

東京証券取引所の変貌と証券市場改革

小 林 襄 治

要 約

1980年代末には世界最大規模を誇っていた東京証券取引所であるが、バブル崩壊後の株式市場と日本経済の低迷・不振が続く中で、その国際的地位は大きく後退した。市場の低迷とともに、さまざまな市場改革・制度改革が行われ、とくに1996年の日本版ビッグバンの提唱以後に改革が加速されている。これらの改革の成果を評価するのはまだ時期尚早であるが、90年以降の改革は、これまでの原理や発想とまったく異なるものが多い。たとえば、昭和40年の証券恐慌の際に証券取引所では、上場審査基準の強化、バイカイ廃止等による市場集中の強化、公益的運営の強化等がはかられた。そして証券会社に対しては救済・再編と免許制移行による保護育成・監督強化が行われた。今回は上場基準の緩和、市場集中義務の廃止、証券取引所の株式会社化、証券会社の登録制等による新規参入・競争の促進などまったく逆のことが行われている。証券制度改革でも、自社株の取得・金庫株解禁、持ち株会社解禁など従来の資本維持や集中排除の原則が逆転したものもある。本稿ではまず、90年以降における証券市場改革と株式・株式会社制度の改革を跡付ける。これを前提に、東京証券取引所政策委員会の89年～99年の報告書をつうじて、東証が何を考えてきたかを振り返る。そして最後に、東証における株式売買制度の変貌を、立会場取引からシステム（電算化処理）売買への進化の過程として振り返り、1982年の最初の電算化から99年立会場閉鎖まで17年も要した原因を、建替え・スペース・合理化・省力化問題として処理してきた限界として指摘する。

目 次

序

I. 1990年以降の証券市場改革

II. 株式・株式会社制度の改革、資産流動化商品の

拡大

III. 東証政策委員会の報告書

IV. 東証売買制度の変貌過程

序

1980年代後半には世界最大の時価総額（国内株式）と売買代金を誇っていた東京証券取引所であるが、1990年以降にはバブル崩壊とその後の市場低迷で、時価総額や売買代金が絶対的にも大きく低下し、国際的に見た地位ないし規模は大きく後退した。証券取引所での取引対象となる証券は、一般的には証券取引所自身が定める上場審査基準をクリアしたものであるが、それ自身は証券取引所が生産するものではない。証券自身の価値は発行会社が生み出し、投資家が評価するものである以上、証券流通市場としての証券取引所が証券市場の低迷や衰退に対して対処しうる余地は限られたものであろう。将来性のある新興企業を発掘したり、あるいは低迷する既存企業にガバナンス面から注文を出すことができるかもしれない。また、証券税制面での改革や投資信託や年金のあり方など証券市場を取り巻く環境の改善を求めることもできるかもしれない。しかし、証券取引所自身の問題である会員や参加者の制度、売買システムや決済システムの改革で証券市場の不振を克服できるわけでない。

株式市場が危機的状態に陥った昭和40年恐慌の時には、株価対策として共同証券や証券保有組合による「過剰」株式の買上げや増資抑制が行われた。証券会社に関しては山一救済や証券業者の整理・再編と免許制への移行、運用預かりの禁止など証券会社の健全性確保と監督強化の措置がとられた。証券取引所では上場審査基準が強化され、バイカイ禁止と大量売買制度（クロス取引）の新設がはかられた。信用取引制度は改善（貸借銘柄の拡大、最低委託保証金

制度の創設）され、証券取引所の「公益的運営」が強調され、会員外理事の増大等がはかられた。大蔵省出身の森永氏の理事長就任（1967年）も、会員理事長が多かった第二次大戦後の東京証券取引所としては画期的なことであり、その後の予防的・事前的監督行政の象徴だったかもしれない。大蔵省に証券局が誕生したのもこの頃（1964年）である。とはいえ、市場や仲介業者、監督機関への信頼回復が不可欠であったとしても、証券会社や証券取引所の改革はそれだけで市場を回復させるものではなく、株式市場の回復を促したのは国債発行を契機とする日本経済と企業業績の回復であった。

バブル崩壊以降にさまざまな証券市場改革が行われ、とくに96年秋の日本版ビッグバンの提唱以降に改革は加速しているが、これまでの改革は昭和40年当時と現象的には逆のことが多いように思われる。株価対策として、92～3年にいわゆる PKO が展開された。これは価格維持・引き上げ効果があったといわれるが、公式の政策ではない不透明なもので、証券市場にとってマイナスだったともいわれる。株式の持合いは解消されつつあるが、株価下落の中で持合いを維持する条件がなくなりつつあるからである。2001年には銀行の株式保有制限とそのための株式取得機構が作られたが、機構は機能はしていない。2002年には日銀が銀行保有株式の買い取りを発表した。これは株価引き上げ効果を持つにしても、銀行経営の安定が目的であり、株価対策といえるかは疑問である。証券会社に関しては、今回免許制から登録制に代わった。一定の条件があるとはいえ、自由に参入できるわけであり、歓迎すべきことである。新規参入による競争の促進が望ましいこと、監督体制の整備などで証券会社の健全性や適切な営業

を確保できるとの判断であろうが、新規参入を事実上は禁止して証券会社の保護・育成・強化を図った昭和40年当時とはまったく逆の判断である。

証券取引所に関しては、昭和40年当時にはバイカイの禁止等によって市場集中の徹底がはかられたが、今回は市場集中義務が撤廃され、PTS業務が容認された。現実問題としてはいぜんとして東京証券取引所が圧倒的なシェアを持ち、いわゆる市場の分裂の弊害が問題になる状況ではないが、市場間競争を促すであろう市場集中義務の撤廃の影響には注意しておく必要がある。

昭和40年恐慌時の信用取引制度の改善と貸株市場の整備を前提とする一般信用取引の導入（これまでの信用取引は制度信用取引といわれる）は、ともに信用取引の拡大あるいは仮需の導入による市場の流動性ないし厚みの拡大をはかるものとすれば、共通のものである。しかし、信用取引が取引全体に占める割合はかつてより大きく低下しているし、一般信用取引の仕組みや原理は制度信用取引と異なる。証券取引所の運営では、公益性が強調された昭和40年当時とは対照的に、株式会社による運営も認められ、意思決定の迅速化・資金調達容易化などを大義名分に大阪、東京、名古屋の取引所はすでに株式会社化している。株式会社が証券市場を開設していけない理由はないであろうが、既存の会員組織が現在改組する必然性がどこまであったかは分からない。

これまでに見てきたように、昭和40年恐慌時と今回では取られた政策には大きな相違がある。この相違は、保護・育成が必要だった時代とすでに成熟した証券市場の発達段階の差によるのかもしれない。あるいは、証券市場にか

かわる政策や発想が根本的に変わったのかもしれない。情報・通信技術の発展によって、これまでの規制などは不要になり、新たなサービスの提供が可能になったからかもしれない。東証では立会場は閉鎖されてすべての取引がコンピュータ化された売買となり、新興企業向け株式市場も創設され、会員(参加者)枠のない株式会社となっている。東京証券取引所は1999年に創立50年を迎え、『東京証券取引所50年史 資料集・制度編 平成元年4月～平成11年3月』を2000年7月に刊行した。まもなく、『東京証券取引所50年史』も刊行されるはずである。筆者は、日本経営史研究所を通じてその執筆に関与することになった。本稿では、1990年以降の証券市場の改革の流れを整理することから始め、東証政策委員会の文書からこの間の東証の狙いを確認し、最後に東証の売買システムの変貌の過程をみておく。何が変わったのかを確認し、それらの意味を考えようとするものである。

I. 1990年以降の証券市場改革

90年のバブル崩壊以後、さまざまな証券市場改革が行われてきた。91年には損失補填など証券不祥事が発覚し、証券取引法の改正による損失補填の禁止、証券取引等監視委員会の設置、証券取引所等の自主規制機能の強化がはかられた。証券会社は倫理綱領を作成し、自主営業を提唱した。1992年には長年の業際問題に決着をつけて、金融制度改革法が成立し、業態別子会社方式による銀行・証券会社等の相互参入が93年から始まった。93年には証券市場活性化策のひとつとして株式の累積投資がスタートし、95年にはミニ株制度も導入された。93年には資産流動化商品のさきがけとなる特定債権法が制定

され、リース債権などの流動化が始まった。94年4月には大口株券委託手数料の自由化が実施された(10億円以上の取引)。また、94年には商法の改正で自己株式の取得・消却が認められた。

95年には銀行の不良債権処理が本格化し(大蔵省の金融行政の方針「金融システムの機能回復について」による不良債権開示・処理や金融機関破綻処理方針の発表)、住専処理などが進められ、公的資金の注入をめぐって議論が沸騰した。96年には預金保険法の改正や金融機関経営健全化確保法などで金融機関の破綻処理制度(あるいはセーフティネット)の構築がすすめられた。社債市場では93年の商法改正で社債発行限度額が撤廃され、95年3月には適債基準などの撤廃が決められ、96年1月からは発行市場は完全に自由化された。株式市場では株価暴落の中で90年6月以降の新規株式発行は原則停止されていたが、その後の緩和措置を経て、政府の「規制緩和小委員会」の勧告もあって96年4月からは完全自由化された。

96年11月には橋本首相が日本版ビッグバンを提唱し、金融システム改革が本格化する。証券取引審議会は97年6月には「証券市場の総合的改革——豊かで多様な21世紀の実現のために」を発表し、ビッグバン実現のための具体的改革内容とスケジュールを提起した。これらは同時に提出された金融制度調査会や保険審議会の答申も含めて、金融システム改革法(証券取引法や銀行法など24の法律を一括改正)で必要な法的措置がとられ、同法は98年6月には成立し、同12月には施行された。その後に実施された主な改革は次のとおりである。会社型投信の導入など投資信託の改革、投資信託の銀行での販売、証券化商品など有価証券の範囲拡充、証券会社の免許制から登録制への移行、銀行系証券

子会社の業務制限撤廃、株式委託手数料の自由化、取引所集中義務の撤廃、取引所市場の見直し(設立手続き等の見直し、株式会社形態の容認等)、私設取引システムの導入、連結ベースのディスクロージャーの整備、金融機関の顧客に対する説明義務、金融機関のディスクロージャー制度の見直し、投資者保護基金の設立、などである。

この金融ビッグバンの施行は予期せぬ金融システム危機に遭遇する。97年4月の消費税引き上げなどを契機に景気後退への道に入り、同年夏のアジア通貨危機・経済危機がこれに追い打ちをかけた。このような状況で97年秋には三洋証券、北海道拓殖銀行、山一證券が連続的に破綻し、コール市場金利の暴騰や一部の銀行での「取り付け」騒ぎが現実化し、金融システム危機が危惧された。98年2月には「金融安定化法」が成立し、預金保険法も改正され、同3月には大手銀行など21行に公的資金(約1.8兆円)が注入された。しかし、この措置では金融不安は払拭されず、98年には貸し渋りや長銀問題をめぐる議論が沸騰し、10月には金融再生法や金融機能早期健全化法の制定、預金保険法の改正などが行われ、合計60兆円にも達する公的資金が用意された。これらの措置を踏まえて、12月までには長銀と日債銀は特別公的管理(国有化)の対象になり、99年春には大手銀行を中心に15行に約7.5兆円が注入された。

このような金融システム危機を背景に、金融界の再編が進んだ。これまでに大手銀行は4グループに再編された。証券界では、山一破綻後に、日興の大手外資との提携、大和の住友銀行の提携が行われた。そして、準大手や中堅証券会社を中心に、銀行系列の証券会社の整理再編が進んだ。そして、一方では破綻や撤退する会

社も見られるが、登録制への移行もあって、新規参入も多い。とくにインターネットの普及を背景に、手数料の自由化もあって、オンライン・ブローカーとしての新規参入が多かった（既存証券会社の子会社、外資系も含む）。銀行ではこの間の再編を通じて、長短分離や銀証分離、信託分離などの専門金融機関主義ない分業主義の制度的隔壁はなくなったが、不良債権の束縛からは脱却できず、自己資本比率規制などの制約から、経営危機にさらされ続けている。信金や信組レベルでの再編も顕著であり、弱小機関からの預金流出が見られるが、大手レベルでの預金・貸出シェアの大きな変化などはまだみられない。証券界では、株式市場の不振のなかで、外国人投資家の売買比率の上昇（約半分を占める）、外国証券会社のシェア上昇（約30%）が生じ、同時に個人投資家の売買ではインターネット取引の拡大（2002年夏には約50%）、専業オンライン・ブローカーの台頭が顕著である。また銀行系証券会社や外資系の社債引受市場での台頭など業者のシェア変動が生じている。

保険業界の再編は省略するが、独立性の強化をはかった日銀法の改正（97年）、対外金融取引の完全自由化をはかった外為法（97年）、大蔵省改革と厳正な検査・監督体制の構築をめざして行われた金融監督庁の設置（98年）、その後の金融再生委員会設置と省庁再編による金融庁への改組（00年）などが行われ、消費者保護の強化のために金融商品販売法と消費者契約法が制定された。

なお、1997年には独占禁止法が改正され、持ち株会社の設立が解禁され、98年には金融機関が持株会社制度を利用する場合の金融関連法整備が行われた。独占禁止法の改正は行政改革・

規制緩和の流れの上にあり、金融システム危機とは直接に関係ないが、金融界や証券界の再編に大きな役割を果たしている。また、97～98年の金融システム危機は不良債権処理の一環としての資産流動化への関心を一段と強め、98年中にはいわゆる特定目的会社法の制定と施行が行われ、2000年には同法は対象範囲を不動産、指名債権から財産権一般にまで拡大した「資産の流動化に関する法律」となった

会計面でも会計ビッグバンといわれるほど改革が進行した。公認会計士への信頼回復（適正の監査にかかわらず、まもなく倒産し、債務超過が判明などへの反省）、国際会計基準への対応などを背景に、実質支配力基準による連結決算中心への移行、金融商品の時価会計、税効果会計、退職給付会計（年金債務のオンバランス化）などである。

98年10月にはTOPIX指数は1000を割り、金融システム不安を背景とする深刻な経済危機が懸念された日本経済であるが、99年度には金融再生法や早期健全化法に基づく破綻処理や資本注入の進展、貸し渋り対策や緊急経済対策による公共事業の追加と減税などの政策的支援、アジア経済の回復などもあって不況から脱却し、景気は回復の兆しを示し、日銀は8月にはゼロ金利政策を解除するほどであった。しかし、2000年春以降には株価は急落し、90年代の世界経済を牽引してきたアメリカ経済の景気後退色が強まり、2000年後半には日本経済の景気後退・不良債権処理の遅れが明らかになってきた。2001年春には与党3等の緊急経済対策がだされ、この中には証券市場活性化策として金庫株の解禁等がもられた。これらを受けて、4月に政府の緊急経済対策がだされ、このなかで証券市場の構造改革として、金庫株の解禁、自己

株式の取得目的制限の撤廃、確定拠出年金法案の早期成立、証券決済制度の改善、現物出資型投資信託 (ETF) の実現等がめざされた。2001年6月には小泉新首相の下で「今後の経済運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」(いわゆる骨太の方針) がだされた。ここでは証券市場の改革にかかわる具体的指摘はないが、8月には金融庁が証券市場構造改革プログラムを発表した。ここでは、不公正な販売・勧誘に対する監視強化、投資信託の普及のための環境整備、証券税制改革、投資家教育の推進などが提起されている。これらの証券市場活性化策・構造改革策のなかから、金庫株の解禁、単位株制度に代わる単元株制度の実施、確定拠出型年金(日本版401k)の導入、ETFの導入などがはかられていく。

金融システム危機に関連して問題になったのが銀行の株式保有であった。株価下落が銀行の自己資本を毀損し、銀行経営を危うくする恐れが現実化してきた。98年秋に大和総合研究所が平成証券保有組合の構想を発表していたが、2001年春にも同じ趣旨の構想が「株式買上機構の創設・銀行の株式保有禁止へ」と題されて発表された。これらに触発されて政府は金融システムの構造改革推進によるその安定化をめざして銀行の株式保有の制限を検討し、金融庁のまとめた案に即して、銀行の株式等の保有額を制限する(2004年3月までに自己資本額以下に)法律と、そのための銀行等保有株式取得機構の設立が行われた(2001年秋)。

なお、証券税制に関しては、1999年までには有価証券取引税と取引所税が廃止されたが、この過程で株式譲渡益に対する源泉分離課税の廃止(2001年度から)が決定された。しかし、株式市場の深刻な不振のため、2001年度からの源

泉分離課税の廃止は延期され、2001年中に決定された新証券税制では(2003年から適用)では、源泉税の廃止と申告分離課税の一本化を原則としつつ、税率の引下げ(20%へ)、損失繰越制度(3年まで)の導入がはかられ、同時に、この間の議論等を取り入れ、各種の非課税・軽減措置を時限措置として導入するものとなった。非課税・軽減措置は購入や売却時期に条件があり、それにともなって課税が異なるなど複雑なものになっている。

II. 株式・株式会社制度の改革、 資産流動化商品の拡大

株式や株式会社について定める商法の改正も90年以降に相次いだ。いわゆる証券化商品の法整備も進んできた。これらはすでに言及した点も多いが、株式会社と証券市場の前提にかかわるものなので、まとめて整理しておこう。90年の商法改正では株式会社の最低資本金を1000万円に定め、巨大企業と零細企業を株式会社として一律に規制する方式からの脱却がはかられた。93年の改正では社債発行限度額を撤廃し、受託制度に代えて社債管理会社の原則設置を定めた。法律ではないが、長年の慣行であった適債基準等による社債発行の選別、引受証券会社の時価発行増資に関する申し合わせ等による株式発行規制も1996年春までには撤廃され、証券発行市場は自由化された。

94年の商法改正は自己株式の取得(使用人への譲渡、利益による消却のため)を認め、資本維持の原則等から絶対禁止・原則禁止を定めてきた明治以来の伝統に決別した。この規定は97年の改正で要件が緩和され(定款で定められている場合には、株主総会でなく取締役会で可

能)、その後2002年3月末までの時限立法ではあるが資本準備金や土地評価差額金による消却が容認された。さらに、2001年の改正では自己株式の取得目的・数量・保有に関する制限が撤廃され、自己株式の消却とともに新株発行規定を準用した売却や合併に際しての交付なども可能になった。いわゆる金庫株の解禁である。

ストック・オプションは95年の特定新規事業実施円滑化臨時措置法でその認定事業に関して認められるようになり、97年に拡大され、97年の商法改正で一般の株式会社にも容認された。当初は自己株式方式のみであったが、すぐに新株引受権方式も認められた。2001年3月までには766社、上場企業(店頭を含む)の内、3社に1社が導入している。

1997年には独占禁止法の改正が行われ、持株会社の設立が、これまでの禁止から支配力の過度の集中の場合にのみ禁止に代わり、容認された。その後1998年に、金融機関が持株会社を利用する場合の銀行法など関連法規の整備をはかる法律が、銀行等合併手続特例法とともに制定され、98年4月から金融持株会社の設立が可能になった。しかし、実際の設立となると、買収方式でも脱け殻方式でも銀行等合併手続特例法方式でも難点があり、1999年には商法が改正され、株式交換・移転により完全親子会社関係を創設する道が開かれた。また、株式交換や移転で完全子会社化をはかり、同時に上場を廃止する会社が増えている。なお、1997年の商法改正では、合併手続の簡素化(合併報告総会の廃止等)や小規模会社の合併容易化がはかられ、2000年の改正では会社分割制度が導入され、企業の再編が柔軟に行えるようになった。

株式に関しては、90年の改正で株式分割の規定が整理され、無償交付や株式配当もその一種

になった。また、優先株配当額の規定を確定金額から上限金額に改正することで優先株発行を容易にした。東証は単位のくくり直しや株式分割による投資単位の引下げ等を上場会社に繰り返し要請してきたが、99年から00年にかけて1株数千万円や1億円にも達する株式が出現した。このような背景から2001年には商法が改正され、単位株制度は廃止され、定款で一定数の(1000以下かつ発行済株式数の200分の1以下)株式を1単位と定め、証券取引所での取引単位や議決権行使の単位とする単位株制度を導入した。同時に、投資単位の引下げを容易にし、株式数の増加による流動性の向上がはかれるように1株5万円以上とする出資単位規制や、株式分割時の純資産額規制は廃止され、額面株式制度も廃止された。なお、端株券の廃止と端株主の権利充実などもはかられた。2001年の改正では新株予約権制度が創設され、新株予約権証券の発行が可能になり、これに伴い、これまでの転換社債と非分離型新株引受権付き社債は新株予約権付き社債として規定された。さらに、議決権制限付き株式の発行が認められるなど、種類株式の規定が整備された。

1990年代には株式市場の不振や企業の不祥事を背景にコーポレート・ガバナンスをめぐる議論が活発化し、東証はこの問題に積極的に発言するようになる。商法は1993年の改正で監査役制度の強化(大企業では3名以上の監査役のうち1名は社外監査役に、監査役会の設置等)をはかり、同時に株主帳簿閲覧権の要件緩和、株主代表訴訟の手数料(8200円に)なども定めた。97年の改正では総会屋等への罰則強化などがはかられ、2000年の改正では子会社の計算による利益供与の禁止が定められた。2001年の改正では監査役機能強化、取締役等の責任軽減

にかかわる要件緩和、株主代表訴訟制度の合理化等が図られた。

書面の交付や書面での手続を義務づけている規制が多かったが、IT 時代に対応すべく2000年にはいわゆるIT 書面一括法（証券取引法など50の法律の改正）が制定され、書面交付や書面による手続に関して、送信者と受信者の両者が合意する場合、電子的手段の活用が可能になった。これを受けて2002年には商法も改正され、インターネットを活用した株主総会における議決権行使や計算書類のホームページ上での公示が可能になった。

有価証券の範囲も著しく拡大した。証券取引審議会は1988年に基本問題研究会を設置して金融の証券化をめぐる諸問題の検討を開始し、91年の最終報告「証券取引に係わる基本的制度の在り方について」で有価証券の定義の見直しによる新たな有価証券概念を提起していた。証券化商品とか資産流動化商品、あるいは資産担保型商品とも定義される商品は、対象債権の種類（住宅ローン債権、売掛・手形債権、一般貸付債権、特定債権等）、原債権者（銀行、事業会社、リース会社、不動産会社等）、仕組み方式（信託、組合、SPC等）、発行される証券の性格（信託受益証券、資産担保証券、資産対応証券、証券取引法上の証券か否か等）によって多様であり、開示規制も異なる。だが、いずれにせよその多くは90年代以降に法制度が整備されたものである。93年にはリース債権やクレジット債権等の流動化と投資者保護を目的にいわゆる特定債権法が制定され、資産流動化商品の先駆けともいわれた。96年には特定債権法は改正され、資産担保型証券（証券取引法上の証券に指定）の発行も解禁された。ビッグバンの推進をはかる金融制度調査会の報告「わが国金融シ

ステムの改革について——活力ある国民経済への貢献——」（97年6月）でも具体的課題として債権等の流動化が指摘され、98年には金融システム危機の進展のなかで不良債権処理策の一環として資産流動化・証券化の手法への関心が高まった。この結果、98年9月には「特定目的会社法」（SPC法）が施行され、商法上の会社と区別される特定目的会社を設立して特定資産（不動産や指名金銭債権、これらを信託した受益証券）を資産対応証券（優先出資証券、特定社債等）に変換する仕組みが生まれた。SPC法は2000年に改正されて名称が「資産の流動化に関する法律」となり、対象債権が財産権一般にまで広げ、信託を利用した流動化スキームも可能になった。

これらの改正が、証券市場にどのような影響を与えるのかについては、まだ改正から時間が短くて適切な評価はできないが、たとえば、自己株式取得額は新規発行額をすでに上回る状況であり、資産流動化商品も着実に増えている。企業にとって資本政策を展開する余地が大きく広がったことは間違いなく、中長期的には証券市場を大きく変えるものとなろう。とはいえ、遠観してみれば、株式市場の不振は企業利益の不振の問題につきる。たとえば、1株あたりの利益（東証一部）は、90年と91年にはほぼ30円であったが、その後急落し、95年と96年にはほぼ10円である。97年には約15円まで回復するが、その後再び低下し、99年のマイナス3.7円は別にしても、00年3.1円、01年1.8円といった状況である（数字は『東証要覧』による）。このような数字からすれば、株式市場の停滞・不振は当然の話であり、問題はこれまでの証券や証券制度改革が、企業収益の回復と結びつくか否かとなる。

表1 東証政策委員会報告書一覧

答申日	報告書タイトル
1971年3月	時価発行増資について
1971年12月	株式の上場管理政策について
1972年12月	無額面株式について
1974年6月	株式所有構造の変化と証券市場のあり方 —個人株主の増大策について—
1976年2月	証券発行の多様化について
1980年1月	売買取引制度のあり方について
1981年11月	商法改正に関する対応のありかたについて —株式市場における問題との関連において—
1987年1月	株価指数先物取引等の導入について
1989年6月	東京資本市場のあり方について —国際環境への対応—
1990年2月	株式投資者層の拡大について —商法改正等への対応—
1993年5月	証券市場の機能強化について —今次の株式ブームとスランプからの教訓—
1995年6月	証券市場を取り巻く環境変化への対応について —国際競争力の向上をめざして—
1997年1月	海外証券取引所における主な市場改革の動向について —調査レポート—
1999年2月	東証の将来像について
2001年4月	「活力ある市場構築をめざして」 —証券市場を巡る諸情勢の動向及び対応—

Ⅲ. 東証政策委員会の報告書

東証の政策決定がいかなるメカニズムで展開されているのかは必ずしも分からない。というのは、株式会社以前は会員総会が最高意思決定機関であり、理事会が大きな役割を果たしているが、取引所の運営等は法的に規制され、規制当局の意向が反映されやすい構造にあるからである。たとえば手数料の自由化では、東証は行革審の提言、証券取引審議会の答申等を受けて、受託契約準則等を改定している。これは、取引所自身が自由に決定したというより、規制当局や政府の意向に即して決定を行う傾向にあることを示唆する。1980年代の東証会員権の対外開放にしても、外国からの圧力を受けた政府の要請から内部の審議を行い、決定している。しかし、株式会社化の過程では、東証政策委員会が株式会社化の検討を提起し、金融審議会での審議・容認、証券取引法等の改正を経て、東証内の「組織形態のあり方に関する特別委員会」での検討と株式会社化の推奨、会員総会での決定という手続きであった。これらの経緯から一般的な結論をひきだすことはできない。市場の開設にかかわる法的要件・規制と市場の最終利用者というべき投資家や発行体のニーズ、市場の直接的利用者としての会員ないし直接参加者としての証券会社の利害、これらを調整しつつ運営されていることは確かである。そしておそらく、特定のメカニズムが存在するというより、それぞれの問題にしたがって各種委員会を通じて意見の集約が行われ、理事会（株式会社化以前）で決定され、執行されるのであろう。

ところで、東京証券取引所の常設委員会とし

ての東証政策委員会の答申事項を一覧にまとめておくと、表1のとおりである。これから、東証や証券関係者の関心の在り処をうかがうことができる。東証は1980年代には市場の急拡大への対応を計りつつ、市場館・本館の立て替えを進めるとともに、機械（電算機）化売買の導入、国債取引への対応、先物取引への対応、外国株市場の拡充等を行った。これらの過程で、東証は、建て替えや売買システムや会員権の開放などの重要事項は証券政策委員会とは別の委員会や特別委員会で議論している。証券政策委

員会の役割を特定できるわけでないが、1989年「東京資本市場のあり方について——国際環境への対応」、1993年「証券市場の機能強化について」、1995年「証券市場を取り巻く環境変化への対応について」、99年「東京証券市場の将来像について」の報告は、具体的課題への対応というより、東京証券取引所のあり方にかかわる基本方針を明らかにしたものである。それぞれの時点の証券市場の動向と東京市場の国際的地位（規模）によって、問題意識や課題は異なるが、東京証券取引所の課題とこれから進む方向を述べている。これらを通じて東証が何を考えてきたのかをみておこう。

1989年の報告「東京資本市場のあり方について——国際環境への対応」は、証券市場のグローバル化の進展と1986年英国ビッグバン以降の各国証券市場の改革加速と市場間競争の激化の懸念という状況の中で、1987年秋のブラック・マンデー（株価暴落が世界に瞬時に伝搬した）を契機に、国際環境への対応を問題にしたものである。そして、この報告は各国経済と金融・資本市場の相互依存関係の高まりを確認しつつ、ブラックマンデーの教訓として、経済政策の協調や市場管理の国際的連携の必要性、危機管理の重要性、現・先両市場の一体的運営の必要を指摘した。また、ヨーロッパ諸国の証券市場改革については、各国固有の事情から改革が進められ、規制緩和では市場の安定性と効率性のトレードオフが見られることを指摘した。そして、証券取引のグローバル化でも本国市場優位の構造は変わらないことを指摘している。東京市場の機能強化や対応としては、現・先一体運営の維持を確認しつつ、ヨーロッパ諸国を念頭に「ドラスチックな規制緩和を考えねばならないと考える必要はなく」、現行市場の機能

強化、効率と安定の調和を図る規制緩和、取引所間の連携を基本にした東証の国際競争力の強化を主張していた。

93年5月の報告「証券市場の機能強化について——今次の株式ブームとスランプからの教訓」は、副題が示すようにバブルの総括であった。多くのデータに基づいて分析を行っている点が特徴であるが、ここでは資金調達増大や派生商品市場の相次ぐ導入など80年代後半の証券市場の量的拡大が質的拡大に支えられず、ブームに対して抑制が働かず自己破壊的なスランプに陥ったと分析した。そして、「重要な国民の財産」である証券市場の重要性を関係者が認識し、その安定的な機能発揮の必要を指摘し、改善の方向として次の点を示唆した。金融政策の安定による資産市場の安定、日本型企业経営のメリットとデメリットの整理、投資者本位の営業姿勢に徹する証券会社、資本市場重視の経営姿勢に向かう上場企業、自己責任でファンダメンタルを重視して投資する投資家、等である。

95年6月の報告「証券市場を取り巻く環境変化への対応について——国際競争力の向上をめざして」は低迷と不振が続く日本経済・証券市場のなかで「新たな環境に対応しうる証券市場の構築」をめざしたものであり、以下のような点が指摘された。投資魅力を高めるために：①上場商品の多様化：成長性の高い企業や新規性のある企業の上場促進、投資信託の上場や個別株オプション取引の導入、②上場会社にROE重視の経営と配当政策の見直しを求め、自己株式の利益消却や配当税制の見直しをはかる。市場の利便性の向上をかるために：①一般気配情報の提供など投資情報の充実、投資単位の引下げ、株券調達の円滑化、②自己売買規制の緩

和、大口取引やバスケット取引の執行円滑化、③有価証券取引税の撤廃、委託手数料の検討と証拠金制度の見直し、④保振制度の利用促進による保管・受渡しの効率化・安全向上。市場参加者の責任と証券市場に対する理解の向上のために：①投資家の自己責任の徹底、発行者の情報開示の充実、証券会社の適切な投資勧誘・的確な情報提供・適正な発行条件設定、規制の見直し・緩和。

東証は「環境変化への対応」をはかり、成長性の高い中堅・中小企業や外国企業の上場促進、株券オプション取引などデリバティブ市場の整備などを進めていくが、90年代半ばには東京市場の空洞化や国際的市場間競争の激化が指摘され、東京市場の国際競争力の低下が懸念される状況であった。このため東証政策委員会は国際競争力の強化をめざして、改革の著しい欧米諸国と成長の著しいアジア諸国の市場を対象に市場改革の動向の調査を96年8月に開始した。この結果は97年1月に「海外証券取引所における主な市場改革の動向について」として発表された。ここでは①オンライン化の進展と一定の大口取引などでの場外取引の容認、気配を含む市場情報の一般投資家までのリアルタイム伝達が進む売買制度、②各国における新興企業の上場促進の動きの強化と企業情報開示における電子媒体の利用、③証券の不動化とローリング決済等による決済・受渡しの効率・安全化、④取引所間におけるネットワーク化や提携の動き、ヨーロッパなどでの取引所の株式会社化への動き、などを指摘した。

ビッグバンの提唱を受けて、証券取引審議会は審議を重ね、97年6月に総合部会報告「証券市場の総合的改革——豊かで多様な21世紀の実現のために」を発表し、具体的な改革スケ

ジュールも示した。98年6月には金融システム改革法が成立し（98年12月施行）、これをうけて東証は各常設委員会の正副委員長を主要メンバーとする「正副委員長会議」を設置し、「市場改革推進プログラム」を策定し、可能なものから改革を進めていった。立会い外売買取引制度の導入、株券オプション取引の開始、東証業種別株価指数先物取引の導入などである。さらに、引き続き国内中堅・中小企業やアジア地域を中心とする海外企業の上場促進を進め、また委託手数料の自由化等への対応準備を進めていった。こうした取り組みが進むなかで、政策委員会は中長期的視点からみた日本の証券市場の将来を見据えた今後の方向性をさぐるための審議を98年4月から開始し、99年2月に「東証の将来像——新たなステージの道標として」を発表した。

ここではまず、わが国の金融システムが従来の相対型から市場型に転換し、投資家や企業の行動が変化することを期待した（金融市場の選別と理解の深化、資金効率と株主重視の経営）。そして、東証の役割として、多様かつ良質な商品の提供と取引・決済インフラの管理体制の整備をあげた。東証の目指す方向として、日本株のセントラルマーケットの基盤強化、日本株を原資産とするデリバティブ市場の拡充、アジアにおけるハブマーケットとしての機能提供をあげた。これらのための具体的課題と対応の方向性として、上場会社への啓蒙を含めてコーポレート・ガバナンスへの積極関与、新興企業の上場促進・新興企業向け新市場の創設、投資信託などの上場、適時開示の強化、一部二部銘柄区分の検討などを提唱した。さらに、中長期的課題としてアジア企業の上場促進、海外主要国市場との連携を指摘した。取引・決済に

については、STPを基本理念に掲げ、取引時間・気配制度の見直し、清算会員制度の導入、決済期日の短縮化などが提起された。市場・参加者管理のあり方として、自主規制機関としての役割の重要性を確認するとともに、場外取引の管理の問題などを提起し、組織形態・運営と市場参加形態のあり方の問題として株式会社化の検討やガバナンス構造の見直しを提起し、ここでは運営関与権と参加権の分離や投資家の直接参加の要否まで検討課題とされた。

これらの報告書を時系列的に比較してみると、いくつかの興味深い点に気がつく。後知恵かもしれないが、各時点の報告書にコメントを加えておこう。89年の報告「東京資本市場のあり方」は、東京証券取引所が時価総額や売買代金で世界最大となった80年代末、しかもブラックマンデーからの回復が世界的にもっとも著しかった東京市場の自信を反映している。バブルへの警戒がまったくなかったことはともかく、現状維持的な姿勢が顕著であり、世界をリードするような主張はみられない。93年の報告「証券市場の機能強化」では、証券市場の質的拡大がともなえばバブルを避けれたと分析しているが、質的拡大の意味は曖昧であり、また反省や総括に力点があるためか、改善の方向は抽象的な主張にとどまった。おそらく、この時点では日本経済や証券市場の不振はまだ一時的なものと思われていたのであろう。

95年の報告「環境変化への対応」は、低迷の続く新たな環境への本格的な対応をはかり、投資魅力の向上と利便性の向上を柱とするその後の方針を示したものである。これらのなかで、上場促進や投資情報の充実、大口取引執行の円滑化などは東証の努力で実現可能なものであり、それなりに実現されていく。しかし、手数

料の検討（自由化を明示していない）など曖昧な部分を含み、また投資家の自己責任や証券会社の適切な投資勧誘などの主張は抽象的である。税制など東証だけでは解決できない問題が含まれている点とはともかく、ROE重視なり配当政策にかかわる要求は企業が決める問題であり、市場の提供者としての東証がどこまで関与・実現できるかはもっと検討すべき事項であろう。オンライン化の進展や東証の組織形態などにかかわる問題にはふれていないが、ここで示唆された改革がビッグバンの提唱で加速されることになる。

97年の「調査レポート」での発見、たとえば海外の売買システムや情報伝達におけるオンライン化の進展や電子媒体の利用、決済システムの効率化・安全化等は日本のシステムが遅れていることを示唆したものである。海外市場の動向を扱った89年の報告では、海外での市場改革の動きをその国独自の理由による等と冷たく見ていたのとは大違いである。このことは市場改革の動きを加速させる要因にもなるが、市場関係者にとっては驚きだったのかもしれない。

99年の報告は、文字通り東証の将来像であり、ここで示されたように、その後の改革が進んでいる。この報告書が期待するように金融システムや投資家・企業の行動が変わるかどうかはわからないし、変わるとしても時間がかかるであろう。また、組織形態やガバナンス構造の抜本的見直しがいかなる効果を生むかもはっきりしない。東証が上場会社のコーポレートガバナンスにいかに関与できるかも曖昧である。しかし、東証の役割は「多様かつ良質な商品の提供と取引・決済インフラの提供」と明示され、取引・決済ではSTPが基本理念とされた。これらに期待したいが、良質の意味は不明であ

る。90年代の日本の株式市場の不振は本質的には企業の業績不振にある。良質な新規上場商品が供給されたとしても、既上場商品はどのように良質が保証されるのであろうか。東証はどのような意味で良質を定義できるのであろうか。

IV. 東証売買制度の変貌過程

東京証券取引所は1982年に株式市場第二部でシステム（電算機処理）売買を開始し、その後第一部銘柄や先物取引等にもシステム売買を拡大し、1999年4月30日を最後に立会場を閉鎖し、すべての取引がシステム売買となった。債券売買や先物・オプション取引の売買など別個に検討すべき要素もあるが、ここでは株券取引に限定して、システム売買の導入・拡大の過程を振り返っておこう。1999年5月1日の日本経済新聞は、東証の全面システム化に関して二人のコメントをのせている。一人はシステム売買が最初に導入された時の東証理事長、竹内氏で、在任中〔1982-88〕から「21世紀初めまでには立会場の役目は終わると思っていたが、実際の変化は速かった」と述べている。もう一人は立花証券会長の石井氏で、電算化された頃から市場が無機質になり、この10年では「場味」のわかる人もいなくなったが、「市場の国際化や効率化が進む中で、東証の立会場の閉鎖は遅きに失した」と述べている。このように対照的なコメントであるが、要は、電算化ないしシステム化が始まった82年から立会場閉鎖の99年までの17年間で速いとするか、遅いとするかの差である。そして、この差は取引所市場や売買制度をどのように考えるかの差につながっているようである。

売買の電算化ないしシステム化についてのア

イデアはかなり前からだされていたようである。1963年には東証の首脳部の間で市場業務の機械化案が審議され、その完全機械化案までされたが、機械化＝無人化ととられ、場立ちや才取会員、労働組合等の強硬な反対もあって、その後機械化は業界のタブーとなったと言われる（東証元常務理事、武田宗良氏とのインタビュー）。昭和40年の証券不況に際しては、証券界に証券市場基本問題特別委員会が設置され、1967年には東証にも取引所基本問題特別委員会が設置され、その下に組織運営、市場、信用取引、業務近代化それぞれの部会が設置された。業務近代化部会では、会員の市場業務や計算業務、受渡しの合理化を課題とし、このうち市場業務に関しては機械（コンピュータ）に詳しいものを加えて専門委員会を設置して検討作業を進めた。この結果、注文を会員店頭端末から入力し、売買締結を機械化し、情報を端末装置に伝達する完全機械化案も含めて3つの案が出されたが、近代化部会、特別委員会、理事会の審議の結果、立会場情報と会員約定締結内容を入力して端末装置に伝達する案の採用となった。相場報道システムである。その後、米国への市場業務機械化調査団の派遣（68年）等を行いながら、情報の収集と構想の具体化がはかられた。市場情報を入力する端末装置、株価表示装置の開発から行わなければならない状況であり、メーカーの選定を始め多くの困難があり、かなり遅い段階でも相場報道システムの導入に反対する会員がいたが、74年9月に稼動となった。なお、売買取引の機械化の実験も検討されたが、強硬に反対する会員があり、コンピュータの能力から不可能とわかりあきらめた。

このように、東証のシステム化は相場報道システムから開始され、売買取引のシステム化に

についても業務委員会等で引き続き議論されることになっていたが、その実現はまったく別の観点から提起された。東証の建物は昭和の初めに建てられたが、市場規模の急速な拡大、業務の機械化の進展、事務機構の拡充などから、立会場や事務室の狭隘化が問題となり、また給排水・衛星・電気系統等の設備の老朽化が目立つようになってきた。このため、77年3月には「取引所建物改築に関する特別委員会」が設置された。同委員会は現在地での建替え、立会場機能をストップさせない方式（まず本館を取り壊し、その跡に新市場館を建設、ついで市場館の解体と新本館の建設）を基本方針として決定した。本館の取壊しに際して市場第二部や外国部、債券部の立会場を移設する必要があったが、市場第二部の移設はスペース上の制約から困難であり、市場第二部の売買を円滑に行う方法の検討を迫られた。78年4月に「仮設市場準備局」が設置され、その検討を行い、「市場第二部業務機械化処理要綱（案）」がだされた。これは電算機を利用した機械化システムを市場第二部に導入するものであった。78年7月には上記特別委員会の下に仮設市場部会が設置され、さらに8月にはより専門的事項を審議するための仮設市場専門委員会が設置された。上記処理要綱案を基に審議が進められていくが、初めての経験であり、審議事項は多岐にわたった。仮設市場部会は2年9ヶ月の間に計13回開催され、その審議結果に基づいてシステム開発が行われ、81年11月からシステム運用訓練を開始し、82年1月に33銘柄を対象にシステム売買を実施し、その安定稼働を確認してから3月に2段階で市場第二部全銘柄のシステム売買への移行を完了した。開発には多大な努力と時間がかかったが、ここでの経験と基本的考え方はそ

の後の株式売買システムや先物とオプションの売買システムにも生かされ、踏襲されていく。

取引所建物改築に関する特別委員会の委員等は1979年に東証建物関係視察団を編成し、欧米主要証券取引所の建物等の視察を行い、その結果を報告書にまとめた。1980年4月に特別委員会はこの報告書で示唆された方向、すなわち立会場業務のコンピュータ利用による合理化・省力化を進めるが、業界のコンセンサスが得られない状況なので、スペースの制約を考慮しつつ、将来の機械化の進展を念頭に立会場を設置するという新市場館基本構想を決定した。同時に、そのための検討を行う組織として、特別委員会の下部機構として新市場部会と新市場専門委員会が設置された。新市場専門委員会は80年12月には「立会場業務の合理化、省力化に関する審議内容取りまとめ（中間報告）」を新市場部会に答申し、その後にも更なる検討を加え、81年7月に「立会場業務の合理化、省力化の方策について」と題した案をまとめ、これが新市場部会の審議を経て、同年7月には理事会で了承された。この方策では、一挙にコンピュータ化をはかる考えは否定し、漸進的な合理化が適当とし、市場第一部の銘柄を売買が活発な銘柄と少ない銘柄に分け、後者をコンピュータ処理、前者を立会場での人で処理とした。そして、売買高の大きい数銘柄のコンピュータ処理の実験、照合事務の合理化を指摘し、コンピュータ処理に際しては市場情報に会員名を加えること、および新売買システムと会員システムの直結が望ましいとした。

新市場専門委員会はこの方策に基づいて新売買システムの開発方針・機械化の手順を1982年5月に決定した。すなわち、第Ⅰ期（85年前半に稼働予定）には現行の市場第二部のシステム

を拡張して市場第一部銘柄から取引高の少ない銘柄を加え、第Ⅱ期（86年半ばを目途）に新売買システムと会員システムを直結する。さらに具体的問題がつめられて、82年12月には「新市場機械化システム第Ⅰ期基本要綱」がまとめられ、市場第一部銘柄のうち売買高の多い250銘柄を除く全銘柄のコンピュータ処理が決定した。なお、ここで機械化システムというのは新売買システムと、当時開発中の新相場報道システムをまとめた表現である。新売買システムは85年1月から稼動した。最初は第二部の全銘柄の移行で始め、順次第一部銘柄を移行し、4月6日までに計1204銘柄がシステム銘柄となった。

新売買システムの稼動からほぼ半年たった85年10月に、東証は新市場機械化システムに関する会員の意向聴取を行い、その後の状況の変化を踏まえて第Ⅱ期計画（会員システムとの直結、超大型銘柄の実験的システム処理）を検討した。その結果、85年12月の新市場部会で、会員システムとの直結は慎重論が大半なので改めて検討する、超大型株のシステム処理は売買取引の活発化にともない処理銘柄数と処理データ量が急増する状況では無理である、として見送った。そして、新市場部会は目標を達成したとして解散した。

上述のように、新売買システムが稼動して問題は一段落したかに見え、東証は86年4月に業務の機械化計画のあり方・進め方に関する基本的事項を総合的に審議する「取引所業務機械化に関する特別委員会」を設置した。当時は株式売買高が急増しつつあり、緊急に売買システムの処理能力の向上が要求された。このため、86年7月には87年1月を目途にコンピュータのリプレースを決定するとともに、86年11月にはシス

テム化の拡充について基本方針を決定した。この方針は基本的に、これまでの新市場館構想や業務の合理化・省力化方策と同じものだが、業務の合理化・省力化に加えて市場規模の拡大や国際化の進展に対処しうる市場機能の強化を標榜し、漸進的・段階的システム化の進展を提起した。このころから機械化という表現に代わってシステム化という表現が一般化するようだが、同時に取引高の急増にともなう立会場の混雑・狭隘化への対処、株式以外の証券の売買のシステム化が意識されている。そして、88年半ばを目途に株式売買システムの収容能力を増大させ、その完成を待って立会場銘柄250のうち売買高の少ない100銘柄はシステム売買に移行することとし、外国株についても立会場狭隘化を理由にシステム化を決定した。さらに、将来さらに売買高が増えても対処できるように、89年稼動を目途に超大型ないし超繁忙銘柄についてもシステム化が可能な売買システムの開発を決定した。このシステム改造はハードウェアのリプレースを中心とする局面とソフトウェア等のプログラム改造を中心とする局面と2段階に分けて実施され、88年4月30日に新システムが稼動した。この結果、処理能力（1日あたりの設計値）はほぼ倍増し、対象銘柄数1,800、注文受付件数50万件となった。なお、88年5月には注文が一般的に増大するなかで、特定の銘柄に集中するケースがみられ、それらの銘柄の板登録処理や約定処理の完了に大幅な遅延が生じた。このため、中央処理装置の一部の増強、プログラムの改造で処理能力の向上をはかり、注文殺到銘柄の立会場取引への一時的移行などの措置をとった。

新売買システムと会員システムとの直結は見送られていた（85年12月新市場部会）が、87年

10月の機械化特別委員会は注文発注の直結と約定通知の直結の問題は分けるべきとして、前者はシステム改造に多額のコストを要し非会員の扱い等にも問題を残すが、後者はシステム改造が容易で政策的問題もないとして、その実現を図ることにした。この結果、89年4月までには21社が約定直結を果たし、それまで会員が本店（場電店）において人手で約定通知を自社側システムに入力していたのが省力化された。

87年10月の機械化特別委員会で、今後の株式売買システムの機械化計画は、通信系システムを新たに構築し、今後の市場規模の拡大に対応できる機能分散型システムにすることを決定した。株価指数先物取引の開始（88年9月）や立会場事務合理化システムの開発（88年10月決定）が始まる中で、システム全般の抜本的改善をはかるべく、88年10月の機械化特別委員会は、コンピュータを通信系と業務系に分けた分散処理方式とするとともに、コンピュータを増設し売買処理方式の改善等のソフトウェアの再構築を図る具体的強化案を決定した。この結果、90年夏までには処理銘柄数2,000以上、注文受付件数130万件にまで処理能力は拡大した。

新立会場での売買は88年5月13日から開始されたが、売買の活発化に伴いすぐに狭隘化が問題とされ、88年には立会場銘柄は250銘柄から150銘柄に縮小した。それでも、東証の売買高の過半を占める主要取引であることは変わらなかった。しかし、1988年3月に翌年2月に予定される週休2日制移行に伴う証券業界の対応を検討した東証、東証正会員協会、日本証券業協会の三者は懇談会を設置し、この懇談会の検討の結果、88年9月には報告書をまとめ、東証立会場業務の効率化システムの構築とその実現を踏まえた午後立会時間の30分間延長を提案し

た。これを受けて、同10月に東証業務委員会と機械化特別委員会は立会場事務合理化システムの開発を決定した。名称は事務合理化システムであるが、その実態はシステム売買に近いものであり、大口注文では立会場での口頭発注と取引会員による入力が残るが、立会前の注文と小口注文はコンピュータ処理となる売買システムであった。立会場を残すためにわざわざ大口注文の立会場での人手による発注を残したのかもしれない。この合理化システムは立会場銘柄150を対象に、1日当たり250万件の注文受付、約定処理200万件を想定したもので、90年11月に稼動開始し、91年春までに全銘柄が移行した。

90年代には売買高の激減のために、新売買システムでのシステム構成の縮小（CPUの削減等）が行われ、また、会員システムと東証システムの接続のかかわる注文入力方式の改善や正会員端末装置の新機種への更新、場電店制度の見直し（端末装置の設置自由化）等が行われた。事務合理化システムでも、同様な措置がとられたが、新規上場銘柄の取扱い変更や市場改革・制度変更にともなって、99年4月までに計22回もプログラム改造が行われていた。このような改造はともかく、株式売買システム以外のシステム（先物系売買システムや相場報道システムなど）を含めて、東証のシステムの基幹コンピュータ等はすべて80年代末から90年代初めに導入されたものであった。稼動後7～8年経過すると老朽化が進み、トラブル発生等が懸念されるようになった。このため、東証理事会は1996年4月に4段階（ステップ）・8年計画でシステムの更新を行う計画を決定した。第一ステップは先物系システムと相場報道システムで、第二ステップに株式売買システムと債券売

買システムの更新が予定されていた。しかし、第一ステップが終了したところ、ビッグバンの提唱や金融システム改革の急進展などを踏まえ、98年5月には業務委員会は全銘柄を対象とする次期株式売買システムの構築を決定した（事務合理化システムの更新は当初では2001年以降を予定）。メーカー提示案のなかから、並列処理方式でCPU 負荷の分散と障害対応を重視した構成を採用し、正会員からの要望を踏まえて先物系システムとの端末共有、複数の板画面表示、板情報等のデジタル提供等となり、2000年早々から稼動テストを繰り返し、2000年7月には全株式銘柄の移行を完了した。

なお、立会場はすでに1999年4月30日で閉鎖された。立会外株式売買システムとしてのToSTNeTは98年8月から稼動している。これは大口取引やバスケット取引、終値取引のためのものである。

以上に株式売買のシステム（電算機による約定締結）化の過程を振り返ってきたが、システムの導入とその拡大の経緯をみればその公式の動機はスペースの制約なり、合理化・省力化であった。最初の（82年稼動）の第二部のシステム化は、仮設市場のスペース問題として提起され、仮設市場部会・同専門委員会の審議で具体化され、実施された。85年の新売買システムも、改築特別委員会の新市場館基本構想（80年4月）を受けて新市場部会・同専門委員会が設置され、立会場業務の合理化・省力化の方策（新市場館では全銘柄を収容できない）として、売買高の少ない銘柄の機械化（電算処理）が決まったのである。予定されていた会員システムとの直結等は延期され、新市場部会・同専門委員会は85年12月には解散した。しかし、86年4月には業務機械化特別委員会が設置され、

急激な売買高の増加を背景に、コンピュータのリプレイスやシステム化の拡充が決定され、88年4月には立会場銘柄から100が移行し、全外国株もシステムに移行する。さらに、この新売買システムの処理能力は増強され、直結問題は約定通知のみ89年4月から実施となった。

立会場取引は、88年4月に狭隘を理由に銘柄数を減らしたが、売買高の増大のなかで狭隘化問題は解決せず、これに週休2日制を背景とする効率化の要求が加わって業務委員会と機械化特別委員会で立会場事務合理化システムの構築が決定され、91年春から稼動する。これはシステム売買に近い、あるいは移行が容易なものであるが、わざわざ立会場を残す工夫をしたものである。そして、コンピュータ等の更新時期を迎えて、96年には段階的に新売買システムと事務合理化システムそれぞれの更新を決定したが、日本版ビッグバンや金融システム改革の進展を背景に、98年5月の業務委員会で急遽次期株式売買システムとして、全銘柄を対象とするシステムの構築が決定され、2000年からの稼動になったのである。

これらの過程を現時点から振り返ると、場当たりのその場しのぎの決定が続き、立会場（人手）方式とシステム（電算機処理）化方式のどちらがよいかが徹底的に議論されることなく、スペースや処理能力の問題として、あるいは省力化・合理化の問題として議論されていたように思える。最初から電算化には反対が多かったといわれ、武田氏の話では、立会場従業員など職を失う人々の反対は別にして、大手証券の動向を見ながら売買をする中小証券にとって、言い換えれば立会場で生まれる情報を特権的に利用することで商売を行うものにとってその機会を奪う電算化は容認できないものであり、また

大手の証券会社でも、90年代初めの損失補填問題が示したようにツケカエやハナガエで顧客に利益を与える必要があり、売買の事後訂正等が行える人手市場の存在は不可欠であり、電算化に積極的ではなかった。このような状況が、議論をいびつなものにしたのかもしれない。あるいは、伝統的な制度（立会場）は、それが機能している限り内部から改革する必然性は生まれにくいのであり、深刻な不振が続き、コスト的にも追い詰められた90年代末に立会場はやむなく閉鎖されたのかもしれない。おそらく、代替的なシステム、あるいは競争が存在しなかったことも影響したであろう。どのような売買制度が効率的で、公正・透明なのか、競争的な環境で選択できるとすれば、異なった結果がうま

れていたかもしれない。

参考文献

- 東京証券取引所 [1964], 『東京証券取引所 20年史』昭和49年4月。
- [1981], 『創立30周年記念 東京証券取引所資料集 制度編 昭和44年4月～昭和54年』昭和56年12月。
- [1991], 『創立40周年記念 東京証券取引所資料集 制度編 昭和54年4月～平成元年3月』平成3年12月。
- [2000], 『創立50周年記念 東京証券取引所資料集 制度編 平成元年4月～平成11年3月』平成12年7月。
- (専修大学経営学部教授・当研究所理事)