

集団的店頭取引の組織化について

証券取引審議会（会長＝堀越禎三氏）では、かねてから検討を加えていた、いわゆる第二市場問題について、「集団的店頭取引の組織化について」と題する意見書を取りまとめ、去る6月7日これを発表した。

これは、①証券取引所に第二市場部を併設し、現在、集団的に取引が行なわれている店頭銘柄をそこに吸収する。②その場合、(イ)上場審査基準は、証券業協会の店頭売買承認基準と同程度のものにする。(ロ)売買管理については、現行の証券取引所におけるよりも厳格で、しかも機動的なものにする。(ハ)会員については、第一市場部の会員、第二市場部の会員と区別することなく、また、地方会員業者および取引所非会員業者については、その連合体を作る等により、新たに会員として加入させる等を骨子としたものである。

第二市場問題については、かつて昭和32年においても、とりあげられたことがあった。当時、証券界、特に東京において、第二市場問題が起きた直接の原因と

みられるものは次の二つに集約されよう

- (1) 32年3月初旬表面化してきた東亜石油株の買占め問題を契機として積極化した東証上場の審査基準の厳格化という構想からんで、改正された基準に適合しなくなった上場銘柄は、第二市場を設置してこれを吸収すべきである
- (2) これまで長期間にわたり希望されていた東証非会員業者の店頭売買参加問題の解決策の一つとして、現在の店頭売買を東証の第二市場として組織化し、これに東証非会員業者の参加を許す方法としてはどうか。

そして東証および本協会では、32年3月「第二市場制度研究特別委員会」を設置し、検討を加えたが、この問題は証券市場全般にわたって根本的に検討を加えた後に考えられるべきであるという結論に達し、同年7月17日、「第二市場の設置には多くの問題点が存しており、早急に結論を出すべきではなく、問題を直接第二市場設置に結び付けて解決することを考えるよりも、(イ)上場基準の改正、(ロ)店頭売買の自主的規制の強化、(ハ)非会員

の店頭売買参加、(イ)受渡決済の合理化等を、先ず個別的に解決してゆくことが先決である。』旨の答申書を東証理事会に提出し、同委員会は解散した。このように、第二市場の設置については、これら諸問題の解決後に改めて考慮されるべきこととなったが、その後本協会の店頭売買の受渡については、東京証券株式会社がその代行業務を行なうこととなり、同年12月から業務を開始し、また、大阪および名古屋においても本年1月から、それぞれ大阪証券代行、中部証券代りが、代行業務を行なうこととなって今日に至っている。

しかし、最近、第二市場問題が再びとり上げられるようになったのは、店頭売買高および新規に株式を公開する会社数の増加が、その一つの理由としてあげられよう。すなわち、東京における株式の店頭売買高の推移を、取引所会員の非上場証券についてみると、往復計算で33年中の一日平均売買高は182万株、34年中318万株であったのが、35年には658万株となり、36年に入って、1月1621万株、2月1531万株、3月1707万株、4月1803万株と増加し、このうち、実業証券で取り扱った分は、同じく往復計算で、33年中の一日平均売買高72万株、34年中149万株から、35年には297万株となり、36

年1月には、841万株、2月801万株、3月887万株、4月1084万株と、いずれもその規模を拡大してきている。また、新規に株式を公開した会社数は、33年中21社、34年中36社、35年中49社、本年では1～6月間で既に49社を数えている。

ところが、店頭売買は、取引所市場と異なり、組織化されておらず、その取引や運営については各地の証券業協会の制定した統一、公正の両慣習規則や申合せ等の自治的規制にしたがって行なわれている。しかし、このように店頭売買高が増加するにしたがい、価格の形成や受渡等の点から投資者の保護についても不十分ではないかという批判が生まれ、また、中型企業の資金調達を促進し、企業の育成をはかるためにも、現在の状態では不十分ではないかという論議も行なわれることとなったのである。さらに、実業証券を通じる売買については、それが集団取引として、証取法191条の市場類似施設開設の禁止規定にも抵触するのではないかという疑念も生ずるに至った。

昨年12月に証券取引審議会に提出された大蔵省事務当局の「株式流通市場に関する問題点」でも「最近、非上場証券の店頭取引が盛んになっているため、その公正円滑を確保するという観点から、或いは店頭市場の組織化が進み、取引所類

似施設となる虞があるところから、大取引所所在地の店頭市場を組織化して正規の取引所（第二取引所）を設置すべしとの考え方があるが、これについてどう考えるか、この場合、第二取引所と第一取引所との関係、第二取引所と地方取引所との関係をどのように考えるべきか」と述べており、本年に入ってから、2月16日および21日の衆院大蔵委員会および23日の衆院予算委員会においても、この問題について、当局との間に質疑の応答があり、また、2月23日には、本協会小池会長および経済評論家高橋亀吉氏が、衆院大蔵委員会に参考人として招かれ、証券界の現段階における諸問題の陳述を行なった際の質疑応答にも、この問題がふれられている（本業報第137号参照）。

一方、証券取引審議会では、2月22日の会合において、株式流通市場の諸問題のうち、当面の問題として、第二市場問題をとり上げることを決定し、次いで3月1日の会合では、店頭市場を組織化する方針が打ち出され、その後の会合では主として第二市場の売買管理方式など具体的な問題をめぐって審議が進められ、6月7日の意見書発表となったのである。なお、日本証券業協会連合会では、去る4月13日開催した定時会員総会における「決議」において、この第二市場問題

にふれ、「中型企業について、その資本調達を容易にし、経営規模拡大への機会と可能性を豊富ならしめることは、わが国経済の健全な成長をはかるため重要なことである。特に、最近、これらの店頭売買銘柄や、その売買高の増加等の事情にもかんがみ、これらの銘柄の売買についても、これを適切な配慮のもとに取引所市場に組織化することが適当である。」旨を採択している（本業報第138号参照）。

意見書の内容は別掲のとおりであるが、第二市場設置に当たってもっとも問題となったのは、現在の証券取引所の内部に第二市場として併設するか、或は第二取引所として別個の証券取引所を設立するという問題であった。

証券取引法第87条では、証券取引所は二以上の有価証券市場を開設してはならないと規定しているが、この条文の解釈については種々の見解があり、統一的な解釈は下されていなかった。したがってこの解釈の如何によっては、第二市場を現在の取引所に併設することは、第87条に抵触するのではないかという問題にもつながってくる。このため、証取審議会では、この条文の解釈については法務省、法制局等の意見も参考とし、次のような見解を述べている。

すなわち、「上場銘柄をその性質に応

じて、たとえば、第一市場部銘柄と第二市場部銘柄との二つに分け、第一市場部と第二市場部における売買管理の技術的方法を異なるものにした場合にも、いわゆる一物一価の原則が成立し、かつ、管理者が同一であり、基本的に同一の管理方式が採用されている限り、有価証券市場としてこの同一性が失なわれているものではなく、法律上の問題はない。」と述べ、また、会員の問題については、「現行法の下において現在の証券取引所に併置する形態をとる場合には、少なくとも新規加入会員を既存会員との間に会員としての基本的な権利義務について相違を設けることはできないと考える。」と述べている。そして、第二市場として現在の証券取引所に併設するか、第二取引所として別個の証券取引所を設立するかの問題については、「いずれの方法によってもその組織化は可能である。」とし、「しかし、当審議会は、その早急な組織化が目下の喫緊の要務であることにかんがみ、別個の証券取引所を新設するかどうかについては、将来、証券取引所制度全般について審議する際にさらに検討することとし、この際は、現在の証券取引所に第二市場部ともいべきものを設けることが現実的な解決策であると考えられる。」として、第二市場として証券取引

所内に併設することを勧告している。

その他意見書は、第二市場部の上場審査基準、地方取引所会員、非会員の参加問題、売買管理の機構、方法等についてもふれているが、これらは、いづれも今後の証券市場のあり方ないしは発展の方向づけに直接関連をもつものであるだけに、どのように具体化されていくか注目されるところである。

なお、大蔵省では、「第二市場部の設置について」(メモ)にみられるとおり、東京、大阪および名古屋の3証券取引所では第二市場部をおそくとも10月1日までは設置させる方針であるが、東京証券取引所および本協会では、6月8日、連合理事会を開催して、東証内に第二市場特別委員会を設置することを決定し、同16日、次のとおりその委員を委嘱した。

第二市場特別委員会委員名簿

(昭36. 6. 16) (敬称略)

委員長	小池厚之助
副委員長	三橋幸三
〃	上西康之
〃	山崎種二
〃	瀬沼徳次郎
〃	安弘一郎
〃	菊池満
〃	網中喜三郎
委員	藍沢吉雄
〃	荒井福太郎
〃	飯野清雄

委員	石川茂重	内田田	実助郎
"	大沼六之	川三郎	助郎
"	小川取次	久一	郎
"	香籥唐木	沢繁賢	次
"	木村伊三	礼一	郎
"	高沼金次	一郎	郎
"	小小林一	太郎	郎
"	小布施新	友作	夫
"	小金野昌	信正	治
"	坂村木方	恒雄	雄
"	志鈴瀬田	口久光	郎
"	津村寅次	郎	夫
"	土屋陽三	福一	剛
"	長沢田原	口二	健
"	永中野林	井三	良
"	平野原山	波三	剛
"	平藤古	川	要

委員	堀内洋之助
"	松井武雄
"	間庭往太郎
"	三木喜太郎
"	武藤周三郎
"	村井啓佐雄
"	村川美四郎
"	森泉恒次
"	矢島房正則
"	山瀬嘉四郎
"	吉田進
"	吉田芳雄

(以上59名)

集团的店頭取引の組織化について

証券取引審議会
昭和36年6月7日

当審議会は、昨年12月株式流通市場に関する問題点を審議するに当り、当面最も緊急を要するものとして集团的店頭取引の問題をまずとり上げることとし、この問題について関係者の意見をも聴取し審議した結果、結論を得たので、ここにその趣旨をとりまとめる。

1. 組織化の必要性

最近における集团的店頭取引の拡大は中型企業の資金調達必要性が高まったことと、非上場銘柄に対する投資が漸次一般的なものとなったこととに起因

し、集团的店頭取引は、本来証券取引法が当事者間の自由取引に委ねている取引と相当異なったものになりつつある。

このような集团的店頭取引の実情と現行証券取引法の建て前とを考え合わせると、現在の集团的店頭取引は、その対象となっている株式の価格の公正と流通の円滑を確保して、投資者の保護と中型企業の育成をはかるために、この際、これを証券取引所の開設する正規の有価証券市場における取引として早急に組織化することが必要である。

なお、このような組織化が実現するまでの間においても、直ちに受渡の規制等取引方法の改善を行ない、投資者の保護のため万全を期する必要があると考える

2. 組織化にあたっての基本的な要件

集团的店頭取引を新たに組織化する基本的な目的は価格の公正と流通の円滑をはかることによって、投資者を保護し中型企業を育成することにある。

したがって、組織化に伴う上場銘柄売買管理、会員等の事項について、この基本的な目的が十分に達成されるように配慮し検討した結果、次のような要件をみとす必要があると考える。

(1) 上場銘柄について

資金調達必要性が大きく、発展性のある中型企業育成の基本的な目的か

らすれば、新たな有価証券市場における上場基準は、少なくとも現在の店頭売買承認銘柄の承認基準程度のものでして、これら企業の要請に十分応えるようにする必要がある。

これは、現在の集团的店頭取引を組織化した後に直ちに別の集团的店頭取引が発生することを防ぐためにも必要なことである。

また、この種銘柄はその値動きが相当激しく、買占めの対象にもされ易いので、現在の上場銘柄と明確に区分して、その特色が広く一般に認識されるように措置することが投資者保護のために必要である。

(2) 売買管理について

上述したように、新たに有価証券市場に上場される銘柄は、その値動きが激しく、また、買占めの対象にもなり易いから、投資者の保護をはかるために新たな有価証券市場における売買管理の機構、方法等は、現在の証券取引所におけるよりも、一そう厳格な、しかも、機動的なものとする必要がある。したがって、売買契約締結の方法、バイカイのあり方、過当投機の抑制等の技術的な問題につき、関係者においてこれら銘柄の特殊性にふさわしい特別の方式を具体的に検討することが要望

される。

なお、これらの銘柄はその性質から考えて、短期的な投機の対象とされることは好ましくないので、信用取引の対象とすべきではない。

(3) 会員について

この新たな有価証券市場に参加する会員については、有価証券市場において証券取引所の会員が果たす機能の重要性にかんがみ、少なくとも当該地における証券取引所の現在の会員が有しなければならぬ程度の資力、信用を必要とすることは当然であるとする。

また、現在の証券取引所の会員が新たな有価証券市場に参加する場合には、現行の最低資本金額の引上げを考慮する必要がある。

なお、現在の集团的店頭取引を組織化した後において、新たな有価証券市場の設置されない都市に所在する証券取引所およびその会員ならびに各地非会員の業務が種々の影響を受けるであろうことを考えると、これらの者が受ける影響の程度如何によっては、これらの者が何らかの形、たとえば、個々には資力、信用の点で問題があれば、これらの者の連合体を作る等の方法によって新たな有価証券市場に参加しようとするよう考慮すべきである。

3. 組織の具体化の方法

以上述べたような考え方に立って、現在の集团的店頭取引の組織化を具体的に実施する形態としては、(1)新たに証券取引所を設けて市場を開設するか、(2)現在の証券取引所の市場に区分を設けずに吸収するか、または、(3)現在の証券取引所に第二市場部ともいふべきものを設けるかの三つが考えられるが、

(1) 新たに証券取引所を設けることについては、

- (a) 現行法上何ら問題となる点がない
- (b) 上場銘柄の性質の相違がはっきりする。
- (c) 新たな市場に最も適した会員をもって組織しやすい。

が反面、

- (d) 従来の証券取引所との間における上場銘柄の交流が円滑を欠き、将来両証券取引所間に、上場銘柄の争奪のような好ましくない事態が生ずる虞がないではない。
- (e) 新設されるまでに相当の期間を要するので、集团的店頭取引の早急な組織化の要請に合せず、また、現在の証券取引所に併置する場合に比し、若干多くの経費を必要とする。等の問題がある。

(2) 現在の証券取引所の市場に区分を設

けないで吸収することは、新たな上場銘柄の性質にかんがみ、これを従来の上場銘柄と明確に区分することが投資者の保護をはかる上から必要であるので、適当でない。

(3) 現在の証券取引所に第二市場部ともいべきものを設けることについては

(a) 早急に集团的店頭取引を組織化するためには、この方法によることの方が容易である。

(b) 同一の管理者の下にあるので、第二市場部から第一市場部へ、あるいは、第一市場部から第二市場部へと上場銘柄の交流が円滑に行なわれる

(c) しかし、新たな上場銘柄と従来の上場銘柄との間の性質の相違を投資者に十分徹底させるために、特段の配慮を必要とする。

という問題がある。

さらに、この場合には、証券取引法第87条「証券取引所は二以上の有価証券市場を開設してはならない。」との規定に抵触する虞はないかとの問題があるので、本規定の解釈について関係当局の見解をただした結果次のことが明らかになった。上場銘柄をその性質に応じて、たとえば、第一市場部銘柄と第二市場部銘柄との二つに分け、第一市場部と第二市場部における売買管理の技術的方法を異なる

ものにした場合にも、いわゆる一物一価の原則が成立し、かつ、管理者が同一であり基本的に同一の管理方式が採用されている限り、有価証券市場としての同一性が失なわれるものではなく、法律上の問題はない。

しかし、会員のうち特定の者、たとえば、新規に加入する会員について、第一市場部の取引を禁止するとか、その議決権をなく奪し、または、制限することは、現行法上会員組織をとっている証券取引所の会員相互間の関係として問題があるばかりでなく、第一市場部と第二市場部とがそれぞれ別個の有価証券市場とみとめられる虞れがある。

ただ、加入に際して支払うべき加入金を減免し、その代りに脱退の場合に持分の譲渡を禁止するようなことは、市場における取引の権利や会員として有する議決権等を制限するような基本的な問題ではないので、有価証券市場の同一性を判断する場合の支障となるものではない。したがって現行法の下において現在の証券取引所に併置する形態をとる場合には、少なくとも新規加入会員と既存会員との間に会員としての基本的な権利義務について相違を設けることはできないと考える。

なお、集团的店頭取引を正規の市場の

取引に組織化する場合、新たな市場だけに取引を限定する特別の会員を設けることが実態に即しており、また、そのような体制が証券取引所のあり方としても適当であるという考え方もあるが、これを実施することは少なくとも現行法上支障があるので、この点については、将来証券取引所制度全般についての基本的な審議を行なう際の検討にまつべきものと考ええる。

4. 結 論

以上、集团的店頭取引の組織化について検討した結果、別個の証券取引所を新設するか、あるいは、現在の証券取引所に会員の基本的な権利義務に相違を設けないで第二市場部ともいうべきものを設けるか、いずれの方法によってもその組織化は可能である。

しかし、当審議会は、その早急な組織化が目下の喫緊の要務であることにかんがみ、別個の証券取引所を新設するかどうかについては、将来、証券取引所制度全般について審議する際にさらに検討することとし、この際は、現在の証券取引所に第二市場部ともいうべきものを設けることが現実的な解決策であると考ええる。

政府および関係者においては、前述した組織化に当たっての基本的要件に配慮しつつ、現在の集团的店頭取引を正規の市場取引として組織化するため現行法の下で速やかに具体的措置をとるべきである

(付)第二市場部の設置について(メモ)

大 蔵 省
昭 和 36年6月7日

証券取引審議会の意見の趣旨に従い、東京、大阪および名古屋の三取引所は、第二市場部をおそくも10月1日までには設置するよう、下記により、速やかに必要な諸手続をとられたい。

記

(1) 第二市場部の上場基準は、上場承認の手續もあり速やかに決定する必要があるので、6月中に案を作成されたい。

その際、第一市場部の上場基準も再検討し第一市場部と第二市場部の銘柄の交流が円滑に行なわれるよう、両市場の上場基準は、客観的基準にすることが必要であると考ええる。

なお、新たに第二市場部に上場する銘柄のうち、既に店頭取引承認銘柄となっているものについての上場審査については、特別に迅速な取り扱いを考慮する予定である。

(2) 地方会員、非会員の参加の問題は、今後における証券業界全体の円満な発展を図るための重要事項であるので、7月中旬までに関係者の意見をとりまとめられたい。

(3) 第二市場部の売買管理の機構、方法等については、上場銘柄にふさわしい厳格なしかも機動的な方法を検討し、7月中に具体案を提出されたい。