数えた。一方、同じ時期にライバル取引所も存在した。一八三六年にはClarendon Roomsの所有者が年間一ギニーの会費で二〇人の証券業者に三、四日おきに場所を提供していたことが知られている。こちらのメンバーは、一八四二年に「リバプール新取引所」を設立する。<sup>(2)</sup> 先の取引所と新取引所とは、会員の重複もあり、ルールなどもほとんど同じだったとされる。翌年には、新旧両取引所の統合が議論される。一八四四年一月に二取引所合同での投票によって統合が決定され、取引所会員数は一挙に二倍に拡大した。これにつれて総務委員会も一〇名とされた。

一方、マンチェスターでも、リバプールと同じ頃から専門証券業者が現れ、新聞広告も見られるようになる。一八三六年には、一般商品の取引所の建物の近辺で証券の取引も行われるようになったとされるが、こちらは正確な場所は明らかではない。鉄道証券の価格が上昇し始めた一八三六年に七名の証券業者が集まって、協会設立を決定し、その後会員数を増やすとともに、賃貸料を払って取引所の建物を利用することになり、一月七日にオープンする。リバプールと同様、総務委員会を設立し、固定入会金の徴収などを決定した。マンチェスターでは、一八三九年に会員数が一五名に減少し、いったん協会の解散を決定するものの、再び新協会を設立して一八

四六年には八九名の会員を擁するに至るが、再びその後三年で八〇名が協会を去った。マンチエスターでも、非会員の証券業者がかなりいたとされるがリバプールのように組織化されてはいなかった。一八五〇年には非会員を統合して一つの取引所になったとされる。

当時の取引所会員は、外部の証券業者に価格を提示して取り引きすることは禁じられていなかったため、取引所外の取引も活発に存続したと考えられる。

### 一九世紀の地方証券取引所の組織

地方証券取引所の会員数は鉄道ブームで拡大し、一八四六年には地方証券取引所合計で優に五〇〇名を越えたとされる。しかし一八五〇年になって鉄道ブームが去ると四〇〇を少し越える程度にまで減少した。この減少は、ビジネスとして証券取引を仲介するというよりは、自らの自己売買を行っていた会員が取引所を去ったことが大きいとされている。その後会員数は再び増加して、一九一四年には五五〇名を少し越えるくらいにまで回復した。<sup>(3)</sup>

地方証券取引所では、ロンドン証券取引所は異なり、ジョバー（ディーラー）が関与するのではなく、ブローカーどうしがコール・オークションによって取引を行っていた。流動性が低く専門のディーラーが維持できないことからコール・オークションが適していたのであろう。多くの地方取引所で、一日二回ないし三回の時刻を定めたコールが行われ、取引所の総務委員会などが取り仕切っていた。時刻になるとアルファベット順に銘柄を呼び上げ、買い手と売り手が価格を提示して需給に従ってマッチングを行う。一つの銘柄が終わるとリストの次へと進んでいく。当時はまだ電信がなかったため、朝に配達される手紙から得た情報に従って価格が動く程度で、比較的あっさり終わっていたようである。

コール・オークションの利点は、取引高が少ない銘柄でも、時間を特定して取引するためその時点での需給を最大限に集中できることである。反面、取引が盛んで値動きが激しい時には、取引をさばききれないこともある。リース証券取引所の会員であったT.W.Powellは、「背の高い会員、声の大きな会員が取引を得る」としてコール・オークションの混乱ぶりをユーモラスに描写している。リースでは、不必要に大きな声を出さないよう、監視人が動員されたこともあり、また、席に着いてない会員のビジネスは認めない、同じ会社からコールに参加するのは一人だけとする、などのルールも定められた。会員の中には呼び上げが終わった銘柄をもう一度やり直すよう求める者もいたようである。こうした状況は他の地方証券取引所でも同様であった。

一方、取引が閑散となると、会員がコール・オークションに出て来ないということもあつたようである。電話や電話が利用されるようになると、会員が自分のオフィスで注文を受けて、取引所にやって来ないことがしばしばあつたとされる。

取引所では、価格を書き込むための取引ボードが設けられていたが、メインボード以外に、正式上場ではない銘柄のために小さなボードが備えられていることもあり、イギリスの証券取引所の特徴であるオープンな上場制度はこの頃から見られる。ただし、取引所での公式の価格は、総務委員会の権限で新聞に掲載することが定められており、会員が勝手に公定価格を一般向けに公表することは禁じられていた。オープンな上場制度と厳格な市場情報の管理とがワンセットになっている点はいへん興味深い。一八五〇年代頃になると、どの銘柄を正式上場リストに載せるかを巡って意見対立も見られるようになり、マンチェスターなどの証券取引所では、会員の希望に応じて上場銘柄を拡大する措置がとられた。上場銘柄の拡大はリバブルでも同様であつた。<sup>(4)</sup>一八九〇年前後になると、常設のサブコミッティーを設けて上場銘柄を見直すことが行われはじめている。

決済についても、当初は現金決済が行われていたが、鉄道証券がブームとなり取引高が増えてくると清算制度の効率化が検討されるようになった。リバプール証券取引所では、一八四四年にクリアリングハウスを設立し、月に二回の決済日をもつてクリアリング検査官 (inspector of clearing) が相手方となる差額決済が開始された。

#### ロンドン証券取引所との関係とコミッション規制

ロンドン証券取引所と同様、コミッション制度は地方証券取引所でも大きな問題であった。初期の取引所では推奨レート表を決めていたがこれはコミッションの最大値を定めたものであった。会員がバラバラにコミッションを決めている状態は望ましくないとして、取引所は統一レートを導入しようとするが、現実にはこれはかなり困難であった。たとえば、バーミンガム取引所は一八八九年に統一レートを導入しようとするが、有力顧客の反対により撤回にいたっている。

地方証券取引所のコミッションの問題は、シャンター (shunter) とよばれた裁定取引業者との関係でロンドン証券取引所と複雑に結びついてきた。一八七〇年代半ばの電信の普及によって早いコミュニケーションができるようになる、市場間の価格差を利用して自己売買で裁定取引をする活動が盛んになり、この取引に従事した地方の証券業者をシャンターと呼んでいる。シャンターは売りと買いをワンセットで行い次の日までオープンポジションを持ち越すことはない。大口の裁定取引を行う場合、シャンターにとってポジションを手じまう最後の場所がロンドン証券取引所であった。

シャンターは、ロンドン証券取引所と結んで取引を行うことで地方の自市場に大きな流動性や価格情報をもたらした。ロンドンのジョバーにとっても地方のシャンターと取引することロンドンで地方銘柄の取引を可能にし

た。こうしたロンドンのジョバーと地方のシャンターとの蜜月は一九〇九年頃まで続く。利益はジョバーとシャンターとの間で折半にしていた。とはいえ、全体的な流れはロンドンに有利であり、一九〇九年の推計によると、地方からロンドンへの取引の流れは、ロンドンから地方への流れの二〇倍に達して圧倒的にロンドン側が有利であったとされる。

一九〇九年頃から、ロンドンでは次第にジョバーが地方の証券業者に直接アクセスすることを禁止し、取引をすべてロンドン証券取引所のブローカーを通して行わせることでロンドンへの流動性集中を狙いはじめる。これは、ロンドンでブローカーとジョバーの兼業を禁止する動きとも並行している。すなわち、非会員と取引できるのはブローカーのみとし、ブローカーはジョバーを兼職してはならないと定めることは、必然的にジョバーが非会員と取引することを禁じることになるからである。とは言え、しばらくの間は名目的なコミッションでブローカーを通じてディーラーと取引していた間は、ロンドンと地方取引所とのつながりは継続していた。一九一二年にロンドンで最低コミッションが導入されると、こうした抜け道が塞がれ、シャンターのロンドンとのビジネスは潰えてしまったのである。シャンピングが縮小し地方でのスプレッドが開くと、地方の投資家は直接ロンドンで取引を始める。これは地方での流動性低下を招き、ロンドンのプレゼンスがさらに拡大することにつながった。

地方取引所は一九世紀を通じて、非会員（ロンドン証券取引所会員を含む）にたいして寛大なあり方を継続していた。実際かなりのビジネスを外部のブローカーとの間で行っており、取引をもたらずならコミッションを実質的に割り引くなどの便宜を図っていた。しかしながら、会員拡大による競争の激化が懸念されるようになると、会員は自分たちのコミッション収入を守ろうとして最低コミッション制度など競争制限的な規制を導入するようになる。こうした規制強化は、地方では会員の特権を守るために導入されるが、ロンドンとの関係においてはむ

しろ地方証券取引所に不利に働くのである。

注

- (1) 移転の理由は明らかではないが、個人投資家がコミッション支払いを回避するため直接取引にやってくるのを防ごうとしたのではないかと推測されている。
- (2) 会員数の回復は市場によって異なる。リバブルでは減少した一方、マンチエスターは一八九〇年の七六人から一九〇一年には一〇七人に増加。バーミンガムでも一八九〇年から一九一四年の間に三倍に増加。シエフィールドも同じ時期に大きく会員数をのばした。
- (3) リバブルでは、ロンドン証券取引所のリストに載っている銘柄であれば、会員が委員会に申請するだけで公式リストに掲載することをいったん決めたが、ロンドンに価格を依存している印象になることを嫌って後にこの制度はとり止めている。

#### 参考文献

- R. Michie (1999) *The London Stock Exchange, A History*, Oxford University Press.  
W. A. Thomas (1973) *The Provincial Stock Exchanges*, Frank Class.

(しみず ようじ・客員研究員)