

Title	ロンドン株式取引所会員の機能分離
Sub Title	The segregation of the functions of the London Stock Exchange members : its causes and historical characters
Author	小竹, 豊治
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1951
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.44, No.5 (1951. 5) ,p.224(46)- 243(65)
JaLC DOI	10.14991/001.19510501-0046
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19510501-0046

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

ロンドン株式取引所會員の機能分離

小竹 豊 治

ロンドン株式取引所では、取引所會員の機能は、自己の計算で取引するジョッパー (Jobber) と他人の計算で取引するブローカー (Broker) の二群に確然と分れている。この機能分離の理由と歴史的性情については従来殆ど論究されてゆかない。これを究明する爲に先づ其現状分析と銀行及び取引構造との歴史的相互關係が探索されねばならぬ。

ブローカーは、非會員たる公衆の注文をその代理人 (Agent) として、取引所立會場内においてジョッパーと取引する。金縁證券 (Gilt-edged security) 等の一流公債が翌日決済制であるほかは、ブローカーが各種の上場證券について締結する取引は、二週間毎に決済期間内の一切の取引契約を一定の決済日に差金決済する二週間決済制によつて行われる。彼の収入源泉は、取引所の定める委託手数料率によつて委託者から徴収する手数料のみである。

ジョッパーは、ブローカー又は他のジョッパーと取引できるが、非會員と取引はできない。彼の相手方は立會場内におけるブローカー又は他のジョッパーのみである。ジョッパーの機能は、自己の計算において自分の専ら賣買する特定證券について、ブローカーと取引することにある。この點においてジョッパーは恰も紐育株式取引所のスペシャリスト (専門證券業者 Specialist) のようである。また小賣業者から買ひ且つ賣る卸賣業者のようでもある。更にジョッパーは買えば直ちにそれを轉賣し、賣れば直ぐにそれを買戻すことに努める。彼の自己計算賣買が、賣り又は買

いいずれかに偏よるとそのために蒙むる損害の危険も多いからである。従つてジョッパーにとつては、買付株と賣付株を轉賣買戻して自分の賣買帳を「相殺された賣買帳」 (Balanced Book) 即ち手持ちをなくしておくことが理想なのである。これはジョッパーが一種の鞘取業者的役割を果していることを示しており、紐育株式取引所の端株業者 (註5) 又はフロア・トレーダ (Floor Trader) の機能に似た處もある。

立會場の慣習によれば、ジョッパーは「ブローカーからある證券の値段を問われると、通例として「十以上の単位」 (big figure) を省略して「二と六、三と六」といふ風に兩側呼値 (Double Quotation) で答える。このことをジョッパーが「値をひける」 (Making a price) というのである。もし右の場合に五十志が略されていふとすれば、その正確な値段は買呼値 (bid price) が五十二志六片、賣呼値 (offered price) は五十三志六片とすることになる。賣呼値は常に買呼値よりも高いが、この例では兩者に一志の差額がある。これをジョッパーの値鞘 (turn) という。値鞘がジョッパーの賣買差益をなし、彼の収入源泉である。賣買の盛んな金縁證券のような場合には、ジョッパー間の競争もはげしいから値鞘は縮少する。これに反して賣買の少ない證券については値鞘が開いてゆく。賣買が殆どない不振株の場合は、前記の兩側呼値をやめて買呼値か賣呼値かのいずれか一方で答える。こんな場合を片側呼値 (one-way) と稱する。もつと極端なときは、呼値もやめてブローカーとジョッパー間の値段の折衝となる。

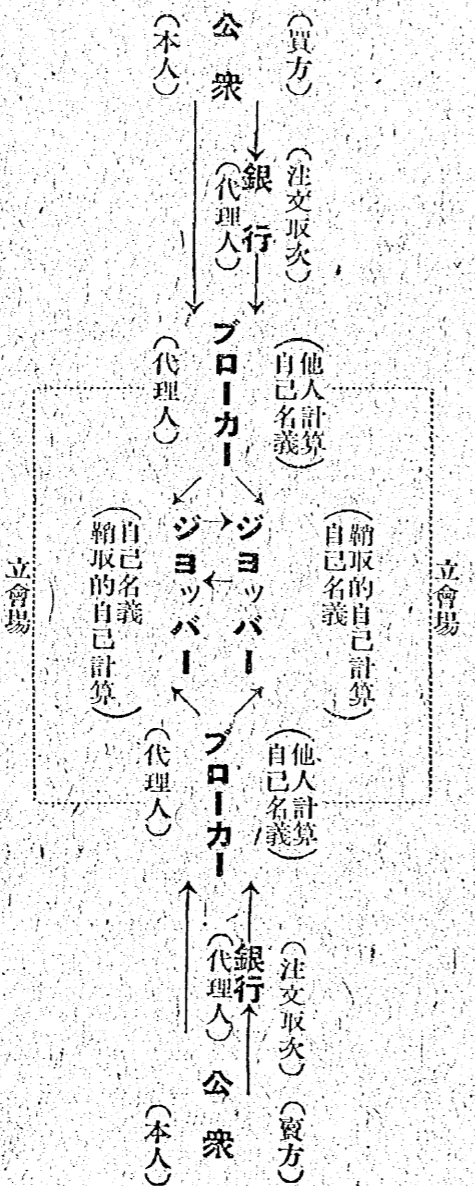
右のように、ジョッパーは立會場内における慣習的な形式によつて、呼値間の値鞘を自己の差益金として收得しようとする。従つて彼の賣買機能は、市況の如何によつて若干方法は異なるが、自己の計算においてする鞘取的性質をおびざるを得ない。買えば必ず素早く轉賣しようとし、賣ればまた迅速に買戻そうとする。この機能は他のジョッパーやブローカー等との自由な競争の上で行われる。

例えば、彼等は買方が一時的に優勢なときは、それに向つて賣付けて騰勢をそぐと共に、市況が落勢に轉じた爲に出てくるであろう新規の賣方を刺戟しようとする。これは自己の賣値よりも安い値段での賣方が新規に出てくるのを期待し、その賣方から買戻そうと考へて行うのである。また賣方が一時的に優勢なときは、これから買付けて落調を削ぎ、市況の好轉に伴つて新規の買方が出てくるのを期待する。もし自己の買値を上廻る買方が現れれば、彼に對して自己の持ち株を轉賣しようとする。かゝるジョッパーの自己計算をもつてする思惑行爲は、豫期の通りにならないで失敗することもある。しかしジョッパーは、價格の騰落の勢が行過ぎるのを阻止しようとする役割を演じている。しかも本能的に次の機會に賣付け又は買付けて自己の危険負擔を減じ、もしくはこれからのがれようとする。

このようにジョッパーの自己計算賣買は、鞘取的な投機取引にならざるを得ない。要するにジョッパーの特質は、特定の證券を賣買する鞘取的投機專業者であるという點にある。こゝにおいて自己計算賣買をしないブローカーの媒介的取引と、鞘取的な自己計算をなすジョッパーの投機的取引とは、見事に結合し、均衡して市場の調整が行われるのである。

委託者たる公衆の立場からみても、ブローカーは本人たる委託者のための代理人であり、そのために立會場内で最善をつくしているから、兩者の間に利害の對立は何等存在しない。むしろ委託者の注文はブローカーを媒介として、ジョッパーの鞘取的投機取引によつて遂行されるから、委託者にとつてジョッパーは不可欠の存在である。またその利益は自由な公開的な競合による値鞘に依存しているから、委託者とブローカーの利益を犠牲にして得られる投機的利益ではない。それ故に委託者とジョッパーの關係も、相互に利害の對立する敵對關係ではない。他人の計算による委託賣買と自己の計算による投機的賣買とのかゝる均衡的調和的機構は、他の株式取引所にはみられない特質の一つ

である。キングもロンドン株式取引所の特色を指摘して、「公衆の大量の賣付又は買付は、市場機構がその激動を吸収するように仕組まれていない限り、無益で極端な價格變動を惹起するであろう。従つてロンドンの相對的安定を眞に説明するものは市場機構にある。特にそれは他の如何なる株式市場においてもみられない制度、即ち株式取引所會員がブローカーとジョッパーの二群に分れてゐることに基すく」と述べてゐるのは首肯せしめるものがある。いまロンドン株式取引所の人的市場構造を、後述するところを含めて圖示すれば左表の通りである。



ロンドン株式取引所は、制度としてのブローカーとジョッパーの分類については、種々の規定を設けている。それによれば、好ましくない業務成績の者や疑わしい性質の者を會員から除去するために、毎年會員を更新することを定めてゐる。會員の期間は毎年の三月二十五日に始まる一年間のみである。取引所理事會 (The Council of the Stock Exchange) は、四分の三の議決をもつて會員を選挙するが、その際選挙申請者は過去の經歷を記載し、他の證券業

務に従事しない旨を明記すると共に、ブローカーとして行動するか、ジョッパーとして行動するかを區別を表示しなければならぬ。ブローカーからジョッパー、後者から前者への資格變更は、十四日以前に理事會に通告すれば可能であるが、これは例外的にしか起らない。

個人會員はいずれも商社 (Firma) を組織してこれに所屬してゐる。商社には組合 (Partnership) と無限責任會社 (Company) とがある。會員機能の分離は、これらの商社にまで及んでゐる。ブローカー又はジョッパーが、組合の組合員になり、又は無限責任會社の社員になる場合には、両者が一諸になることはできない。非會員は組合員にも社員にもなれない。従つて組合と會社はブローカーのみか、ジョッパーのみからなる會員によつて組織される譯である。會社はその所屬社員たる全會員の署名によつて法人會員 (Corporate Member) となるが、その個人會員は自己の名義でなく法人の名義において取引する。組合であつても、立會場においてその名義で賣買できる「立會組合」(Market Partnership) の構成員は、二名の會員又は商社を超えてはならない。法人會員又は「立會組合」の取引上の責任については、その所屬會員が負うものである。

ブローカーの機能については更に注目すべき取引所規則がある。非會員との注文執行及び「喰合せ注文」についての規定がこれである。第二の非會員との注文執行については、ブローカーが非會員と注文を執行できる場合は、會員 (事實上ジョッパー) と取引するよりも大なる利益が得られるときに限つてゐる。これはハートリー・ウィガースによれば、一九〇九年の取引所規則改正當時、ブローカーがジョッパー以外の者で行う賣買を禁止せんがために定められたものである。その頃ブローカーは、米國債券を賣買する英米商社や南阿金鑛株を取引する南阿商社等のような商社と賣買することが多かつた。これではジョッパーの賣買の機會が減じて、その収益にも影響する。よつてジョッパー

と取引しないブローカーの不法行爲を禁止するために、この措置を講じたのである。實際上、市場内において取引するよりも場外において賣買した場合に、多大の利益をうるということは殆どない。従つてこの規定によつて上場證券のブローカーによる場外賣買は事實上禁止されてゐるのである。他方においてジョッパーは會員との取引に制限されてゐるから、その場外賣買は取引所規則に違反する。

第二の「喰合せ注文」については、「ブローカーが兩名の委託者から同一證券について買付及び賣付注文を受けたときは、同時に同一のジョッパーと兩注文を執行せねばならない。その値段は賣買時間からみて委託者兩名が公正なりと思ふものであることが必要である」と規定してゐる。この取引はすべてブローカーが記録し、取引所理事會の要求次第その妥當性を立證せねばならぬ。喰合せができる點を以て、ブローカーは自己計算賣買を嚴密に禁ぜられてゐるものではないと論ずる者もある。併し「喰合せ注文」は、委託者と取引所當局の嚴重な監視を受け、委託手数料も一方の委託者からのみ徴收し、ジョッパーとの賣買において同時に成立する等の制限規定があつて極めて嚴重である。これは「喰合せ注文」を餘儀ないものとして、消極的にしか認めていないことを示すものである。ブローカーの自己計算賣買の禁止を緩和してゐると看做すことは再考を要する。むしろこの「喰合せ注文」を規定した同取引所規則九十號が、その第二項において「ブローカーは他のブローカーのために賣買業務を取次ぐ (put business through) ことができない」と定めてゐるのに注意せねばならぬ。

これは紐育株式取引所の二弗仲買人 (Two Dollar Broker) のように「他のブローカーからの注文を立會場内で他の會員と執行し、少額の手數料をうる」という機能を禁止してゐることを示すものである。ロンドンでは會員は一名の公認書記 (Authorised Clerk)、商社は二名の公認書記を使用して自己の名義で賣買することを許してゐるに過ぎない。

い。賣買が盛んになれば、會員自身と書記のみでは注文を處理できない場合もありうる。二弗仲買人の如きものを認めれば、注文の執行を容易にするものとも考えられる。然るにこれを許さない理由は、他のブローカーから注文を委託されるから二弗仲買人の手許に「喰合せ注文」が多くなるのを防止せんとすることにある。他の理由は公衆から徴収する委託手数料の一部を、その新しい職業のブローカーに分割しなければならぬからである。このようなことになれば、注文を取次いだ銀行がブローカーからうける分割手数料を減するか、ブローカー自身の手数料収入を減少せしめるかせねばならない。かかる犠牲を拂つてまでも、現行制度を變更する必要がないから他のブローカーからの注文の取次が禁止されているものと思われる。

惟うにロンドン株式取引所においては、ブローカーの委託手数料の分割は、極めて重要な意味をもっている。特にブローカーと銀行との關係及びその手数料分割は、特殊な事情によるものである。これがまた取引所會員の機能がブローカーとジョッパに分離している理由とその問題を解く鍵をなしている。

ロンドン株式取引所は、手形交換所及び英國銀行家協會の加盟銀行とロンドン市内で營業する銀行及び金融業者を、「代理人登録簿」(Registers of Agents)の1つである「銀行登録簿」(Register of Banks)に登録している。登録した銀行は、特別の場合を除き、ブローカーが受取つた委託手数料の三分の二以上の分割を受けうる。一九三〇年代以前から分割の比率は五割とされていたが、現在では三分の二以上となつてゐる。分割手数料は商業銀行に對して多額の収益を提供し、銀行の有力な財源である。かような手数料の分割を受けるのは、株式銀行が取引所業務に貢献してゐる最大の代理人であり、その重要な役割は承認せられ、報償せられるに値するからである、とされている。事實、取引所に登録している株式銀行は、近年取引所業務を處理する特別の部課を設置してゐる。また銀行は取引所

業務の安全な仲介者となり、取引注文の蒐集とその執行について決定的に助力してゐる。顧客もまた銀行を通じてなすことを好む者が少くない。銀行の本業たる預金の吸收と貸付は、その預金者や借手が取引所取引に關與する場合は、その決済資金の利用の上からいつても、取引所業務と密接な關係が生じてくる。更に銀行は證券の保護預り、配當金の代理取立、コールの支拂、證券の名義書替事務等を行い、ブローカーの爲に顧客の信用の保證をする。

然し銀行の日常業務からすれば、信用保證を含む證券取扱業務はその一部である。また取引所取引の注文の取次は、證券取扱業務中の一部である。銀行がブローカーから委託手数料の分割をうけるその分割部分は、右の業務のうちどの部分に該當する費用辨償なのであるか。單に注文の取次と信用保證のみに該當する費用辨償とすれば、委託手数料の三分の二以上というのは高率に過ぎることは明かである。更にこれらがすべてブローカーの營業のためにのみ行われているのではあるまい。注文者が銀行の顧客たる預金者又は借手であれば、その顧客のために取引所取引の注文を取次ぎ銀行口座の限度内で信用の保證をするのは、銀行のサービスとしてやむを得まい。それは銀行自體のためにもなる。かりに分割手数料が注文取次と信用保證の代償だとしても、兩者は銀行自身の利益のためにも行われるのであるから、分割額はもつと引下げて減額すべきものとも思われる。だが減額するのではなく一九三〇年代前の五割が現在では六割七分に引上げられてゐるのである。この事實は分割手数料は單なる注文取次と信用保證の費用辨償ではなく、そのうちには他の證券取扱業務及びその他の日常業務に該當する費用も含まれてゐることを證明してゐる。注文取次費用十信用保證費十Xが分割手数料の内容だとすれば、Xは獨占的超過利潤に過ぎない。獨占利潤としての分割手数料は、經濟的には銀行の注文取次の獨占性、政治的には取引所會員に對する優位性を反映してゐる。ロンドン大學の株式取引所論の講師であり、ロンドン株式取引所の關係者たるアームストロングは分割手数料問題を要

約して控目な表現^(註16)で次の如く述べている。

「銀行の日常業務の費用弁償が、ブローカーの委託手数料の分割を要求するに足る納得のゆく論據をなすか否か。銀行の收得した手数料又はその營業收益は一部分ブローカーに返還さるべきものか否か。この問題はおそらく今後長く論議されるだろう。しかし銀行業者は他の職業には該當しない方法で、代理人と看做されるべき公正な要求をもつている。銀行は密接に株式取引所と關係しており、投資業務に關する一切の問題について自己の所見を述べるよりも寧ろ株式取引所の意見を聞かんとしている」と。

右の引用文中から權威に對して考慮された語句を省略すれば、取引所側の卒直な表現は、「銀行が委託者の代理人として注文の取次をなす限度において、手数料の分割を要求することは認める。しかし銀行の日常業務に該當する部分についてまで手数料の分割を要求するのは不當である。これはブローカーに返還さるべきである。この問題は未解決であるから今後においては、銀行は自己の意見を熱心に述べるよりも、取引所側のかかる見解を努めて聞くべきである」となるであろう。このようにみるとすれば、銀行と取引所又はブローカーの對立は、分割手数料問題をめぐつて長く抗争を續けていることを知るのである。分割手数料の高率性は極めて不合理である。理論的にも實際的にも不合理性はあつても合理性はない。しかし如何にその不當を非難しても、分割率の決定に際しては銀行側とブローカー側の力の不均衡の結果、銀行側の優位のうちに妥協せしめられてきている譯である。しかしかかる妥協が成立するのは、ブローカー側が取引所取引の注文の大量を銀行によつて取次がれていることにある。少くとも取引注文を銀行側に餘り依存しなくてはブローカーの立場は有利になり、分割手数料と委託手数料を引下げ、顧客の負擔を軽減せしめうる根據をもつと強固にもちうるであろう。だが現状はこれと逆の方向にあることを示している。

この點において先づ指摘しなければならぬことは、英國における銀行制度が支店銀行制度として發達している事實である。商業銀行は全國の支店網を通じて顧客から證券取引の注文を集め、ブローカーに取次いでいる。これと反對にブローカーは取引所規則によつて支店設置を嚴禁され、會員の事務所は一金融地區一事務所である。傳統的に會員の事務所所在地は取引所の近邊たる舊ロンドン市内にしか許されない。更に商業銀行は證券取引關係以外の廣告ができるが、ブローカーはその本業についての廣告も嚴禁されている。たゞ獲得した顧客に限定された資料の送附ができるのみであつて、新な顧客の獲得は積極的には不可能である。このために紐育株式取引所の會員店舗とはちがつて、ロンドンのブローカーの店舗では、顧客が群集し、チャッカーや掲示板に示される相場の騰落に興奮して喧騒を極めるといふことはみられない。常に平靜であつて、一見して何處から注文がきているのか分らないともいわれる。尤もこれは當然なのであつて、ブローカーは多くの場合、自己宛の注文を殆ど直接に受付けていない。注文の多くは銀行から取次がれ、或は電話、電信及び書面等によつてゐる。しかしこの電信電話についても取引所規則九十二號第二項は、「會員は理事會の承認なくしてロンドン郵便地域外の非會員居住者と私設の直通電話又は電信を敷設し、維持し若しくは使用することができない」と定め、會員の自由な業務發展の機會が抑制されている。

右のような事情では、ブローカーが積極的に公衆と接觸して、賣買注文を獲得することは全く不可能である。むしろ逆に發展の通路は入口から閉鎖されている。かくして現状では、銀行の注文取次量はブローカー宛の直接注文よりも著しく多い。銀行は専ら證券取引の注文取次者、ブローカーは専らその注文の代理執行者という分業が成立し、確立している。そのためにブローカーは銀行の提供する注文の執行者として、また委託手数料收入の源泉を供給する仲介者たる銀行に對し、多大の讓歩をなすのもやむを得ないような事情にある。

このように分割手数料の独占利潤確保は、支店銀行制度を中心とする銀行の注文取次とブローカーの積極的業務擴張の抑制を基盤としている。銀行業者が歴史的過程のなかで獲得した独占利潤の既得権は、これを侵害し且つ脅威を與えることがないように維持され強化されている。しかも銀行とブローカーの力の不均衡及び對立は、そのまま妥協されて、不均衡の均衡を呈している。

この不均衡的均衡又は不安定の安定關係の内部では、ブローカーは嚴重にブローカーとしての機能の發揮を要求されている。即ち委託者と對立しない、委託者のための、委託者の代理人として行動するブローカーの存在が必要とされている。これは商業銀行の利益のためでもある。というのは、委託者たる公衆の多くは銀行を通ずる顧客だからである。銀行の顧客の利益が、ブローカーの經營上の失敗のために損害を受けることは、顧客と共に銀行の最も好ましい處である。ブローカーのジョッパー化、即ち他人計算と自己計算の混合は、日米兩國の株式取引所の例をあげるまでもなく、「公衆」の利益を犠牲にすることが多い。銀行が分割手数料の独占的利潤を擁護するためにも、「公衆」の名において、ブローカーの機能の發揮、ブローカーとジョッパーの機能の分離を最も希望するのは必然的である。ロンドンにおいて取引所會員の機能が完全に分離している背景には、右のような株式銀行の独占的利潤の追求が、有力な要因として嚴存することを看過できない。恐らく株式銀行の發言權がなかつたならば、取引所會員の自發的覺醒のみでは機能分離は不可能であつたらう。従つて世界の他の株式取引所にさきがけて機能分離が實現したのは、ロンドン特有の株式銀行と株式取引所との結合が、今日の如き姿において何處よりも早く實現したからに他ならない。しかし歴史的にはこの道は必しも平坦ではなかつた。

ロンドンにおけるブローカーとジョッパーは取引所の歴史と共に古い。一六九七年頃に既にこの語が現れている。

ウィリアム三世の法律に「ブローカー及びストック・ジョッパーの人数及び不法行為を制限する法律」というのがあつた。しかし兩者の區別は明確でなく、互いに差金取引を行つていたようである。一七六三年に出版されたトーマス・モーティマー (Thomas Mortimer) の著書には、婦人連はその無智のためにストック・ジョッパーイング、ブローカー (Stock-jobbing broker) のよゝ餌になつてゐる」と書かれてゐる由である。これからみると兩者の機能は混合してゐたものと思われる。ただ株式ブローカーの起源についてはポージェルは、「株式ブローカーは株式ジョッパーから發達し、相場の變動で利益を得んとする外人顧客の賣買に關係することから始まつた。賣買契約と同時に實際に受渡を完了することが必要だとすれば、現場にいる投機家を除いては利益のある賣買ができない。屢々大陸にいて不在する本人が市場に於て代理人を使い始め、同じく不在している本人のために働く他の代理人と賣買させるに至るや否や、ストックブローカーがストック・ジョッパーに代り始めた」と、説明している。この時期はポージェルによれば、後述のバーナード法が出た一七三四年の取引所以前のチェンヂ・アレイ (Change Alley) 時代のものである。いずれにしても十九世紀の中葉頃までは兩者は區別できなかった。ブローカーと稱しながら自己計算で賣買してゐたのである。一方定期取引の發達については、一六九四年「定期取引」(Time Bargain) の語が金融週間誌 (Collection for Improvement of Husbandry and Trade) に出る。一七三四年のバーナード法 (Sir John Barnard's Act) 即ち「株式賣買の不正慣行防止法」のうちに、差金決済の談合禁止、受渡の意志なき定期取引の無効、空賣禁止等の條項があつて、當時盛にかかる種の投機が旺盛だつた事が分る。しかしこの法律は一七二〇年の有名な南洋泡沫事件 (South Sea Bubble) を中心とする過當投機の弊害が漸次に反省されて、投機抑壓の措置となつて現れたものである。その後も投機禁止の法律的措置が採られたが、いずれも効果がなかつた。だから一八三〇年代までは株式取引所は困

つた厄介なものに考えられ、また抑壓し、廢止さるべきものとも看做されていたようである。慎重にして尊敬すべき人々の間では取引所はタブーでもあつた。エドワード皇帝はプリンス・オブ・ウェルス當時の一八八五年三月二日に株式取引所を訪問したが、これは王室が初めて取引所の存在を認めたものでもあつたといわれている。

兎も角もストック・ブローカーやジョッパーの區別も明確でなく、初から受渡の意志のない差金取引の投機的取引とその市場たる株式取引所に對しては、銀行は長く關與することを好まなかつたのである。しかし一八四九年にはロンドン・エコノミスト誌に、銀行に適當な擔保を差入れた善良な顧客に對し、定期貸付 (Time Loan) が行われていた記事が掲載されている。これは銀行、特に株式銀行が取引所信用に關與してきたことを示すものである。

しかし一八五〇年代には、取引構造も今日の如き二週間決済制 (Fortnightly Settlement) に發展して行つたのである。元來ロンドンの定期決済制は、イングランド銀行が、その公債の利拂のために六週間宛一年間に四回、同銀行の登録簿における名義書換を停止したことに端を發していると稱されている。一七六一年には一定の決済日を決定したが、定期取引そのものは多くなかつたとの文献がある。一八五七年にはすべての定期取引の決済期間は一月になり、後に政府證券以外の決済期間は二週間になつた。一八七四年には、二月末の決済期日から清算制度を採用して賣買相殺残高のみの清算を開始している。

以上の年代史的系列から知り得ることは次の通りである。

(一)ブローカーのジョッパーからの分離と發生は、恐らく大陸のアムステルダムに居住するユダヤ人又はオランダ人の實物取引の注文を執行するために生じたということ、(二)この分離は不明確であつたが十九世紀の後半において明確になつたこと、(三)更にタイム・バーゲンと稱する決済期を將來におく取引は、當初は六週間以上で、米國において

一八五〇年以前に盛んであつた確定期日取引 (Fixed Time) の如く幾種類かの決済期日を異にするものがあつたと、(四)かかるものが漸次に整理されて決済期日をすべて一定するようになり、先づ一ヶ月決済制が個々の取引の準據すべき劃一的普遍的形式として定められ、後に二週間の決済期間に限定するに至つたこと、(五)この決済方法は、當初は各取引當事者個々において、反對賣買を相殺した残高の證券又は現金のみを受授する差金取引を取引當事者の責任において行つていたこと、(六)一八七四年からは清算制度の採用により、各會員の取扱う賣買取引がすべて反對賣買を相殺して受渡の便宜のために残高を受授する差金決済になつたこと等である。

かくの如くブローカーとジョッパーが分離するに至り、しかも取引構造が整備して劃一化したのは、兩者ともその時期を大體同じくしている。二週間決済制は、原則上決済のための準備の日を除く全賣買取引について、取引締結の日が異なるものでもすべて相殺し、その残高の證券及び資金の受授に終わるものである。従つて米國の毎日決済制 (Daily Settlement) よりも、受渡決済のための資金需要量は少い。また二週間の期末に決済されるから、繰延べのためにジョッパー又はブローカーが銀行から借りた資金は、二週間後に返還されるであらう。従つて銀行は資金の貸方としてはタイム・ロインを貸せば、二週間決済制の取引構造の圓滑な遂行をなさしめうる。ロンドンはいち早く世界商業の中心となり、そのために必要となり且つ發達した商業手形取引市場の運営を阻害することなく、銀行は株式取引所にタイム・ロインを供給し得るのである。また比較的少額のタイム・ロインの如き資金を必要とする二週間決済制こそ、取引市場の短期資金を大量に供給せねばならぬ株式銀行の實際的要求に最も合致したものであつたと認められる。

更に二週間決済制は、その決済日の到來するまで受渡を行わず、顧客が取引注文をブローカーに委託して、賣買契

約を締結してから決済日までには、ブローカーと委託者の個人的信用關係によつて維持されるのである。もし受渡日になつて不履行となればブローカーやジョッパに多大の損害を與える。また一方ブローカーが委託者の注文を忠實に執行することなく、契約不履行になれば取引構造の圓滑な運営は阻害される。二週間決済制のように長期に亘つて委託者、ブローカー、ジョッパが、取引構造上に結合して關連している場合、右三者の對立又は契約不履行の懸念のある要因は回避し、除去されねばならない。従つてかかる定期決済制においては、ブローカーが自己の利益と他人の利益を混同して、委託者の利益と對立することは避けねばならないのである。個人的信用を基礎に置く英國の定期取引において、その取引構造の安定のためにブローカーとジョッパの機能分離は最も重要である。これは多數の顧客の注文を取次ぐと同時に、ブローカーのためにその顧客の信用を保證する銀行の利益のためにも必要である。

かような機能分離と取引構造の安定的體系が十九世紀後半において成立したのは、蓋し偶然ではない。寧ろこれを助成した原動力は、株式銀行の側にあつた。この頃に前後して株式銀行は、多年個人銀行に壓服されていた地位から立上つて進出してきたのである。個人銀行に獨占^(註20)されていた手形交換所に株式銀行が加入したのは、一八五四年である。一八五八年には株式銀行の營業所は二千を超え、一八六六年には二、五八八、一八七八年には三、五五四を數えた。かかる支店數の増加は、銀行の顧客の増加と資本蓄積の増大を示すものである。同時にこれは株式取引の注文を發する委託者が、銀行の支店を通じて増加し、株式取引所もこれを反映して進展の基礎を與えられたことを意味しよう。この銀行を通ずる注文取次機構が形成されるに従つて、ブローカーが支店網を設ける餘地も少く、またかかる方向が銀行によつて強く拒否されるに至ることは止むを得なかつたであらう。

既述の如く初期にはブローカーとジョッパの分離が明確でなく、彼等は自己の思惑取引に熱中し、委託者の利益を侵害したために、多くの取引所無用論を誘發し、更に取引所彈壓法施行の因をつくつた。かかる時代には、近代的意味での委託者の保護と吸収の如きことはブローカー・ジョッパには餘り重要でなく、必要だとすれば委託者を詐欺的取引慣行と相場操縦によつて破産せしめるためのみ意味があつたらう。従つて取引所業務は委託者の支持があつて成立するものでなく、自己の投機取引によつて存続するかのような錯覺を、市場慣行とその特有の雰圍氣の爲にもつていたと想われる。當時の投機利潤はまたこれを裏づけ、取引構造の未發達がかかる幻想をブローカー・ジョッパに抱かせたのである。かくて蓄積される資本の投資を欲する投資家は、投機的なブローカーに注文を發するよりも株式銀行の本店又は支店に委託した方が安全であつたのである。銀行は委託者のためにもブローカーを選択し、やがて手数料の分割を要求するに至る。一度この分割手数料を確保すれば、委託者の利益の名に於てブローカーとジョッパの機能分離が當然要求される。一八五〇年前後は以上の如き一切の諸條件が成熟した時であらう。

しかし機能分離、取引構造、委託手数料の三者は、當時においては近代的な緒についたともいふべき成立期であつた。特に委託手数料は取引所の制度として確立していなかつた。これらのものが眞に確固たる體系をもつに至るのは、一九〇七年の世界恐慌後における市場の不振のなからであつた。

例えば一九一二年五月二十二日に、公定^(註21)最低委託手数料率が實施されている。それまでは個々の會員商社と委託者との約定に委されていた。商社間の競争は、手数料を引下げるようになり、これが一般化していたのである。最低手数料の取引所當局による決定は、この弊害を除かんとしたものであつた。商業銀行にとつては、割引競争のためになつてゆく手数料のうちから分割をうけるよりは、特定率でもつて手数料を確定した方が得策であつた。ブローカーも同業者の競争によつて相互に引下げて行くのは自滅を意味する。兩者の妥協はかくして成立し、分割手数料の基盤

が確保され、従つて確實に手数料を分割し、銀行収益の確定財源にすることができるようになつたのである。

然るに會員の機能分離は、^(註22)一九〇九年に厳格な規定によつてブローカーとジョッパーの分化の強化が企圖された。

だがそれから四年を経過した一九一三年に嘗ての紐育株式取引所總務委員のツアン・アントワーブは、その著書に^(註23)おいて次の如く述べている。

「ロンドン株式取引所に於てブローカーとジョッパーとを嚴重に分離せんとする試みは成功していない。長い間に亘つて、各自の特殊領域に對する他人の侵入とみられる行動のために、ブローカーとジョッパーとの間には忿懣の念が根強く暗流となつてゐる。南阿戰爭後に株式取引所を襲つた停滯状態に際會して抗争は急迫した段階に達した。會員が多過ぎて、しかも賣買は少な過ぎた。ブローカーはジョッパーを悉く無視して自ら値をつけて直接に他のブローカーやアウトサイダーと賣買し始めた。ジョッパーも自己防衛上、取引所の外部で非會員と自分自身の關係をつけんとした。當事者はともに株式取引所規則の條文に反しなくとも、その精神を無視したのである。各分野の限度を定める嚴重な規則が定められてゐる現在でさえ、同じような不幸な忿懣の念が毎日聞かれる。技術的ではあつても規則違反は摩擦を起さざるを得ない。もし會員間の摩擦は會員のためにも賣買業務のためにもよいことではない」。

これは一九〇三年から一九一三年頃において、ブローカーとジョッパーが不況によるその苦境を脱せんとして内部對立を續けた興味ある記録である。ブローカーのジョッパー化、ジョッパーのブローカー化が起つていたのである。しかもその抗争史は長いものである。この兩者の對立と機能分離の崩壞懸念は、全市場機構を破壊する恐れを想見せしめるものであつた。長い過程のなかで内部對立を續けた根本は、注文量と委託手数料額に比して高率な分割手数料額にあつたものと思われる。不況時における注文量と委託手数料の減少はこの矛盾を表面化し、激化したので

ある。一般的には景氣動向と證券の形態をとる資本蓄積のテンポに由るが、注文取次量の多くを銀行に依存するブローカーは、解決の方向をそのジョッパー化に求め、またブローカーとの賣買に依存するジョッパーが、その往く道をブローカー化に求めたのである。市場機構の不均衡的均衡と不安定安定とは不均衡と不安定そのものに化し、銀行の分割手数料確保と其獨占利潤の維持が脅威にさらされるに至つた。銀行がその分割手数料率を軽減すれば、ブローカーとジョッパーの對立は或は緩和されたかもしれない。このことがなく、銀行とブローカーの力關係と不均衡が現状に維持された爲めに、ブローカーとジョッパーの對立に轉化して行つたのである。この對立と市場機構の危機の解決策は、機能分離の推進に求められた。従つて一九〇九年に機能分離の強化が計られたのは、銀行側の獨占利潤確保のための市場機構安定化の努力の成功を意味する。それ以後機能分離は今日のように嚴重化されてきている。銀行業者は自己の名においてでなく、「公衆」の利害の代表者として、機能分離の制度化をロンドン株式取引所の近代的機構のうち確立したのである。かくしてブローカーとジョッパーの副次的抗争對立は今日では減少するに至つたのである。だが銀行業者とブローカーの根本的な内在的對立は、公衆の支拂う高率の委託手数料の基礎の上に、前者の歴例的優位のうちに續いてゐる。現在では株式取引所は「公衆」に奉仕する「公共機關」と呼ばれてゐる。惟うに今日のロンドン株式取引所の規則は、銀行業者と取引所會員との二つの實際的利害が、不均衡な實情に則して調整され妥協されて成立した「自治的」な慣習成文規則である。この慣習の集積のなかに、ロンドン株式取引所は、他の國の株式取引所とはちがつた不均衡的均衡の性格を示してゐるのである。

(註1)「ブローカーがジョッパーと公衆間との取引をするときは、非會員の代理人として行うものとみなす」(Rules 204 (1), Rules and Regulations of the Stock Exchange, London, 1950, Jan.)「會員又は公認書記は、ブローカー及びジョッパーの

「重の資格を有する業務をなすことができない」(Rules 86.)

(註2)「ジョッパニは非會員と取引をなし又は非會員と共同勘定を繼續することができない」(Rules 91.)

(註3)「ジョッパニは一方において性質上スペシヤリストであり、卸賣業者のようではない」(The Stock Exchange, by W. F. C. King, 1947, p. 39)。スペシヤリストは特定證券のみを自己計算又は他人計算で賣買する。

(註4) Commercial Banking and the Stock Market before 1863, by J. E. Hedges, 1938, p. 91.

(註5) The Securities Markets, by A. L. Bernheim & M. G. Schneider, 1935, p. 515. 端株業者は賣買單位未滿の證券を自己計算又は他人計算で賣買する。フロア・トレーダーは専ら自己計算賣買をする職業的投機家である。

(註6)「ジョッパニは値をつけることを強制されないが、指定された數量での賣買義務を負う。數量の指定がないときは賣買單位 (Marketable quantity) である。ブローカーは買呼値か賣呼値かのいずれかをなすが、値をつけることはできない」(The Book of the Stock Exchange, by F. E. Armstrong, 1934, p. 25; Rules, 102, 87.)

(註7)「ブローカーは、外部の公衆から注文を受け、ジョッパニから買ひ或は賣ひをする。従つてブローカーはジョッパニを養ひうる。恰も下級裁判所の辨護士が上級裁判所の辨護士と公衆との仲に立つて裁判事務を取扱つてゐるようなものである」。

(註8) The Stock Exchange, by F. Hirst, 1911, p. 73. 「ブローカーとジョッパニは大體同数である。實際はブローカーが多し」(Armstrong, p. 26.) 「一九〇〇年頃は兩者は半數宛の約千五百名であつた (The Law & Customs of the Stock Exchange, by R. E. Melsheimer & S. Gardner, 1891, p. 6.) 一九四六年末の會員總數三、八五〇名、會員商社六三五、最高記録會員數は一九〇五年の五千五百名。(King p. 38.)」

(註9) King, P. 29 (註9) Rules 21-57d.

(註10) Rules 88; Stock and Shares, by H. Withers, 1914, p. 247. (註11) Rule 890 (1).

(註12)「厳格な注文はジョッパニの帳簿を通じて行うことを要する。嚴密なようブローカーは自己計算賣買を禁ぜられよう譯はなへ」ジョッパニのように正規の業務として賣買できないのである」(Bernheim & Schneider, p. 513.)

(註13) Rules 192-203a; 手数料の分割は銀行の他に、海外所在の代理店、會員の雇用する書記、外交員及び注文仲介者、銀行の信託部及び信託會社等ともできる。「株式取引所はブローカーの手数料の五割の返還を受けうる銀行名簿を作成してゐる」(Armstrong, pp. 71, 73.) 「ブローカーの平均營業費は収入の五割と推定される。銀行が手数料の五割を取得するとブローカーは

は殘るものがなくなり、ただ働かざるを得なくなふ」(The Stock Exchange, by W. Hamilton White, 1924, p. 75.)

(註14) Armstrong, pp. 73-75. 「銀行は多數の顧客の資金を支配し、彼等の投資業務を託せられよう」(Armstrong, pp. 69-70.) 「分割手数料は英國の株式銀行にとつては重要な財源であり、従つて銀行は證券仲買業務において重要な役割を果してゐる」(Bernheim and Schneider, pp. 522-528.)

(註15) 銀行を通じて執行された注文については、銀行はブローカーに對して顧客の債務不履行の責任を負うてゐる。かくしてリスクはブローカーから銀行に移り、後者はブローカーに支拂われる手数料の一部を請求する。顧客の或者は「ブローカーの破産に對する保護として銀行を通じての賣買を好み、投資費用を銀行通帳の借方に記入するのを便利とてゐる」(White, pp. 75-76.)

(註16) Armstrong, p. 75.

(註17) Bernheim and Schneider, p. 523; 「顧客の注文の配分に際しては各種の制度が行われ、銀行に勘定を有する株式仲買商社に對してすべて公正に運営するように仕組まれてゐる。或銀行は諸々の關係商社に支店を割當てる制度を探る。他の銀行は本店に注文を集めて配分し、數個の關係商社が日を違えてこれを執行する」(Armstrong, p. 170.)

(註18) 「株式取引所の建物には參觀人室がない。會員は廣告を嚴禁され、ブローカーの靜かな事務所には、ウォール街では何處にもみられる顧客控室に似たものがない」(King, p. 26.)

(註19) The Evolution of the Money Market (1385-1915), by Ellis T. Powell, 1916, pp. 146-148, 154-158, 305-311; Hedges, pp. 92-101.

(註20) Powell, pp. 306, 311.

(註21) Withers, pp. 243-244; The Stock Exchange from Within, by W. C. Van Antwerp, 1913, p. 343; 「多への方取引所ではブローカーの手數料額は一定の料率によつて規定されてゐるが、ロンドンでは夫々のブローカー間で僅かの差異がある。取引所委員会はすべてかかる手数料はブローカーとその委託者間の協定事項に委ねるべきものと考へてゐる」(Melsheimer & Gardner, 1891, p. 60.) 「大量の取引をなし有力な地位にある顧客はそうでない者より有利な條件をもちうるが、手数料は多かれ少なかれ競争と慣習によつて規制せられよう」(The Stock Exchange, by Charles Duguid, 1904, p. 39.)

(註22) Withers, pp. 246-248.

(註23) Van Antwerp, pp. 336-337.