

戦前期の資本市場法制における公正な価格形成： 戦前取引所法制の目的論の意義

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2014-11-06 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 西川, 義晃 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.14945/00007948

論説

戦前期の資本市場法制における公正な価格形成

——戦前取引所法制の目的論の意義

西川 義 晃

第一章 はじめに

第二章 取引所の経済的機能と取引所法の法的性質

第一節 取引所条例における取引所の目的論とその意義

第二節 取引所の経済的機能

一 需要と供給の統合と取引物件の「市場性」

二 公定相場の作成機能

三 価格の平準機能及び保険機能

四 株式取引所の機能——取引所と株式会社との関係

第三節 取引所法の法的性質と戦前期における投資者保護の意義

- 一 取引所法の内容とその法的性質
- 二 戦前期における証券市場の投機性
- 三 戦前期における投資者層と投資者保護
- 第三章 日本証券取引所法と「公正ナル価格ノ形成」
 - 第一節 目的規定（第一条）の立法趣旨
 - 第二節 日本証券取引所法の法的性格と経済統制
- 第四章 結語

第一章 はじめに

金融商品取引法（以下、「金商法」という）は証券取引法（以下、「証取法」）が平成一八年に改正され成立したものである。その後、多くの改正を経ているものの、その特徴として規制の横断化、包括性、柔軟性のほか、法目的に係る規定も挙げられよう。すなわち、証取法は法目的を「国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする。」と定めていたのに対して（一条）、金商法はこれを「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健

全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。」と改め、資本市場の機能を重視する定めとした（一条）。

従前、証券法の目的規定について、通説は、証券法の直接の目的は「投資者の保護」であつて、「国民経済の適切な運営」は「投資者の保護」によつて実現が期待されるものであるとしていた（投資者保護論^①）。また、有力な学説は、証券法には産業警察的な取締を目的とした業法も含まれており、証券会社や証券取引所の監督に関する規制などは投資者保護の目的のみに奉仕するものではなく、「投資者の保護」と「国民経済の適切な運営」はともに証券法の目的であると主張した（二元論^②）。以上の学説に対して、「証券市場」を理論の中心に据える学説として、まず、証券法の目的は公正な価格形成を通じた証券市場機能の確保にあり、公正な証券市場の有する機能が国民経済の適切な運営につながる^③と主張されていた（市場法論^③）。また、市場の機能として、効率的な資源配分の達成を重視する見解も主張されていた（効率性説^④）。金商法はこのうち、いわゆる「市場法論」の立場を採用したと説明されているところ、金商法の法目的は多様化しつつあるといえ、法目的をめぐる議論に関心が寄せられている^⑤。

ところで、こうした観点から注目されるのは、戦前期の取引所法制の下において、取引所の有する経済的機能が重視され、取引所法制の目的が論じられていたことである。とりわけ、取引所法制に係る法令に取引所の設立目的ないし法目的に係る規定が置かれていた時期のあることが注目される^⑦。すなわち明治二〇年制定の取引所条例は、「取引所ハ商業上ノ取引ヲ便利ニシ市価ヲ平準ニシ商業上公正直実ノ風ヲ養成シ商業上ノ慣習ヲ統一維持シ須要ノ報道ヲ傳播スルヲ以テ目的トシ：特許ヲ以テ設立スルモノトス」と定めた（一条）。また、昭和一八年制定の日本証券取引所法は、「日本証券取引所ハ国家経済ノ適切ナル運営ニ資スル為有価証券ノ公正ナル価格ノ形成及価格ノ安定ニ任ジ且有価証券ノ流通ヲ円滑ナラシムルコトヲ以テ目的トス」と規定していた（一条）。これら以外の法令には目的規定が置かれ

なかったものの、明治二六年制定の取引所法の下でも取引所の経済的機能が重視され、取引所の意義・存在目的に関する議論は継続され、日本証券取引所法の目的規定に影響を与えたとされる。さらに、取引所法の法的性質について、これを商法の特別法とする主張や、公法とする主張もなされており、それらの主張には取引所の経済的機能と関連させるものもあった。

とはいえ、こうした戦前の法規制は、現行法の法体系と異なる特徴を多々有している。例えば、取引所を規制する法令は、情報開示・会計・監査について規定せず、取引所の組織と取引方法を中心に規定していた。取引所法制は、早期から、有価証券と商品のいずれも同一の法令で規制する立法を採用していた。株式取引所では株式が中心に取引されており、現代的な証券化商品は存在しなかった。取引所の実態も現代と異なると指摘されており、後述するように投機的な市場であった。日本証券取引所法はその条文中、戦時統制の影響を強く受けているように見受けられる。さらに、そもそも戦前における証券市場の研究は商学者による取引所論(証券市場論)が中心であり、法律家による研究は必ずしも盛んではなかった。

確かに戦前の法規制と現在の法規制をめぐる状況との間には多くの差がみられる。しかし、以下検討するように、取引所の目的として取引所の有する経済的機能の発揮が重視されていたこと、それら取引所の機能については理念的な議論も目立つこと、政府は投機抑制を目指していたこと、日本証券取引所法の目的規定の解釈においては、必ずしも戦時統制の面が強調されておらず、むしろ自由市場の維持が強調されていたことも指摘できよう。また、取引所法判例に対しては会社法研究者が評釈を公表するなど、法律的な研究が何らなされていないものでもなかった。証取法が金商法に改正され、資本市場の機能が重視されるにいたった現在、明治時代以降、戦前期における取引所法制の下

での議論が参考に値するのではないかと考えることには相応の根拠があるように思われる。

以下、こうした観点に立って、証券と商品とを併せて規制していた取引所条例および取引所法と、その後、証券のみを規制した日本証券取引所法を中心に、戦前の取引所法制の下での法目的にかかわる立法・判例・学説を検証し、取引所論の成果も大いに参照しつつ、現代の資本市場法制の目的はいかにあるべきかについて検討したい。

第二章 取引所の経済的機能と取引所法の法的性質

第一節 取引所条例における取引所の目的論とその意義

(イ) 明治二〇年制定の取引所条例は、取引所の目的について、「取引所ハ商業上ノ取引ヲ便利ニシ市価ヲ平準ニシ商業上公正直実ノ風ヲ養成シ商業上ノ慣習ヲ統一維持シ須要ノ報道ヲ伝播…スルヲ以テ目的トシ…特許ヲ以テ設立スルモノトス」と定めた(一条)。本条起草時において、取引所の相場は公正な価格で、取引上の標準になると考えられており、また、取引所の効用として、真正な価格を形成し、取引の停滞を防ぎその円滑を確保することや、価格の激変を緩和し、需給を平均化させることが重視されていた^⑧。

本条例の立法の背景として、まず明治一一年施行の株式取引所条例の下で、仲買人(大正一一年改正取引所法が取引員に改正)は手数料および税金を取引所に支払う義務を負っていたにもかかわらず、秘密裏に取引所外取引を行うことでこれらの支払いを潜脱しており、これに対処する必要があったことが挙げられる。また、株式取引所条例は現

場取引のほか定期取引を採用したところ、前者は定期取引のうち日仕舞い取引であり、後者は三カ月の限月があり期日到来日に現物の受け渡しを必要とする取引とされつつ原当事者間における買戻しに限り差金決済が認められたため(三六条但書、三九条)、結果的に取引所での取引が投機化し、投機性を抑制する必要があつたことも挙げられていた。^⑩そもそも仲買人には資力や徳望の乏しい者が多いことが指摘されており、仲買人の規制を強化すべきことも主張されていた。^⑪

こうした問題が生じる中、本条例は、取引所について六つの目的を定めた。^⑫すなわち第一に、商業上の取引を便利にすることが挙げられた。これは取引所に取引を集中させることで、売買が容易となり、商業上の取引が便利になることを意味した。第二に市価の平準化とは、取引所で公定相場を形成することで、地理的な価格の相違をなくし売買価格を安定させ、また、主な物品を取引所において多くの仲買人等によつて公に取引させることで、投機の余地をなくし、需要と供給のつり合いを保たせ、市価を平準化させるものと説明された。取引所条例の草案の一つであつたと推測される「商品取引所条例」案もその第一条において「商品取引所ハ商品ヲ売買取引スル所ニシテ其価格ヲ平準シ其流通ヲ円滑ナラシメ以テ商業上ノ利便ヲ図ルヲ目的トス」としており、価格の平準化を重視していた。なお、ここでいう「商品」には株式や公債も含まれていた(「商品取引所条例施行規則」案八条^⑬)。第三に、商業公正直実の風を養成するとは、こうした風潮が信用の基礎をなすところ、投機や詐欺的行為による弊害が多い場合、十分な商業上の繁栄を害するものとされた。この点、明治二六年制定の取引所法の下でも、学説は、市場の気風が重要であるとして、取引所が投機者中心であつたことに対して、投機者のみではなく資本家、商工業者が参加し、取引の安全性・確実性を増すことが公正な相場の形成にとつて重要であると強調していた。^⑭第四に、商業上の慣習を統一維持するとは、物

品の受渡しや支払の決済等の慣習の相違は取引の際に紛争を生じやすいため、これらを統一し、商業者の便益を図るものとされた。第五に、須要の報道を伝播するとは、物価の高低の原因、集散の模様、需要の上下、供給の増減、金融の通塞その他商業上の景況を電信、郵便、新聞紙、物価表などによって一般に知らせることであるとされた。第六に、取引所会員の間に生じる争論を仲裁するとは、取引所内の裁判権は取引所が有しており、取引所会員間に取引上の争論が起きた場合、これを仲裁することとされた。

(ロ) この取引所条例の目的規定はアメリカ法、特にニューヨーク物産取引所 (New York Produce Exchange) の定款 (Charter) および業務規則 (By-laws) ならびにニューヨーク綿花取引所 (New York Cotton Exchange) の定款 (Charter) の影響を受けたものと推測される。というのは、取引所条例の草案は英文で作成されたと思われるところ、第一条にはこれらと共通または類似の文言が見られることによる。これらはいずれも翻訳されており、わが国に紹介されていた。⁽¹⁵⁾ 当時、アメリカにおいては、情報通信手段などの発達により、綿花の発着に要する時間内のリスクが増しており、これに対応して綿花取引に関して様々な慣習が生じる中、先物取引も行われるようになっていた。そうした中、集団的な取引の場としてニューヨーク物産取引所が一八六二年に設立され、また、ニューヨーク綿花取引所が一八七〇年に設立された。⁽¹⁶⁾

しかし、先物取引は以下の理由で農家から強く反対されていた。すなわち、第一に、取引所での投機は相場を騰貴させるため消費者に有害であること、第二に、取引所での投機は相場を下落させるために生産者に有害であること、第三に、取引所の投機的な仕組みは悪用され、相場は人為的に操作され商品の生産者または消費者に損害を与えること、第四に、値段の差、格付、受渡しその他の事項を規定する取引所の規則および業務規則は、個々の取引の最善の

利益と一致しないことであつた。⁽¹⁸⁾ それらの理由から一八八四（明治一七）年に先物取引を廃止する立法提案がなされたほか、一八九〇年にバターウォース反先物取引法案（Butterworth Anti-Option Bill）が提案され、さらに一八九二年にはそれまでの反先物取引法案が整理され、先物取引を禁止するハッチ案（Hatch Bill）も提案されたが、いずれも成立には至らず、一九一六年に綿花先物取引法（Cotton Futures Act）、穀物標準法（Grain Standards Act）が制定された。一八九一年から一九二一年までの約三〇年間に二〇〇件にも上る先物取引禁止法案が連邦議会に提案されたとされる。⁽²⁰⁾

日本においては取引所制度が構築されて間もない時期であり、市場自体は原初的なものであつた。そこでは取引の投機性が問題になつてゐたため、取引所は本来どのようなようにあるべきかに関心が寄せられたとともに、わが国と同様に、取引所取引の投機性が問題とされてゐたアメリカにおける諸規則が参考にされたのではないかと推測される。

いずれにせよ、わが国の資本市場法制において、その早期から取引所の経済的機能に関心が向けられ、それらが明文で定められていたこと自体は注目し得る。

第二節 取引所の経済的機能

一 需要と供給の統合と取引物件の「市場性」

取引所条例の後、明治二六年に制定された取引所法には目的規定が存在しなかったが、同法の下でも以下のように、取引所の経済的機能について広く論じられていた。

第一に、取引所は大量の需要と供給を円滑に結びつける機能を有するとされた。そうした機能を有する結果、取引所においては、極めて高額な取引が大量になされ、取引が容易かつ迅速に成立することとなり、そのため取引の履行が確実になされる必要があるとされた。⁽²¹⁾

またこうした取引がなされる前提として、学説は取引所において取引される「物件」が備えるべき性質を論じていた。戦前期においては、「有価証券」、「商品」のほかに、両者を包括する概念として「物件」という表現が広く用いられていた。⁽²²⁾

学説の多くはそのような物件の性質として、取引の目的物が大量に存在すること、代替可能性があること、価格の騰落が比較的大きいこと、および耐久性（長期保存性）を挙げていた。⁽²³⁾ まず、物件が大量に存在しなければ市場を形成できず、相場操縦を招きやすいとされた。商品の相場操縦は、ある年の生産品が消費され終えたのち、いまだ翌年の生産品が市場に回らない時期に行われており、株式の相場操縦も、市場での取引量が少ない場合に生じやすいとされていた。次に価格の騰落が物件の性質とされたのは、投機取引の対象として、当然に必要な要素とされたことによる。耐久性が挙げられたのは、特に商品に関して、肉、魚、果物のような腐敗しやすいものは取引対象とならないと論じられたものである。

学説にはイギリスでの議論を参照し、有価証券の「市場性」または「市場形成力」(marketability)として、①売買の主体、すなわち一般投資家及び投機的投資家の存在、②それらの投資家および証券業者による売買の回数、③有価証券が大量に存在することを挙げるものがあつた。⁽²⁴⁾ また、特に株式について、譲渡手続の簡便さ、額面金額の低額化とその均一性、分割払込制度、同種の株式の多量が存在などを指摘するものもあつた。⁽²⁵⁾

いずれにせよ、上場が申請された物件がこうした性質を帯びているか否かを審査するのが主務大臣（取引所令一二条）や上場審査制度であるとして、上場審査制度を整備することの重要性が主張されていた。⁽²⁶⁾

これらの議論の多くは証券と商品の双方にまたがっているものの、取引物件の性質を取引所の機能と関連させて論じており、特にこれを市場性、市場形成力として論ずるものもあった。ここではいわば市場からみた取引物件の適格性ともいべき主張がなされ、そうした性質を具備するか否かを認定するのが主務大臣であり上場審査であるとしていたと評価できよう。こうした議論は、現代において有価証券概念を検討するうえで非常に注目される。また、金商法が証券と商品の双方を規制する総合的な取引所を指向しているという観点からも、戦前期におけるこれらの議論は示唆を有するものと考ええる。

二 公定相場の作成機能

第二に、公定相場の作成機能である。取引所において形成される相場には、運輸の事情、政治、外交、法律上その他一切の事情が影響するとされた。また、作成された相場は有価証券や商品の価格の評価として利用され、例えば債権者が担保の価額を知る材料となるという私的な利便にとどまらず、相場の高低は生産者に需要と供給の状況を知らしめ、生産すべき物資の種類と数量を決定させ、一国の経済の生産能力にも影響を与えるものであるとされた。⁽²⁷⁾ そのため取引所の相場は「財界のバロメーター」と称されるとともに、公益性が高く、公正なものとして経済上權威がある⁽²⁸⁾とされ、「公定相場」と称された。⁽²⁹⁾ 学説には、そうした公益性のある事業を営む取引所は、営利法人ではなく公益法人であると主張するものもあった。⁽³⁰⁾

実際に、取引所の価格形成機能を前提として、例えば、明治三十一年に制定された競売法は、取引所の相場がある場合にはその相場以下の価額で競売をすることはできないと定め（一一条二項）、競売の申込みがない場合には、競売の日の相場以上の価額で任意に売却できると定めていた（一二条）。

こうした公定相場に関しては、すでに取引所条例が「取引所ニ於テ売買シタル物件ノ相場ヲ以テ公定相場トス」と定めていた（二九条）。取引所法もほぼこれと同様の規定を置いた（二六条）。但し、取引所条例の下では、米、株式等の物件ごとに、直取引・定期取引のそれぞれについて始値、終値、その日の最高値・最安値、その日の平均値を明らかにしたものが公定相場であるとされたのに対して（取引所条例施行細則四七条³⁰）、取引所法の下では、物件ごとのその日の取引価格の平均値を言うと言われた（大正三年改正取引所法施行規則一八条、大判大八・一二・二五民録二五輯二三六八頁）。なお、戦前においては一般に、定期取引とは限月のある先物取引をいい、直取引とは実物取引を指した（本章第三節二（ロ）参照）。

公定相場はあくまでも現実の市場価格の標準であって、市場価格がそれに近づくべき理想の価格である「公正価格」とは必ずしも一致しないとされ、しかしながら、財界のバロメーターであることから公表されなければならない、また人為的相場が示されてはならないとされた。³¹

そのため、取引所は公定相場の公示を義務付けられるとともに（取引所条例施行細則四七条、取引所法施行規則一八条二項三項）、公定相場を偽った者は処罰され、取引所条例の下では一〇円以上二〇〇円以下の罰金（三四条）、取引所法の下では五〇円以上五〇〇円以下の罰金（大正三年改正前三二条）が科された。取引所法による処罰の程度は、同法大正三年改正前における最も厳しいものであった。一方、取引所条例の罰金の額は、取引所外における取引所類

似取引を処罰した太政官布告第二十一号(明治一三年⁽³²⁾)と同額であり、これより重い処罰を課す規定も設けられていたところ、公定相場を偽った場合の処罰はそれらに次ぐものであった。すなわち、取引所条例の下では、一定の取引時間内にのみ取引を行うことが認められ(九条)、取引所の理事長及び理事は取引所において取引を行うことができず(二八条)、取引所での取引は仲買人が取次ぎ(二〇条)、仲買人は手代を用いることができず自ら取引に参加することが求められており(二五条)、取引所では取引所条例及び農商務省令が定める方法以外の取引をなすことができなかったところ(二七条)、これらの規定に反した場合には、二〇円以上五〇〇円以下の罰金に処せられた。これらは取引所での取引ルールにかかわる処罰規定である。取引所条例ではこれより罰則は劣るものの、戦前を一貫して重い処罰が科されていたといえ、公定相場の作成が重視されていたものと思われる。なお、大正三年取引所法改正はこの規定を削除し、風説の流布・偽計取引に関する規定を新設するなどした(大正三年改正取引所法三二条の四など)。以上の規定は、わが国において、戦前期の相場操縦規制の一環をなすものと考えられる⁽³³⁾。

このように公定相場の作成機能が重視されていたところ、以下順に論ずるように、戦前期の取引は限月のある先物取引が中心であり、実物取引は盛んではなかった。そうした取引によって形成された価格について、裁判例は、上述の競売法に関して、株式の定期取引で相場が形成されたとしても、限月の定めのある相場であるため、競売期日当日の株式の売却価格はこれに準拠する必要はないとしていた(東京地判大八・二八評論八巻諸法一四九頁)。

三 価格の平準機能及び保険機能

第三に、価格の平準機能である。すなわち、相場が極端に下がった場合には、売主が買いに転じ、相場が高騰した

場合には、買主が売りに転じ、価格の変動は小刻みとなって社会に深刻な影響を与えることがないと考えられた。また、複数の取引所で同一の物件・銘柄が上場され、取引所によって価格の差異が生じている場合、鞘取引が行われ、空間的にも価格が平準されると論じられた。この機能は上述のように取引所条例が明文で定めており（一条）、比較的早期から重視されていた。

第四に、保険機能、いわゆるヘッジの機能が重視されていた。これは戦前の取引所での株式取引は先物取引が中心であったことや、取引所法は商品取引も規制していたことによるものと思われる。⁽³⁴⁾

四 株式取引所の機能—取引所と株式会社との関係

以上の取引所の機能は商品と証券の双方を念頭に置いて論じられたものである。これに対して、特に株式取引所の機能として、以下のように論じられた。すなわち株式は自由に譲渡されるものであり、正当な価格で譲渡されるには取引所において取引される必要があるところ、株式取引所の存在によって株式会社制度は本来の機能を發揮することができ、株式取引所の存在によって株式会社制度の発達は初めて期待されるとされた。⁽³⁵⁾ また、株式取引所は有価証券の需要と供給の統合を図るうえで、極めて重要な地位にあると主張されていた。⁽³⁶⁾

この点、会社法学説の側にも、株式会社と市場との関係を強調する見解があった。例えば、株式は証券市場における取引の目的物として、株主が自己の投資をいつでも回収できるため、株式会社は公衆から巨額の資本を集めることができる⁽³⁷⁾と論じられた。また、経済学の観点から、株式会社の本質として、証券制度、重役制度、株主有限責任を挙げ⁽³⁸⁾るものがあつた。ここで証券制度とは、株式が大資本の集中を目的として用いられ、一般公衆からその資本を吸収

し、市場において取引されることを指しており、株式は取引対象の一種として投機の目的物になると論じられた。なお、重役制度は会社の経営上重要であるのみならず、重役が法令や世論の監督を受けつつ業務を行うため、一般公衆は会社の事業に精通しないまま株式を投資対象にできると論じられた。⁽³⁰⁾

特に株式の取引に係る議論であるため、取引所と株式会社との関係が論じやすかったものと思われるが、戦前期においては、取引所と株式会社との間には密接な関係のあることが前提となっていたといえる。⁽³¹⁾

以上の議論は、取引所の実情から離れて、取引所はそもそもどのような機能を果たすべきかについて、いわばその理念な役割が検討されていたものである。金商法が資本市場の機能を発揮させることを目的として定めている現在、これらの議論は注目すべきものであるように思われる。

第三節 取引所法の法的性質と戦前期における投資者保護の意義

一 取引所法の内容とその法的性質

学説はこのように取引所の経済的機能を論じていたところ、取引所法の下ではその法的性質も論じられていた。学説にはこれを商法の特別法であると主張するものがある一方、これを公法、特に行政法であると主張する見解もあった。こうした議論の中には取引所の経済的機能を反映した主張も含まれていた。

まず、取引所法を商法の特別法であるとする見解は、取引所法は取引所における売買取引を中心に規定していること、また、商法上、取引所取引は商行為とされていることを根拠とした（明治三二年商法二六三条三号、昭和一三年

改正商法五〇一条三号)。但し、この見解は、取引所法には行政法規や刑事罰も含まれているとし、これらの諸規定については行政法または刑法の特別法であるとした。⁽⁴⁰⁾なおこの見解は、取引所法を単に商法の特別法とするのみであり、現在、金商法を商法の特別法とみる見解が投資者保護を強調するのと同様の主張はしていない。戦前と現代とでは議論の前提となる投資者像が異なるため(本章第三節三)、現在の投資者保護論と同視することはできないであろう。

そもそも取引所法は、取引所での取引の方法のほか、取引所の設立規制、取引所の組織、取引員の免許制・資格、取引所の役員、取引所に対する監督、および、罰則について定めていた。このうち取引所に対する監督については、例えば取引所の設立は免許制である一方(取引所法一条)、取引所が法令等に違反し又は公益を害しもしくは公衆の安寧を妨害した場合、主務大臣は取引所の解散、停止、一部の停止、役員の解任、会員又は取引員の営業停止または除名を命ずることもできた(取引所法二七条)。不正の手段により会員や取引員となった者も除名できた(大正三年改正法一一一条の二)。また主務大臣は必要と認める場合、取引所の業務、帳簿、財産等を検査することができ(二八条)、定款を変更させることもできた(二九条)。大正三年改正は罰則について、虚偽の風説の流布・偽計取引の禁止(三二条の四)や取引所によらずして差金の授受をした者を処罰する規定(三二条の五)を新設するなどした。これら取引所に対する監督規定や罰則規定は行政法や、刑法の特別法に当たると主張されたものである。

(ロ)これに対して、取引所法の法的性質を私法ではなく公法であるとし、特に行政法であるとする主張もなされていた。例えば、ある学説は、取引所は独占的に営業をなす権利を有する一方、上述のような国家の特別な監督に服し、また、取引所を独占的に経営する対価として取引所営業税の納付を義務づけられていることなどから(取引所税法一二条)、取引所法は公法の性質を有し、行政法の一部をなすと主張した。⁽⁴¹⁾

また学説は、取引所法には民商法に属する私法規定も若干含まれるものの、それらは取引所法の本体ではなく、取引所税法はもちろん取引所法も行政法規であって、銀行法や保険業法と同領域であるとし、さらに、公定相場の権威を保持し、保険的機能など取引所での投機が国民経済に対して寄与する有益な機能の発揮を助成すると同時に、投機市場の利用者を保護することを目的とする一種の産業警察法、投機取締法であるとした。⁽⁴³⁾ この見解は取引所法を、取引所の経済的機能を発揮させる法令であるとともに、投機市場の利用者保護の法令であるとした。

ここで産業警察とは、行政法の領域に含まれるとされていた行政警察の作用の一種である。⁽⁴⁴⁾ そもそも警察には、犯罪を捜査し、被疑者を逮捕する司法権の作用である司法警察のほか、社会生活のすべての面において健全な発達をめざし障害を除去するため他の行政に付随して行われる行政警察の作用があるとされた。⁽⁴⁵⁾ 産業警察は後者の一種で、事業から惹起される危険や経済生活自体の発達に対する妨害を防止するために必要な一切の手段を指し、警察以外の商工大臣、農林大臣、大蔵大臣等の職権に属する作用であるとされた。例えば、事業への参入に許可を必要とし、その許可に付随して義務を課し、これに違反した者の事業を停止するなどの監督機能がこれに当たるとされた。⁽⁴⁶⁾ 取引所法にそうした警察作用に関する規定が存在するのは、取引所の相場は公定相場として重要な意味を有し、その性質上、金融、政治状況、法制、天候等が直接に影響を与え、投機取引が行われやすく、社会経済の混乱をきたす恐れが高いためであるとされた。⁽⁴⁷⁾

戦前期において取引所法の法的性質は以上のように論じられていたところ、これを私法とする見解も公法とする見解も国家による取引所の監督規定の存在を強調するものである。特に後者については、取引所の経済的機能を発揮させる法令であるとする一方、取引所の投機性を考慮している。そこで、取引所の投機性に関連して、取引所における

取引の方法、その他証券市場の実態について、学説の議論や立法過程等を確認したい。

二 戦前期における証券市場の投機性

(イ) 戦前期の取引所は投機的な取引、すなわち、差金決済による先物取引が中心であったとされる。明治七年制定の株式取引条例以降、競売買の有無や期前の転売買戻しを認めるか否か等に相違はあるものの、差金授受のみを目的とする取引が大半であったと言われている。そのような性質を帯びた理由として、第一に、江戸時代の堂島米会所における帳合米取引と呼ばれる米取引の手法が受け継がれたことによると指摘されており、既に江戸時代より取引は投機的であり賭博の要素が強かったとされる。帳合米取引は受渡なしの差金決済取引で、すべての建玉を転売買戻で決済し、両替屋がクリアリングハウスの機能を果たしていた。取引は競売買によるザラバ方式で行われ、毎月三回、ほぼ一〇日ごとに値洗い清算をしていたという⁽⁴⁸⁾。

第二に、取引所はそもそも投機市場であるべきとの理解が一般的であったことによるものと思われる。例えば、投機の結果は合理的なものであつて国家社会に無意識的に貢献しており、取引所の相場がいわば経済生活上の世論となり得ると論じられた⁽⁴⁹⁾。また、投機は市場を拡大させ、売買の機会を高め、価格の補正作用を営むことにつながるため、投機が盛んになればなるほど、売買が円滑化し、取引所の機能がより発揮されると考えられたのであつた⁽⁵⁰⁾。

一方で、投機は賭博ではなく、過当投機は取締るべきであると考え、立法政策として、限月の短縮、実質的に賭博場となつていたとされる地方取引所の廃止、取引所外の取引所類似施設の取締り強化、取引所の会員組織化などが必要であると論じられた⁽⁵¹⁾。なお、一般に、投機とは差金の授受により決済する取引を指し、当事者が実物の受渡しによ

る決済を希望する場合には実物の授受がなされる場合をいった。これに対して、賭博は、例えば、実物を授受しないことについて両当事者間で約束がある場合で法律上取引が有効に成立していないものや、株式の取引をすることなく特定の銘柄の株価の値上りを予測し、その予測に一定額を賭けることとされ、投機と賭博は区別して論じられていた。⁽⁵²⁾

第三に、発行市場と流通市場とが分断されていたことが指摘されている。まず、主要な産業を代表する株式会社の株式の多くが財閥内部で閉鎖的に保有されていたことから、それらの株式が流通市場で取引されることはなかった。一方で株金分割払込制度が採用され、額面全額の払込みが終わらなければ新たな株式の発行ができず(昭和十三年改正前商法二一〇条)、発行市場も発達しなかったため、流通市場が発行市場と切り離され、流通市場を担うべき取引所が投機市場化していったと分析されている。⁽⁵³⁾

そもそも発行市場自体、必ずしも成熟したものとは言えなかった。すなわち、発起人や大株主と、証券業者との間で、現在という募集・売出について合意がなされたとしても、業者間で十分な連携がなく、証券業者の目的は引受業務による利益獲得にあったため株式の発行後の市場性については徳義上一応の努力をする程度にすぎず、発行市場は極めて限られた市場となっていたとされる。⁽⁵⁴⁾

第四に、取引所が株式会社組織を採用する場合、取引所は営利を追求する傾向があり、投機の弊害が助長された。⁽⁵⁵⁾例えば、取引所は高額な売買手数料を定め、手数料収入の増加を図ったことから、実物取引には費用に見合った利益がないと考えられ、投機取引を助長したとされる。また、株式会社組織の取引所は取引の違約により生じる損害について賠償責任を負っていたため(大正十一年改正前取引所法二二条)、専ら投機取引を扱う信用のない仲買人・取引員

が多数存在しえたとともに、取引所は賠償の危険を感じた場合には立会を中止するなど人為的に立会を操作したとされる⁽⁵⁵⁾。一方、株式会社においては人的要素がないため出資者の増減にかかわらず会社が存続する点で恒久的な仕事ができ、取引所のような公益的な仕事に向いているとして、株式会社制度を採用することに好意的な主張もあった。

第五に、実物取引は市場の規模が極めて小さかったとされ、そのうえ実際には投機的な取引に利用されていた。すなわち、実物取引は本来、約定後ただちに株式と代金を交換するものとされていたが、取引所においては、実際には空売りの占める割合が高かったとされる。空売りは株価の過度な低落を招き、価格形成を歪め、正当な投機を萎縮させるとしてこれを禁止すべきと論じられる一方、空売りをなす者は株価が下がったときに買い直すため、そこで相場が調整されるとする肯定的な主張が有力で、擁護はできないもののやむを得ないとも論じられていた⁽⁵⁶⁾。

第六に、投機的な傾向に拍車をかけていたと思われるのが、取引所外における取引所類似施設の存在や、店頭売買である。取引所外の取引の多くはいわゆる現物屋によってなされていた。現物屋とは、取引員、取引員の使用人、相場師などが事実上、証券業務を営んでいたものであり、昭和一三年に有価証券業取締法が制定され、有価証券業が免許制とされたことで、当時全国にいた約五、〇〇〇人の現物屋が約一、五〇〇人に減少したとされる⁽⁵⁷⁾。それら現物屋がかかわっていた取引所類似施設は、昭和一〇年代には、日本全国で一、〇〇〇箇所を超えていたとされる⁽⁵⁸⁾。例えば、第一次世界大戦にともなう好景気の際、株式会社証券交換所が取引所外での実物取引の場を標榜して、全国に約一〇カ所、設立された⁽⁵⁹⁾。実際には差金決済の場と化していったとされる⁽⁶⁰⁾。大正一一年の取引所法改正が有価証券を売買する市場をすべて取引所とみなし取引所法によらなければこれを設立できないうるとともに（四条の二）、差金取引をなす取引所類似施設を設け取引することを処罰対象としたことから（二六条の二）、証券交換所は存続できず、それぞれ

取引所に吸収合併され、消滅した⁽⁶⁶⁾。また、東京実物代行株式会社、通称「坂本市場」が昭和八年七月に資本金五〇万円で設立され、その後、三〇〇万円に増資されたと思われるところ⁽⁶⁷⁾、ここではいわゆる「ボロ株」の実物取引がなされていた。すなわち、取引される株式は法律上有効な株式であって、偽造された株式や失権株は含まれないものの、その多くは経済的な価値が全くないか、価値が極めて乏しい株式であった。ボロ株の発行会社の多くは資金の乏しい会社、事業を全く営んでいない会社、または業績が全く上がっていない会社であり、通常、配当率、発行会社の業務や財産などについて不実開示をし、それらの株式については相場操縦もなされていたようである⁽⁶⁸⁾。

こうした取引所外施設が発達した背景として、まず、取引所内の取引が差金決済を行う投機中心であったことや上場審査によりすべての株式が上場されていたわけではなかったことから、取引所外での実物取引の需要があり⁽⁶⁹⁾、また、取引所が存在しない地域においては、商取引を円滑に進め価格の変動による損失をヘッジするために先物取引の形式による投機市場を形成せざるを得ない面もあったとされ、取引所外の取引所類似施設を一律禁止することに慎重な主張もみられた⁽⁷⁰⁾。

(ロ)その一方で、政府は一貫して投機市場の実物市場化を志向していたと分析されている⁽⁷¹⁾。

例えば、第一に、政府は法改正により、繰り返し限月の短縮を図っていた。取引の種類について、取引所法は当初、直取引、延取引、定期取引の三種類を採用し(一八条)、直取引と延取引を実物取引とし、定期取引のみ競売買によることとした⁽⁷²⁾。直取引は五日以内、延取引は一五〇日以内、定期取引は三ヵ月以内の限月(取引所指定の日)によるほか、定期取引のみ期限内の転売買戻による差金決済が可能であった。なお、競売買はザラバ式、板寄式、折衷式のいずれでも良く、各取引所の業務規程に委ねられた。

これに対し、政府は、限月が長いと投機を助長すると考え、一貫して限月の短縮を図っていた。⁽²³⁾ まず、一九〇二（明治三五）年、勅令が有価証券の定期取引の期限を二ヵ月以内とした。⁽²⁴⁾ しかし、業者から猛烈な反対運動が起きたため、翌一九〇三（明治三六）年四月、延取引について転売買戻を認めるに至り、⁽²⁵⁾ 同年八月には勅令により定期取引の限月も三ヵ月に復旧された。⁽²⁶⁾

その後、大正一一年改正取引所法が直取引、延取引、定期取引という分類を廃止し、新たに実物市場における取引、清算市場における売買取引の二種類に分け（一九条、取引所令九条）、まず実物市場における差金決済を禁止した（取引所令一〇条）。また、長期清算取引の期限を二ヵ月に短縮するとともに（一八条）、毎月一回の決済をする短期清算取引を認め、清算市場における取引は原則として七日以内の受渡しとし、これを一ヵ月まで延長可能とした（取引所令一一條）。但し、二ヵ月への限月短縮は一九二五（大正一四）年四月まで施行が延期された。⁽²⁷⁾

この間、貴族院等では、限月について一ヵ月案、三ヵ月案の提案のほか、二ヵ月という原案への賛成案が主張され、激しく対立した。その後も限月短縮への反対運動は続き、長期清算取引の期限は昭和四年改正取引所法が再度三ヵ月に改正した。⁽²⁸⁾

必ずしも成功したとは言えないように思われるものの、政府はこのように、繰り返し限月の短縮を試み、投機性の希薄化を図っていた。

第二に、政府は決済の確実性を高めるとともに、取引所を会員組織へと誘導していた。例えば、明治二六年七月二二日勅令七四号⁽²⁹⁾が株式会社取引所の最低資本金を三万円とした結果（一条一項）、取引所が濫設された。株式会社組織の取引所においては取引の違約により生じる損害について取引所が賠償責任を負っていたところ（大正一一年改正前取

引所法(二三条)、低額な資本金による決済の不確実性に対して、勅令を改正して取引所の資本金を一〇万円以上とし(一条一項)、また、株式会社取引所において株主への配当率が年一割を超える時は、その超過分の二分の一を賠償責任準備積立金とすることを義務付けた(七条の二)。しかし、業界の強い反対に遭い、一九〇六(明治三九)年六月、賠償責任準備積立金に関する規定は削除された。⁽⁸¹⁾

大正一一年取引所法改正は、取引所は株式会社又は会員制のいずれであるかを問わず、主務大臣の認可を受けた場合に限り、取引の違約により生じる損害について賠償責任を負うとともに(二二条一項)、取引員が委託者との間で債務を履行しなかった場合、委託者は違約による債権について会員又は取引員の身元保証金につき優先権を有するとした(二四条の二)。本改正の趣旨は第三者である取引所に賠償させる代わりに、売買取引の履行を当事者自らが共同で担保するところにあるとされた。なお、取引所が取引の履行を担保し損害賠償責任を負っていた間、取引所はその担保料を売買手数料に含め手数料の高額化を図っていた。取引所が賠償責任を負わないとされた結果、担保料を得ることができず営利法人たる株式会社を採用する利点の大半が失われたと考えられ、本改正後設立された取引所はすべて会員組織であったとされる。この担保制度は取引所の会員組織化の政策と密接に関係していた。⁽⁸²⁾

第三に、政府はこれらの問題の解決を図るべく、取引所法の抜本的な改正を企図していた。すなわち、当時の主務官庁であった商工省は一九三四(昭和九)年に取引所制度調査会を設置し、取引の円滑公正を図るために改善を要する事項、取引所の管理経営上改善を要する事項、過当投機を取締るうえで改善を要する事項、委託者保護上改善を要する事項、その他取引所制度に関して改善を要する事項について、各種団体に諮問をした。⁽⁸³⁾ 戦時体制の構築が急務となる中、同調査会が取りまとめた方策は公表されることなく、結果的に、投機性の緩和を図る一方で戦時統制色を伴っ

た日本証券取引所法の制定につながったと考えられている。⁽⁸⁴⁾

三 戦前期における投資者層と投資者保護

(イ) 次に、戦前の株主構成について整理したい。戦前の株主構成については、志村嘉一氏による実証研究が存在する。まず、第一次大戦後の一九一九年度末（大正八年度末）現在における主要公開会社三七九社について、同氏が千株以上を所有する当時の大株主八、五〇七名を対象に調査した結果によると、以下のことがいえる。なお本調査は比較的大規模な株主を対象としたものであるため、三七九社の株主総数約七七万人のうち約三万人の株式所有に関する分析であって、株主全体の約四％を占めるにすぎない点に注意を要する。⁽⁸⁵⁾

これによると、まず、一般の個人株主は、株主構成上、圧倒的多数を占めていた。すなわち一般個人株主は約三万人の所有株式数のうち七三・五％を占めており、七、五四一名で合計三五八、二万七、〇〇〇株を所有していた。一人当たり平均約四、七五一株に相当する。単純に当時の額面五〇円を乗ずると（明治三二年商法一四五条二項、昭和三年改正商法二〇二条二項）、二、三万七、五五〇円となり、これは現在の貨幣価値に換算すると、一億二、〇〇〇万円、二億三、八〇〇万円の範囲に相当するものと思われる。⁽⁸⁶⁾ また、東京株式取引所の清算取引において、株式は一〇株単位で取引されており（業務規程三四条一項）、単純に額面額によると五〇〇円となり、現在の貨幣価値では二五万円、五〇万円前後に相当する。これらの金額から推測するに、千株以上を所有する個人株主は比較的裕福な階層であろう。なお、一般個人は一千株以上三千株未満の層では株式数の八八・六％を所有していたのに対し、五千株以上の層では五一・五％を所有しているなど、所有株式数が少ない層ほど一般個人株主の比重が高い。

取引物件のうち株式が備えるべき性質として、株金分割払込制度を挙げる学説があったが(第二章第二節一)、株式は比較的高額であったため、一般庶民が取引に参加するためには分割払込制度が有用であったものと推測される。

一方、財閥家族は一千株以上三千株未満の層では〇・二%を占めるにすぎないが、一人あたりの平均所有株式数は一、七五〇株であった。これに対し、例えば、二万株以上五万株未満の層では二・二%を占め、一人あたりの平均株式数は三万七、〇〇〇株、五万株以上の層では五・〇%を占め、一人あたりの平均株式数は一七万、七五〇株と、所有株式数が多くなるにつれその所有割合と一人当たりの所有株式数を増している。財閥本社が含まれる合名会社・合資会社も、所有株式数が多くなるにつれその所有割合を増し、二万株以上五万株未満の層では一・二%、五万株以上の層では八・五%となっている。株式会社社の比重は相対的に低く、また、銀行は株式引受業務に関係せず、株式投資にも消極的であったため、こちらも株主としての比重は低かった。

その後、第一次大戦後の反動恐慌に端を発する一九二〇年代の慢性的な不況期に企業再編が進み、一九三一(昭和六)年に勃発した満州事変後のインフレーションや軍需産業を中心とした重化学工業の発展により、財閥系企業によるコンツェルンが形成されていき、個人株主の株式保有割合は減少していった。志村氏が主要産業の株主構成について、一九一九年下期末と一九三六(昭和一一)年下期末において、それぞれ上位一二名の大株主とその所有株式のみを集計した結果によると、金融機関以外の法人株主は一九一九年度下期末において、それぞれ上位一二名の大株主とその所有株式のうち一五%を所有しているに過ぎなかったのが、一九三二年下期末では五六%と過半数を占めている。一方、個人株主は七四%から一六%に激減している。法人所有分では、一五%から五六%へと増加した。

このように、戦前期においては、戦時体制の構築に従い一般個人株主の割合は減少していくものの、それ以前にお

いては比較的多数を占めていたように思われる。但し、個人とはいっても、富裕層のほか、いわゆる相場師も存在していたようである。相場師とは、相場（投機売買）を職業とする人々を指し、そうした投機売買を専門に扱う取引員、実物売買を扱う業者の大部分、取引員の使用人、定職がなく相場で生計を立てている人、資産信用もあり大きな相場を張る人などがおり、さらに、取引所外で賭博に走る人もいたという⁽⁸⁷⁾。

（ロ）こうした取引所における株主の保護については、アメリカ法上の「投資者」保護を紹介する文献もあったが、わが国においては一般に「委託者」保護が論じられた。これらの主張は委託者を一般公衆と言い換えてはいるものの、取引所における取引員が委託者の利益を害することがないよう、委託者を問屋のそれよりも厚く保護すべきと論じたものであり、現に委託をした契約者を念頭に置いている⁽⁸⁸⁾。取引員は委託者の委託した売買を対象とする投機（対客投機）と、取引所において自己の思惑で売買する投機（市場投機）を試みていたとされるところ、前者はいわゆる吞行為であった。これにより、価格の高騰に対し暴落が急激でかつ下落の幅が大きかったとされる。委託者の委託証拠金の流用もなされていたという。後者は取引所における自己売買で、この場合、取引所に対して証拠金の差し入れと売買手数料の支払いがあったため、取引員は対客投機を営業の中心に据えていたとされる⁽⁸⁹⁾。

そのため、委託者保護に関する制度として、取引員の免許制度（取引所法一〇条）、認可を受けることなく会員又は取引員が委託の代理媒介又は取次ぎを行うことの禁止（大正三年改正取引所法一条の四）、定期取引について吞行為の禁止（大正三年改正取引所法二五条）、取引所上場物件の銘柄認可制度（取引所令一二条）など、取引員に関する規定が指摘されていた⁽⁹¹⁾。また、委託者保護にかかわる判例として、例えば、上述のように、大正一一年改正取引所法は、取引所法は取引員が委託者との間で債務を履行しなかった場合、委託者は「違約による債権」について会員又は取引

員の身元保証金につき優先権を有するとしていたところ(二四条の二)、「違約による債権」の解釈にかかわる例が挙げられていた。この点、大審院は、本条にいう債権とは、会員又は取引員が顧客が委託した売買を取引所に取次がずまたは委託によらずに顧客の建玉を転売買戻した場合など委託の趣旨に反して会員又は取引員がなした不正な処置により委託者が損害を被った場合の賠償請求権であつて、委託契約を履行した場合における取引勘定金の支払いまたは証拠金の返還に関する委託者の債権は含まれないと解した(大判大一三・九・二〇大審院民集三卷五〇五頁、大判昭二・一一・二六新聞二七九八号一一頁)。これについて、委託者の保護の立法趣旨に反し、不当であると批判された⁽⁹²⁾。

確かにアメリカ法が紹介されていることもあつて、現に委託をしていない「投資者」保護の議論もあり、株式や社債を公募した際の株式申込証及び社債申込証などを投資者保護に係る規定として理解する向きも一部ではあるが存在していたようである⁽⁹³⁾。しかし、一般に、委託者保護として論じられていたのは、委託者が委託した取引の確実な履行をどのように図るかについてであつた。学説には取引所法の性質を投機市場における利用者保護の法令であると位置づけるものがあつたが、こうした実態及び法令の性質上、投資者保護にまつる議論も、投機市場において、いかに投機的取引から委託者を保護するかという観点から論じられ、現に契約をしている委託者の保護に関心が向けられたものと思われる。

第三章 日本証券取引所法と「公正ナル価格ノ形成」

第一節 目的規定（第一条）の立法趣旨

以上のように、戦前期の取引所は差金決済を前提とした先物取引中心の市場であり、投機性を帯びたものであった。その一方、政府は投機の抑制を目指しており、例えば大正一一年改正は取引所類似制度を広く禁止し、紆余曲折を経ながらも限月の短縮をめざし、また株式会社取引所における決済の確実性を高めようとしていた。さらに、一九三四（昭和九）年には取引所法の改正を目的として、取引所制度調査会を設置した。そうした方向性が結実したのが、昭和一八年制定の日本証券取引所法であった。同法により既存の一一の株式取引所は日本証券取引所に統合されたところ、例えば、短期清算取引は廃止され長期清算取引は東京と大阪の二つの市場にしか認められず、これら以外の支所市場では実物取引のみが認められた。⁽⁹⁴⁾

同法について注目すべき点として、取引所の目的規定が挙げられる。すなわち、その第一条は、「日本証券取引所ハ国家経済ノ適切ナル運営ニ資スル為有価証券ノ公正ナル価格ノ形成及価格ノ安定ニ任ジ且有価証券ノ流通ヲ円滑ナラシムルコトヲ以テ目的トス」と定められた。「有価証券ノ公正ナル価格ノ形成」が取引所の目的として明定されているところ、これは、従前、学説が取引所の機能として論じてきた価格形成機能を立法化したものであった。⁽⁹⁵⁾ 日本証券取引所法は、それまでとは異なり、清算取引ではなく実物取引中心の取引所を構想したことから、従前学説が主張していた取引所の価格形成機能を取り込みやすかったものと推測される。また、「価格の安定」も従前論じられてきた価格

の平準機能を明文化したものであるとされた。⁽⁹⁵⁾ 現代の金商法と似た文言となつてはいるものの、以下確認するように「価格の安定」は戦時統制の色彩を併せ持つ文言であり、本条の分析に当たっては、そうした側面に注意を要する。

そこで、「有価証券ノ公正ナル価格ノ形成」という文言の意義について整理したい。まず立法趣旨は、取引所は自由な需給を統合し、公正で妥当な価格を形成することがその権能であるところ、実際には、自由な需給が歪曲されることとがあり、その結果として生じる価格は当該企業の実価値から遊離したものとなり、当該企業のみならず、資金の全体的な適正配合に悪影響を及ぼすことから、そうした事態を防止することを目的とするとされた。⁽⁹⁷⁾

また、ここでいう「公正ナル価格」とは、従前論じられてきた「公定価格」を意味するものではなく、特定の金額に固定しようという趣旨でもなく、取引所において公正で自由な取引を認め、自由な受給の統合の結果、形成された価格を意味するとされ、受給の要素が健全であり、かつ賢明である限りにおいては、会社の経済実体を反映し、またその時の国策に順応した経済政策を織り込んだ価格になるものとされた。⁽⁹⁸⁾ そうした趣旨から、条文の規定の案には、売買取引を自由になさしめその結果公正な価格を形成するというものもあつたという。⁽⁹⁹⁾

そうした公正な価格形成の前提として、取引の円滑性が求められ、取引が円滑であることによつてはじめて株価が安定し、公正な価格が形成されるとされ、両者は相関連している⁽¹⁰⁰⁾と論じられていた。また、目的規定と他の諸規定との関係に関して、取引所での取引は過敏性や付和雷同性を帯びることがあり、そうした性質や過当投機を排し、取引所の組織、上場物件、取引員制度、取引方法の改善など様々な条件を改革するのが立法の目的であるとされており、公正な価格形成を実現すべく市場の条件を整備すべきと論じられていた。

このように、「公正ナル価格」とは具体的な金額を指すものではなく、円滑な取引の下、自由な需給の結果、形成さ

れる価格であるとされ、この法目的が取引所を支える他の諸制度の整備として、法令全体に影響を与えると論じられていた点は注目される。

第二節 日本証券取引所法の法的性格と経済統制

そもそも株価への政府の関与は、一九三〇（昭和五）年から、事実上、行われていた。すなわち、金解禁と世界恐慌が株価の低落を招いた際、井上準之助大蔵大臣が生命保険会社各社に対し、株式の売り逃げを中止するよう要請し、これをきっかけに株式の買注文により価格の安定を図ることを目的とした生保証券会社が設立された。⁽¹⁰⁾ 戦時下の経済統制との関係では、一九三八（昭和一三）年制定の国家総動員法一九条に基づく株式価格統制令（昭和一六年）や、一九四二（昭和一七）年制定の戦時金融金庫法に株価への介入が期待されていた。⁽¹¹⁾ このうち、株式価格統制令は、株価が著しく低落し国民経済の円滑な運航が阻害される恐れのある時は、株式を指定してその最低価格と最高価格を設定できるとした（二条一項）。

一方、明治二六年制定以降、取引所法の下でも取引への関与に関する監督規定は設けられており、日本証券取引所法の下では株価への直接的な介入に係る規定が新設された。

例えば、第一に市場監理に係る規定があった。明治二六年制定の取引所法の下では、株価の騰落に対処するため、取引所がその業務規程の定めによって、立会の停止または会員もしくは取引員の市場における売買取引の差止めをすることができるとされていた（取引所令七条、大正三年改正取引所令八条も同旨）。これに基づき、例えば東京株式取

引所は、立会が公益に害のあるとき（一号）、相場に著しい変動があるとき又は著しい変動を生じる恐れがあるとき（二号）、取引員が不穏当な売買その他市場の秩序を乱す行為をなし又はなそうとしたとき（三号）に差止が可能であるとし（東京株式取引所業務規程二二条）、大阪株式取引所も相場の高低が不穏当な場合又は不穏当な高低を生じる恐れのある時などに差止めるとした（大阪株式取引所業務規程六五条）。

これに対して日本証券取引所法は、取引所令の規定を承継し、取引所は非常の事変があつた時、相場に著しい変動があつたときもしくは著しい変動を生じる恐れのあるときなどに、公正な価格の形成もしくは価格の安定又は市場の秩序保持のために、立会の全部または一部を停止することができるとした（二五条一項、日本証券取引所法施行規則一二条一項、日本証券取引所業務規程一〇条）。但し、同条には取引所令にはなかつた規定も追加されており、主務大臣は必要があると認める時は、自ら立会の全部または一部の停止を命ずることができるとも定められた（二五条二項）。

第二に、市場監理に関しては取引員について、取引所法の下で、取引所は秩序を保持するため、定款の規定により会員又は取引員の営業を停止し、千円以内の過怠金を課しかつ政府の認可を受けて、これらの者を除名することでもできた（取引所法一五条）。例えば東京株式取引所は、身元保証金や売買証拠金を差し入れない者、不穏当な売買をなし委託者に対し契約の履行を怠りその他営業上不信の行為をなし取引員間の秩序を乱すなどした者などに対し、除名、一ヵ月以上の営業停止または過怠金を課すこととしていた（東京株式取引所定款三八条）。

日本証券取引所法もこれと同様に、取引所は有価証券市場の秩序を保持するため必要があると認める時、例えば、不正又は不穏当な売買をなし又はなす恐れがあるとき、故意または重過失によつて瑕疵ある有価証券を受渡の際に交付した場合などに、取引員に対し、市場における売買取引を差止め、その営業の停止を命じ又は過怠金を科すことが

できるとされた（四一条、業務規程二八条）。同法はさらに、新たな規定として、主務大臣は有価証券の公正な価格形成もしくは価格の安定のため又は有価証券の流通の円滑を図るため必要があると認めるときは、取引員に対し有価証券市場における売買取引に関し必要な事項を命ずることができ（三六条）、また、取引所は主務大臣の認可を受け、取引員に対して有価証券市場における売買取引に関し必要な指示をすることができるとされた（四〇条）。これらの新設規定は一般的権限であつて、直接に売買取引の内容を指導是正し、取引の公正・確実・健全を期すものであるとされた。例えば、取引員の自己売買について取引の数量や値幅を制限でき、また、委託者保護のために委託証拠金の保全措置を講ずることができるとされた⁽⁸⁾。具体例の前者にはやや統制色があるように思われる。

第三に、日本証券取引所法は取引所の業務に係る規定として、新たに、主務大臣は有価証券の価格の安定のため必要があると認める時は、日本証券取引所に対して市場における売買取引をさせ、または売買取引の委託をさせることができるとする規定を設けた（二二条一項）。有価証券市場における売買取引は取引員に限つてなすことができるのが原則であるが（二七条）、その例外を認めたものであつた。本条は、戦時経済の下、有価証券の価格を安定させ、資金動員の適正を確保し、インフレーションの防止をも目的として、取引所が自ら市場において売買をなし又は売買取引の委託をすることを認めたものであつた⁽⁹⁾。本条は株価統制に関する規定であつたとみることができよう。

このように取引所法から日本証券取引所法へと移行するにあたり、従前より取引所法に存在していた取引所による市場監理の規定に、主務大臣による監督規定が加えられ、取引所に対する政府の監督が強化されたといえる。そこでは、主務大臣が取引所に代わつて監督権限を行使できるとする規定が加えられたほか、「価格ノ安定」の安定を図るべく、経済統制に係る規定も新設された。このような監督規定の強化について、その改正の趣旨は、日本証券取引所は

公共的性格を有する特殊法人であって、取引の公正を期し、その公共的使命を達成するためであると説明された。⁽¹⁰⁾

すなわち日本証券取引所は、民法上の社團法人・財団法人のいずれでもなく、商法上の会社でもなく、日本証券取引所法によって認められた特殊法人であり(一条二項)、私法人ではあるが営利法人ではないとされた。また、営団や戦時金融金庫等と同性質の法人であって、民法および商法は適用されないとされたが、その一方、理事等の責任を定めた民法の諸規定(旧四四条、五〇条、五四条及び五七条)については民法上の法人と扱いを異にする理由がないとして、例外的に適用されるものとされた(一三条)。

明治二六年制定の取引所法について、学説にはこれを商法の特別法とする見解がみられたが、日本証券取引所法は少なくとも民商法の特別法と位置づけられていないように思われる。

第四章 結語

(イ) 以上、戦前期における取引所法制について、特に法目的とその周辺に焦点を当てて考察してきた。戦前期の取引所は差金決済を行う先物取引中心の市場であって投機性が高いものであったが、学説の特徴として、取引所が本来発揮すべき経済的な機能について、理念的な議論をしていたことが指摘できよう。すなわち、価格形成機能、需給の統合機能、価格の平準機能、保険機能などである。学説には、取引所法をこうした経済的機能の発揮を助成する法令であると位置づけるものもあった。

実際には取引所取引の投機性から、取引所法は投機市場における利用者保護を目的とした産業警察的な法令である

とも位置づけられ、例えば定期取引における吞行為の禁止や、委託者が委託した取引の決済の確実性が重視された。一方で政府は投機の抑制を目指し、日本証券取引所法の目的規定において取引所の価格形成機能を「公正ナル価格形成」として定めるに至った。日本証券取引所法は戦時統制の側面を差し引いた評価が必要であるものの、こうした一連の取引所法令の法目的をめぐる議論や政府の施策には、以下の特徴を指摘でき、そこから多くの示唆を得ることができるように思われる。

第一に、戦前の学説は取引所の価格形成機能など経済的機能を重視しており、それらの議論は特に日本証券取引所法の目的規定に反映されていた。それらの機能のうち、保険（ヘッジ）機能が強調された背景には、戦前期に長期にわたって取引所を規律していた明治二六年制定の取引所法が証券と商品を同時に規律していたことや、有価証券であっても先物取引が中心であったという戦前期の特殊性によるものとも思われるが、証取法の下で、学説は投資家保護を強調し、かならずしも証券市場の国民経済的意義やその内容が十分に強調・検討されてこなかった状況とは大きな違いがあるように思われる。

第二に、上場物件の意義が取引所のそれら経済的機能との関係で論じられていた。すなわち、需要と供給を統合するには、取引物件の性質として、大量性、代替可能性、耐久性・長期保存性などの点が必要であると論じられ、そうした要素を具備するか否かを認定するのが主務大臣であり上場審査であるとされていた。明治二六年制定の取引所法は証券と商品を一つの法令で規制していたため、特に商品の長期保存性が重視されたものと思われるが、こうした議論は、現代的には有価証券概念に相当するように思われ、市場からみた取引物件の適格性ともいうべき議論であるように思われる。¹²⁾

第三に、株式取引所の機能として、株式会社の機能を發揮させる役割があると論じられていた。これは特に株式の取引をめぐる、取引所法の側からも会社法の側からも、証券市場の重要性が主張されていたものである。株式の流通にかかわるため、その関係性に着目されたものと思われるが、そもそも戦前期においては株式会社といえど公開性の大規模な会社であるとの教科書的な発想の下、会社法が論じられており、証券市場との関係をなおざりにはできなかったものとも考えられる。少なくとも会社法と取引所法とが密接な関係を有していると認識されていた点は注目される。

第四に、取引所法の法的性質について、これを私法ではなく、公法であるとする見解が有力に主張されていた。そのような見解には、取引所の価格形成機能や保険機能などその経済的意義を反映させる主張もあり、その場合、取引所の性質は私法ではなく、公法とされていた。また同様にそれらの機能に着目し、取引所自体の法的性質を公益法人とみる見解もあったことは注目に値する。

第五に、取引所法を公法とみる学説は、同時に、取引所法を産業警察的な法令として位置づけていた。戦前の取引所はいわばプロ投資家を前提とした差金決済中心の投機的な市場であったため、一般投資家はそうした環境から保護されるべき存在であったと考えられる。そのため学説は、取引所法を投機市場における利用者保護の法令であると位置づけ、投資者保護というより、現に業者と契約をしている委託者の保護、すなわち委託者が委託した取引の確実な履行をどのように図るかを論じた。

これに対して、現在、市場をめぐる環境は戦前期とは大きく異なっている。特にいわゆる日本版金融ビッグバン後、証取法、金商法は相次ぐ改正により、規制が強化されてきた。産業警察的な保護という観点よりも、まさに戦前期に

期待されていた自由な需給による価格の形成が重視されるとともに、それを実現可能な理論の構築が急務といえよう。

第六に、取引所法の定めた取引所による市場監理の規定は、日本証券取引所法がこれらに規定を追加することで経済統制の根拠となった。すなわち、取引所法に存在した市場監理に係る規定に条文が追加される形で、主務大臣による監督が強化され、また新たに経済統制に係る規定が設けられたのであった。旧証取法の下で、証券市場や証券会社に対する監督規定の存在を重視する二元説に対して、日本証券取引所法の目的規定を引き合いに戦時統制につながる懸念が示されていたところ^⑭、確かに監督規定の存在の過度な強調は必ずしも妥当ではないように思われる。

第七に、日本証券取引所法がその目的として定めていた「公正ナル価格形成」の意義が重視されよう。立法上は、戦時統制が強化される中で登場したものであるが、文言の解釈においては必ずしもそうした面は影響していなかった。すなわち、公正な価格とは特定の金額を意味するものではなく、取引所において公正で自由な需給を統合し、その結果として形成された価格を意味し、この場合、受給の要素が健全かつ賢明である限り、この価格は各会社の経済実体を反映しており、結果的に資金の全体的な適正配合にも資するとされた。また、取引所の組織、上場物件、取引員、取引方法など取引所法の制度全体がこうした価格の形成に資するよう改善される必要があるという指摘もなされていた。

戦後、証券規制は産業警察的な取締から出発し、業者の保護・育成による証券市場の発展の段階を経て、現在、公共財としての証券市場が有する経済的機能が重視されるに至っている^⑮。戦前において、取引所の機能が重視され、それらが理念的に論じられ、また日本証券取引所法は自由市場の下での公正な価格形成の実現を目指していたところ、まさにそうした議論を実現することが可能な制度的基盤が整いつつあるといえる。金商法が公正な価格形成をその目

的として定めている現在こそ、こうした理念的な議論を十分に引き継ぐ必要があるように思われ、戦前の議論は非常に示唆に富むように思われる。

(ロ) 現在、金商法が論じられるに当たって、戦前の取引所法、日本証券取引所法の規定やそこでの判例・学説が引用されることはほとんどない。もとより、以上論じてきたように、戦前の取引所は差金決済を中心とした投機的な市場であって、現在の資本市場とはその性格を大きく異にする。従って、戦前における議論をそのまま現代に当てはめることはできないが、例えば現在の金商法の風説の流布・偽計取引規制(一五八条)は、戦前の取引所法に由来することが知られている。空売りも戦前から行われており、学説がさまざまに主張していた。戦前の取引所規制には、取引所法のほか、本稿では触れていないものの、業者規制を担っていた有価証券割賦販売業法、有価証券業取締法、有価証券引受業法、有価証券外務員取締規則なども存在していた。これらの法令には証取法、金商法に承継された条文があるのか、あるとした場合、戦前にはそれらの規定をめぐってどのような議論があったのかを整理することは、金商法の理解にも役立つことであろう。

取引所法の目的論に関しては、取引所の実態や取引の現実よりも理念的な議論が先行していたように思われるが、取引所の価格形成機能の重視や公正な価格形成という法目的が上場規制、業者規制、現在でいう不正取引ないし市場阻害行為などにどのように影響していたのか、あるいはこれらの規制についてどのような理念的な議論がなされていたのか整理することも有益であるように思われる。

さらには取引所法とこれに関連する業法のみならず、戦前の会社法判例も重視される。取引所法も日本証券取引所法も情報開示・会計・監査について規定しておらず、これらの問題は結果的に商法(会社法)が担っていたように思

われるからである。戦前の設立は募集設立が中心だったとされ、株式の募集も公募を意味したと考えられる⁽¹⁰⁾。取引所法のみではなく、会社法の諸規定の意義を一層明らかにしなければ、戦前の証券市場規制全体の意義を明らかにすることはできないであろう。

現在、戦前とは市場の様相が大きく異なり、まさに戦前に指向されていた公正な価格形成を目指す市場へと変わりつつある。こうした戦前の証券市場規制全体、そこでの理念的な議論を明らかにすることには大きな意義があると考えられる。

本稿はこうした今後の方向性を示すための前作業であり、今後は各論点ごとに戦前期の発想を現代ないし将来にいかんにか生かしていくべきかという観点から、さらに検討を進めていきたい。

〈注〉

(1) 鈴木竹雄『河本一郎『証券取引法』(新版)』四一—四二頁(有斐閣、一九八四)、河本一郎『証券取引法の目的』法教一五一号六一頁以下(一九九三)。

(2) 神崎克郎『証券取引法』(新版)』三—四頁・二二—二三頁・三二—三四頁(青林書院、一九八七)、神崎克郎『志谷匡史』川口恭弘『証券取引法』三—五頁・一一—一二頁(青林書院、二〇〇六)。但し、後者では産業警察的な保護の観点が必ずしも強調されていない。なお、金商法の下でも同様に主張されている。神崎克郎『志谷匡史』川口恭弘『金融商品取引法』四頁・一二—一五頁(青林書院、二〇一一)。

- (3) 上村達男「証券取引法の目的と体系」企業会計五三巻四号一三五—一三六頁(二〇〇一)。
- (4) 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂第二版〕』三一六頁(商事法務、二〇〇三)、黒沼悦郎『資本市場の機能と不正取引の規制』九—一三頁(有斐閣、二〇〇二)。
- (5) 小島宗一郎ほか「金融商品取引法の目的・定義規定」別冊商事三一八号一七頁(二〇〇八)。
- (6) 証券法・金商法の目的論をめぐる議論については、松尾直彦『金融商品取引法〔第三版〕』三一八頁(商事法務、二〇一一)、黒沼悦郎・太田洋(編)『論点大系金融商品取引法Ⅰ』一—七頁(若林泰伸〔第一法規、二〇一四〕などを参照)。
- (7) 戦前期においては、明治七年に株式取引条例、同九年に米商會所条例、同一年に株式取引所条例、同二〇年に取引所条例、同二六年に取引所法、昭和一八年に日本証券取引所法がそれぞれ順に制定された。このうち目的規定が置かれたのは、取引所条例と日本証券取引所法である。
- (8) 渋沢青淵記念財団竜門社(編)『澁澤栄一傳記資料第十三巻』四二七頁(渋沢栄一伝記資料刊行会、一九五七)。
- (9) 渋沢青淵記念財団竜門社・前掲注(8)四二〇頁。
- (10) 現場取引・定期取引について、小谷勝重『日本取引所法制史論』二五四—二三六頁(法経出版社、一九五三)。一八七九年頃のいわゆる松方デフレにより、公債や株式の取引が低迷した。当時、株式取引所は取引ごとに仲買人から売買手数料と税金を徴収していたところ(株式取引所条例四一条、米商會所・株式取引所仲買人納税規則(明治一五年一月二七日太政官布告六五号)、仲買業者はこれらの支払いを免れるため、これらの取引を取引所外で成立させ、取引所内の取引は限月売買のみとなり投機取引化していた。こうした状況を打破すべく、政府は取引所の組織を株式会社から會員組織に変更することと、実物取引を中心することを企図し、ロエスレル等に外国法の調査研究をさせたとされる。無記名記事「取引所条例」東京経済雑誌一六八号六四—六四三頁(一八八七)、小谷・上掲三三〇—三三四頁。

- (11) 渋沢青淵記念財団竜門社・前掲注(8) 四二二頁
- (12) 同条の解釈については、石川惟安『取引所条例釈義』二一四頁(博聞社、一八八七)、今村長善『取引所条例詳解』四五―四八頁(今村長善、一八八七)、本莊二行『榎本義路「取引所条例注釈」一〇―一七頁(石井書房、一八八七)を参照。
- (13) 渋沢青淵記念財団竜門社・前掲注(8) 四二四頁・四三六頁。
- (14) 佐野善作「取引所政策の範圍及内容」東京経済雑誌一六三七号一〇―一一頁(一九一二)。「公正直実の風」という文言は「fiduciary」を想起させるが、注(16)のようにアメリカ法を継受したものであるとすると、「to inculcate just and equitable principles in trade」を訳したものである。
- (15) 注(16)のようにアメリカ法を継受したものであるとすると、「disclose」ではなく「disseminate」が用いられている。
- (16) 取引所条例の草案はロエスレルらを中心に秘密裏に検討され起草されたところ(小谷・前掲注(10) 三三三頁)、同人は英文でこれを作成したようである。草案は探索中であるが、未だ発見には至っていない。ロエスレルは第一条の「商業上ノ慣習ヲ統一維持シ」を「to establish and maintain」と表現していたようである(明治法制経済史研究所(編)『元老院會議筆記後期第二七卷』六六頁(元老院會議筆記刊行会、一九八三))。当時のニューヨーク物産取引所の定款(Charter・一八六二年四月一九日採択) Sec.3および業務規程(By-laws・一八七三(明治六)年四月八日採択) Sec.2は「to establish and maintain uniformity in commercial usages」としており、取引所条例の目的規定はこれと共通性がみられる。またニューヨーク綿花取引所の定款(Charter・一八七一年四月八日採択) Sec.3に「to establish just and equitable principles in the trade, to maintain uniformity in its rules, regulations, and usages」という類似の一節がみられる。第一条の大部分はニューヨーク物産取引所の定款や業務規程の翻訳であるように思われる。NEW YORK PRODUCE EXCHANGE, REPORT OF THE NEW YORK PRODUCE EXCHANGE 121 (1889); NEW YORK COTTON EXCHANGE, CHARTER, BY-LAWS AND RULES OF THE NEW YORK COTTON EXCHANGE 2 (14th ed. 1894). 当時、両取引所のこれら諸規則を邦訳した著書も出版されていた。小

林亭吉(訳)『紐育穀物取引所 准許状申合条例室内規則』(神奈川県、一八八二)、同『紐育綿取引所 准許状申合条例室内規則』(神奈川県、一八八一)。

- ニューヨーク綿花取引所のCharterの影響を指摘する戦前の文献として、福田敏太郎『取引所論』二二―二五頁(千倉書房、一九三八)。
- (17) SEVENTY-FOURTH CONGRESS SECOND SESSION, 'TO INVESTIGATE THE CAUSES OF THE DECLINE OF COTTON PRICES: HEARINGS BEFORE THE COMMITTEE ON AGRICULTURE AND FORESTRY UNITED STATES SENATE, PART 2, 1033 (1936); E. R. Carhart, *The New York Produce Exchange, in AMERICAN PRODUCE EXCHANGE MARKETS*, 206-221 (American Academy of Political and Social Science, 1911); W. HUSTAGE HUBBARD, COTTON AND THE COTTON MARKET, 203-207 (1925) (本書の邦訳として、大下楨五郎・酒井龍男(訳)『綿花及び綿花市場』[第三版]二七〇―二七五頁(文雅堂、一九三四)がある)、高橋弘『アメリカの先物市場』五一―六頁(東洋経済新報社、一九九二)、同『米国商品先物市場発展史』一三一―一四頁(東洋経済新報社、一九七八)。なお、ニューヨーク綿花取引所はニューヨーク州の特別法によって一八七一年に法人格を取得していた。

- (18) JULIUS B. BAER & GEORGE P. WOODRUFF, COMMODITY EXCHANGES, 181-182 (1929). 本書の邦訳として、J・B・ペアー＝C・P・ウツドラフ(中山成基訳)『商品取引所』一六四頁(巖松堂書店、一九三二)がある。

- (19) *Id.* at 183-184. 邦訳として、J・B・ペアー＝C・P・ウツドラフ・前掲注(18)一六五―一六六頁。

- (20) *Id.* at 181-182. 邦訳としてJ・B・ペアー＝C・P・ウツドラフ・前掲注(18)一六五―一六六頁。他に、鈴木正武『世界の商品取引所』二九頁(中央経済社、一九六四)も参照。

- (21) 岸信介『取引所法』末弘敏太郎(編)『現代法学全集二三巻』一二〇頁(日本評論社、一九二八)、藤田国助『取引所論』一八一―一九(千倉書房、一九三二)、など。

- (22) 「物件」という用語が用いられたのは、取引所条例および取引所法がこの文言を規定したことによるものと思われる(取引所条例二

条、取引所法一条)。

- (23) 長満欽司『株式取引所の機構と機能』一三一—一四頁(春秋社、一九三三)、田中耕太郎「取引所法」末弘嚴太郎(編)『新法学全集 一八卷』六六—六八頁(日本評論社、一九四二)、岸・前掲注(21)一二二—一二三頁、藤田・前掲注(21)二六一—二六三頁などを参照。

比較的初期の文献には、商品を念頭に、独占状態にないなど供給が人為的に支配されていないこと、需要が広範囲に亘っていること、品質が一定していること又は一定していない場合には標準物を基準に格の上げ下げが可能であることの三点を挙げ、株式については、額面が規定されており一定額であること、供給に限りはあるが投資対象であり需要が広いこと、同一種類の株式については品質が同一であることを指摘するものがあつた。佐野善作『青地玄三郎』『日本取引所論』四八—四五頁(同文館、一九〇二)。

- (24) 向井鹿松「増補改訂取引所の理論的研究」一二三—一二五八頁(丸善、一九二九)。同氏は、FREDERICK LIVINGTON, ENGLISH CAPITAL MARKET 240-244 (1st ed. 1921) を参照している。なお、同氏は別の著書では、大量の需要と供給があること、供給に対してカルテル等による統制のないこと、相場の変動、品質の同一性・代替性、腐敗しないことを挙げ、株式については上場審査制度の重要性を指摘している。同『総合取引所論』一二〇—一四三頁(日本評論社、一九三二)。

- (25) 上田貞次郎『株式会社論』八七頁(日本評論社、一九四四)。

- (26) 田中・前掲注(23)六七頁。

- (27) 取引所条例の下では、石川・前掲注(12)三二—三三頁、今村・前掲注(12)六九—七〇頁、取引所法の下では山田敬太郎『取引所法註解』一四四—一四六頁(清水書店、一九二三)、田中・前掲注(23)八頁、など。

- (28) 福田敬太郎『取引所職能論』一〇二—一〇三頁(大阪宝文館、一九二九)、岸・前掲注(21)一二四頁、藤田・前掲注(21)一二三—二四頁、など。

- (29) 取引所が取引員から手数料を徴収する点などに着目して、これを営利法人であると主張するものや、株式会社取引所は営利法人であるが会員組織の取引所は取引所法によって認められた特別の法人であると主張するものもあった。長満欽司「取引所ノ意義及性質」志林一一卷七号三二—三六頁(一九〇九)。
- (30) 今村・前掲注(12)一一三—一一四頁。
- (31) 福田・前掲注(28)九九—一〇三頁。なお、明治七年制定の株式取引条例には、当日前三日間の平均相場を取引所に掲示するとの規定が置かれている(二八条第一節)。
- (32) 場外類似取引及場内秘密取引ヲ為シタル者等ノ処罰方、並其取引ヲ無効ト為スノ件。
- (33) 戦前期の相場操縦規制については、さしあたり、拙稿「公開会社法としての戦前会社法」上村達男(編)『企業法制の現状と課題』四七頁以下(日本評論社、二〇〇九)を参照。
- (34) これらの機能については、岸・前掲注(21)一二六—一三八頁、田中・前掲注(23)八一—一〇頁、など。
- (35) 田中・前掲注(23)一〇頁。
- (36) 岸・前掲注(21)一二一頁。
- (37) 小町谷操三『商法講義 卷一 総則・会社』一九七頁(有斐閣、一九四四)。
- (38) 上田・前掲注(25)八五—九四頁。
- (39) 戦前期においても中小企業は存在していた。拙稿「旧法下における取締役責任事例の分析—大規模公開株式会社取締役責任論への回帰(二) 法学研究(立教大学大学院)二六号五八—六四頁(二〇〇一) 参照。
- (40) 高窪喜八郎『取引所ヲ論ス(其二)』四九九—五〇〇頁(出版社・出版年不詳)。
- (41) 会員制の取引所では会員のみが、株式会社組織の場合には取引員のみが取引所において取引できた。

- (42) 山田・前掲注(27) 四七―四九頁。
- (43) 鈴木武志『取引所法通論』三五―三六頁(エコノミカルアドヴァイザー、一九三〇)。
- (44) 田中二郎『行政法』六一―六二頁(勁草書房、一九四二)、美濃部達吉『行政法I』一七四―一七八頁(岩波書店、一九四二)。
- (45) 佐佐木惣一『日本行政法論各論通則警察行政法』一四六―一四七頁(有斐閣、一九二二)。
- (46) 織田萬『日本行政法原理』三二―三三頁(有斐閣、一九三四)。
- (47) 酒巻芳男『行政警察法論』五八五―五八七頁(清水書店、一九一八)。なお、産業警察の作用は銀行、保険会社に対しても及んでい
るとされた(酒巻・上掲五五四頁以下・五七二頁以下)。まず銀行法について、ある学説は、これを商法の特別法であるとしつつも、
民商法のような単なる私法ではなく、銀行が公共的性質を有することから公法的性質を有するとし、専ら銀行の監督に関する事項
を定めており、その規定は厳格で公益保護の色彩が強く、さらに銀行法の規制対象は国民経済の中心的地位を占める金融機関であ
ることから経済法規としての性質も有すると論じた(坂上壽夫『銀行講話』九―一頁(文雅堂、一九三六))。
- (48) 保険業法については、保険会社の監督と保険会社の組織について定めた法令であるとされた。保険会社に対する監督が必要なる理
由として、近代保険会社は大規模でその事業は永続性を帯び、基礎の確実性が要求される業種であること、保険の知識が乏しく
保険会社の信用等について正確に判断できない多数人が契約相手であつて保険会社は保険契約者に対し優越的な地位に立つため、保
険契約者の利益を保護し保険事業の信用維持を図る必要があることが挙げられた(南正樹『保険業法』末弘厳太郎(編)『現代法学
全集二三巻』八頁(日本評論社、一九二八))。取引所法はこうした銀行法や保険業法と同領域の法令であるとされたのであった。
- (49) 詳細は佐野善作『帳合米取引所取引所政策(其二)』国民経済雑誌一〇巻二号一頁以下(一九一一)、浅田毅衛『東京株式取引所の
設立と日本証券市場の成立』明大商学論叢八一巻三・四号一七五頁以下(一九九九)を参照。江戸時代以降、戦前期の取引所法制に
おける取引方法を時系列的に整理したものとして、木原大輔『商品取引所と先物取引』一二〇頁以下(時事通信社、一九八五)。

- (49) 田中・前掲注(23) 五頁。
- (50) 應夢山人「委託者保護より観たる株式取引所制度改善に就て」中央銀行会通信録三七九号三二—三三頁(一九三四)。
- (51) 田中・前掲注(23) 二九頁。
- (52) 松本信次「取引所の常識」四七—四八頁(千倉書房、一九四〇)、岸・前掲注(21) 一一二—一二四頁。取引所での取引は、利回り等を期待して株式や社債を取得する投資ではなく、売っては儲け買っては儲けという状況で博打であるとするものもあった。無記名記事「株式取引所は果して博奕場か」東京株式取引所調査彙報六四号一四頁〔高橋是清発言(一九三三)〕。
- (53) 小林和子「株式会社の世紀」八九—九一頁(日本経済評論社、一九九五)。
- (54) 小野清造「国民経済と株式市場」日本証券取引所調査月報一卷四号一五頁(一九四三)。同書では「売り捌き」という表現が用いられているが、恐らく現在でいう引受業務(underwriting)に相当したものと推測される。志村嘉一『日本資本市場分析』二七三頁(東京大学出版会・一九六九) 参照。
- (55) 岸信介「場外投機取引に就て」取引所研究一卷六号七六九—七七〇頁(一九二五)。戦前期の株式取引所は、その大半が株式会社を採用していた。日本証券経済研究所(編)『日本証券史資料 戦前編第四巻』五三—五三七頁(日本証券経済研究所、二〇〇五) 参照。
- (56) 以上の点について、日本銀行調査局『株式取引所の梗概』一〇五—一〇九頁(日本銀行調査局、一九一八)。戦前においては、相場が暴騰した場合などに、その解決方法として「解合」という慣習があり、その際、取引所は立合を停止することがあった。小林和子『日本証券史論』一九一—一九四頁(日本経済評論社、二〇一二)を参照。
- (57) 松本烝治「有限責任会社制度に就て」法時二巻一号一四頁(一九三〇)。
- (58) 福田敬太郎『証券取引所論』一三三頁・一三八—一三九頁(改造社、一九三六)、松本・前掲注(52) 五六頁・一四九—一五一頁。

- (59) 例えば、藤田・前掲注(21) 二二頁。
- (60) 田中・前掲注(23) 八頁。
- (61) 松本・前掲注(52) 一四二頁。
- (62) 第一五回国会参議院法務委員会會議録第一五号三頁(伊藤修発言)(昭和二八年三月四日)。
- (63) 詳しくは、棗田藤吉『証券交換所問題』商業及経済研究一七冊九〇頁以下(一九二〇)。
- (64) 桑田勇三(編)『東京証券業協会十年史』一四七—一四八頁(東京証券業協会、一九五一)。
- (65) 大正一一年改正前取引所法は「取引所ニ依ラスシテ定期取引ト同一若ハ類似ノ取引ヲ目的トスル市場ヲ開キ又ハ其ノ市場ニ於テ取引ヲ為スコトヲ得ス」と定めていた(大正三年改正法二六条の二)。証券交換所はこのうち「定期取引ト同一若ハ類似ノ取引」「市場」の抵触の有無が争われた。岸・前掲注(55) 七六五—七六六頁。
- (66) 田中・前掲注(23) 一〇頁。
- (67) 桑田・前掲注(64) 一五七—一五九頁、小林・前掲注(56) 一七五—一七六頁を参照。
- (68) 猪俣幸一『株式取引に関する犯罪の实情、検挙及予防』司法研究第二四輯四・二五六—二五七頁(司法省調査部、一九三八)、無記名記事「摘発された所謂坂本市場」金融知識一四卷一号六七頁以下(一九三九)。
- (69) 岡部寛之『新株式取引所論』一一八—一二〇頁(同文館・一九四〇)、岸・前掲注(55) 七六九—七七二頁。
- (70) 岸・前掲注(55) 七七—七七三頁。
- (71) 木原・前掲注(48) 一二〇頁。
- (72) 明治七年制定の株式取引条例は、取引の方法を現場取引と定期取引の二種類とした(二四条一節、二六条三節)。現場取引は、定期取引のうち日仕舞取引であり、三日以内の決済によった(二四条一節)。定期取引とは、月二回(一五日と月末)の仕切日のほか、

最長期で四仕切日・二ヵ月を限度とする取引で（二四条二節）、仕切日の明示がなければ現場取引と扱われた（二四条一節）。競売買を認めず、すべて相対取引であり（二六条一節）、期限到来日に限り差金決済が認められていた（二五条）。明治二〇年制定の取引所条例は、直取引と定期取引を採用し（二七条）、直取引は五日以内・定期取引は九〇日以内を限度に売買双方が相対で日限を限定し、あるいは受渡日を特約して行う実物主義の取引で（取引所条例施行細則三九条・四四条、大阪取引所規約一三〇条・一三一条本文）、定期取引の場合、競売買によった時は三ヵ月を限度に受渡しがなされた（大阪取引所規約一三一条但書）。

（73） 田中・前掲注（23）六四―六六頁、松本・前掲注（52）一七七頁―一七九頁。

（74） 明治二六年勅令第七四号中改正ノ件（明治三五年六月三日勅令一五八号）。

（75） 取引所法施行規則中改正ノ件（明治三六年四月七日農商務省令三号）。

（76） 明治二六年勅令第七四号中改正ノ件（明治三六年八月一五日勅令一二七号）。

（77） 取引所法中改正法律施行期日ノ件（大正一一年七月三十一日勅令三五二号）。

（78） この間の経緯の概略については、山一証券株式会社調査課『日本証券取引所法の解説』一二―一五頁（山一証券、一九四三）を参照。

（79） 取引所ノ資本金、営業保証金、株式、手数料、積立金及売買取引ノ方法ニ関スル規程並仲買人免許料金額ノ件。

（80） 明治二六年勅令第七四号中改正ノ件（明治三五年六月三日勅令一五八号）。

（81） 明治二六年七月二二日勅令第七四号中改正ノ件（明治三九年六月二七日勅令一七四号）。

（82） 以上の点について、田中・前掲注（23）四二―四三頁。

（83） 商工省商務局『取引所制度改善に関する意見』（商工省商務局、一九三四）参照。

（84） 小林・前掲注（56）二九九―三一二頁。なお、同「日本証券取引所―歴史に埋もれた組織の『発掘』―」資本市場二六号三一頁

以下（二〇〇七）もこの間の経緯を詳述している。

- (85) 株式所有割合は志村・前掲注（54）三九〇頁・第七―三表、所有株式数は同書三八八―三八九頁・第七―二表を参照。「財閥華族」とは三井、岩崎（三菱）、住友、安田、浅野、古河、野村、渋沢の八大財閥を指す。また、一千株以上の株主であることから、零細な投資家は含まれていないものと予想される。

- (86) 貨幣価値は、企業物価指数によると一九一九（大正八）年は二〇一三（平成二五）年の約四六六倍、消費者物価指数（東京都区部）によると、約五五〇倍程度になりそうである。両者の中間値は五〇八倍である。一方、GNPデフレーターによると、約一〇〇〇倍となる。

計算方法は、日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/history/j12.htm/>（二〇一四年六月三〇日アクセス）による。

消費者物価指数（東京都区部）のデータは「平成一九年版 国民生活白書―つながりが築く豊かな国民生活（全文）」中、「2」戦前からの物価指数の長期系列による。 http://www.caa.go.jp/seikatsu/whitepaper/h19/01_honpen/html/07sh_dau0301.html#dar_030102（二〇一四年六月三〇日アクセス）。

なお、大正一五年当時の高等文官試験合格者の初任給（月俸）は七五円であった。株式の額面五〇円は初任給の約六七％に相当する。銀行従業員の初任給は五〇〜七〇円であり、ほぼ一月の給与に相当した。週刊朝日（編）『値段史年表』五一頁・六七頁（朝日新聞社・第一〇刷、一九九六）。

- (87) 松本・前掲注（52）一四五頁。なお、「仕手」という言葉は比較的早期から用いられていた。赤羽保門「仕手関係と定期市場」会計九卷五合六七頁以下（一九二一）。

- (88) 例えば、師尾誠治「証券投資者保護法“Blue Sky Law”に就く（一）〜（六）」インヴェストメント五卷三号五一頁以下・五卷五号

五七頁以下・五卷六号六六頁・六卷一号六一頁・六卷二号六九頁以下・六卷三号七一頁以下(一九二七)、島田徳「最近に於ける米
国投資者保護政策」経済商業論纂七号八七頁以下(一九三四)、など。

(89) 田中・前掲注(23)二九―三〇頁、應夢・前掲注(50)三二頁以下。

(90) 島本得一「本邦取引所における委託者保護」インベストメント一四卷五号三一六頁(一九六二)。

(91) 田中・前掲注(23)三〇頁。なお、吞行為は公定相場の公正を害するため禁止されていると解されていた。田中・前掲注(23)五六
頁、藤田・前掲注(21)二五四頁。

(92) 乾政彦「判批」法協四三卷一二号一二七九頁(一九二五)、三木純吉「委託者保護制度の創設に就て」銀行研究三二卷六号三〇―三一
頁(一九三七)。

(93) 戦後間もなくの文献ではあるが、志津田氏治「英米における投資者保護立法の発展」経済論集四卷一号九一頁(一九五三)。

(94) 小林・前掲注(56)三二六―三三二頁。

(95) 大蔵省理財局金融課(大月事務官)『日本証券取引所法案逐條説明資料(原稿)』(大蔵省理財局、発行年不詳)の第一条(説明)一
(一)。

(96) 大蔵省理財局金融課・前掲注(95)第一条(説明)一(一)。

(97) 大蔵省理財局金融課・前掲注(95)第一条(説明)一(一)。

(98) 大蔵省理財局金融課・前掲注(95)第一条(説明)一(一)。

(99) 日本証券経済研究所(編)「衆議院 日本証券取引所法案外四件委員会議事(速記)第四回」同研究所(編)『日本証券史資料 戦前編
第二巻』五六七頁(田中(豊)政府委員)(日本証券経済研究所、二〇〇二)、山一証券株式会社調査課・前掲注(78)三一―三三頁。

(100) 日本証券経済研究所・前掲注(99)五六七頁(田中(豊)政府委員)。

- (101) 山一証券株式会社調査課・前掲注(78) 三四頁。
- (102) 山一証券株式会社調査課・前掲注(78) 三三頁、日本証券経済研究所・前掲注(99) 五六七頁(田中(豊) 政府委員)。
- (103) 三宅雄二郎『阿部磯雄(監)『昭和五年史』二〇四—二〇六頁(高野武二)(年史刊行会・昭和六年、小林・前掲注(56) 一七七—一七九頁。
- (104) 戦前における株価への国家の介入については、山崎志郎『戦時金融金庫の研究』(日本経済評論社、二〇〇九)、柴田善雅『戦時日本の金融統制』二〇—二六一頁(日本経済評論社、二〇一一)、小林・前掲注(56) 一七七—一九八頁を参照。
- (105) 福田敬太郎『日本証券取引所の産業政策的任務』国民経済雑誌七五巻四号九頁・一〇頁(一九四三)。なお、岸・前掲注(21) 四六頁は、本規定の説明に当たり、「取引所に於ける売買取引に対する統制」という見出しを付している。
- (106) 大蔵省理財局金融課・前掲注(95) 第二五条(説明)。
- (107) 森永貞一郎『日本証券取引所法』日本証券経済研究所(編)・前掲注(55) 八四八—八四九頁。
- (108) 大蔵省理財局金融課・前掲注(95) 二二条(説明)。
- (109) 日本証券経済研究所・前掲注(99) 五三七頁(賀屋国務大臣発言)・五五七—五七八頁(田中(豊) 政府委員発言)。
- (110) 山一証券株式会社調査課・前掲注(78) 三五頁、大蔵省理財局金融課・前掲注(95) 第一条(説明)二。営団の法的性質をめぐる議論については、竹中龍雄『営団の比較制度論的研究』七頁—二三頁(巖松堂書店、一九四四)、司法省保護局『営団法関係資料(司法保護資料二五輯)』一一八—一頁(司法省保護局、一九四一)を参照。
- (111) 森永・前掲注(107) 八三七—八三八頁、大蔵省理財局金融課・前掲注(95) 第一条(説明)。
- (112) 現代においても、これと類似的議論がなされている。上村達男『証券取引法の基本概念』企業会計五三巻八九—九〇頁(二〇〇一)、近藤光男『吉原和志』黒沼悦郎『金融商品取引法入門(第三版)』四九—五一頁(商事法務、二〇一三)。後者は商品先物取引が有

価証券に含まれることを批判するが、取引所法の下ではむしろ商品の性質を念頭に置いて、こうした議論がなされていた。

(113) さしあたり、拙稿・前掲注(33) 四七頁以下、同・前掲注(39) 六二―六四頁を参照。

(114) 河本・鈴木・前掲注(1) 四二―四三頁、河本・前掲注(1) 六三頁。

(115) 上村達男「証券取引規制における行政のあり方」早稲田大学日中韓商事法シンポジウム組織委員会(編)『日本・中国・韓国における会社法・証券取引法の変革と新たな展開』二一四―二一七頁(成文堂・二〇〇〇)。

(116) さしあたり、拙稿「旧法下における取締役責任事例の分析―大規模公開株式会社取締役責任論への回帰(三)」法学研究(立教大学大学院)二七号四二―五三頁(二〇〇一)、同「旧商法下における株式会社の設立規制とその意義」社会科学研究(徳島大学)二二号七七頁以下(二〇〇八)を参照。

※戦前期の取引所関連法規は、日本証券経済研究所『日本証券史資料戦前編』(日本証券経済研究所)シリーズに依った。