

# 地方証券取引所について

北 島 忠 男

## 一 地方証券取引所

周知のように、わが国には、証券取引所が全国九カ所にある。このうち、東京・大阪・名古屋の三取引所を除いた、札幌・新潟・京都・神戸・広島・福岡の六取引所を、俗に、地方証券取引所と呼んでいる。

もともと、地方取引所 (local exchange, Lokalbörse) という概念は、中央取引所 (central exchange, Zentralbörse) に対応する概念である。この場合、中央取引所とは、一国における地理的・経済的・政治的中心地ともいへべき首都 (ないし首府) に所在する取引所を意味し、地方取引所とは、こうした首都以外の地方の中・小都市に所在する取引所を意味するものとして区別される。

ところで、アメリカでは、一九三四年に証券取引所法 (The Securities Exchange Act of 1934) が制定されてから、証券取引所の証券・取引所委員会 (The Securities and Exchange Commission) への登録制度が採用されることとなった。このため、アメリカの証券取引所は、証券取引所法ならびに証券・取引所委員会の規定に基づいて登録されることを原則とする。これが登録証券取引所 (registered securities exchange) あるいは国法証券取引所 (national securities exchange)

と呼ばれるもので、現在のアメリカでは、全国で一四の証券取引所がこれに属している。こうした登録証券取引所に対して、これが純粹に地方的性格 (local character) をもち、取引高もわずかであるところから、これを登録することが、公益上、非現実的でありかつ不必要であると判断された場合に、証券取引所法による登録が免除される取引所がある。これが免除証券取引所 (exempt securities exchange) で、現在これに属するものとして、コロラド スプリングス (Colorado Springs)、ホノルル (Honolulu)、リッチモンド (Richmond) の三取引所がある。

アメリカでのこうした証券取引所に対する区別の上から、一部には、証券取引所法による登録を免除された、地方的な、小規模な取引所を地方証券取引所とする考え方ががある。しかしながら、このような免除証券取引所を地方証券取引所とする考え方は、あくまでも、法制上の区別を基礎とするものであって、必ずしも、経済的根拠をもつものではない。そこで、証券取引所について、経済的観点から、取引所の経済的活動が全国的にわたっているか、あるいは、地方的に限定されているか、によって、全国的ないし中央取引所と、地域的 (regional) ないし地方取引所とに区別する考え方がなりたつことになる。

右のような基盤にたつて、アメリカの証券取引所をみると、アメリカにおける商業および金融の中心地であるニューヨーク (New York) に所在し、しかも、全国的銘柄を大量に取引しているニューヨーク株式取引所 (New York Stock Exchange) と、アメリカン株式取引所 (American Stock Exchange) とを全国的ないし中央証券取引所とするみかたがでてくる。<sup>(2)</sup> 第1表にみられるように、一九六四年における全登録証券取引所の株式取引高のうち、金額ではその九一・九六%、株式数ではその九一・九一%が、これら両取引所によって占められていることは、そのアメリカにおける中央取引所としての地位の一端を示すものといえる。

このようにして、アメリカでは、ニューヨーク株式取引所とアメリカン株式取引所とを中央証券取引所とし、その

第1表 市場価格および株式数による登録証券取引所の株式取引高 (1964年)

取引所	取引高		市場価格		株式数	
	ドル	%	株	%	株	%
American Stock Exchange	5,923,050,464	8.21	397,043,056	19.42		
Boston Stock Exchange	310,107,457	0.43	5,925,854	0.29		
Chicago Board of Trade	0	0	0	0		
Cincinnati Stock Exchange	46,306,336	0.06	830,240	0.04		
Detroit Stock Exchange	481,319,021	0.67	11,538,925	0.57		
Midwest Stock Exchange	2,286,202,057	3.17	50,584,823	2.47		
National Stock Exchange	644,920	0.00	633,325	0.03		
New York Stock Exchange	60,424,051,675	83.75	1,482,256,735	72.49		
Pacific Coast Stock Exchange	1,790,447,442	2.48	52,780,907	2.58		
Philadelphia-Baltimore-Washington Stock Exchange	827,924,991	1.15	18,618,998	0.91		
Pittsburgh Stock Exchange	45,304,864	0.06	1,059,996	0.05		
Salt Lake Stock Exchange	3,650,517	0.01	8,847,981	0.43		
San Francisco Stock Exchange	566,760	0.00	6,573,870	0.32		
Spokane Stock Exchange	9,419,720	0.01	8,178,388	0.40		
合計	72,148,996,024	100.00	2,044,873,098	100.00		

資料: Securities and Exchange Commission, Statistical Bulletins, March, 1964-February, 1965.

他の証券取引所を地域的ないし地方証券取引所とするのが一般的である<sup>(3)</sup>。しかし、諸論者のなかには、例えばS・ロビンス(Sidney Robbins)は、コロラドスプリングス、ホノルル、リッチモンドの三取引所は性格的に地方的であり免除証券取引所であるという理由によって、また、サルトレイイクシティ(Salt Lake City)、サンフランシスコ(San Francisco)、スポーケン(Spokane)の三取引所は主として鉱業株を取引きしていて、株式流通市場の主流外にあるという理由によって、さらにシカゴ商品取引所(Chicago Board of Trade)は登録証券取引所ではあるが株式取引市場としては不活発であるという理由によって、いずれも地方証券取引所の概念から除外している。したがって、ロビンスによって指摘されている地方証券取引所はボストン(Boston)、ミッドウエスト(Midwest)、フィラデルフィア——パ

ルチモア——ワシントン (Philadelphia-Baltimore-Washington)、『パシフィックコースト (Pacific Coast)』、シンシナティ (Cincinnati)、『デトロイト (Detroit)』、『ピッツバーグ (Pittsburgh)』の七取引所である。<sup>(4)</sup>

地方証券取引所の範圍概念の設定については、ロピンスにみられるような規定もあるが、一般的には、一國における經濟(特に証券取引)の中心地に所在し、全国的な銘柄を大量に取引している証券取引所を中央証券取引所とし、その他を地方証券取引所とするのが通念である。したがって、わが国では、わが国の首都であり、經濟・政治の中心地である東京に所在する東京証券取引所が、証券取引高、組織・市場施設の規模、他の証券取引所に対する影響力などからいって、中央証券取引所としての資格を備えたものといふことができる。しかしながら、わが国では、政治・經濟の歴史的發展過程をも背景として、全國を地域的に二分して関東と関西とに区分する考え方が古くからあり、また、わが国の經濟圏を楯円にたとえ、その二つの中心点として東京と大阪とを置く考え方が行なわれている。明治一年に東京と大阪と同時に株式取引所が創設されたのもこうした考え方を背景としたものといえる。このため、わが国では、東京証券取引所のみならず大阪証券取引所をも含めて中央証券取引所とする慣例がある。第2表に示されるように、わが国の株式取引高は、東京が約七〇%、大阪が約二五%と、両取引所で全國取引高の九五%以上を占め、他の取引所の取引高を大きく引きはなしている。こうした、東京・大阪の両取引所と、これ以外の各取引所との間に存在する大きな断層も、両取引所をわが国の中央証券取引所とする根拠の一つを与えるものとされている。

株式取引市場における楯円の二点としての東京・大阪の両取引所に加えて、名古屋における「中京」意識は、名古屋証券取引所を、東京・大阪両取引所以外の各取引所のなかに含めることよりも、東京・大阪両取引所と同列に考える傾向を助長した。こうした考えかたは、昭和三六年一〇月に東京・大阪・名古屋の三証券取引所に、同時に、市場第二部が創設されたことにも現われている。しかしながら、株式取引高の面からいっても、東京、大阪の両取引所の

第2表 わが国における証券取引所の株式取引高

取引所	昭和40年		昭和41年	
	株	%	株	%
東京	34,838,338,700	68.95	35,938,158,400	69.06
大阪	12,446,469,300	24.64	12,859,563,200	24.70
名古屋	1,602,511,100	3.17	1,664,700,800	3.20
京都	419,064,200	0.83	415,932,000	0.80
神戸	331,593,900	0.66	365,869,700	0.70
広島	439,792,800	0.87	400,129,500	0.77
福岡	203,779,218	0.40	149,850,562	0.29
新潟	186,763,600	0.37	186,353,400	0.36
札幌	54,642,000	0.11	60,422,800	0.12
計	50,522,994,818	100.00	52,040,980,362	100.00

間にも断層があり、これら両取引所と名古屋との間にはさらに大きな断層がある。したがって、名古屋証券取引所までも、いわゆる中央証券取引所とするための根柢は現在でも極めて稀薄であるといわねばならない。

地方証券取引所が中央証券取引所に対応するものであるという観点から、わが国における地方証券取引所の範囲を規定していく場合の具体的課題は、右に述べたように、大阪・名古屋の両取引所を中央証券取引所とすることが妥当かどうかにかかわってくる。しかし、これら両取引所について、歴史的、制度的に、今までどのようなことが紹介

入していたかは別として、現実には、最近における通信・交通機関の急速な発達が、わが国の経済圏を楕円としてとらえることを、加速的に、不適當としつつあるので、名古屋証券取引所はもとよりのこと、大阪証券取引所も、中央証券取引所の範囲概念の外に置くことが自然のいきおいと考えられるのである。このように、わが国においては、中央証券取引所として東京証券取引所を置き、他の証券取引所をすべて地方証券取引所とすることが、将来をも指向した、妥当な考え方とすることができるが、本稿では、とりあえず、東京・大阪・名古屋の三取引所を除外した六証券取引所を中心として、地方証券取引所に関する幾つかの問題点について考察を進めたいと思う。

- (1) G.L. Lefler, *The Stock Exchange*, 1951, p. 3. 山一証券外国部訳「株式市場」二頁。
- (2) 一九五三年ニューヨークカーブ取引所 (*New York Curb Exchange*) が改称することによって誕生したアメリカン株式取引所は、ニューヨーク株式取引所の第二部市場的な役割を果たしている。
- (3) ニューヨーク市にはニューヨーク・アメリカン両株式取引所のほかに、一九六二年に開設されたナショナル株式取引所 (*National Stock Exchange*) があるが、第1表にみられるように、ここでの株式取引高は極めてわずかである。したがって、ナショナル株式取引所は前者と同一に取り扱われていない。
- また、レフラーもニューヨーク・アメリカン両取引所ならびに小規模な免除証券取引所以外の登録証券取引所を地方証券取引所としてみるとみることができ (G.L. Lefler, *ibid.*, p. 71. 山一証券外国部訳「前掲書」八九頁参照)。
- (4) S. Robbins, *The Securities Market*, 1966, pp. 246-247.

## 二 地方証券取引所の比重低下

第二次大戦後、わが国の証券取引所は、昭和二三年四月に証券取引法が施行されてから約一年後の、昭和二四年五月に、まず、東京・大阪・名古屋の三取引所が開設され、これに続いて七月に神戸・京都・広島・福岡・新潟の各取引所が、さらに、昭和二五年四月に札幌の取引所が開設された。しかし、第2表に示されたように、わが国における株式取引は、東京・大阪の両取引所において集中的に行なわれ、名古屋以外の各地方証券取引所は、いずれも全国の総株式取引高の1%にも満たない取引規模をもつにすぎない。こうしたところから、常に、株式流通市場としての地方証券取引所の相対的比重の低下が問題とされている。

証券取引所の上場証券は、その所有者が全国に分散して存在しているために、その流通も全国的規模において必要とされるものと、その所有者が一定地域に集中して存在しているために、その流通も地域を限って必要とされるものとに大別できる。前者がいわゆる全国銘柄であり、後者がいわゆる地方銘柄である。現実の問題として、わが国の証

券取引所は、いずれもが全国銘柄と地方銘柄の両者を上場証券とし、しかも、各取引所とも全国銘柄の占める割合が圧倒的に多い。このため、地方証券取引所の比重の低下は、まず、全国銘柄である株式のための流通市場としての相対的比重の低下としてとらえられることになる。

全国銘柄にとしての流通市場としての地方証券取引所の比重低下の主要な原因としては次の諸点が指摘されるであろう。

(1) 流通市場としての絶対的狭隘性

地方証券取引所に全国銘柄を重複上場することは、地方に散在するその所有者（株主）の近くに流通市場を開設することによって、株主や投資家の株式売買活動を容易にするともに、ひいては、産業資本の調達源泉をより拡大するという積極的な意義をもつ。しかしながら、地方証券取引所はいわゆる地方都市に設置されているために中央証券取引所に比較して、その擁する投資家層の密度が低く、必然的に、取引所市場に提出される売買数量が少量となる。第3表にみられるように、わが国の株主は関東地方ならびに近畿地方に顕著な集中傾向を示しているが、このことはこの間の事情を物語るものである。このようにして、地方証券取引所の相対的比重の低下は、まず、全国銘柄に対する流通市場としてのその絶対的狭隘性に基づくものといえる。

(2) 全国銘柄に対する取引の中央証券取引所への集中

地方証券取引所の比重の低下は、他面において、全国銘柄に対する売買取引の中央証券取引所への集中化傾向の反映である。このことは、まず第一に、中央証券取引所それ自体が、経済活動の中心地に位置し、証券取引についてても投資家層の密度の高い大都市にその所在をもつことによって、絶対的に広大な流通市場として形成されうるといふ事実に基づく。しかしながら、こうした基本的事実に加えて、次のような諸点が、中央証券取引所への株式取引の

第3表 地域別株主分布状況(全会社)(昭和40年度)

地 域	株 主 数		株 数	
	人	%	1,000株	%
北海道	416,352	2.11	1,083,561	1.14
宮城, 青森, 秋田, 岩手, 山形, 福島	579,177	2.93	1,132,733	1.19
東京, 神奈川, 千葉, 山 梨, 埼玉, 茨城, 栃木, 群 馬, 長野, 新潟	6,925,250	35.06	50,040,784	52.49
愛知, 静岡, 三重, 岐阜	3,178,446	16.09	8,457,924	8.87
石川, 富山, 福井	655,472	3.32	1,463,232	1.53
大阪, 京都, 兵庫, 奈良, 和歌山, 滋賀	5,006,721	25.35	24,337,537	25.53
広島, 岡山, 山口, 鳥取, 島根	1,245,998	6.31	2,845,697	2.99
香川, 愛媛, 徳島, 高知	629,038	3.18	1,328,892	1.39
福岡, 佐賀, 長崎	742,633	3.76	1,938,699	2.03
熊本, 大分, 宮崎, 鹿児島	330,987	1.68	716,347	0.75
そ の 他	40,831	0.21	1,992,950	2.09
計	19,750,905	100.00	95,338,356	100.00

大蔵省証券局, 株式分布状況調査より

集中化を促進する要因として作用する。

## ① 通信・交通機関の発達

通信施設の発達は、例えば、ラジオなどの普及によって、中央証券取引所における株式価格の動向を直ちに全国の投資家が知りうることを可能とし、また、長距離電話の直通化や、証券会社でのテレタイプの活用などは、全国各地に散在する投資家の売買注文をすみやかに中央証券取引所の市場へ提出することを可能としている。新幹線やハイウェイ網の建設などによる交通施設の発達は、空間的間隔の測定を距離から時間へ

② おきかえ、中央証券取引所を囲む地域の外延的拡大を促進するものといえる。

## ② 大規模証券会社の寡占化・独占化傾向

証券会社間における大規模証券会社の寡占化ないし独占化傾向も、全国銘柄の売買取引を中央証券取引所へ集中さ



第4表 地方証券取引所会員数の推移

取引所	昭和26年		31年		36年		41年	
	地元会員	支店会員	地元会員	支店会員	地元会員	支店会員	地元会員	支店会員
札幌	10	5	4	5	2	13	2	12
新潟	17	4			5	11	5	9
京都	28	6	14	8	8	11	7	12
神戸	24	6	18	8	13	13	8	13
広島	21	5	11	7	7	8	5	10
福岡	16	7	13	8	3	17	1	18

注. 上表の数字には年末および年度末のものがある。  
 地元会員＝地元取引所の所在地に本店をもつ証券会社。

せる一つの要因である。大規模証券会社はその本拠である中央証券取引所所在地のみならず、全国にわたって広範な支店網を擁し、地方における全国銘柄に対する売買注文を、直接に、その本店を通じて中央証券取引所の市場へ集中的に提出することが可能である。わが国における四大証券会社を中心とした証券会社間での大規模証券会社の寡占化・独占化傾向は、昭和三六・七年頃に果たされた支店網の確立と拡大とによって促進され、地方に散在する全国銘柄に対する売買注文を、全国的規模において中央証券取引所の市場に集中させることを可能としている。さらに、各地方証券取引所の所在地にある大規模証券会社の支店は、いわゆる支店会員として、各地方証券取引所の会員資格をえているが、第4表に示されたように、各地方証券取引所における会員に占める地元証券会社との比率を逆転させ、その比重を極度に高めている。こうした側面にも現われている大規模証券会社の寡占化・独占化傾向は、全国

銘柄の売買取引を中央証券取引所の市場へ集中させる重要な要因とみななければならない。

### ③ 大規模上場会社の寡占化・独占化傾向

大規模株式会社各種産業部門における寡占化・独占化傾向も、中央証券取引所へ全国銘柄の売買取引を集中させる基本的要因である。全国銘柄を発行している上場会社は、各産業部門での代表的企業であり、企業活動の拡大をはかりながら各分野での寡占化・独占化を促進せんとしている企業であり、ために、その株式を全国的規模において取引しやすくすることを必要としている大規模株式会社企業である。これらの大規模上場会社は、それぞれ本社を東京に配し、ここを中心として対取引先活動や

対政府活動を行なうと同時に、企業全体としての管理活動をも集中的に行なっている。したがって、各企業の資金管理活動、なかならず、株式をはじめ証券の発行による資本調達活動も本社活動として東京を中心として行なわれることになる。また、各種金融機関の間における寡占化傾向も、東京を金融の中心地たらしめ、金融・資本市場に関する諸情報は東京を中心としてまず収集される。こうした諸事情は、各種企業証券の発行、売出しを東京で行なうことを便利とするのみならず、株価動向を予測するための諸情報を迅速に把握することを特に必要とする株式取引（流通）活動を、中央証券取引所の市場に集中せしめることになるのである。

右に指摘されたような、全国銘柄の流通市場としての地方証券取引所の絶対的狭隘性、ならびに、その売買取引の中央証券取引所市場への集中によってもたらされる地方証券取引所の比重の低下は、必然的に、その全国銘柄に対する流通市場としての機能の喪失をもたらし、地方証券取引所不要論に根拠を与えるものとなる。

地方証券取引所の機能喪失について、特に指摘されるのが、その価格形成機能についてである。取引所が市場として成立するためには売買がなされ、価格が形成されねばならない。しかし、地方証券取引所では、全国銘柄に対する市場が絶対的に狭隘であるため、あらゆる場合に需給結合が迅速になされるとは限らず、このため価格形成が歪曲されたり、大量に取引を集中した中央証券取引所で形成された価格に影響され、これを基準として、あるいは、これをそのまま反映して、いわゆる写真相場として価格が形成されることも普通となる。こうしたことから、地方証券取引所は、独自の価格形成機能を遂行せず、したがって、独立の取引所としての存在理由の喪失が指摘されることになる。<sup>(2)</sup>このため、地方証券取引所の一部には経済的合理性に反するものもあり、これらに対しては思い切って廃止することも必要であるし、それができなければ、中央証券取引所の支所とすることも検討すべきである、といった見解も生まれることになるのである。<sup>(3)</sup>

こうした、いわば地方証券取引所不要論に対して、地方証券取引所は地方銘柄にとって必要不可欠であるとする論拠から、その必要論がとえらる。つまり、全国銘柄に対するその比重の低下によって、直ちに、地方証券取引所の存廃に関して結論を下すことは妥当でない。というのは、地方証券取引所は、地方に散在する全国銘柄の所有者に対して流通市場を提供するだけではなく、その取引所の上に上場されている地方銘柄に流動性・市場性を付与し、地方的企業が証券発行によって円滑に資本調達をなしうるよう、市場を形成せしめ、育成せしめるという重要な役割をもつからである、というのがその論拠である。

右のような論拠から、地方証券取引所については、いわゆる地方銘柄に対するその役割に関する検討が必要となる。

(1) 大規模証券会社の支店網に加えて各地方証券取引所の会員である地元証券会社は、東京・大阪両証券取引所に重複上場されている銘柄についての売買注文を両取引所の正会員としての資格をもっている証券会社を通じて、両取引所の市場へ提出するためのルートをもっている。例えば、札幌・新潟・名古屋・福岡各取引所の会員である地元証券会社は日本協栄証券株式会社を通じて東京の市場へ、広島・地元証券会社は広共証券株式会社、京都の地元証券会社は京都証券株式会社、神戸の地元証券会社は神戸証券株式会社を通じて、それぞれ大阪の市場へ売買注文を提出している。

(2) この点に関する論議については、住ノ江佐一郎「最近の地方証券取引所問題について」インヴェストメント昭和四二年三月・四月号合併号一七一—一八頁を参照されたい。

(3) こうした見解は資本市場研究会によっても出されている。日本証券研究所編「日本の証券市場」昭和四〇年三六頁。

### 三 地方銘柄と地方証券取引所

前節にみたように、かりに、全国銘柄にとっては、その売買取引が中央証券取引所で集中的に行なわれるために、地方証券取引所は不必要であるとしても、地方銘柄にとっては、地方証券取引所は不可欠の市場といえる。そこで、地方証券取引所の問題について、地方銘柄を中心として、若干の考察をすすめたいと思う。

## 一、地方銘柄

地方銘柄とは、全国銘柄に対応する概念であり、前節に述べたように、まず、その所有者が一定地域に集中して存し、その流通も地域を限って必要とされる証券（なかんずく株式）として規定されるであろう。また、地方銘柄は、いわゆる地場株として、地方的企業<sup>1)</sup>地場会社が発行した株式としても規定することができる。しかしこの場合に、地方的企業の概念は、その本社の所在地、主要生産工場の所在地、あるいは主要な営業地域などを基準として、これを規定することができるので、地方銘柄に対するこの二つの規定は、必ずしも、正しく重なり合うものではない。<sup>2)</sup>

そこで、本稿では、いちおう、前述の六つの地方証券取引所の上場株式のうち、そのいずれか一つの取引所に単独上場されている株式を純地方銘柄とし、一つの地方証券取引所と他の一つないし二つの取引所とに重複上場されている株式を準地方銘柄として規定したいと思う。地方銘柄をこのように規定することによって、現実の問題として、純地方銘柄にはそれが単独上場されている地方証券取引所の所在地周辺（札幌証券取引所では北海道、福岡証券取引所では九州、その他の取引所ではその所在県を中心とした地域）に本社を持つ会社の株式が、また、準地方銘柄にはそれが上場されている一つの地方証券取引所の周辺地域に本社あるいは主要工場をもち、しかも二・三の取引所に重複上場されているにすぎない会社の株式が含まれることになる。<sup>3)</sup>

## 二、地方銘柄の数

右のような地方銘柄についての概念規定に基づいて、六つの地方証券取引所に上場されている株式を分類したのが第5表である。これによって明らかのように、六つの取引所に上場されている地方銘柄の数（上場会社数）は、純地方銘柄三五と準地方銘柄一〇九との合計一四四銘柄である。したがって、全国九カ所の証券取引所の全上場銘柄数である約一、五四〇銘柄に占める比重は、純地方銘柄はその約二・三%、ここにいう地方銘柄全体でその約九・三%に相

第5表 6 地方証券取引所の上場銘柄の分類  
(昭和41年3月現在)

取引所	上場銘柄数 (A)	純地方銘柄 (B)	準地方銘柄 (C)	$\frac{B+C}{A}$
札幌	171	10	11	12.3%
新潟	201	10	6	7.9
京都	234	2	26	11.9
神戸	238	—	36	15.1
広島	175	6	14	11.4
福岡	288	7	16	7.9

第6表 6 地方証券取引所の上場準地方的銘柄における重複上場の状況

重複上場取引所	東京証券取引所のみ	大阪証券取引所のみ	東京・大阪証券取引所	東京・大阪以外証券取引所	計
札幌	7		4		11
新潟	4	1	1		6
京都		17	9		26
神戸	1	24	9	2*	36
広島	6	1	7		14
福岡	8	2	6		16
計	26	45	36	2	109

\* 大阪・福岡、大阪・京都と重複上場しているものそれぞれ1銘柄である。

ある。この表に基づいて考察すると次のような諸特徴を指摘することができ  
る。  
(1) これらの準地方的銘柄はいずれもが東京あるいは大阪の証券取引所に重複上場している。  
(2) 札幌・新潟など東京以北にある取引所の準地方銘柄は、東京証券取引所への重複上場の比重が高い。  
(3) 京都・神戸など大阪に隣接した取引所の準地方銘柄は、大阪証券取引所への重複上場の比重が高い。

当するにすぎない。  
また、六つの地方証券取引所それぞれにおける全上場銘柄数に対する地方銘柄の比重も低く、第5表に示したように、各取引所とも約一〇%前後となっている。特に純地方銘柄の比重は札幌で五・八%、新潟で四・九%、京都で〇・九%、広島で三・三%、福岡で二・四%となり、平均して三・四%である。  
三、準地方銘柄の重複上場  
六つの地方証券取引所に上場されている準地方銘柄の他の証券取引所への重複上場の状況を整理したのが第6表である。

(4) 広島・福岡などの取引所の準地方銘柄は、地理的には大阪に近いにもかかわらず、東京証券取引所への重複上場の比重が高い。

第6表からよみとられる右のような準地方銘柄の重複上場に関する諸特徴は、東京・大阪両取引所のわが国証券市場における地位を示すものとして興味深い。まず、(1)の特徴は東京・大阪両取引所が現在のところ証券上場の面においていちおう中央証券取引所としての性格をもっていることを示すものといえる。しかしながら、(4)の特徴は東京証券取引所の中央取引所としての比重の高さを示すものである。このことと関連して、(3)の特徴は、大阪証券取引所はわが国の中央取引所というよりも、むしろ、近畿地方における証券市場の中心としての地位にあることを示すものといえよう。

#### 四、地方銘柄取引の比重

次に、六つの地方証券取引所における地方銘柄の取引高が各取引所取引高に占める比重をみてみよう。ところで、現在手許にある資料は、六つの地方証券取引所から寄せられた各取引所における全取引高と地場株取引高とに関するものである。各取引所における全取引高に占める地場株取引高の割合を昭和四〇年についてみると、札幌—三〇・九%、京都—一九・四%、神戸—一九・六%、広島—二二・五%、福岡—九・八%と概算される。<sup>(4)</sup>しかし、すでに注記したように、これらの地場株のなかには、多数のここにいう全国銘柄が含まれている。したがって、地方証券取引所における全取引高に占める地方銘柄取引高の比重は、これらの数値よりもさらに低下することになる。ちなみに、新潟証券取引所については、地場株 $\equiv$ 地方銘柄とすることができ、ここでの昭和三九年における比重は一・六%である。これらの諸点を考慮してみると、六つの地方証券取引所における地方銘柄取引高が各取引所取引高に占める割合は、それぞれ約二〇%から五%程度の間にあるものとみることができよう。したがって、六つの地方証券取引所にお

ける地方銘柄の取引高が全国の株式総取引高に占める割合は〇・六%から〇・二%程度の間と推察されることになる。

##### 五、地方銘柄と地方証券取引所

地方銘柄についての右のような調査によってえられた特質を一つの基礎として、地方銘柄と地方証券取引所について考察すると、次のような諸点を指摘することができるであろう。

(1) すでに考察したように、地方銘柄を純地方銘柄と準地方銘柄に分けた場合、六つの地方証券取引所に上場されている準地方銘柄は、いずれもが東京ないし大阪の証券取引所に重複上場されている。東京・大阪の両取引所が全国の投資家を吸引しうるわが国の証券流通市場の中心とすれば、準地方銘柄は全国的規模における流通市場を擁したものと見て、実質的には全国銘柄の性格が付与されたことになる。したがって、当然のことながら、流通市場としての地方証券取引所は、各取引所に単独上場されている純地方銘柄にとってこそ重要な市場とされねばならない。こうした観点からすると、純地方銘柄の上場がなく、また、準地方銘柄についてもそのほとんどすべて（準地方銘柄三六のうち三五銘柄）が大阪証券取引所へ重複上場している神戸証券取引所、および、純地方銘柄の上場が二銘柄で、準地方銘柄のすべてが大阪証券取引所へ重複上場している京都証券取引所は、ともに、独立した地方証券取引所としての存在理由は極めて稀薄とみることができる。

(2) 六つの地方証券取引所に上場されている地方銘柄数（一四四）は、全国九カ所の証券取引所の全上場銘柄数（約一、五四〇）の九・三%に相当し、また、純地方銘柄数（三五）はその二・四%に相当している。さらに取引高についてもみると、全国総取引高に占める地方銘柄取引高の割合は〇・六ないし〇・二%程度であり、各地方証券取引所の取引高に占める地方銘柄の割合は、すでにみたように、二〇ないし五%程度である。このことは、地方証券取引所が地方銘柄（特に純地方銘柄）にとつての流通市場として不可欠であるとしても、そのための市場としても、相対的にもまた

絶対的にも、極めて狭小な市場規模しかもたないことを示すものである。

(3) 前節にみたように、地方証券取引所は、中央証券取引所に対応する概念をもつものとして、その経済的活動が地方的に限定されている取引所として規定される。このことは、具体的には、地方証券取引所が、まず、主として地方銘柄を上場し、そのための流通市場として形成されねばならないことを意味し、同時に、取引所の組織の主体となるものが地元証券会社であることを意味するものである。こうした具体的条件から上記の六つの地方証券取引所についてこれを見ると、そのいずれもが満たされていないことが知られる。それは、今までみたように、上記六つの地方証券取引所は、上場銘柄数に占める地方銘柄数の比重ならびに取引高に占める地方銘柄取引高の比重がともに極めて低く、したがって地方証券取引所の存在が主として全国銘柄の上場とその取引とによって支えられているからである。また、第4表に示されたように、六つの地方証券取引所の会員は合計して昭和二六年には地元会員一一六社、支店会員三三社であったのが、昭和四一年には地元会員二八社、支店会員六四社となっている。このことは、地方証券取引所の組織が地元証券会社によるよりも、中央証券取引所にその本拠をもつ大規模な証券会社によって支えられていることを意味する。このような二つの具体的条件の点からみて、六つの地方証券取引所は、現在のところ、地方銘柄のための流通市場として果たす機能の面において、また、その組織機構の面において、純粋な地方証券取引所としてのあり方からは遠い存在となることが理解されるのである。

(1) 例えば、広島証券取引所は、地場株に関する私の調査に対して、地場株の範囲を次のように分類して、解答を寄せている。  
①広島に本社のある会社、②他県に本社があるも、主力工場または営業主力が広島にある会社、③中・四国に本社のある会社、④他県に本社があるも、主力工場または営業主力が中・四国にある会社。

(2) このことは、わが国で通常用いられている地場株なる言葉の概念が不明確なことにもよる。私の地場株に対する調査でも、同一銘柄が二つの証券取引所から地場株として報告されている例もある。



(3)

私の調査に対して六つの地方証券取引所から寄せられた地場株の他の証券取引所への重複上場状況を示したのが次の表1

表1. 6地方証券取引所の地場株重複上場状況

(昭和41年3月現在)

重複上場取引所	上カ所取引所	9	8	7	6	5	4	3	2	単 独	計
		取引所	取引所	取引所	取引所	取引所	取引所	取引所	取引所		
札幌	札幌	3	1	1		1	2	4	7	10	29
新潟	新潟							1	5	10	16
京都	京都	2		2			3	9	17	2	35
神戸	神戸	3		2		2	3	11	25		46
広島	広島	5	1	4	1	1	3	7	7	6	35
福岡	福岡	1		3			5	6	10	7	32
計		14	2	12	1	4	16	38	71	35	193

表2. 6地方証券取引所の取引高に占める地場株取引高の割合(%)

取引所	年	37	38	39	40	41
札幌		21.3	23.8	33.3	30.9	21.7
新潟		14.5	4.7	11.6		
京都		25.7	11.9	15.2	19.4	
神戸		30.1	28.2	28.0	19.6	
広島		23.7	21.5	25.5	22.5	20.7
福岡		8.1	8.7	10.9	9.8	10.0

(4)

六つの地方証券取引所の株式取引高(株数)に占める地場株取引高(株数)の割合を示したのが右の表2である。

である。本稿では二―三カ所の取引所へ重複上場されている地場株を準地方銘柄、単独上場されている地場株を純地方銘柄としたが、地場株には全国九カ所の取引所のすべての上場銘柄となっているものも含まれる。この表から、地場株のなかに占める本稿にいう地方銘柄の比重を知ることができよう。

#### 四 地方企業と地方証券取引所

前節までの考察によって明らかのように、地方証券取引所は地方銘柄にとって不可欠な流通市場であるとはいへ、地方銘柄のための流通市場としても極めて狭隘な市場であることが指摘された。ところで、証券取引所の存在理由は、既発行証券の流通市場の中核として機能することによって資本転換を容易にするとともに、企業の証券発行による資本調達を促進するところにもある。そこで、次に、地方証券取引所の問題について企業の資本調達という観点から若干の考察をすすめたいと思う。ただし、企業の資本調達といっても、地方証券取引所が地方銘柄にとっての不可欠な市場であるところから、ここでは地方銘柄の発行企業Ⅱ地方企業に焦点を合わせたいと思う。

##### 一、地方企業の所在地

ここにいう地方企業とは本稿にいう地方銘柄の発行会社である。したがってここでの地方企業概念はいわゆる地場会社Ⅱ地方的企業概念と必ずしも正しく一致しない。ところで、この地方企業について、純地方銘柄の発行会社を純地方企業とし、準地方銘柄の発行会社を準地方企業として、その本社所在地によって分類したのが第7表である。この表から、

(1) 純地方企業三五社のうち一社を除いたすべてが、その株式を上場している各地方証券取引所の所在県（札幌については北海道）に本社をもつ。

(2) 準地方企業一〇九社のうち、その九〇%が、その株式を上場している各地方証券取引所の所在県ないしはその隣接県に本社をもつ。

という特徴が知られる。また、

第7表 地方企業の本社所在地

本社所在地 取引所	純地方企業			準地方企業		
	取引所 所在 県	取引所 所在 隣の 隣接 県	左以外 の地	取引所 所在 県	取引所 所在 隣の 隣接 県	左以外 の地
札幌	9		1	7		4
新潟	10			4	1	1
京都	2			24	2	
神戸				31	5	
広島	6			8	1	5
福岡	7			12	3	1
計	34		1	86	12	11

第8表 資本金別地方企業数の分類

資本金 取引所	5,000万円 以上 1億円未満	1億円以上 5億円未満	5億円以上 10億円未満	10億円以上 50億円未満	50億円以上 100億円未 満	100億円 以上
	札幌	1 ①	7 ④	4 ③	6 ②	1
新潟	2 ②	6 ③	4 ②	4 ③		
京都	1 ①	14 ①	6	7		
神戸		11	10	14	1	
広島		8 ②	5 ③	6 ①		1
福岡		8 ①	6 ③	8 ③		1
計	4 ④	54 ⑩	35 ⑩	45 ⑨	2	4

注 ○内は内数にして純地方企業数

(3) その株式を上場している地方証券取引所の所在県ないしはその隣接県に本社をもたない、純地方企業一社の本社は東京であり、また、準地方企業一社の本社もすべて東京である。特に後者はいずれもその株式を東京証券取引所に重複上場させている。

(4) 東京に本社をもつ右の一二社の地方企業は、地方証券取引所の所在地に当該企業の発生基盤をもっていたもの一社、その地が主要工場の所在地となっているもの八社、その地が主要な販売市場となっているもの三社である。

したがって右のような諸点から、六つの地方証券取引所にその株式を上場させている地方企業は、いわゆる地場会社であり、その地方と密接な関連をもつ企業であることが知られる。

## 二、企業規模（資本金額）

地方企業の規模をその資本金額

を基準として分類したのが第8表である。この表から次の諸点を指摘することができるであろう。

(1) 地方企業は資本金一〇億円以下のものが全体の六四・二%を占め、中・小規模会社を中心となっている。

(2) 純地方企業と準地方企業とを比較すると、全般的にいて、前者の方が後者よりも企業規模が小さい。ちなみに、両者の平均資本金額をみると、前者は約七億五、〇〇〇万円であり、後者は二四億一、三〇〇万円である。

(3) 特に、純地方企業のうち四社は資本金額が一億円以下である。地方証券取引所でも、上場会社の資本金額は一億円以上という上場審査基準をもっているが、地方産業育成のための特例によって、資本金額の最低限界を五、〇〇〇万円まで引き下げることができる。この四社はこの特例による上場会社である。

右の所見から、地方企業はその多くが中・小規模会社であることが知られる。右の(2)に示された準地方会社の平均資本金額二四億一、三〇〇万円という数値は、資本金額一〇〇億円以上の会社四社を含んだ数値である。このため、この四社（電力会社三社、銀行一社）を除いた一〇五社の準地方企業の平均資本金額は、ずっと小さくなって、九億八、〇〇〇万円である。

### 三、資本金の増加倍率

各地方企業がそれぞれの地方証券取引所へ当該株式を上場させてから、現在（昭和四一年三月）までの間にどれ位の資本金の増加倍率を示しているかについて、取引所ごとの平均値を求めて示したのが第9表である。この資本金増加倍率は有償増資だけでなく無償増資をも含めて計算されているが、これによって、地方企業の株式発行による資本調達状況の大勢をうかがうことはできるであろう。すなわち、

- (1) 資本金増加倍率は純地方企業のそれよりも準地方企業のそのの方が約二倍高い増加倍率を示している。
- (2) 資本金増加倍率が一〇〇・〇以上という異常に高い数値を示している企業（ガス二社・繊維・製薬・電機・化学各

第9表 地方企業の資本金増加倍率

取引所	純地方企業	準地方企業
札幌	6.9	31.4 (24.5)
新潟	18.7 (9.6)	18.8
京都	4.1	31.2 (9.4)
神戸		7.2
広島	10.1	24.1 (15.9)
福岡	3.5	15.2
平均	8.7 (6.8)	20.0 (13.8)

[注] ( ) 内は資本金増加倍率が100.0以上の企業を除外した場合の数値。

第10表 地方企業の株主数増加倍率

取引所	純地方企業	準地方企業
新潟	1.6	1.9
京都	1.7	3.9
福岡	1.6	21.0 (7.2)
平均	1.6	8.9 (4.3)

[注] ( ) 内は異常に高い増加倍率(70倍以上)を示す3社を除外した場合の数値

一社)六社を除いて計算した平均増加倍率も、準地方企業のそのの方が約二倍高い増加倍率を示している。右の所見から明らかのように、地方企業の株式発行による資本調達は純地方企業において準地方企業よりも活発ではない。このことは、純地方企業の企業規模、地方的性格、さらには、流通市場として単独の取引所市場しか擁していないこと、などが影響しているものと思われる。

#### 四、株主数の増加倍率

地方証券取引所への上場時点におけるそれぞれの地方企業の株主数と現在(昭和四一年三月)の株主数とが知られる三つの地方証券取引所の上場企業について、その株主数の増加倍率を求めて、取引所ごとの平均値を示したのが第10表である。この表から次の特徴が指摘できる。

(1) 純地方企業の株主数増加倍率は、各取引所の上場企業とも平均して同じような倍率をもつ。しかし、この倍率も高率ではなく、平均して約六〇%の株主増を示しているにすぎない。

(2) 準地方企業の株主数増加倍率は純地方企業のそれよりも高く、平均して四〇〇%の株主増を示している。しかしながら、ここで株主数増加倍率は、各取引所によって、著しい差異がある。

右の(2)に示された特徴について、さらにその背景をみると、

(3) 高率の株主数増加倍率を示している準地方企業は、平均して、昭和三六・三七年頃に東京ないし大阪の第二部市場へ重複上場されたものが多い。

例えば、福岡証券取引所の上場準地方企業三社（建設・製造・製粉各一社）は、いずれも七〇倍以上の株主数増加倍率を示しているが、これら三社は昭和三七年にこれまで閉鎖的に所有されていた株式を公開することによって福岡証券取引所と東京証券取引所第二部市場とへ同時に重複上場された企業であって、三社合計株主数は五六名から四、六八八名に増加している。

したがって、昭和三六・三七年頃の株式公開盛行時に株式を上場させ、創設当初の東京ないし大阪の第二部市場へ重複上場させた企業が多い場合に、全般としての株主数増加倍率を高めていることが知られる。

#### 五、地方企業と地方証券取引所

ここで、右に述べられたような幾つかの特徴を一つの基礎として、地方証券取引所の問題を本稿にいう地方銘柄の発行企業としての地方企業の資本調達との関連において考察してみよう。地方企業の資本調達問題は、右に挙げられたような特徴だけでは十分これを把握することは不可能であるが、少なくとも、次の諸点だけは指摘しうるであろう。

(1) すでに明らかのように、純地方企業はもちろん準地方企業であっても、そのほとんどが、その株式を上場させている各地方証券取引所の所在地に本社ないし主要生産場所をもつ。したがって、地方企業は、その地方において企業としての端緒をひらいた企業とすることができる。このために、その地に発生した地方企業にとって、地方証券取引所が、その資本調達にどのように機能したかが、まず、みられねばならない。

こうした意図のもとで調査されたのが資本金増加倍率と株主数増加倍率である。すでに考察したように、準地方企業は、資本金増加倍率では約二倍、株主数増加倍率では約七倍も、純地方企業よりも高い増加倍率を示している。証

券取引所が株式の流動性・市場性を高めることによって株式発行による資本調達を円滑化するという機能の發揮は、証券流通を活発に行なうことよって証券所有の分散をもたらし、結果において、株主数の増加というかたちをとって現われることになる。こうした関連にたつてみた場合に、純地方企業において株主数増加倍率が低いことは、その株式所有の分散が不活発であったことを意味し、このことは前節に考察したように、純地方銘柄にとって唯一の流通市場といえる地方証券取引所の市場規模の狭隘性によるものと理解することができる。この点、準地方企業においてより高い株主増加倍率のあることは、これが狭隘な地方証券取引所市場のみならず東京ないし大阪という中央ないし準中央的市場への重複上場によって、その株式所有の分散がより促進された結果とみることができる。

また、資本金増加倍率についても、株主増加倍率の高い準地方企業においてこれが高くなっていることは、より株主数の多い企業がより広範な資本調達源泉をもつということと関連させて理解することができるのである。

こうした諸点から、地方証券取引所が地方企業、特に、純地方企業に対して、その株式の流動性・市場性を高め、株式所有の分散を促進して、株式発行による資本調達をより促進するために機能している側面は、必ずしも、十分とはいえないものがあるのではないかと考えられる。

(2) すでに考察したように、地方企業は中・小規模企業がほとんどである。特に、六つの地方証券取引所に上場されている純地方企業のなかには、資本金一億円未満の会社が四社含まれている。

地方証券取引所では、上場会社の最低資本金額を一億円としているが、地方産業育成を目的とした特例によって、これを五、〇〇〇万円まで引き下げることができる。ところで、この地方産業育成とは、具体的には、その地方に企業としての端緒を開いている地方企業の育成であり、特に、株式発行による資本調達の円滑化をはかることによって、これら地方企業の発展を推進せんとするものである。また、こうした地方企業の発展は、その地方的性格から全国的

性格への拡大となるので、これに伴ってその証券取引所への上場も、地方証券取引所→中央証券取引所第二部市場→中央証券取引所第一部市場へと進展することが考えられる。したがって、こうしたルートからいえば、地方証券取引所は地方企業にとって中央証券取引所上場への前提市場としての意義をもつことになる。

こうした観点から、地方証券取引所が地方企業の育成という機能的側面を積極的に發揮するには、まず、この目的に合致した地方の小規模企業のなから堅実な企業を選択して、株式を公開させ、これを上場会社とすることによって、その資本調達源泉の拡大をはかり、全国的企業への進出の足がかりを与えることが肝要と思われるのである。

しかしながら、現状は必ずしもこうした取引所の機能的側面が十分發揮されているとはいえない。例えば、新潟証券取引所の調査によると、新潟県内に本社をもつ資本金五、〇〇〇万円以上の会社で、昭和三八年現在において非上場のものが六三社あり、これらのなかで上場適格企業に対して上場勧誘を行なってきたが、未だにこれが実現されていないのが実状だからである。こうした地方企業の上場が促進されない理由としては、使用資本の銀行資金への依存、企業経営に対する保守的気運、株主構成での同族的色彩、株式公開後における第三者による経営権の取得に対する危惧などが上げられる。

(3) 右のように、地方証券取引所が地方産業育成のための機能的側面を遂行するには、地方企業のこうした保守的気運を払拭すべく努力することが第一と考えられるが、それにも増して、狭隘な市場を開拓することによって地方企業が發行する地方銘柄にとって十分な流通市場をととのえることが必要である。

すでに指摘したように、福岡証券取引所の上場準地方企業三社は、昭和三七年に同取引所と東京証券取引所へと同時に重複上場した企業であるが、福岡証券取引所の上場準地方企業のなかには、昭和三〇年代において、同取引所への上場とほとんど同時に、東京あるいは大阪の証券取引所へ重複上場された企業がこのほかに七社かぞえられる。こ



のことは、証券市場による資本調達源泉の拡大、あるいは企業P Rなどの諸効果を期待する面からいって、市場規模のより大なる取引所市場への上場が企業にとってより好ましいことを示すにはかならないものである。こうした点から、地方証券取引所は地方における投資家育成の拠点としてより以上に機能することが肝要と考えられるのである。

本稿でとり上げられた地方証券取引所についての考察は、手許に集められた資料をもととして、極めて概括的に取り扱われたにとどまっている。おりしも、昭和四二年一〇月一日より神戸証券取引所を閉鎖することが正式決定をみた、その背景をなすものは、本稿に取り上げられたような地方証券取引所としての独自性ある機能の喪失である。神戸証券取引所の閉鎖は、今後のわが国における地方証券取引所の将来について、多くの示唆を含むものといえるが、その存廃に関する問題は、さらに詳細な諸点からする分析的研究の上にたって導出された理論によって解決への糸口が開かれねばならないものである。