

証券取引所——日本における制度論と歴史

小林 和子

要 旨

1996年に始まった金融・証券ビッグバンの議論は1998年から実行に移され、98年12月の金融システム改革法施行により一気に急展開し始めた。この過程で、従来一般には「証券市場」とほぼ同義に把握されることもあった証券取引所自体が、その制度も機能も相当に変わりつつある。証券取引所の制度と機能は不即不離ではあるが、機能によって制度が形作られ、その制度では新たな機能が包含できないとなれば再び制度が変えられることにもなる。現在はその大きな転換点にあると思われる。その評価に当たって、明治以来の取引所制度の議論と実態を大きく把握することが本稿の目的である。

戦前期は元老院や帝国議会で取引所に関する議論がずいぶん行われた。現在、戦後の証券界の目から見ると、取引所といえば証券取引所だけであるが、明治期には有価証券の取引所と商品の取引所の双方を指し、現実と同じ取引所の中で双方が取引対象にもなり、さらにいえば社会的には取引所といえば商品の取引所という認識から始まっていた。なぜなら、近い過去である江戸時代にすでに存在した全国の商品である米の取引が銘柄格付けによる先物取引として精緻な制度を形成しており、この経験を抜きにしては「取引所」をイメージしえなかったからである。

最も保守的な意見では取引所を娼妓の禁止と同格に捉えて「本来禁止であるが、とうてい禁止しきれないので一定の枠組みのなかで厳重に監視して許可する」というものがあり、この本来的取引所不要論が、社会的な取引所有用論に変わるまでには数十年を要した。結局、株式会社制度の取引所は認めたが、会員制の同業者仲間組織の規制を加味したものになった。こうした組織が変更されるのは戦時下の日本証券取引所への統合によってである。戦後はこの経験を鑑み、またアメリカ型の証券法をモデルにしたため、会員制の証券取引所が創設されて現在に至っている。しかし創設以来50年、現在は市場間競争の中で証券取引所の株式会社化が議論されている。歴史の歯車を元に戻すものではないとしても、大規模化した市場を背景に証券取引所の株式会社化にはそれなりの考えるべき問題があるだろうと思われる。

目 次

はじめに

I. 戦前期

1. 元老院・帝国議会における取引所論争
2. 株式取引所の設立と盛衰
3. 戦時組織としての日本証券取引所

II. 戦後期

1. 取引所欠如の時代と組織的店頭取引
2. 証券取引法に基づく証券取引所の設立とその後
3. 証券業免許制時代の証券取引所
4. 金融・証券ビッグバン下の証券取引所

III. 市場論の中の取引所論

は じ め に

金融・証券ビッグバンの対象とした範囲は市場における取引の対象商品の原則完全自由化、市場そのものの競争化、市場仲介者の競争化、さらに狭義の金融・証券市場の外側にある環境（持株会社、会社合併の方法、連結税制、金融取引の時価評価等）の整備に及んだ。市場の内部に限れば、市場仲介者の改革が証券業者免許制の登録制への移行と株式委託手数料の完全自由化を梃子として、最初に火がつき、かつ最大の展開となると予想された。現実に証券業者の改革が進む過程で、これはまた予想以上のスピードで「市場」そのものの競合化が進みつつある。

日本では従来証券市場といえば、株式の流通市場に代表させ、株式の流通市場はまた証券取引所に代表させる考え方が圧倒的に強かった。実際にはかなり長く「店頭市場育成政策」が取られており、店頭取引の取引規模も絶対的にはかなり大きくなってきているにもかかわらず、組織的取引所市場の吸引力が決定的だったのである。理由は、長期にわたる政策の継続、すなわち戦前期の投機的取引の取引所市場集中主義と、戦後期の実物取引の取引所市場集中主義にあったといえる。取引内容は戦前と戦後とで軸心が転換したが、取引所市場集中主義に変わり

はなかった。本小論では、明治期以来120年以上にわたって「市場」とほぼ同義に考えられてきた取引所を、その制度と機能の両面から歴史的に確認し、現在の転換点の理解に役立てようとするものである。

I. 戦 前 期

1. 元老院・帝国議会における取引所論争

日本で最初の証券取引所は明治11年創立の東京株式取引所と大阪株式取引所であり、ともに株式会社組織であった。明治維新以後の新時代の経済組織として、組織形態である株式会社組織というものは日本において初めての経験で、江戸幕府が欧米の効率的な経済単位として導入したものである¹⁾。取引所業は銀行業に次いで株式会社組織が早期に普及した業種である。他方で、取引所という経済組織は江戸時代にすでに商品取引の「会所」として全国的に存在し、その機能が認められてきたものであった。最も有名なのは全国産米の最大の集散地であった大阪の堂島米取引所であろうが、日本の封建制度の経済的基盤は各藩ともに産米の販売であるから、大小はあれ全国各地に、とりわけ水路・陸路の要所には米を中心に全国的必需商品の会所

が散在した。こうした実物の商品取引を基盤にして、年1回の秋を産出時とする米取引では1年を通じて米価格を明確にするために定期取引（格付け銘柄別の先物取引）が行われ、ときにはかなり投機化した。明治政府は取引所に関してはごく近い過去の実験を持ち、社会的にもこうした経験に対して強く悪印象を持った有識者もいたわけである。

（1）元老院における取引所不要論

日本で最初の証券取引所に関する法規は明治7年10月13日布告の株式取引条例（太政官布告）であり、最初の立法組織である元老院の創立（明治8年7月）以前なので、布告の成立に関しての議論は無かった。この条例は、これに基づいて設立された株式取引所は無いまま、商品取引所である米会所の設立に際して実質的に拠るべきルールとされ、さらに明治9年8月1日布告の米会所条例に骨組みが受け継がれた。米会所条例は元老院会議にかけられたが、「元老院は検視条例により議長及書記官の他は総て無言裏に、株式会社組織の起源をなすこの取引所沿革上重要な本案を通過せしめたのである」²⁾。すなわちなんの議論もなされなかった。検視条例とは元老院独特の「議案検視条例」制度で、「検視に付す」とされた議案は「元老院に於て可否することを要せず、又修正の権なし」であった。要するに立法機関を骨抜きにする方法が元老院制度にはビルトインされていたのである。

日本で最初の、それに基づいて現実に証券取引所が創立された法規は、明治11年5月4日布告の株式取引所条例である。元老院ではこの後米会所条例と株式取引所条例の両者について議論が行われた。明治15年12月28日「諸物品限

月売買取締ノ議」の布告案議論の際に、元老院議官の委員11番津田真道は次のように述べた。本案は止むを得ざると思うので賛成する、「娼妓ヲ公許スルハ不可ナルコトナルモ已ムヲ得ス之ヲ公許シ、密淫売ヲ嚴禁スルト一般即チ、両会所ノ営業モ正業ニハアラサレドモ已ムヲ得ス之ヲ許可シテ重税ヲ課スルニアレバ、法律外ニ在リテ両会所ノ方法ニ倣ヒ諸品ノ売買相場ヲナサバ之ヲ禁シテ投機心ヲ抑制セサルベカラザルナリ」³⁾。津田真道は明治9年4月陸軍省より元老院議官に任ぜられた法学者である。明治初年、公議所に人身売買禁止案を出したことで知られるが、引用文の前段はこの経歴から出た言葉でもあろう。とはいえ、娼妓の営業行為と、取引所の営業行為とを無批判に同列に論じた議官は他にはおらず、取引所論争に関しては最右翼に位置するといつてよい。

さて、両者ともに「本来、公許しない」「正業ではない」とされるが、理由は津田には明白であつたらしくここには述べられていない。推測するに、娼妓の営業禁止は人身売買の禁止と同レベルの基本的人権の保護であろうが、取引所営業禁止は投機取引禁止論に近いであろう。本来は公に認めがたいものを、——しかし完全に法律で禁止したとするならば人間の本性からして必ずや隠れて行うであろうから、すなわち絶対的禁止ができないものであろうから——、一定の制約内で公に認め、厳しく管理監督し、それ以外の場所では営業を厳禁する、というのである。娼妓営業と取引所営業には、語弊はあろうが、「額に汗して働かずに、そうした労働以上の利益を上げる」共通点がある。しかし厳密に言えば、娼妓営業には禁止か認可かの2段階しかないが、取引所営業には投機取引禁止か認可、非・投機取引の認可の3段階があり、

また別途に強力な賭博禁止がある。しかし津田には非・投機取引の認可という論点はまったく無い。これらを勘案すると、津田の娼妓営業と取引所営業の同一視には大いに問題はあるが、基本的には取引所営業禁止論、あるいは取引所不要論に帰するであろう。

(2) ブールズ論争

無論政府は取引所有用論の立場であり、当業者の希望を入れつつ取引所の漸次改良方針を採ってきたが、明治10年代に実際に種々の弊害が続出したため⁴⁾、明治20年になって根本的改良方針に切り換えた。政府による取引所研究、内容の調査が行われるかたわら、街頭で取引所改善論の演説もあったらしい。農商務次官は一方でお雇い外人のロエスレル他から英米仏独の実情を聞き、他方では東京株式取引所の発起人でもある財界人の渋沢栄一等に日本の実情と今後の方法について諮問した。結論は「相場会所は運用の如何による」となった。すなわち、1) 株主制度は、商業社会の共同会所に変える、2) 投機者流の巢窟である実態は、実業商人の集会所に変える、3) バクチ類似の行為は、真正な実物取引売買の方法に変える。モデルとしては、民間の自由に任せてバクチ類似の行為の多い英仏ではなく、初めから法令に基づき政府の認可を得る共同公有組織の独・ベルリン取引所を採った。政府の立場は、取引所は近代経済社会に欠くべからざる組織であり、投機もある程度は必要であるが、過度の投機は慮外である、ということであろう。

この考えにしたがって明治20年4月に「取引所条例」案が提案され、相当の議論の結果5月7日に成立、14日に公布、9月1日に施行された(俗称ブールズ条例)。この条例は、商品と

有価証券の取引を同レベルで対象とし、取引所の組織をすべて会員組織とした。施行された後はかなりの数の取引所が新設された。しかし、従前の株式取引所条例と米商会所条例は廃止されておらず、既存の取引所の営業免許更新も行われた。新旧3条例の並立と新旧取引所の並立という混乱状態になったため、改めて日本人による欧米の実情調査が行われたにもかかわらず⁵⁾、最終的には明治26年の取引所法によりこの条例を含む旧条例はすべて廃止されるに至った。

元老院における取引所条例に関する主要な議論の1つは株式組織の可否である。議官1番の箕作麟祥は「株式組織は必ずしも悪くない、株主がその商業に必ずしも従事しないのはどの業においても同じである、また株式組織を改革することはできても賭博者流の一扫は無理というもの」とした。66番村田保は「株主は取引所株券の価格高騰にのみ注目する、共同取引所の方を希望する」と論じた。ここでは、取引所が株式会社組織を取る場合の、株式会社論としての側面と取引所論としての側面が、議論としてはかみ合わなかったようである。株式会社としては株主の責任は出資持ち分の出資までであり、その営業に当事者として携わることは必ずしも要求されない。長期的な出資者としてではなく、短期的に投機者として係わる者があってももちろん構わない。しかし取引所としてはその場内における取引参加の権利は仲買人(当時)に固着しており、取引所市場の運営に関しては仲買人当業者の意見を反映しないわけにはいかない。取引所条例で株式会社組織が排されて会員組織が採られたということは、株主による株主総会に代表される一般社会(投機家も含む)からの監視の目の有効性よりも当業者の共同会所の

方が政府としては管理し易かったろうことを推測させる。もっとも後にみるように有価証券の取引所はすべて株式会社組織のままであった。

さて元老院の中に調査委員7名を置いて調査修正した結果を議論する中で、再び議員64番津田真道が登場する。津田は「進歩している欧米に比して日本の商工業はいまだ幼稚であり、日本国民はまだ脳力（原文のまま）幼稚である、この条例はしばらく発布を中止し、米・株式取引所は営業満期を以て廃止することを求め」た。なぜならその弊害が天下に著名であるからである。また65番清岡公張も「米・株式取引所は賭博集会所であるからこれを一掃して新たなブルスを設立することは賛成する、しかしこの修正案は緩和しすぎであり悪弊も生じよう、むしろ廃棄して他に良案を求めたい」とした。しかし、いずれも賛成するものはなく、基本的にこの修正案が可決された。この二者は、明治20年段階における取引所不要論、廃止論である。もうすこし日本の国民の考えが進めば、そしてまた適切な監督法があれば、その段階で取引所の存立を認めようというものである。元老院における取引所関係の議論は明治22年2月6日で終わった。

（3）帝国議会における取引所論

明治22年2月11日に大日本帝国憲法が発布され、翌23年7月1日に第1回衆議院選挙が行われて、11月29日に第1回帝国議会が開会された。明治25年12月になって政府はようやく取引所法案を帝国議会に提案する。その提案理由書はなかなか興味深い。「——明治維新以来旧幕府諸藩の制を継いで必要の監督をなしてきたが——従来の相場営業の方法は実に数百年の沿革を有し因習の久しき俄に之を廃止するときは実

際反て其の激変により意外の影響を商業上に及ぼさんとするの虞あるを以て」明治21年さらに各会所の営業延期を許し、調査の上⁵⁾、この法案が提出されたのである。

政府は明らかに「相場営業の方法には数百年の沿革」があると認識している。すなわち江戸時代以来の米取引の伝統を相場営業の根幹として把握し、明治期に入って新に開始された株式・公債等の有価証券取引もそれと同質のものとして、その延長上に置いている。明治期に代表的な論者が取引所投機論を展開した⁶⁾ ことに対する批判を加える場合には、この事情をまずは前提にしなければならないであろう。最初に米取引があり、株式取引はこれと同列のものとして捉えられたのである。「激変を避ける」方針は常に政府の提案の根底にあるが、今回の取引所法案は、i・現行3条例（米商会所条例、株式取引所条例、取引所条例）の統合一定、ii・諸慣習の調和を図り、一定する、iii・人権物権の永久事項を法に規定し、他は勅令・定款に委ねる、こととした点で、相当の改革になった。結果として、昭和18年までの50年間にわたって基本的な証券法規となったのである。

取引所法案は取引所の組織形態としては米商会所条例・株式取引所条例の採った株式会社組織と、取引所条例の採った会員組織との、両方を可とした。この点ではブルス条例よりも一歩退いたことになる。政府は「会員組織か株式組織かは並行であり、主客はない、但し株式組織を採れば担保がありそれだけ強固であるので、米取引所と株式取引所は株式会社組織を採るべきこと、取引所に対する免許とは設立免許だけではなくどちらの組織形態を採るかということにも立ち入りたい」とした⁷⁾。

取引所法第1次改正は明治32年から逐次実施

された不平等対外条約の改正（外国人の法権・税権の回復）に合わせて、相互互恵の意味で取引所に外国人株主を認めた。しかし外国人が会員や仲買人になることは定款で禁じることができた。議論は簡単であったが、政府委員農商務省商工局長木内重四郎は「——元來取引所は性質上公益機関である、普通の営利会社とは性質を同じくしませぬ——、会員又は仲買人は、取引所が公益機関として行動するに必要な要素を成すものであります、因って仲買人となるにも行政庁の認可を経なければならぬ」と答弁している⁸⁾。公益機関という認識が明確な言葉で表現された早い例であると考えられる。有力な議官が現実の取引所を「博打場」と見ていた時代から10年で、政府の認識はかなり戦後の証券取引法の認識に近いところまで来ていた。

取引所法第2次改正は大正3年で、明治26年の制定以来20年経過しており、その間の経済発展に合わせて、次のような改正が提案された。

- i. 仲買人の選定範囲を広げ、人格資産信用に重点を置いた
- ii. 仲買人が取引所の役員を兼ねたり、他の取引所の仲買人となることを禁じた（既存の兼業は認めた）
- iii. 支店出張所の営業禁止（本人でないものの呑み行為の悪弊を防止）
- iv. 仲買人の為にする素人の定期取引の委託の代理・媒介・取次ぎの禁止（仲買人ならば良い）
- v. 定期取引には取引所の担保責任がある、直・延取引ではこの責任を定款で解除しうる（相対売買で相手を選べるため）

呑み行為については従来曖昧であった規定を明確に区別した。第1に取引所の営業の独占権を明確にし、第2にそれを否定することになる

仲買人の委託玉の呑み行為を禁止したのである。また税金の面でも、従来は取引所税1本であったものを取引所営業税と取引税に区分した。独立した経済組織としての取引所と、その場を利用する仲買人との関係をできるだけ明確に規定していこうとする努力がなされたといえる。取引所問題とは仲買人問題であることが、この段階では明らかになってきたといえる。それだけに軽々に改正ができない。

政府委員の提案説明は衆議院では「取引所改正は多年の宿題——しかし経済上実際に於て影響することが甚だ多いので——漫に理想に走せ或は難きを強ゆるが如きことは最も慎まなければならない——成るべく情弊を矯めて以て真正なる機能を發揮せしめんとする趣意」、貴族院では「——取引所の改善問題は——多年の懸案になっている——此改正案は根本に於て改正を試みない——姑息の改正案であるというような声も一部聞くのでありますが、斯の如く数百年來の歴史を有って今日に参りました斯ういう経済の機関を、一朝にして根本から改めますということは、甚だ其当を得ぬことと思ひまして、——そういう改正を敢えてしなかったのであります」と述べた⁹⁾。やはり、漸進的改正論であり抜本的改正は回避されている。また質疑応答の過程では、政府委員は取引所の数に関しては48取引所で不足しているとは認めない、多すぎるぐらいである、もっともこれまでに出願を却下した例はその地区内にすでに取引所が存在するためだけであること、空相場に関しては明治26年までは取引所においては違法の如く考えたがそれ以後は取引所の担保責任を明確にして（実物授受に重きを置かない）定期取引を市場に一任して行わせた、と述べた¹⁰⁾。

取引所法第3次改正は大正11年2月である。

大正3年改正法の審議過程で政府は「實際上あらゆることをしてきたので、取引所問題に関する特別の調査機関設置は不要」と述べたが、その6年後の大正9年9月には取引所制度改正調査会を設置した。この調査会の答申に基づいて出されたのが、以下の第3次改正案である。調査会の意見と政府案が異なる場合は括弧内に調査会意見を入れた¹¹⁾。

i. 取引所の組織（会員組織）株式会社組織と会員組織

ii. 売買取引の担保（取引所の強制担保を廃し相対任意担保に）株式会社組織の取引所について強制担保を廃し売買当事者の任意担保に、但し実質的な必要があれば認可を受けて取引所に担保責任も可

iii. 売買取引方法（最長期を証券1ヵ月、米2ヵ月、蚕糸6ヵ月、棉花・糸・布類12ヵ月）有価証券2ヵ月、米3ヵ月、蚕糸6ヵ月、その他は勅令で定める

iv. 現物市場 有価証券の売買取引を目的とする市場は取引所法により律する

大正10年当時、現実に存在する取引所は（商品・有価証券共に）すべて株式会社組織を採っていた。明治20年のブルス条例以来の会員組織普及の思想はまったく根づかなかったのである。取引所法による免許会社ではあるが営利を目的とし、その取引所市場取引に参加する仲買人も同じく免許営業であるが営利を目的とする。これらを一方では社会の需要に応じつつ営業として成り立たせ、他方では公益機関としての職責を全うせしめる必要から、改革案が作られたのである。取引所の組織に関しては調査会のみならず政府も「取引所の本質からいっても当業者の取引団体を本体とする会員組織の方が理想に近い」と思っていたが、すでに明治11年

に創立された東京、大阪の株式取引所、それ以前に創立された米取引所等は40年以上の歴史を重ねており、にわかな改正はできない。したがって「株式組織に会員組織の長所を大きく加味する」改正となった。仲買人の名称を取引員に変えたには有力者を網羅し、かつその自治権を伸長する意味合いがあった。取引所に会員または取引員より選挙される商議員会を設けたのは明確な自治権の拡大である。

株式会社組織取引所の強制担保制度を相対任意担保制度に原則として変えたのもこの延長上にある。売買取引は取引所ではなく仲買人が行うが、その仲買人及び委託者の顧客ともども従来は受渡し決済に不履行がままたり、取引所におけるすべての売買取引の确实安全を期するために、取引所自体が強制担保責任を負う制度になっていた。善良な取引参加者及び委託者を守る制度ではあったが、半面では不心得者の存続を許し、不健全で節度のない取引を助長することにもなった。これを廃止し、実際に売買取引を行う当事者個人、あるいは仲買人側の共同担保に委ねることにすれば、当然に取引参加者の責任に関する自覚を促し、実力信用を向上させるであろう。これもまた実質的な会員組織化につながる。

売買取引方法の決定には取引所営業の利害が大きく関係するため、政府も十分な注意を払ってきたが、とりわけ重要な長期の取引について、i・不健全な投機取引または空取引の弊害が生じることを防ぎ、ii・実際取引の必要には応じる、ように改正した。ここにおいて商品と有価証券とでは明らかに認識を変え、商品は外国貿易の決済日月を考慮した「実際取引」の必要に応じ、有価証券は「なるべく短期の実物取引に近づける」こととされた。すなわち取引所

における売買取引の方法は、取引所に対する「社会的需要」を映し出して、「不健全な投機取引の抑制、なるべく実物化を期し、堅実真正な取引機関たらしめる」ように改善された。

現物市場問題は取引所の設置の一般論と現物取引の投機化との2論に分かれるといえる。取引所の設置一般は需給の統合と公定相場の公示の点から「1地区1ヵ所」に限定されている。有価証券の定期取引はこれに従ってきた。しかし、明治初期に比して経済が格段に大きくなり、有価証券を発行する株式会社も多くなったことから、取引所以外の場所で——すなわち取引所法による取引所としてではなく——有価証券の現物市場の設置を出願する例が増えてきた。これに対して、現物市場も取引所であるとして「1地区1ヵ所制」で律し、既存の取引所に吸収することにした。このようにした理由が現物取引の投機化の事実である。そもそも現物有価証券の個別的・相対売買は、自然発生的なものも、顧客同士の直接売買も、仲買人が間に入っても、取引所以外の場所で行ってよい。しかし、その現物売買が常時仲買人が仲介し、あるいは仲買人同士の売買が大きくなり、独自の価格形成力を持ち、かつは当然の成り行きとして差金決済取引に進む、しかも定期取引に係わる取引所税を免れている、ということになれば放置はできない。「有価証券の売買取引をなす市場はすべて取引所法により律する」とされたのである。

この提案の議論の過程¹²⁾で、男爵小畑大太郎は有価証券の売買取引期間の短縮は「無謀なる長期取引を改善するのであるならば何故根本から定期取引そのものを廃止しないのか、また最も弊害のあると思われる有価証券についてのみ実施を3年後にしたのか」と質問し、政府は再

び「激変を避ける」と回答している。倉知鉄吉は「必要ならば現物の市場法を作って現物市場を特設せよ」と述べ、安田善三郎も「市場という言葉の意味が明瞭でないために問題が起きているのではないかと述べた。これに対して政府側（農商務省）委員は「市場とは、一定の組織の計画を立て、継続的にそこで売買をなすものと見る、名前が証券交換所であろうが現物会社であろうが実体はどうかを調査し、実体が市場である、取引所類似の行為である、差金取引を営むということであれば、取引所法で取り締まる」と回答した。商品の現物取引のみを行い、差金決済をしないものは、取引所ではない「市場」として認めるが、有価証券の場合は必ずや陰で差金決済化するのでやがては取引所と解釈せざるを得ない、というものである。

大正10年3月の議会は会期終了が切迫し、この法案は審議未了となったが、翌11年2月に同一内容で再提案された。この議論の過程¹³⁾、再び取引所と市場の区別が問題にされた。「農商務省ではこれを1つのものと認めているのか、別のものとするのか」という若槻礼次郎の質問に、政府側は前回とほぼ同じ考えではあるが「2つに明確な実体の差は付けにくい、株式を売買する市場では弊害が起りやすいので、実勢があり、弊害があれば取引所法に拠らせる（取引所として扱う）、証券交換所は自ら取引所でも市場でもない問屋営業であると主張し、政府もそれを認めたものであるが、今回の改正ではそれらも包含しうるように「施設」とした」と回答した。こうした実態を勘案の上、この改正では既存の定期取引を長期清算取引とし、新規に短期の定期取引を創設して短期清算取引とし、これらと並んで実際の受渡しを目的とする現物（実物）取引を置いた。清算取引と

しては短期の方が長期よりも弊害が少ないだろうから、短期取引を奨励するという立場であった。改正法案はこの度は可決された。

取引所法第4次改正は、第3次改正中の有価証券売買取引の期間短縮（3ヵ月から2ヵ月）をめぐる、大正14年に限月短縮実施延期法案が出されて即否決、予定通り実施された後、昭和4年に提出された限月復旧法案の可決である。この法案は13名の議員の提出になり賛成者は191名に上った。提案者を代表する吉津度の説明は「限月短縮の目的は投機の抑制であったが、実際にはその目的は達せられず、大阪、名古屋等の取引所で長期清算取引がほとんど全滅したように、著しく証券の流通を阻害した、甚だ不都合である故に限月を復旧させよ」というものである。反対論は従来どおりであり、「民意」は反対論にありとしたが、政府はこの度は大正14年以来の実施状況を見て「必ずしも取引期間の長期が投機的で、短期が投機的ではないとはいえない」との立場を取った。反対論の志村源太郎は「我が株式取引所に於いて投機に便宜を与えるか、実物取引に便宜を与えるかの問題で、従って——社会正義の観念の問題——ではあるが、「投機取引を絶滅させるのは考えものである、実物取引を本位にしてその調合（原文どおり）に投機取引をさせるのは止むを得ない」と述べた¹⁴⁾。明治時代の保守派が取引所不要論であったのに比べて、かなり進歩したといえよう。

2. 株式取引所の設立と盛衰

明治7年10月13日布告の株式取引条例にもとづいて、直ちに10月に東京の富豪三井・小野・島田が株式取引所の設立を出願したが、年内に小野組と島田組は破綻した。このため翌8年1

月に三井は新たな発起人を加え再び出願したが、認められなかった。

明治10年12月26日に渋沢栄一等が出願した東京株式取引所は株式取引条例により創立許可を受けたが、その創立準備の過程で監督庁の大蔵省側が新条例を制定したため、明治11年5月4日布告の株式取引所条例により改めて出願して5月15日に創立許可を受けた。大阪株式取引所は6月17日に許可となった。当初は設立はこの2ヵ所に限定されたが、明治13年9月に解除された。以下に根拠法令と設立取引所を一覧する。

株式取引所条例

- 明治11年5月 東京株式取引所*
- 6月 大阪株式取引所*
- 明治12年3月 横浜洋銀取引所（9月横浜取引所に、13年9月横浜株式取引所に改称）*
- 明治16年7月 神戸取引所（18年任意解散）
- 明治17年6月 博多米商会所（後に博多株式取引所）*
- 8月 京都株式取引所*
- 明治19年3月 名古屋株式取引所（明治22年12月任意解散）

取引所条例

- 明治20年7月・8月開業9取引所のうち6ヵ所は未開業のまま任意解散（売買物件不詳）、高岡（商品・株式）は29年高岡米穀に合併、神戸は29年に株式組織に変更*、佐賀（米他不詳）は27年任意解散

取引所法

上記取引所は改めて免許設立

明治26年12月 山形米穀生糸取引所 (35年解散時, 山形米穀生糸株式取引所)

12月 広島米綿取引所 (後の広島株式取引所) *

12月 和歌山米穀取引所 (大正12年解散時, 和歌山株式取引所)

12月 名古屋株式取引所, 再設立 *

明治27年1月 長崎米穀取引所 (後の長崎株式取引所) *

3月 宇都宮米穀取引所 (34年解散時, 宇都宮米穀株式商品取引所)

3月 奈良米穀取引所 (35年解散時, 奈良米穀株式取引所)

3月 久留米米穀取引所 (31年解散時, 久留米米穀株式取引所)

3月 上野米穀取引所 (三重県, 34年解散時, 上野米穀株式取引所)

3月 松阪米穀取引所 (37年解散時, 松阪米穀株式取引所)

3月 八王子繭糸取引所 (34年解散時, 八王子繭糸株式取引所)

3月 長野米穀取引所 (36年解散時, 長野米穀株式商品取引所)

3月 前橋米穀繭糸取引所 (34年解散時, 前橋米穀繭糸株式

取引所)

4月 函館米穀塩海産物取引所 (35年解散時, 函館米穀塩海産物株式取引所)

5月 堺米穀取引所 (38年解散時, 堺株式米穀取引所)

5月 福山米綿取引所 (31年解散時, 福山米綿株式取引所)

6月 中津米穀取引所 (35年解散時, 中津米穀株式取引所)

6月 一ノ宮米穀取引所 (32年解散時, 一ノ宮米穀株式取引所)

6月 長岡米穀取引所 (後の長岡株式取引所) *

8月 半田米油取引所 (35年解散時, 半田米穀商品株式取引所)

明治28年一 小田原米穀取引所 (33年解散時, 小田原米穀株式取引所)

明治29年一 津山米穀取引所 (34年解散時, 津山米穀株式取引所)

明治29年7月 新潟株式取引所 (明治35年新潟米穀取引所に吸収合併, 新潟米穀株式取引所に改称) *

9月 神戸米穀株式外四品取引所 (後の神戸取引所) *

明治29年一 高知米穀株式取引所 (34年任意解散)

明治30年一 高田株式取引所 (32年任意解散)

〔資料〕小谷勝重『日本取引所法制史論』第1章「興廃取引所一覧」

注) *は取引所法の下で最後まで存続し、統合して日本証券取引所になった取引所
株式取引所条例による取引所はすべて株式会社組織である。ブールス条例による取引所はすべて会員組織であったが、一部に有価証券を対象とした高岡取引所は株式会社高岡米穀取引所を買収され、神戸取引所は後に株式会社化した。取引所法による取引所で所有証券を対象とするものはすべて株式会社組織を取った。結果として、議会であれだけかまびすしく会員組織か株式会社組織かが議論されたにもかかわらず、有価証券の取引所にはほとんど関係がなかったことになる。

前出の取引所の興廃一覧を見るといくつかの興味深い点を読み取れる。

i. 株式取引所条例で設立された最も古いグループが中核である

ii. 取引所法により明治26年12月から27年8月にかけて取引所設立ブームが訪れるが、その大半は34年前後に任意解散となる、結果として取引所濫設時代を形成

iii. 濫設時代に最初に商品取引所として設立され、後に株式取引を追加したところは、当初の売買対象が米・糸であったものが多い

iv. 戦前、北海道地域には株式取引所がないといわれていたが、函館に一時ではあれ存在したことがある

v. 株式取引所の新設は明治29年の新潟が、解散は明治38年の堺が、それぞれ最後である。

3. 戦時組織としての日本証券取引所

明治38年以後、前出一覧の*印のついた株式会社組織の株式取引所11ヵ所時代が昭和18年まで38年間続いた。満州事変以後、準戦時・戦時統制時代に入る過程で、取引所にとって脅威と

なる事件が起きた。昭和11年7月21日の朝日新聞に取引所株を上場禁止するという大蔵省案が掲載され、全国11ヵ所の株式取引所は立ち合い停止となったのである。当時、取引所法による監督官庁は商工省であり、大蔵省ではない。翌22日、大蔵省と商工省の両大臣が「関知せず」との声明を出して、朝日新聞の記事は「虚報」と判明、取引所市場は取引所株を除いて立ち合いを再開した。

当時はこれ以上のことは分からなかったが、戦後かなりたってこの「大蔵省案」は実際に存在し、それが次に見る日本証券取引所の法制化にそのまま活かされたことが、当時大蔵省内の勉強会に参加していた森永貞一郎（昭和42年—49年東京証券取引所理事長）の証言で明らかになった¹⁵⁾。直接の監督官庁である商工省ではなく大蔵省でそのための勉強会が持たれたことは、その後の大蔵省による証券行政の成立を予見させる。従来大蔵省は銀行・信託・保険、外国為替の領域を行政の範囲とし、農商務省改め商工省は産業・商品及び有価証券の売買取引をその範囲としてきた。しかし準戦時体制に入り、その長期化が展望されると、国民経済全体の物流の把握と同時に金融の把握が重要視され、計画経済に沿った金融統制が進められることになる。その方向性を見通した大蔵省は戦時金融統制の一環として証券取引の過度の投機を抑制し、進んでは政策的な株式取引所の統合を考えたのである。

真珠湾攻撃の後、昭和16年12月13日に取引所の管理は商工省から大蔵省に変わり、1年後の17年12月16日に日本有価証券取引所法案要綱が発表された。翌18年1月29日に衆議院に上程されたときの名称は日本証券取引所法案である。約1ヵ月の議論で日本証券取引所法は公布さ

れ、施行令を公布する条項のみ3月25日に、残りは6月30日に施行された。この法律により昭和18年6月30日に全国11ヵ所の株式組織の株式取引所の歴史は終了し、日本証券取引所へ統合された。市場の開設は翌7月1日である。日本証券取引所の組織、売買方法他は以下の通りである。

i. 目的：国家経済の適切な運営に資するため有価証券の公正な価格の形成及び価格の安定に任じ、かつ有価証券の流通を円滑ならしむる

ii. 法人である：主たる事務所は東京、資本金は2億円（50円、400万口）、出資に対し出資証券を発行し譲渡可能、出資配当は年100分の5、旧取引所に対し日本証券取引所の出資を引き当てる、政府は5,000万円を限り出資しうる（交付国債で可）

iii. 解散については別に法律で定める

iv. 役員：政府が任命、職員：公務に従事する職員と看做す

v. 業務：有価証券市場の開設、売出しのためにする有価証券の引受又は買入、引受又は買入たる有価証券の売出し及び有価証券の募集又は売出しの取り扱い、付帯業務、及び主務大臣の命令により価格安定のための売買取引等

vi. 有価証券市場は日本証券取引所に限り開設しうる、主務大臣の開閉命令権

vii. 取引員：株式会社（最低資本金規定あり）、主務大臣の命令権

viii. 売買取引：実物取引（差金決済不可）、清算取引（長期取引のみ）

これにより株式会社組織の株式取引所の最大の特徴であった当所株（その取引所自体の発行株式）の上場取引は消滅した。売買取引仕法のうち短期清算取引も廃止された。日本証券取引所出資証券は上場されたが、資本面では政府が

4分の1出資する特殊出資法人であり、組織としてはガバナンスはすべて政府の命令権に集約される営団のような性格となった。配当制限もある。となれば出資証券として上場はしても実態は政府保証債のようなものであった。清算取引自体も短期の制度が無くなり、また残った長期取引も認められたのは東京・大阪の2市場だけであった。全体として、実物市場の保護育成が図られたのである。

II. 戦 後 期

1. 取引所欠如の時代と組織的店頭取引

日本証券取引所は第2次世界大戦末期、昭和20年8月9日まで市場を開けていたが、同日大蔵省の命令で臨時休会に入った。ポツダム宣言受諾を控え、広島・長崎への原子爆弾の投下、ソ連参戦を受けて、戦争終結への最終段階である。大蔵省の命令で閉鎖したものが、戦後の占領下では大蔵省の命令では再開できないことに気づかされたのは、9月25日付けでGHQの再開禁止覚書が出されたときである。以後、占領国軍最高司令部（GHQ）が証券市場に関しても最高の権威となり決定権を持った。日本証券取引所は再開されないまま昭和22年3月28日公布の日本証券取引所解散等に関する法律の施行により、4月16日解散して清算手続きに入った。

旧日本証券取引所の立会場施設等は現物出資されて平和不動産株式会社が設立された。日証出資証券は財閥株式や閉鎖機関保有株式等と同様に、発足したばかりの証券処理調整協議会（SCLC）により一般に放出されることになり、戦後の地域業者団体であった東京証券業協

会はこれを協会の義務株として引き受けた。日証は解散しており、従来の取引員組合は消滅していたためである。東京地区を例に取れば、東京株式取引所株式（仲買人を含む関係株主、一般株主）⇒日本証券取引所出資証券（旧株主の出資者化、政府と一般の新規出資者）⇒平和不動産株式（証券業者一般、一般株主）となったわけである。

日本証券取引所市場の再開がGHQにより禁止された後、日本の証券業者は一方で取引所再開運動を繰り返しながら、他方では現実の証券取引の場を自らつくり出した。個別の証券業者の店頭取引と、それらをつなぐ集团的店頭取引の形成である。東京、大阪では昭和20年末から、その他の取引所所在地ではやや遅れて集団取引が開始され、日ならずしてGHQもこれに暗黙の承認を与えるようになった。理由の第1は取引所市場再開を禁止している以上、自然発生的な市場を認めないわけには行かなかったこと、すなわち証券取引の完全禁止は考えていなかったこと、第2は財閥解体株式等の一般放出の「場」としてこの集団取引が利用できたことであった。組織的市場である取引所が存在せず、旧取引所法で対応できるかどうかかわからず、大蔵省はまだ平時の証券行政に不慣れであり、戦前型の取引所論学者も大変換期にそれどころではなかったのか、「取引所類似施設の禁止」論はなかったようである。集団取引はもちろん取引所ではない（GHQが禁止している取引所を開設することはできない）が、実質的に最大の需給を統合する市場であった。物理的な取引場所と取引ルールを持ち、決済受渡し方法も確立した集団取引は、実質的には取引所の機能を果たしたといえる。そしてこの経験が、新たな戦後の会員制取引所開設を受け入れる準備

過程にもなったのである。

2. 証券取引法に基づく証券取引所の設立とその後

証券市場の戦後改革のバックボーンとなったのは証券取引法である。昭和22年法は証券取引委員会の項目を除いて施行されず、直ちに全面改正となったが、その改正23年法の施行（取引所関係は5月7日）により、東京証券協会他各地の証券業者の協会は会員組織取引所設立準備委員会を設置し、設立許可に備えた。具体的な準備に入るのは昭和24年1月31日GHQが「制限付証券取引の再開を許可する」旨発表した後になる。集団取引を開催していた各地では急速取引所設立準備を進め、東京、大阪、名古屋から証券取引所が新設され、戦後の取引が再開された。

東京証券取引所

24・3・18登録 5・16売買取引開始

大阪証券取引所

24・3・18登録 5・16売買取引開始

名古屋証券取引所

24・3・18登録 5・16売買取引開始

広島証券取引所

24・5・28登録 7・4売買取引開始

福岡証券取引所

24・5・28登録 7・4売買取引開始

京都証券取引所

24・5・28登録 7・4売買取引開始

神戸証券取引所

24・5・28登録 7・4売買取引開始

新潟証券取引所

24・5・28登録 7・4売買取引開始

札幌証券取引所

25・3・10登録 4・1売買取引開始

〔資料〕『第1回理財局証券年報』

アメリカの1933年証券法及び1934年証券取引所法をモデルにして作成された昭和23年改正証券取引法は証券取引所に関して以下のような基本構成になっていた。

i. 証券取引所とは有価証券の売買取引を行うために必要な市場を開設することを目的とする者をいう、有価証券市場とは有価証券の売買取引のために証券取引所の開設する市場をいう

ii. 会員組織の法人、証券業者でなければ設立できず、証券取引委員会に登録

iii. 目的を達成するために直接必要な業務の外、営むことができない

iv. 2以上の有価証券市場を開設してはならない

v. 会員は証券業者に限る、会員の営業用純資本額の最低額を定め、それを下回れば売買取引を停止しうる

vi. 会員の出資義務と経費負担義務、出資持ち分は会員が脱退しようとするときは譲渡できる、会員に対する管理

vii. 理事長以下の役員は会員の選挙による

viii. 有価証券市場における売買取引は、当該有価証券市場を開設する証券取引所の会員に限りこれをなすことができる、上場審査と売買管理

ix. 会員の受託の取り扱いの場所の限定、会員管理

x. 解散事由、登記、取引所に対する監督

i は、戦前法では必ずしも明確ではなかった「証券取引所」(市場を開設する組織)と「有価証券市場」(取引所の開設する市場)とを明確に区分して定義付けたが、この定義には店頭市場が包括されない。

ii は、証券業者を会員とする会員組織取引所

の登録制を明確にした。別途、証券業者は会社と個人の両方を認めた登録制であるため、例えばviの会員の脱退には「死亡」の項目も見られる。アメリカ型の個人業者・登録制と戦時日本の株式会社・免許制を折衷した結果、実際には個人の証券業者は無いにも係わらずこのような規定が作られた。取引所の登録制は証券業者登録制に合わせたものであるが、設立の基盤が全く異なるため昭和28年法改正で免許に再度転換された。前出の9取引所はすべて昭和28年9月1日に免許を受けた。なお、取引所登録制を決めた時点では戦前期以来の「取引所の1地区1ヵ所主義」の地域限定を撤廃し、「今後全国に相当数の証券取引所が設立されるものと予想」した¹⁶⁾。しかし現実には高岡、富山等の設立希望は報道されたに止まり、横浜の復活は認められず、戦前期に無かった新たな取引所は札幌だけとなった。政策的な地区限定制度は撤廃されたとしても、ある種の経済的な地区限定は自ずと必要であったということであろう。

iv (第87条)には後に第2項として「何人も有価証券市場に類似する施設を開設してはならない。何人も、前項の施設により売買取引をしてはならない」(第191条)が併せ、追加された。昭和30年代半ばに店頭取引が再び盛んになったときに、「有価証券市場類似施設禁止」の規定に抵触する恐れありとして、取引所市場第2部を新設して吸収した。この折りには、第2部市場は「2以上の有価証券市場には当たらない」と解釈された。

v はかなり長く戦後取引所の基本体制であったが、銀行の債券ディーリングを認めた時点で特別会員制度が作られた。viの会員の出資持ち分は脱退して他の会員希望者に譲渡することは認められたが、その証券化は認めていない。こ

の点では日本証券取引所出資証券（上場）及び日本銀行出資証券（上場、後に店頭登録）よりも後退したといえる。証券取引所出資持ち分は何よりも有価証券市場における売買取引への参加権利の代価となったのである。

xの解散事由による解散は、登録制の下でもそう頻繁にあると考えられてはいなかったが、現実にも証券業者免許制を決めた証取法改正が施行される時点で、昭和42年10月31日に神戸証券取引所が解散したのが唯一の例である。解散事由は会員総会による決議であり、神戸の会員は隣接の大阪証券取引所の会員となり、単独上場銘柄も大阪に上場された。監督官庁はこの解散は投資家にはなんら影響が無かったと評価した¹⁷⁾。取引所取引全体の東京集中の進展に伴い、京阪神経済圏がいかに大きいとしても3ヵ所の証券取引所営業は成り立たなかったのである。

この他、昭和40年代前半期には証券取引所の管理体制や売買取引監視体制、信用取引等について種々の改善がなされた。しかし、設立・解散、会員組織か株式会社組織か、といった議論はまったくなかった。昭和53年に証券研究会（座長・坂野常和）の報告書が地方取引所の衰退の現状を見て証券取引所の統合論を出したが、不評であった。理由は1つには戦時中の日本証券取引所への統合に近い悪夢として証券界にまだ根強く染みついていたこと、また1つには会員組織の取引所であること、すなわち同業者団体であるものの最低限の性格（取引はなくとも話し合いの場である）と地域経済・財界における地位の確保に自らコストをかけるというならば、これを止める論理は無かったのである。

さて戦前期の取引所議論では投機取引抑制論

が強固であり、個別銘柄先物取引である清算取引の長期（株式、債券）と短期（一部の株式）について不要論があり、最終的には戦時の日本証券取引所では短期清算取引は廃止された。戦後の会員制・新設証券取引所では証券業者は当然に清算取引が再開できると信じていたが、できなかった。証券取引法では売買取引仕法、契約締結の方法、受け渡し決済の方法には触れていない。これらは取引所の業務規程に委ねられた（23年法第108条）。証券取引法の対象一般に関する罰則として第201条「有価証券市場によらないで、有価証券市場における相場により差金の授受を目的とする行為をした者——への罰金」があるが、これは取引所の外の話である。当然に清算取引ができるものと信じていた日本の証券業者の前にGHQから突きつけられたのが売買取引再開3原則（GHQ覚書）の1つ「先物取引の禁止」である。法的禁止ではないが、占領下ではこれに従う他なく、戦後の取引所取引は実物取引のみで開始された。

清算取引復活の要求は市場が沈滞するたびに証券業者から出され、ついに昭和30年代初めに大蔵省理財局も特別法を制定して認めるかというところまで行ったが、その後の実物取引の盛況で復活要求の方が消滅してしまった¹⁸⁾。証券取引には実物取引しか認めてこなかったアメリカは、金融革新の流れの過程で1982年（昭和57年）カンザス・シティ・ボード・オブ・トレードでバリュー・ライン株価指数先物取引を開始する。通貨先物はすでに10年早く開始されている。日本はかなり立ち遅れて、昭和61年に証券取引法を改正して、債券先物取引から戦後の証券先物取引を開始する。昭和20年6月末の停止から41年ぶりであった。取引所の本質は先物取引を行うところにあるとされた戦前期とはまっ

たく性格の異なる取引所が実現したのがこの41年間であった。

3. 金融・証券ビッグバン下の証券取引所

平成8年以來の金融・証券ビッグバン議論の中で証券取引所に関わる大きな改革点がいくつか決定された。その実行によって、というよりもこれらの決定を迫った市場環境の大きな変化によって、証券取引所は現在戦後改革期以來の転換期にある。今次改革の最大の特徴は、戦前期以來共通の制度の改革と、市場間競争を促進する方向への政策転換、そして議論の過程では予想しきれなかった電子証券取引の非常な進展が絡み合って展開していることであろう。

1) 委託手数料の取引所による決定制度の完全自由化 これは金融・証券不祥事の直後に問題にされ、平成6年から10億円以上の株式取引についてはすでに自由化されていた。それを押し進めて、平成10年4月から5000万円以上について、11年10月から完全に自由化された。このこと自体は証券取引所の会員である証券会社の手数料収入部分に関わるもので取引所には直接関わらないが、次ぎにくる市場集中主義の撤廃と併せ実行されれば、市場内取引の減少として大いに影響を及ぼす。また、会員証券会社一般の経営環境が悪化し、破綻あるいは減資等すれば会員制取引所としては地盤沈下ともなる。

2) 上場証券取引の取引所市場集中主義の撤廃 これは直接には昭和24年取引所再開時の3原則で明確にされたものではあるが、戦前期も上場先物取引(清算取引)の取引所市場集中は法的な原則であった。すなわち、戦前型「個別銘柄先物取引の取引所市場集中」主義から戦後型「実物取引の取引所市場集中」主義へ移行し

ただけであった。これが撤廃されたとなると、いかに証券取引法による免許制の証券取引所であったとしても、取引所の開設する有価証券市場の他市場と比較した優位性を明確に強調して競争しないわけにはいかない。

3) 店頭売買有価証券市場の法的位置づけの確立 2)と表裏一体になるのが3)である。取引所市場以外の市場は——完全に否定されたということはないが——、戦前期は i・株式取引所設立以前の自然発生的取引は株式取引所に吸収された、ii・取引所法の下では差金決済化しない実物取引は取引所外でも認められた。戦後期は、i・取引所空白時代の集団取引には暗黙の承認が与えられたが、ii・取引所新設により集団取引は基本的に取引所に吸収され、その後も差金決済化しがちの取引所外取引は潰されるか、必要に応じて取引所内に吸収、iii・昭和36年市場第2部への吸収以後は、若干の店頭市場育成策が取られた、iv・昭和60年代以後に店頭登録銘柄の激増となった。前記の法的位置づけは遅きに失したともいえるが、こうした実態を反映したものである。

4) 証券業務としてのATSの承認 証券取引審議会における議論当時はまだどう展開するか予測がつかなかったこの分野(電子的手法により、上場あるいは店頭登録有価証券を、それらの市場で形成された価格により、あるいはその他の方法による価格により、取引を仲介する)は、証券取引一般の電子化の進展とともに、新たな認可証券業務として注目される。しかしこの取引仲介が質量を備えるに至れば、すなわち価格形成能力を発揮するようになれば、改めて証券取引所として法による免許が要求される。この面では証券取引所の特殊・多様化、競争化につながる。

5) 昭和24年登録制による創立当時から証券取引所は頻繁に設立・解散する組織体とは考えられなかったが、免許制になって以後はなおそうであった。そのため証券取引法にも取引所の統合や解散についての規定がなかった。しかし、前記のような大きな環境変化により今後は証券取引所自体の統廃合が起こりうるかも知れないので、いくつかの関連規定が新設された。

6) 新興企業の証券市場利用を育成・拡充する政策 戦後50年を経過し、証券取引所に上場している企業の多くは成熟・停滞産業に属するようになった。この年月には片方で取引所上場基準の厳格化が進み、新興産業・新興企業の上場が容易にできなくなっていた。アメリカではNASD（全米証券業協会）が運営するNASD AQ（全米店頭取引システム）が巨大化した。他の国々では証券取引所が新興企業向けの別のレベルの市場を創設してこの方向に対応した。日本では数十年の伝統を持つ店頭登録市場の他に、さらに上場公開基準を緩和した市場の創設、及び非上場・未公開企業の証券の取引市場の保護育成の方向で各種の新市場が創設されつつある。

さて、これらの政策的方向性に対して既存の証券取引所はどう対応したか。

1) 取引所市場自体の拡充が、大口・バスケット取引市場の創設、新興企業向け市場の創設、既存市場の上場基準緩和の3点で行われた。

2) 地方取引所の統合要求は、証券取引審議会総合部会に対する京都証券取引所の意見書等で出されていたが、平成11年夏に急に具体化し、新潟と広島の下2取引所の東京証券取引所への統合が決定された（平成12年4月1日統合予定）。京都も統合を希望している。

3) 取引所会員数枠の撤廃 会員制の取引所の会員特権は員数枠で維持されてきたが、外国証券業者を正会員に迎え入れたときに員数枠は拡大された。東京証券取引所は平成11年7月段階で10月メドにこの枠を撤廃の方向で検討を開始し、10月1日に撤廃した。

4) 株式会社組織の取引所組織は戦前期にも全世界に存在し、日本もそれを取り入れていた。戦後はおそらく世界的に見ても会員制の組織が一般的であったと思われるが、この10年前後はオーストラリア、香港その他で株式会社化が進み、平成11年（1999年）になって世界最大の取引所組織であるニューヨークで株式会社化が決定された。日本では東京証券取引所がこの方向を検討しており、すでに金融審議会の作業部会で証券取引法改正の具体的方向が詰められている。実現すれば、昭和18年以来ほぼ60年ぶりの株式会社組織の証券取引所となる。戦前期の株式会社組織は株式会社制度移植の初期に当たり合資の方法として取られ、かつては当所株取引が取引低迷期に救いの神となったことで必要不可欠の制度として認識された。戦後の数次にわたる経済成長の後の今回は市場間競争の中で競争力を強化すべく、意思決定の迅速化と上場して公募資金調達の便宜を求めることが大きく掲げられている。しかし、実際には戦前期に「会員組織の長所を加味した株式会社組織」と修正されたように、50年の会員組織の経験が多かれ少なかれ影響することは否めないであろう。株主の出資義務は取引参加権と切り離しうるが、取引参加者の出資義務と取引参加権は切り離しうるか。仮に切り離しえたとしても、取引参加者が取引運営に関わる事項の決定に参画しないことはありえないであろう。おそらく、旧・株式会社時代の商議員会のような組織が必

要とされ、取引所はガバナンスに関しては一種の二重組織になるのではないか。証券取引法による免許制の株式会社として、さまざまな特殊性を予定せざるをえないと思われる。

Ⅲ. 市場論の中の取引所論

明治初期の取引所論は取引所イコール市場（主として先物取引の市場）をほぼ共通の前提としており、取引所論はすなわち市場論とほぼ同一であった。明治後半期から大正期にかけて複数の現物取引の場所が取引所以外に登場することによって、また取引所仲買人やその他の人間による取引所以外の場所における差金決済取引の受託が横行することによって、取引所と市場の差異を明確にすることが求められるようになった。とはいえ、戦後の新たな証券取引法によっても、なお有価証券市場とは証券取引所の提供するものであり、取引所以外の場所における証券取引はなかなか公認されなかった。

1998年12月施行の金融システム改革法は上場証券の取引所市場集中主義を撤廃して取引所以外の場所で上場証券が取引されることを認め、他方で有価証券店頭売買市場を明確に規定したことによって取引所以外の市場の概念を大幅に拡大した。また、法規定としては認可証券業務であるATS（代替取引システム）は拡大し価格形成力を持てば当然に市場の実態を持つものであり、こうした電子的媒介手段による証券取引の仲介が新たな市場の形成をきわめて容易にしつつある。

証券取引所にいまだ匹敵しないまでも、実態として追いついてくる可能性のある複数の、性格の異なる市場と競争する過程で、今後は市場論の中の取引所論が、すぐれて競争力の面から

議論されることになるだろう。その際、恒久的組織を持つものと、時限的な組織と、あるいは組織を持たず、何らかの連携だけで存在するものとのが、同じ土俵で競争することになるのか、また組織を持つものが株式会社化したときの株式が上場取引される際に一般の企業とまったく同一の基準になるのか等々、今後多くの問題が生ずると思われる。市場論の多様化の中で、取引所論を再構築することになるであろう。

注

- 1) 菅野和太郎『日本会社企業発生史の研究』昭和6年、経済評論社、小林和子『株式会社の世紀』平成7年、日本経済評論社、参照。
- 2) 加藤福太郎編『取引所史料—元老院会議筆記抄』昭和11年、財政経済学会、第31号議案（明治9年7月8日）の注記。
- 3) 同書、明治15年12月28日筆記録。
- 4) 同書、明治20年4月27日筆記録は明治16年3月の大阪における大量取引のショックを語っている。
- 5) 小野友次郎『ブルース（全）』明治25年、交詢社、参照。
- 6) 鈴木芳徳『明治の取引所論』平成10年、白桃書房、参照。
- 7) 全国取引所同盟連合会幹事会編・発行『取引所法・取引所税法制定及び改正議会議事録』昭和4年、上巻（明治25年12月—大正3年3月）下巻（大正10年3月—昭和4年3月）、上巻中の明治25年12月、26年1月9日参照。
- 8) 同書、明治32年2月28日参照。
- 9) 同書、大正3年3月10日衆議院、3月20日貴族院の冒頭陳述。
- 10) 同書、大正3年3月13日衆議院。
- 11) 同書、大正9年9月22日、10年3月9日。
- 12) 議論は、同書、大正10年3月10日、3月18日。
- 13) 議論は、同書、大正11年2月15日。
- 14) 議論は、同書、昭和4年2月4日、2月19日、3月20日他にわたる。
- 15) 『森永貞一郎の証言』『日本証券史資料』戦後編第4巻『証券史談（1）』昭和59年、日本証券経済研究所、所収。
- 16) 『日本証券史資料』戦後編第1巻、p.196-197、改正法の政府委員説明。
- 17) 『第6回大蔵省証券局年報』昭和43年、金融財政事情研究会、p.18-19。
- 18) 清算取引復活運動については『日本証券史資料』戦後編第7巻、及び大蔵省『昭和財政史—27—48年度』資料編第17巻、参照。

（当所東京研究所主任研究員）