

戦時取引所統合から平時統合まで

——取引所設立・解散政策の動と静——

小林 和子

要 旨

第2次世界大戦後の証券取引所政策は証券取引法により当初は設立登録制の下で限られた数の設立を承認、その後は長く免許制を続け、自由設立を認めず、合併も解散もほぼ認めなかった。取引所設立・解散政策としては「静」の時代である。これに対して、第2次世界大戦前の時期は、一貫して設立免許制ではあったが、設立勧奨の時代、設立抑制・停止時代があり、最終的には戦時下に特殊法人として、日本に唯一の取引所である日本証券取引所を設立するに至る「動」の時代であった。140年弱のその歴史の中で、戦時取引所統合（日本証券取引所）と平時統合（日本取引所グループの成立）は際立ったピークを形成している。本稿の目的は「動」の時代から「静」の時代への変転を辿るところにある。20世紀末以来の金融証券市場自由化の線上にある現在は、取引所（及び証券業）の経営・運営の根幹は「市場の判断」に委ねられ、強力な政策が指導する時代ではなくなったといえる。

目 次

はじめに

I. 戦時統合への過程：「動」の時代

1. 1893年取引所法で基本法制を確立
2. 取引所設立促進政策
3. 設立抑制政策への転換
4. 海外取引所設立熱
5. 準戦時経済統制で商品取引所は衰退
6. 有価証券取引所は日本証券取引所に統合

II. 日本証券取引所の性格

1. 戦時性と平時性
2. ドイツの「中央資本市場」政策との比較

III. 戦後の取引所政策：「静」の時代

1. 取引所市場再開禁止時代から取引所欠如時代へ
2. 証券取引法の制定、登録制取引所による再開から免許制へ
3. 米国型カーブ取引所論を排し、二部市場新設へ
4. 地方取引所不要論の抑制で長期「現状維持」政策に
5. 国際的な取引所統合整理の潮流には無関係

IV. 金融証券自由化政策で「市場の判断」の時代に

はじめに

本論は2014年度証券経済学会春季全国大会の共通論題「取引所統合とわが国証券市場の展望」の中の一報告「戦時取引所統合から平時統合まで」に基づいて、今次の取引所統合（2013年1月の日本取引所グループの成立）に至る日本の取引所政策を、戦前期に遡り、とりわけ戦時下の日本証券取引所への統合までの「動」の過程と、戦後の新・証券取引法による自由設立（実質は認可制）以後の「静」の過程とに区分して、その変転を辿ることを目的とする。「動」の過程から「静」の過程への転換には、「動」の過程の最後に位置する1943年に設立された日本証券取引所の存在が、歴史に埋もれてはいるが大きな存在感を持っていると捉えられる。翻って、20世紀末以来の金融証券自由化政策の線上にある現在では、取引所（及び証券業）の経営・運営の根幹は「市場の判断」に委ねられ、かつてのように強力な行政政策が指導する時代ではなくなった。戦時統合とは異なる次元で行われた今次の平時統合はその意味では市場そのものの力量が問われることにもなると考えている。

I. 戦時統合への過程：「動」の時代

1. 1893年取引所法で基本法制を確立

明治以降の日本において、多くの場面に共通することではあるが、まず関連する条例を作って、それに拠って手っ取り早く組織を設立し、現実の経済に対応させるということが、証券取

引に関しても行われた。証券取引という観念がないところに、米や油などの全国の商品取引に擬して、組織的には銀行組織をモデルに、1874年株式取引条例が公布された。株式会社組織がまだ浸透せず、交付公債以外の公債も発行されていない時代に、すなわち証券取引の実態がほとんど形成されていない時代に、「初めに取引所ありき」で取引所設立条例が発布されたのである。条例で組織の概念を提示し、起業者を募る（株式組織）ものであったが、生きた条例となるにはいろいろ不備もあった。もっとも、この条例の推進者はごく一部の取引所ビジネス待望論者で、政府内部には反対者も多く、起業希望者の破綻等の事情もあり、設立出願は認められなかった¹⁾。現実に活用されることのない1874年条例に次いで、有価証券取引の組織を現実化しようとする希望に対応して作られたのが1879年株式取引所条例であった。同条例で設立された株式取引所は、東京・大阪の両取引所を初めとし横浜、神戸など何カ所がある。

しかし、実際に市場取引をほぼ10年経験して見た結果、監督庁（農商務省）は、株式組織の株式取引所（有価証券のみを対象）も、これと並ぶ株式組織の商品取引所（商品のみを対象、米商会所条例による）も、共に投機的に過ぎるとして、欧米取引所の視察・調査を経て、1887年に新たに取引所条例を発布した。投機化を回避するために株式会社組織ではなく会員組織のみとして、取引対象も有価証券・商品の双方としたものである。これには既存の有価証券・商品の取引所は挙って反対し、新条例に依拠して設立された取引所で未開業のままに終わったものも多かった。数年たっても実効性が上がらなかったため、農商務省は既存取引所に妥協して、取引所組織は「株式会社」も「会員制」も

共に可とし、取引対象も「有価証券」も「商品」も共に可とする、二重に両者を並立とする1893（明治26）年取引所法を制定した。これが戦前期の日本市場に関する基本法になった。

2. 取引所設立促進政策

1893年取引所法の効果は極めて大きかった。それ以前の個別の「条例」時代に比べて、株式会社組織もそれなりに発展し、遅ればせながら商法株式会社法も施行され、嫌われた「取引所条例」時代の後でもあり、有価証券と商品の取締りを一元化した農商務省にも新法により取引所業界及び両種市場取引そのものを主導しようとする勢いがあったであろう。取引所設立をめぐる諸条件は整った。そもそも、各種「条例」も新「法」も、その核心部分は「取引所設立」にある。法が施行されれば、取引所設立のうねりが動き出すのは必然的であった。

新法制定・施行の前年には既存の3条例で設立された株式組織16、会員組織3の取引所が存在した。1893年の新法施行は10月1日で同年内は僅か3ヵ月しかなかったにも拘らず直ちに21取引所が、翌年は75取引所が設立され、取引所存続総数は初めて100を超えた。以後、1898年までの6年間は文字通り、雨後の筍の如く取引所の設立が続き、「取引所濫設」²⁾、あるいは「取引所濫立」と位置付けられる時代となった。この間の特徴は、第一に設立されたのは株式組織が多いこと、第二に早くも2年目から解散が見られ、濫立時代最後の6年目には解散が設立を上回っていること、第三に同じく最後の年には取引所存続総数の減少がはっきりしたことである。取引所設立規制の大項目のうちの一つの株式組織か会員組織かは、株式組織が圧倒的多数で選択された。今一つの大項目であった取引

図表1 取引所の設立・解散・存続（1）

年度	設立	解散	存続
1892	0	0	16(3)
1893	19(2)	0	35(5)
1894	72(3)	(1)	107(7)
1895	9(1)	3(1)	113(7)
1896	12	3(3)	122(4)
1897	20(3)	10(2)	132(5)
1898	8(2)	12	128(7)
計	140(11)	27(7)	

注1) 株式組織数（会員組織数）と表示。

2) 1892年の会員組織数は1887年条例設立。株式組織数は米商会所条例・株式取引所条例設立。

〔出所〕 小谷勝重『日本取引所法制史論』p867より作成。

対象（すなわち行政の取締りの対象）を有価証券と商品に区分して別条例あるいは別法にするか、同一条例にするかの重要性は低かったようで、一部の大取引所ですでに有価証券あるいは商品に特化していたところを除いて、両者を兼営することを選択したところが多かった。

濫立時代を含めて、戦前期に設立された193取引所のうち、「有価証券、金銀貨幣」のみを取引対象としたところは、株式取引所条例時代の3取引所（東京、大阪、名古屋）だけであった（横浜は当初金銀貨幣のみであったが、後に株式・蚕糸他の兼営に）。大多数の取引所設立者の脳裏では有価証券（株式、公債）を数多ある実物商品と同列視しうる商品の一つと捉えていたのかもしれない。対象となった商品の種類は米から酒まで50～60種類に及んだ³⁾。対象商品の上位物件は米が圧倒的な一位であり、約3分の2の取引所が一度は対象にした。その他で主要な商品は塩関係（食塩、製塩、塩）、生糸（蚕糸）関係、肥料、石油・水油など、少ないが雑穀、砂糖もあり、木炭・石炭もあった。

戦時取引所統合から平時統合まで

このように、全国商品たる米以外の地域の商品の取引を掲げたところが多かったことから推測されるように、取引所設立地域はほぼ全国に及んだ。当時の47道府県のうち、取引所が一度も設立されなかったのは岩手、宮崎、沖縄の3県のみであった。10以上設立されたのは5府県（愛知20、新潟16、兵庫15、大阪15、東京14）で、この中で東京は最も少ない。この5府県にはいずれも有力な有価証券専業、有価証券・商品兼営、商品専業の大取引所が存在した。他方で戦前期を通して取引所が一度設立されただけというのが8県あった（青森、和歌山、鳥取、島根、徳島、高知、熊本、鹿児島）。北海道と四国には株式取引所はなかった、というのが一応の常識ではあるが、一時期ではあるがこれらにも有価証券・商品兼営の取引所は存在したことがある。

3. 設立抑制政策への転換

取引所法による取引所設立は免許制であったから、いや実は当時の株式会社組織そのものも免許制であったから、株式会社組織の取引所の設立が何も規制を受けていなかった結果として雨後の筍状態になったというわけではない。1887年取引所条例の施行時も相当数の会員制取引所が起業され、未開業のまま解散した近い過去があるように、取引所ビジネスは人気があり、可能性のあるビジネスだと関係者には目されていたのである。対象商品の幅広さから商品取引関係者がその中心であったと思われる。とはいえ開業予定の地域の経済基盤には深い関心を持たず、将来性を分析したわけでもなく、株式会社組織の取引所では容易に投機を実行できると期待し、あわよくば（あるいは端的に）取引所株式そのものの投機で利得しようというこ

図表2 取引所の設立・解散・存続（2）

	設立	解散	存続
1899	0	18(1)	110(9)
1900	0	13	97(6)
1901	0	18(2)	79(4)
1902	0	18(3)	61(3)
1903	0	4(1)	57(2)
1904	(1)	4(1)	53(2)
1905	0	3	50(2)
1906	0	1	49(2)
1907	0	1	48(2)
1908	0	1	47(2)
1910	0	1	46(2)
1914	0	2(1)	44(1)
1915	0	1	43(1)
1916	0	1(1)	42(0)

注1) 株式組織数（会員組織数）と表示

2) 変動のない年次は非掲載。

〔出所〕 小谷著、p.868～869より作成。

とを目指したものである。

取引所濫立時代の後半期にはその弊害が表面化し、弱小で投機性の強い取引所を何とかしなければならぬと農商務省は考えたようだ。取引所法によりここまで一気に濫立が進むとは考えていなかったのかもしれないが、農商務省の対応は意外に早く、1899年から取引所の新設は認められなくなった。

1899年から1916年までの18年は1904年を除いて設立例がない。見事に抑制あるいは実質的な禁止が達成された。1904年の設立例は奈良県高田米穀取引所で、前身である奈良県大和（高田）米外二品取引所（株式会社）が同年2月に休業・任意解散の後、10月に設立された会員組織の取引所である。すなわち、株式会社組織取引所の設立については実質完全禁止状態といえる。しかし、こうなったことに関して、これを

図表3 解散取引所の解散理由

解散理由	取引所数
被合併解散	10
被買収解散	1
任意解散	114
未開業のまま解散	4
未開業のまま（原因不詳）	1
1887年条例設立、特許後解散	2
株式会社組織変更	1
会員組織に変更	1
解散原因不詳	10
命令解散	9
継続不免許	11
米穀配給統制法に因る解散	13
計	177

注1) 未開業のまま（原因不詳）とは、任意解散か免許失効か不詳の意。

〔出所〕 小谷著、「解散取引所」一覧より作成（p883～998）。

規定し、指示した何らかの法令・規則・通達等は存在していないと思われる。小谷著にも明示された根拠はなく、年次順の設立数が示す明白な「0」が、行政の強い禁止意向を表示するのみである。

実質的設立禁止政策と表裏の関係にあるのが積極的な解散懲遷の政策である。1899年から1905年までの7年間は、前期の「濫立時代」に対比させていえば、取引所「解散時代」といえよう。小谷は「取引所整理」または「取引所受難」時代とした⁴⁾。とりわけ1899, 1901, 1902の3年は各年18とすさまじい数字である。存続取引所数は戦前期最高の1897年132から、1902年には半減して61に、1916年には3分の1に減じて42となった。

解散177取引所の解散理由で最も多いのは「任意解散」である。この他は数的にははるか

離れて10前後のグループ（米穀配給統制法、継続不免許、被合併解散、原因不詳、命令解散）と1～2のグループ（前記以外）にわかれる。

任意解散が最大で3分の2近くになることは一見して当事者の自主的な判断で解散が選択されたかのように思われる。しかし小谷著の解散取引所一覧に付された注書きによれば、必ずしもそうではない⁵⁾。経営業態に問題のある取引所にはまずは農商務省から「論旨解散」の形で自主的に解散することが懲遷され、抵抗したとしても最終的にこれに従えば「任意解散」となる。しかし、あくまでも抵抗を続ければ「命令解散」ということになり、これにさらに抵抗して取引所側が行政訴訟を提起し、取引所が敗訴してようやく「命令解散」が確定した事例も多かった。一見、穏やかに、「市場が自由に判断した結果」の「任意解散」とはいえないものも相当数あった模様である。また、任意解散に対して不服で行政訴訟を提起する例が予想されれば、行政側も解散の懲遷の方法を採らず、取引所営業免許期間の満期を待って「継続不免許」とすることもあった。戦前期を通してみると、命令解散は1901年、1914～1916年、1923年に多く、継続不免許は1903～1904年、1923～1924年、1933～1934年に多かった。また米穀配給統制法に因る解散とは、同法に因り1939年9月30日限りで13米穀取引所が一斉に解散させられたもので、戦前取引所史における統制の重圧を示すものである。解散取引所は同法に基づき1939年7月に開設された日本米穀株式会社の各地支店・支所市場に移行した。他の業種に比べて被合併解散が少ないと感じられるが、これは「取引所業」という業種の特異性ともいえ、とりわけ力の弱い経済圏に存在した弱小取引所は同業者と合併統合して大きく発展する可能性は低

戦時取引所統合から平時統合まで

かったことによる。株式会社組織と会員組織との互換性も低く、各1例のみであった（神戸取引所：株式会社に組織変更，小樽米穀鯨肥料取引所：会員組織に変更）。

取引所の設立禁止政策は設立を認めなければ良いだけであるが、既存取引所を解散させる方がなかなか容易ではないと知った農商務省は、一方で自主的な解散を慫慂しつつ、他方では明確な根拠令を準備した。すなわち資本金額を急増させる（最低3万円を10万円に引上げる）ことで弱小組織を排除し、また有価証券定期取引の期間短縮（限月を3ヵ月から2ヵ月に）などを図った1902年条例（1893年取引所令改正）で、強圧的な抑制政策に転換した。この条例はその内容から当時の証券界では「取引所打ち壊し令」と呼ばれ、猛烈な反対運動が展開された。結果、有価証券定期取引の期間短縮は翌年元に戻されたが、資本金額は増額されたままで、以後の取引所設立希望を大きく抑圧する一因になった。このあたりの経緯が、小谷の「取引所受難時代」の命名には反映されていると伺われる。

4. 海外取引所設立熱

大正年代に入ると、取引所取引員及び場外の取引業者の投機取引抑圧と同時に、存続している株式組織取引所の改革が進められた。農商務省の思考方法は株式会社組織だとどうしても投機取引が盛行するので、本来は会員組織を育成したい（1916年には会員組織は0になってしまったものを、挽回したい）、しかし存続している株式会社組織取引所を無碍に解散させることもできないので、存続させつつその弊害も是正したい、ということであった。1922年公布施行の取引所法改正はこの政策を体现させたもの

図表4 取引所設立・解散・存続数（3）

	設立	解散	存続
1922	(1)	0	42(1)
1923	0	6	36(1)
1924	(1)	2	34(2)
1925	(1)	0	34(3)
1927	(1)	0	34(4)
1928	(1)	0	34(5)
1929	0	2	32(5)
1931	0	1	31(5)
計	(5)	11	

〔出所〕 小谷著，p 869～870より作成。

である。すなわち、設立の面では全面的禁止政策ではなく会員組織取引所の育成を掲げ、その後10年間に5の会員組織取引所の設立を認めた。他方で株式会社組織の取引所の解散も進めたので、この時期最後の1931年には存続取引所の数は株式組織が31、会員組織が5と、ここまでの最低を記した。

取引所起業者には出資組織の持ち分が証券化されておらず「当所株」「取引所株」が存在しない会員組織は人気がなく、また拠出金額の実態としても地方の弱小取引所が多かった⁶⁾。そのため、改めて会員組織取引所の育成政策が採られた結果、1922～28年に4所が設立された（名古屋綿糸布，小樽，大阪砂糖，東京砂糖）。反対に株式会社組織取引所の新設は全く望みが無くなった。こうした国内での逼塞状況から、第1次世界大戦中・後の経済活況を背景に、取引所起業を目論む者は海外への進出を狙うこととなった⁷⁾。日韓併合後の朝鮮半島にはすでに取引所の実態を備えた組織があった。日本人起業者はここに参画した。中国大陸には大正年間に上海取引所，天津取引所，漢口取引所などが相次いで設立され，射幸心をあおった。その他

満州地域にも設立されている。これらは必ずしも成功したとは言えないが、一部の海外取引所の株式は日本の大有価証券取引所に上場して新たな「取引所株」となり、それなりの人気銘柄にもなったようである⁸⁾。

5. 準戦時経済統制で商品取引所は衰退

1931～2年、31年4月4日重要産業の統制に関する法律公布に始まり、9月の満州事変、英国の金本位制停止決定、12月には日本でも金輸出を再禁止した後の、準戦時経済統制開始は、取引所業に対して決定的な影響を与えた。取引所取引の対象となる有力商品の統制により商品取引所は衰退へ向かった。取引所の生存基盤は自由取引・自由市場性にあり、如何に政府が規制しようとしても定期取引の限月短縮問題のように市場（取引所、証券業者）の抵抗が大きくて規制が不可能であったのが、これまでの取引所市場である。しかし商品の自由流通・自由取引が消滅すれば、取引の場である市場はその基盤を失う。最大の全国的自由流通商品であった米穀の場合は公定価格制で取引所は商品集中・配給組織に転換せざるを得なかった（前出の取引所解散理由の項参照）。

会員組織取引所の設立2例は、1932年福井人絹、37年豊橋乾繭、各取引所であり、1941年現在存続していた。最後に設立されたのは1940年株式会社東京商品取引所であった。政府（当時の監督庁は商工省）は1899年以來の株式会社取引所設立禁止政策を破って、同所の設立を認めた。米穀配給統制法実施の結果、1939～40年に米穀を主たる取引対象とした13の取引所が解散のやむなきに至ったが、中でも最大の米穀取引所であった東京米穀商品取引所（株式会社）に関しては、他に綿糸・綿布・人絹の3種取引も

図表5 取引所の設立・解散・存続数（4）

	設立	解散	存続
1932	(1)	0	31(6)
1933	0	2	29(6)
1934	0	3	26(6)
1937	(1)	0	26(7)
1939	0	12(2)	13(5)
1940	1	1(1)	13(4)
1941	0	(1)	13(3)

〔出所〕 小谷著、p870～871より作成。

あったために、例外的に株式会社組織を維持して新たに東京商品取引所を設立することを認めたのである。1941年3月1日当時現存した商品取引所は以下の5所である。

株式会社組織 大阪三品、東京商品

会員組織 名古屋綿糸布、福井人絹、豊橋乾繭

これらの取引物件は綿花・綿糸布、人絹、乾繭に限られた。最大の取引対象であった米穀が消滅した後、生き残れる取引商品は少数であり、株式を兼営しない取引所には解散する以外の道はなかった。残った5所もまた早晩解散に追い込まれた。1941年12月末現在で存続していたのは大阪、福井、名古屋の3所のみであり、1942年12月末現在では零であった⁹⁾。東京商品取引所は『昭和十六年取引所一覧』に入っていないので、未開業のままだったのかもしれない¹⁰⁾。豊橋乾繭取引所は1941年12月末までに解散したものと思われる。大阪三品取引所は1941年10月閉鎖、42年7月解散が確認される。なお、商品・証券兼業であった横浜取引所が1943年6月末に日本証券取引所に統合されたことによる同取引所「生糸市場」の廃止が、戦前の商品取引市場の歴史に完全な終止符を打つものとなった。

戦時取引所統合から平時統合まで

1941年後半期には現存する取引所で有意義な取引量を維持するものは、有価証券の取引所のみとなった。どの時点で監督官庁の変更が考えられ始めたのかは定かではない¹¹⁾が、1941年12月8日太平洋戦争勃発の5日後、13日に、取引所法による取引所の管理は商工省から大蔵省に移管された。取引所法の対象は実質的に有価証券取引の株式会社組織取引所のみになり、それらが日本証券取引所に解散統合された後、取引所法は当面、対象となる商品取引所を持たないまま、存続した。明治初期の株式取引条例が設立取引所を持たなかったのと、奇しくも符合する結果となった。

6. 有価証券取引所は日本証券取引所に

大蔵省の監督下に入り、金融統制の一環に組み込まれた有価証券の取引所（株式会社組織）にも激変が待っていた。1936年、2.26事件が勃発して、準戦時統制が一段と進んだ折に、「取引所株上場禁止」が報道されて市場を震撼させたことがある。同年7月21日の朝日新聞報道で「大蔵省案」とされたものは、直ちに大蔵省が否定して「虚報」として処理された。しかしこれは、実際には大蔵省の若手官僚の間で内密に検討されていたもので、太平洋戦争開始の後に、戦時金融統制の強化により急きょ具体化された¹²⁾。1943年6月末、現存の株式会社組織の有価証券の取引所は全国11カ所のすべて（東京、大阪、京都、横浜、神戸、名古屋、広島、福岡、長崎、新潟、長岡）を統合し、半官半民（出資は政府が1/4）の日本証券取引所が創立された。民間の、株式会社組織の取引所はここに消滅した。新法による、強権的な取引所統合は平時であれば取引所側からの強い抵抗にあい、不可能であったろうが、この時点では如何とも

することができなかった。株式会社組織取引所の取引員、株主、取引員兼株主たちの怨嗟の声は封じられ、戦後になって若干は言葉にされたが、この時の怨嗟が戦後の地方取引所温存の裏側の事情になったものと筆者は解釈している。

さて、この統合は自由市場時代からの株式会社組織取引所の設立実質禁止・取引所数の抑制及び会員組織取引所設立の推進政策とその不成功の線上に、到達点として存在したものではない。自由市場時代には、株式組織であれ会員組織であれ、また有価証券取引であれ商品取引であれ、それらの兼営であれ、全国に唯一つの取引所に統合するという政策の含意は全くなかった。統合政策は、準戦時統制経済の急進展で商品取引所が衰退した結果、残った有価証券取引所に対する戦時政策として、戦時金融統制の一環として大蔵省が短期間に強行したものである。なお、地方取引所縮小政策に近いものとしては日本証券取引所成立後に支所市場3カ所が閉鎖されている。商品取引所としては有力であったが株式取引では東京に及ぶべくもなく、かつ東京に地理的に近い横浜、もともと取引量の少なかった長岡・長崎の3は、株式会社組織取引所として自主解散あるいは命令解散のではなく、一旦統合された後に支所市場の閉鎖の形で、穏便にその活動を閉じた。

II. 日本証券取引所の性格

1. 戦時性と平時性

特殊出資法人としての日本証券取引所の全体像に関しては別論に委ねたい¹³⁾。日本証券取引所設立の理念としては外延的には大東亜共栄圏の中心取引所となるべく位置付けられており、

勝利の予想の下で戦後も同様に活動すると考えられていた。4分の1という出資比率に関わらず取引所の監督・決定権は政府にあった。大蔵省は戦時の、危機時の株価統制、投機的取引の抑制、公定株価（当時の法律用語）発信機能などに強く執着したが、その結果は世界大戦中で、かつは連合国に対する少数派の枢軸国でもあれば、国際的にはほぼ無意味だったといえる。国内的には戦時投資家（とりわけ生命保険や投資信託などの機関投資家）の投資継続を支持する意味はあったであろう。

他方で、戦時取引所改革は平時の自由市場ではできなかった市場改革を可能にした面も大きい。それまで必ずしも十分だとはいえなかった上場基準の明確化は、平時の市場基盤の充実につながる改革であり、それまでほとんどなかったに等しい上場後の管理も簡易ながら「会社表」が制度化された。上場廃止の手当でも考慮されはじめた。いずれも「戦時合理化」の一環ではあるが、結果として戦後の自由市場に必要な条件を準備したものと見える。とりわけ、過度に投機的になり易い取引の抑制（短期清算取引の廃止、株式組織取引所の廃止・統合により国内取引所株が消滅、結果として最も投機性が高いと目されていた当所株取引も消滅）も、従来の「自由市場」が自らを選択できなかったことを統制下の政策であればこそ強行することが可能であり、戦後の一般大衆が参加するような市場の基盤を準備したことになる。

日本証券取引所の「遺産」で、戦時を貫き平時につながる最大のポイントは、「法の目的」で国民経済の動態の中に取引所の活動及び証券取引一般を位置づけたことにある。大蔵省の監督下で、商品取引と完全に切り離されて金融統制の一環に組み入れられたことも、逆に戦後の

証券市場が、広く「金融」の位置づけとなって、生きてくることにもなる。徳川時代からの強大な商品取引・商品取引所の「追随者」「同伴者」としての有価証券取引の位置づけは、ここに完全に終了したのである。

2. ドイツの「中央資本市場」政策との比較

明治期から昭和戦前期の最後までを要約ではあれ通して見てみて、取引所の戦時統合は果たして日本独自の選択であったのかということに触れないわけにはいかない。第二次世界大戦の経験は「世界大戦」である以上は交戦国のすべてに同様の強圧をかけたであろうことは予想できる。それなりの規模の取引所・証券市場を擁した主要国について、取引所・市場に対する統制の状況を確認して見たいと思うが、筆者の浅学非才ではそれは叶わない。幸い、同じ枢軸国のドイツについては北星学園大学の山口博教授が『ドイツ証券市場史』[2006]を著わしておられるので、同書に沿って日本の状況との簡単な比較を試みておきたい¹⁴⁾。

ドイツと日本には近代国家成立の時期とその後の急発展の面で共通するところが大きい。取引所に関しても、ドイツは中世・近世からの為替・商品・公債等を兼営する取引所が各地に存在し、日本にも徳川時代以来の米穀取引の大取引所が大阪に存在した（他の地域にあった商会所は物資の集積所に近い）。しかし、近代国家の成立時にドイツは連邦主義的な地方分権主義を採り、フランクフルトなど有力な各地の取引所はそのまま存続した。対して日本では近代国家は旧藩を廃止して新府県制度を採り、東京府に中央集権的な政府を置き、旧来の商品取引所（商会所）は廃止された。取引所法制は商品・

戦時取引所統合から平時統合まで

有価証券の兼営という点では同じだが、ドイツの組織は株式会社であった。自由市場時代に商品取引を主管する農商務省の管轄下で設立抑制政策が採られ、取引所解散が懲罰され、また先物取引抑制政策に失敗した日本とは異なり、ドイツでは19世紀末の帝国取引所法ですでに先物取引抑制が可能になっており、ナチスの支配下で1935年には地方取引所の一定の統合が進められた。その後は大きな政策転換はなく、中央資本市場としての性格を持たせられたベルリン取引所に対して、フランクフルトなど9の有力な地方取引所は郷土（ハイマート）取引所と称せられ、地域ごとの一定の中央市場の要素を保ちつつ、全体としては準国家機関化していったようである。

地方取引所の存在を排して全国に唯一の取引所組織に統合するか、有力な地方取引所を温存してその頂点に立つ中央資本市場たる取引所を置くか、という形式では両者は明確に異なるが、何れの場合にも取引所の機能が準国家機関化した点では同じである。統合が戦末にかけて新法制定で強行され、しかし個別銘柄先物取引は終戦1ヵ月前まで維持され、戦後の国土分割はなかった日本と、ナチス治下にユダヤ人排斥・資産のアーリア化が強行され、その上に戦後の東西分割が決定的な影響を与えたドイツとでは、その後の取引所市場、ひいては証券市場の在り方は全く異なるものになった。

Ⅲ. 戦後の取引所政策：「静」の時代

1. 取引所再開禁止時代から取引所欠如時代へ

1945年8月9日、ソ連の参戦、原爆投下、ポツダム宣言受諾必至の状況下で大蔵省は10日以後の日本証券取引所全国市場の臨時休会を命令した。大蔵省の休会命令であるから再度大蔵省の命令で市場を再開できるものと考えていたが、同年9月26日に再開を命令したところ、前日付で占領国軍最高司令部による取引所再開禁止覚書が出されてしまった。この覚書が解除されたのは1949年1月末である。この間は、1947年4月の日本証券取引所解散を境に、市場再開禁止時代と、取引所市場欠如時代に区分される。戦時下に制定された当時は平時にも通用させようものと考えられた日本証券取引所法であるが、戦後の占領下では、その中核となったりベラルな米国経済官僚の思考方法では敗戦後の新生日本の平時取引所法として到底受け入れられない構成のものであった。戦時国家目的が最上位にあり、上場・廃止、価格決定のすべてにおいて国家が関与する取引所市場を、自由主義、自由市場の国アメリカが認めるわけもなかった。また取引仕法がなお個別銘柄先物取引中心であったことも、実物取引とマージンランザクションを組み合わせたアメリカの取引実情とは合わなかった。

2. 証券取引法の制定、登録制取引所による再開から免許制へ

1947年証券取引法の1948年全面改正法が公布

施行されて、戦後の証券取引所再開はようやく軌道に乗った。アメリカ法は1933年証券法と1934年証券取引所法に分かれているが、日本に新たに制定された証券取引法はこれら両法を統合したような性格のもので、戦前期の取引所法及び日本証券取引所法のような取引所設立法ではなかった。証券取引法による証券取引所の組織は会員組織のみであり、かつ証券取引所の設立規制は登録制であった。戦前期の取引所行政に照らしてみるならば、株式会社組織か会員組織かという点は会員組織で決着が付き、戦前期の唯一の規制基準であった設立免許制は新たな基準である登録制に置き換えられた。何れもアメリカの基準を取り入れたものでもあった。

日本の取引所起業家達（新旧の証券業者）があっさりと会員組織を受け入れたことにはやや複合的な説明が必要である。すでに見た1922年取引所法改正は会員組織取引所の育成を掲げたが、既存の株式会社組織取引所のガバナンスについても会員組織の統治方法に類似させて現存取引員（株主でもあった）の決定権を拡大させた。すなわち、株式会社組織であるが会員組織のガバナンス方式に近い内実を持たせていた。この経験の上に、取引員の発言権が極度に抑制された特別法出資法人（日本証券取引所）時代の苦い経験が加わり、取引所株・当所株が消滅した数年を経て、証券業者たちは会員組織のメリットを理解し、納得したといえる。すでに現実として証券取引法では証券業者登録制が先行して実施されており、その大きな自由な潮流に対して見れば取引所登録制は添え物に近かったともいえる。また、この取引所登録制は、実質的には認可制に近い政策で、東北・北陸・四国地域などには新設を認めず、新たに北海道地域だけに認めた。日本証券取引所の最終的な8支

所市場所在地には戦後の市場再開禁止時代に自然発生的な集団取引市場が存在しており、これら「行政に黙認された」集団的な場外市場と、若干遅れて北海道地域（札幌）のみの、登録を認めたのである。その後、新規に登録された取引所はなかった。こうした経緯を踏まえて、1953年9月には、（証券業に先駆けて）証券取引所の登録制は免許制に切り替えられた。当時の国会議論は政府の展開した「取引所業務の公共性」強調で免許制への切り替えを受け入れた¹⁵⁾。登録制であっても「公共性」に変わりはないが、免許制にすればより強固にこれを担保しようと考えられた。また、「現状の取引所を免許制にするということは取引所の数の抑制を意味するか」との質問には「将来の設立を認めないといえば独断になる。しかし今でも相当な無理がある」との回答が行われた。

3. 米国型カーブ取引所論を排し、二部市場新設へ

第1次高度経済成長期を迎え、1960年前後には米国型カーブ取引所（新興企業・中小企業株対象）を日本にも設立してはどうかという議論が出ている。カーブ取引所というのはアメリカン取引所の（この当時の）愛称である。当初は舗道の上で、青空市場として取引されており、カーブ（舗道の縁石）取引所と称されたものが、屋内に入り、1921年にはニューヨーク・カーブ・マーケットを正式名称とし、1952年にアメリカン取引所となったものである¹⁶⁾。すなわち米国にはニューヨーク市にNYSEとアメリカンとが並立していた。しかし、日本の取引所政策は取引所法の時代から、（先物）取引の取引所市場集中主義と1地区に複数の取引所設立を認めない主義でできていたため、東京なり大

阪なりに別の取引所を新設する案は通らなかった。1960年12月から数カ月に亘り証券取引審議会における議論が重ねられたが、結局同じ取引所内部の別の「部」として市場第二部開設を認める形をとった¹⁷⁾。1961年10月に東証、大証、名証、3取引所にそれぞれ市場第二部が開設された。この過程は、東証内部の構想から発して、証券取引審議会報告書を活用し、大蔵省が巧みに道を作った感が強い。

4. 地方取引所不要論の抑制で長期「現状維持」政策に

1949～50年に登録された9証券取引所は1967年10月神戸証券取引所の解散で、8証券取引所となった。神戸証券取引所の歴史は長い（1883年7月最初の設立許可まで遡る）が、京阪神地域に京都、大阪、神戸と3証券取引所が「密集」した状態であり、1965年証券恐慌前後の取引停滞を経験して、同所は自主的に解散を決定した¹⁸⁾。設立免許制の下ではあるが解散は自主的に、という形の最初の例になった。その判断には直近の1967年7月10日に出された証券取引審議会報告書「株式流通機構の整備改善について」が、地方証券取引所問題の今後の役割は市場銘柄の育成にあるが、存立の前提要件があれば中央取引所との合併も考えられる（無ければ解散も、の意を含む）、いずれにせよ国が画一的に処理するのではなく地方取引所が自主的に決定すべきものとした方向性が、驚くべきことに直ちに反映されたのである¹⁹⁾。神戸証券取引所の単独上場銘柄1・本店会員証券業者7は大阪証券取引所が引き継いだ。取引所従業員による裁判闘争が長引き、解決までに10数年を要した。この前後、前出の報告書をベースにして大蔵省証券局内部にはそれなりに地方取引所

不要論が見え隠れしていたが、神戸証券取引所の裁判長期化が祟り、地方証券取引所廃止論を表面化することはできないままだった。いわば最初に自主的に反応した一例がその後の硬直状態を招き、行政は手を出さず、地方証券取引所が自主的に現状維持を続けたことになる。1878年最初の株式取引所設立から100年の年、(証券局の一部の内意を呈したと思われる)1978年証券局OBが主導して発表された「証券研究会報告書(従来の組織とは別にナショナル・マーケット=全国取引所を設立し、当面は従来の取引所をその支所とする、全国取引所の場所は例えば富士山麓などといわれた)」は不評に終わった²⁰⁾。東証の肥大化を前提とした統合案であるから、当の東証はともかくその他の取引所には到底受け入れられるものではなかった。このトピックスをはさみ、1967年以後、後に見る2000年時点まで、証券取引所の数は長期にわたって8所を維持したのである。

証券取引所の新設を抑制し、既設の地方取引所の不要論を抱えながら統合合併を慫慂もしない、長期「現状維持」政策を支えたものは何か。戦前期からの歴史に鑑みるならば、戦時下の法律による統合合併強制への反動で、会員組織取引所の会員に戦時の悪夢を喚起させることを恐れたためといえる。証券市場の自由市場性、競争性の確保と促進を掲げながら、強権的な取引所の統合合併を行うことは不可能でもあった。また、ほとんど独自の取引がない地方取引所といえども地域経済圏における存在意義が当事者には強く認識されており、(国際競争のない時代の)「市場に判断を委ねた」結果ともいえる。この当時、地方取引所の側から自主的に解散を申し出る、あるいは大取引所との統合合併を申し出る可能性はほとんどなかった。

長期現状維持政策は地方取引所の側にとっても現状温存の時代であった。これが可能であったのは、戦後の証券取引法体制が証券取引所に関してはしっかりした基盤を提供していたためでもあったろう。また、この時代はほぼ証券業者免許制（極めて厳しい免許制）時代と重なる。業者取締り行政の全面展開が前に出て、取引所行政は後ろに退いた時代といえるのかもしれない。

5. 国際的な取引所の統合整理には無関係

国際的には、1980年代には電子先物取引の概念を具体化したグローベックスが開発され、90年代には各地の取引所の業務時間をつなげば24時間取引が可能になる状況になった。2000年前後には世界取引所構想なども出ている。この間、欧米先進諸国の取引所は国内で、また国際的に、統合整理を進めていった。市場の国際競争は直接に取引所組織の再編につながり、一国一取引所へと平時統合を実施した国も複数に上った。しかし、日本は世界につながるこの潮流にはほとんど乗らず、国内での「統合整理」の動きもなかった。唯一国際的な競争・連携の結果といえるのは米ナスダックと日本のソフトバンクの折半出資により設立され、大証の新興企業向け市場として2000年5月開設されたナスダック・ジャパンである。これも形式的には既存取引所内部に新設された「新興市場部」の扱いであった。

IV. 金融証券自由化政策で「市場の判断」の時代に

20世紀末に始まった金融証券改革政策の過程

で、各方面での自由競争の促進、市場間競争の促進が大きく取り上げられた。証券業者の免許制から登録制への再転換などが先行し、やや遅れて、証券取引所の合併・解散が容易にできるように、また株式会社化が選択できるように2000年証券取引法の改正が進められ、市場が自ら判断して動ける時代になった。この結果、既存取引所の統合（2000年広島、新潟が東京へ、2001年京都が大阪へ）、店頭市場の強大化と取引所化（2004年ジャスダック証券取引所）、取引所間の統合（2010年ジャスダックが大証へ）などの動きが進んだ。表面的には新たな「動」の時代と見ることもできるが、これらの動きは必ずしも政策が誘導したものではない。動きにくかった環境が自由になり、動きそのものは当事者の自由な判断に拠ったものである。その直近の局面が2013年1月の日本取引所グループの創立ということになる。21世紀に入ってからの動きは、1999年東証マザーズを嚆矢に各地取引所における新興市場部の新設、一部地方取引所の大都市取引所への統合、一部会員組織取引所の株式会社化、そして最終的に2大都市取引所の統合へと進んだ。

この平時統合は戦前期以来の日本の伝統的な取引所政策の、すなわち意図された「動」と「静」の時代の、終焉を意味する。日本取引所グループの傘下には東京証券取引所と大阪証券取引所の2大証券取引所市場が存続し、かつは総合取引所構想の下に有価証券、金融商品一般の他に、為替、商品の取引を行う取引所の参加が可能になっている。このように、取引所の取引対象の総合化、組織の自由化（会員組織・株式会社組織の併存）、統合解散の弾力化などが行われた結果、取引対象の規制、組織理念の固定化、統合解散の抑制に示される伝統的取引所

政策は終焉した。戦前期の日本では取引所法が有価証券と商品とを共に取締りの対象としたとはいえず、必ずしも総合取引所構想を持っていたわけではない。現実には存在した取引所の実態を見てみれば明らかのように、都市部の大規模取引所は有価証券か、米穀を中心とした商品かの、専業であった。兼業で行った取引所の多くは都市部ではなく地方特産物を背景とした商品取引所が証券取引を兼営したという程度のものが多く、規模が中からやや大規模になった取引所の場合にはその過程で証券専業に転換した例が多かった。これに対して、今次の総合取引所構想は、国際的な市場間競争の環境下で、国内の一定以上の自主的な整理統合を前提としたものである。国際的に開かれた自由市場の中で形成された巨大取引所グループに対して、新次元の取引所政策が出される可能性は薄い。巨大取引所グループの自主規制機能に基礎を置いた自主的判断に多くが期待される時代になったといえる。

注

- 1) 日本最初の証券関係法令である1874年条例に拠る取引所出願については、小林和子『日本証券史論』第3章「明治初期の株式取引所出願」、参照。
- 2) 小谷は明治26年中期～31年を「取引所濫設時代」と区分した。小谷勝重『日本取引所法制史論』p177～178。
- 3) 小谷著の解散177、現統16、計193取引所にまとめられた「取引物件」は、同じ基準で採られてはならず、取引所によっては「雑穀」が個別の名称で出てきたり、「塩」も食塩、製塩その他に分けられていたりする。このため、正確な商品種類を確定することはできない。
- 4) 小谷、p178～181。
- 5) 小谷の「解散取引所」一覧には解散理由の表示の他に、特別な例として大阪取引所「ブルス条例時代の設立特許」の説明、解散年月についての異論（岡山米商会所）、などの他に大きな分類として命令解散と訴訟の事例（八王子蘭糸株式取引所）が詳細に書かれている。
- 6) 取引所法による資本金・醗金の最低額は、1893年勅令第74号により株式会社組織では3万円、会員組織には規定はない。現実には設立された取引所の例で見ると、株式会社組織では当初資本金20万円（東京、大阪など）～3万円で、3万円がかなり多かった。会員組織では当初醗

金が不詳のものも多く、最低は2000円があった。初期に設立された例では1万円を超せば大規模であったが、会員組織の設立を促進した大正期以後は以下のようにかなり大規模な設立が見られた。25万5000円（名古屋綿糸布、1922年設立）、9万円（大阪砂糖、1925年設立）、6万5000円（神戸大豆粕、1927年設立）、7万8000円（福井人絹、1932年設立）、8万円（豊橋乾繭、1937年設立）、6万2000円（東京砂糖、1928年設立）、5万5500円（小樽、1924年設立）など。小谷、p883～1017。

- 7) 『日本証券史資料』戦前編第5巻、参照。
- 8) 海外取引所株の上場状況は『日本証券史資料』戦前編第6巻、参照。長期取引株式取引所業には大連株式商品取引所、大連取引所信託が、大正後半期に、短期取引には昭和に入って大連株式商品取引所が、上場、取引された。
- 9) 『日本証券史資料』戦前編第5巻、「取引所一覧」各年版、参照。
- 10) 小谷著p1017では、東京商品取引所は設立以後5ヵ月以上も未開業のまま経過したようであるが、開業するつもりで設立はしたがその後の情勢の急展開（開帳へ）で、こうなったものか。解せない点がある。
- 11) 取引所管理が商工省から大蔵省への移管が、いつごろから検討されたのかは『昭和財政史』該当巻でも明示されていない。「財政金融基本方針策要綱」（1941年7月11日閣議決定、発表）では(3)金融政策の改革に「有価証券取引機構の合理化」の項目を特記し、(4)で行政機構の改革を示唆した。昭和の大蔵省外史刊行会『昭和の大蔵省外史』中巻、1969、財経詳報社、p508～509。1941年前半期の終わりごろにはこの方向性が出ていたのではないかと思われる。
- 12) 『日本証券史資料』戦後編第4巻、森永貞一郎氏証券史談、参照。
- 13) 小林、前掲書、第11、12、13章、参照。
- 14) 山口博教『ドイツ証券市場史——取引所の地域特性と統合過程』[2006]、北海道大学出版会。古くは16世紀に遡り、後にドイツ帝国に統合された各地域の取引所の歴史と特性を辿り、19世紀末の帝国取引所法、20世紀のナチス治世の中央資本市場化政策、第2次世界大戦後の分断に至る叙述からは、多くを学ぶことができた。
- 15) 1953年免許制へ転換する際の議論については、『日本証券史資料』戦後編第二巻、参照。
- 16) カーブ取引所については、大阪証券業協会『米国証券用語解』[1972]、大阪証券業協会、日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場』1977年版、日本証券経済研究所、による。
- 17) 第二市場あるいは市場第二部に関する議論は、1960年12月に証券取引審議会が株式流通市場問題に入るやにやかに脚光を浴びた。しかし問題そのものは1957年3月の東亜石油株式の買い占め問題を契機として東証の上場審査基準の厳格化に際し、基準に適合しなくなる銘柄のための市場として、東証内部で構想され始めたものであった（第二市場問題）。これが証券審議会の議論の中に入り、緊急を要する問題として61年3月には第二市場設置について意見の一致を見るに至った。その後の急速な実現を促進させたのは6月7日大蔵省の「第二市場部の設置に

ついて」メモが3取引所に「遅くとも10月1日までに設置するよう」と要請したことに拠った。東京証券取引所『証券年鑑』1961年版, 1962年版。

- 18) 神戸証券取引所解散の事情を当の神戸証券取引所自体が書き残したものはない。『大蔵省証券局年報』昭和42年版では神戸証券取引所の会員数は取引所解散に該当する(会員数が5名以下)ものではない(会員定数26, 実数21)が、会員に対する制裁の数は東京に次いで2番目に多い。同上『年報』昭和43年版では同所の解散の事実と本店会員7社が大証に全員加入することになった点のみが記述された。これらを受け入れた大証の側の『大阪証券取引所史』第2巻, 1987, が結局もっともまとまった記述をしている(V開放経済体制への移行と証券市場, 4免許制下の大阪業界, (1)神証の解散と当所の対応)。それによれば, 解散の理由は1)株式売買高の対全国比率の低下, 2)地場産業の育成面でも役割低下(単独上場会社は1社に), 3)会員数(特に本店会員数)の減少, 4)結果として神戸に市場を維持するための基盤の弱体化, に求められた。
- 19) 証券取引審議会報告書の概要は, I取引所取引のあり方について, で抜本的な改善を求め, II証券取引所等の組織機能の整備改善について, で具体的な4項を示した。すなわち, 1証券取引所の管理機構, 2地方証券取引所, 3証券業協会の組織機構, 4証券取引所および証

券業協会の自主規制機能, である。『大蔵省証券局年報』昭和43年版。

- 20) 証券研究会『証券研究会報告書』1978年12月は, 刊行本ではなく奥付のない40頁のパンフレットである。同年1月~11月までの研究会の成果を坂野常和座長の下にまとめたもので, その提言は第2章「証券取引所のあり方—ナショナル・マーケットへ向って」・第3章「ペーパークライシス対策」の2点であった。全国取引所構想はあえなく潰れたが, ペーパークライシス対策は後に振替保管法に結実した。

参 考 文 献

- 小谷勝重 [1953]『日本取引所法制史論』, 法経出版社
- 日本証券経済研究所 [2000~2005]『日本証券史資料』戦前編第1~4巻, 日本証券経済研究所
- 小林和子 [2012]『日本証券史論』, 日本経済評論社
(当研究所特別嘱託研究員)