

## 証券ブローカー業の起源

二上季代司

Kiyoshi Nikami

滋賀大学 経済学部 / 教授

証券業務の基本的類型としては、①委託売買業務 (Brokerage、ブローカレッジ)、②自己売買業務 (Dealing、ディーリング)、③引受業務 (Underwriting、アンダーライティング)、④分売業務 (Distributing、ディストリビューティング) もしくは募集取扱業務、の4つをあげることができる。前二者は証券売買を、後二者は証券発行を、それぞれ円滑・容易にする役割を果たしている、「証券流通業務」および「証券発行業務」とも総称される。

ところで、証券売買や証券発行を円滑・容易にするために、どうして仲介者である証券業者が登場しなければならなかったのであろうか。証券業者が介在することで、どうして証券売買、証券発行は円滑・容易になることができるのだろうか。

この問題は、上記四つの基本的証券業務の存在理由、その果たすべき機能・役割を問うことでもあるのだが、本稿では証券業の起源をたどることで、証券業の機能・役割を確認することとしたい。

証券投資は資本主義以前の絶対王政の時期 (さらにさかのぼって封建時代) から見られるものであるが、証券を保有していたものは資力からみて前期的商人等に限られていた。かれらは海上貿易などの独占的商権を入手する見返りに戦費調達に腐心していた封建領主・国王の借り入れ要請に応じ、その結果、国債を保有することになるのだが、国債をはじめとする証券類は、単なる利得手段ではなく、①借り入れの担保や②内国為替 (すなわち送金手段) 等、本業の補完手段としても利用できたし、また利用してきたのである。

1) 本文で見ると、証券取引所は、投資者がブローカーと顧客とに分化する画期となる。結論からいえば、証券ブローカーが独自の業として確立することと証券取引所の設立は、表裏一体の事柄なのである。ところが、わが国では、取引所の設立が殖産興業の一環として明治政府によって主導されたためこのプロセスが自然発生的に進行したとは言い難い。本稿が欧米の歴史に題材を求めた理由もここにある。

したがって、次第にこれら商人の間で、本業（例えば毛織物や小麦、タバコ等の売買）と並行して付随的に証券の売買も行うようになっていった。この段階では、証券を保有する商人みずからが直接に証券の売買を行っていたのである。他方、国債の発行も領主・国王や政府が直接に商人や富裕者を対象に入札によって行っていた。つまり証券発行も直接、投資家に働きかけて行われていたのである。

ところが、次第に、証券の保有者・投資家どうしの証券売買のなかから、証券売買専門の業者が分化し、これが証券売買を専門的に仲介するようになってくる。また証券発行においても、引受業者が専門の仲介者として介在するようになる。こうして、現在見られるような証券業者が発生し、証券業という独自の業種が確立することになった。

毛織物や小麦、タバコを扱っていた商人が本業に付随して証券を保有し投資家として売買していた段階から、専門の証券業が分離、独立する段階へ移行するロジックをトレースすることによって、証券業のもつ独自の機能・役割を確認するきっかけを得ることが出来るだろう。これが本稿の狙いである。

なお、本稿ではその題材を、欧米とくにイギリスとアメリカに求めている。その理由は、このプロセスが自然発生的に進行したのは、欧米においてであるからである<sup>1)</sup>。また、紙幅の都合上、本号では、ブローカー業の起源を取り上げ、アンダーライター業の起源は別の機会に取り上げたい。

なお、本稿で依拠する文献では、1800年ごろまではブローカーやディーラー、ジョッパーといった用語は現代的な意味では使い分けられていないことをあらかじめ、お断りしておきたい。

2) Robert Sobel, *The Big Board: A History of the New York Stock Market*. New York: Free Press, 1965 (ロバート・ソーベル著、

## Ⅱ ブローカーの起源

アメリカの金融史家、ロバート・ソーベルによれば、ブローカーの語源にはふた通りあるという。すなわち、①サクソン語の「*broc*(失敗)」から、商売に失敗したために自前で商売できなくなった初期の商売人に由来するという説と、②まとまった委託注文を小口の注文に分けて出合いを付けやすくしたとする説である。いずれにせよ、ブローカーとは他人のための注文を代執行する代理人 (Agent) を指している。こうしたブローカーの目的は同じくソーベルによれば、商取引に関心を持つ連中を引き合わせることであって、15世紀のイタリアに初めて現れたという<sup>2)</sup>。

そして、17世紀にはオランダおよびイギリスに東インド会社など勅許を得た株式会社が設立され、国債とともに株式の売買も行われるようになる。こうした市場の発展を背景に当時の国際金融センターであるアムステルダム（オランダ）では1611年に初の証券取引所が設立されている。

また、イギリスにおいても1690年代に入ると、初の永久国債の発行（1693年）、国債による株式払い込みの方法によってイングランド銀行、のちには南海会社をはじめ多くの勅許株式会社が設立<sup>3)</sup>され、証券市場は急速に拡大していった。それとともに1692年には初の株式相場表が現れ、ストック・ブローカーも数多く登場するようになる。

しかしながら、これをもって業種としてのブローカーが確立したとはいえなかった。例えば、モーガンとトーマスは1690年代半ばには「専門的な業者 (specialist dealers)」の出現が必要とされるほど

安川七郎訳、『ウォール街二百年 その発展の秘密』東洋経済新報社、1970年、第1章）。

3) ミッキーは1689年から1695年にかけて主要株式会社が15社(資本金90万ポンド)から150社(430万ポンド)に増加したこと、永久国債は必ず市場を通じてしか換金できないことを市場拡大の契機に挙げている (R.C.Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University press, 1999, pp17-18)

市場に十分な証券が出まわるようになっていたといいいながら、専門化はなお完全ではなかったし、ブローカーやジョッパーといった用語が現代的な意味を持って使われていたわけではなかった、という<sup>4)</sup>。ミッキーもまた、ブローカービジネスがフルタイムで専門化していたかどうかは疑わしく、バンカーや金匠 (GoldSmith)、クラーク (イングランド銀行や東インド会社で自社株式の名義書換に従事していた職員) の兼職が多かったという<sup>5)</sup>。

では、業種としてのブローカーの確立はどの時期なのであろうか。それは、イギリスでは1800年代初頭とされる<sup>6)</sup>。イギリスに限らず、ブローカー、ディーラー、ジョッパーといった用語の現代的意味が定着するのも1800年代に入ってからである。

というのは、ロンドン証券取引所は1811年に諸規則・ルールを集大成し、その中で専門規定を明記したからである。これ以降、会員業者の兼職は一切、認められなくなった。すなわち、遅くとも1811年には、イギリスでブローカー、ディーラー (ジョッパー) が専門として確立した存在になった、ということになる。

他方、レフラーによれば、アメリカでは早くも1725年に証券の売買取引が行われていたとされる。ウォール・ストリートの一隅で行われていたAuction市場で小麦やタバコ、奴隷などと一緒に証券も売買されていた、といわれる。このように証

券の取引者 (Dealer) は、当初はブローカーというより一般の商人か競売買入 (Auctioneer) であったが、1790年の政府証券の投機が始まってから証券市場が急速に拡大し、これをうけて証券の売買取引が専門となった。つまり商品のディーラーと証券のブローカーは分離した、という<sup>7)</sup>。

ニューヨーク証券取引所ではLSEのような兼職禁止規定は無かったので、証券ブローカーが商品ブローカーを兼職することは可能である。しかしながらソーベルによれば、証券業を副業とする業者においても、1820年には株式業の収入が本業収入を上回るようになったという<sup>8)</sup>。

それでは、証券市場が拡大し、兼職あるいは副業とはいえ、曲りなりにもブローカーが出現しはじめた1690年ごろから、1800年代初頭に証券ブローカー・ディーラーが独立した業種として確立するまでの約100年余の間に、どのような変化があったのだろうか。次に、イギリスとアメリカの事例を見てみよう。

### III イギリスにおける ブローカー業務の確立

前述のように、イギリスでは1690年ごろからストック・ブローカーが急増した。当時のロンドンでは、ブローカーはロンドン市長のライセンスを必要

4) E. V. Morgan and W.A. Thomas, *The Stock Exchange; Its history and Functions*, ST, Martin's Press NY, 1969, 2ed., pp20-22.  
現代的な意味でのジョッパーとは立会場でブローカー相手に自己勘定で売り買いに応じる業者であり、ディーラーの一種であるが、当時の用語では株式売買において相場操縦や談合など悪名高い (infamous) 行為で利益を掠め取る「子悪党 (low'wretch)」というニュアンスだったそうである。またブローカーは当時、ロンドン市長のライセンスを必要としたが、どのような物品を取り扱うかは自由であった。またブローカーといえども他人の注文を代執行するよりも自ら売買する方が多かったようであり、ブローカーとディーラーの区別はほとんど無きに等しかったといえよう。

5) Michie, *ibid.*, p20

6) なお、17、18世紀を通じて世界の金融センターであったアムステルダムならびに有力な市場であったパリはフランス革命およびその後のナポレオン戦争を受けて一時的に破壊され、このことがロンドン市場を押し上げることになるが、ミッキーによれば、それが近代的な意味での証券取引所の確立を阻害した原因ではないという (Michie, *ibid.*, p3)。  
おなじことは証券業の確立にとっても妥当する、と筆者には思われる。

7) George L. Leffler, *The Stock Market*, Ronald Press Co., 1951 (ジョージ・レフラー著、山一証券株式会社訳『株式市場』ダイヤモンド社、pp97-98)。

としたが、ライセンスを得たブローカーはどのような品物を扱っても良かった<sup>9)</sup>。ロンドン大火後に再建(1669年)された王立取引所(The Royal Exchange)でも、集まった商人達は取り扱う商品の別なく一同に会しており、そこでは各地各国の物産を扱う商人の部と並んで証券ブローカーの部があった<sup>10)</sup>。この場合のブローカーとは単に取引をするものという程度の意味であって、自己勘定での取引も禁止されていなかったし、複数の物産部に属しても良かったのである。

ところが、証券ブローカーの取引は多数で騒々しく、他の商人が嫌がることから、1696年、王立取引所を放逐される。これ以降、1700年代を通じ、証券取引は王立取引所近く、Change Alley周辺に所在するGarrawayやJonathan等のコーヒーハウス室内で行われることになった。その際、ミッキー<sup>11)</sup>によれば、売り買いの出会いをつける方法として次の二つのやり方が用いられたという。

1つは競売(Auction)である。ここでは売り手が競売人(Auctioneer)に売り物件を供託し、買い手が競売人の周りに集まって入札を行うというもので、Garrawayで定期的に行われていた。今1つは、仲介業者に売り買いの相手を見つけてもらうやり方である。前者のAuctionは、売り手一人に買い手多数であるため、売り手に有利、買い手に不利であった。後述するようにアメリカでもAuction

は不評であり、その後Auctionは証券売買には利用されなくなっていく<sup>12)</sup>。

もちろん、前述のように、ブローカー達は他人の注文を取り次ぐだけではなく自己勘定でも取引をするのであるが、1750年ごろになると専業とまではいかないにしても、ブローカー業務を生活の糧とする者が出現するほど証券売買が拡大していった。その1つの契機はコンソル公債の発行であった。1749年にそれまでの既発公債を3%永久公債に統合した(Consolidated)のである。

その結果、ほとんど全ての国債は単一の統合された永久公債(コンソル公債)となり、換金するためには市場で売却するよりほかなくなった。また首相ピットによって1787年、国債償還のための減債基金が設けられることになり、税収のうち一定額を公債購入にあてざるを得なくなった。この結果、国債市場では、安定して一定額の売買取引が期待できることになったのである。

加えてまた、1740年以降1816年まで、オーストリア継承戦争、7年戦争、アメリカ独立戦争、フランス革命、ナポレオン戦争と、77年間のうち45年間、イギリスは戦争中であり、戦費調達のためイギリスの公債残高は、1739年の4,400万ポンドから1816年には70,900万ポンドへと増加の一途を辿った<sup>13)</sup>。

8) ソーベル、前掲訳書、27ページ。

9) E. V. Morgan and W.A. Thomas, *ibid*, p22

10) F.E.Armstrong, *The Book of the Stock Exchange*, 1934, 5<sup>th</sup> ed., 1958(アームストロング著、日本証券経済研究所訳『イギリス証券市場(下)』『証券研究』12巻、1964年、pp298-299)

11) Michie, *ibid*., p20

12) 現在、東証や大証、NYSEなどで行われている売買仕法を「オークション」と呼ぶことがあるが、これは表現としては不正確である。東証等の売買仕法では、売り手も買い手も多数の注文をつけあわせる。つまり、売り手同士、買い手同士が値段を巡って競い合うと同時に、売り買い双方が有利な値段を求めて

争うので、日本語として表現する場合には「競争売買」と呼ぶべきであるし、現に「競売買=ケイバイバイ」と呼ばれているのである。これに対し、売り手一人、買い手多数のAuctionは、買い手同士だけが競うので「競買」(あるいは入札)と表現した方が正確である。後者のAuctionは、現在、証券発行において用いられることもあるが、証券売買で用いられることは少なく、美術品、骨董品等の売買に用いられている。

13) E. V. Morgan and W.A. Thomas, *ibid*, p49.

しかし他方、政府は証券ブローカーに対し抑制的な態度を取りつづけた。王立取引所での証券ブローカー達の振る舞いに対する不評や、1693年～95年の証券ブームの後で深刻な不況におちいったこと等から政府は1697年、Stock Brokerの数と不適切な取引慣行を抑止する法律を公布・施行した。ここで槍玉に挙げられた不適切な取引慣行とは、株式会社設立に際して発起人（プロモーター）達が、株式応募引受の権利を売却して荒稼ぎを図ったこと、価格操縦が見られたこと、オプション取引を不正な手段に使ったこと、などがあげられている<sup>14)</sup>。

この法律の結果、ブローカーの数は100人に制限、ブローカーの自己売買は禁止、ライセンス無きブローカーや彼らに注文を委託した者も罰金を課せられることになった。もっとも、この法律は時限立法であり、10年後には期限切れとなるが、当時の政府が証券取引に抑制的であったことが窺える。

そして、その後も政府の証券取引に対する抑制方針は変わらなかった。当時のロンドンには金融先進地アムステルダムから多くの証券取引にまつわるテクニックが導入された。その1つに、相場表（Price lists）の作成・公表と並んでオプション取引や「Time bargains」があげられる。「Time bargains」は3ヶ月ごとに設定された「recontre」と呼ばれる決済日まで、空売り・空買いが自由であり、決済日には約定価格と受渡日の清算価格との差額さえ払えば繰り延べが可能、というものである<sup>15)</sup>。南海泡沫事件（1720年）の後の1720年代中葉ごろからオランダ出身のブローカー達によってはじめられ、投機的手法として拡大していったのである。

1734年、投機を助長し不正な取引に利用されるとの理由で、オプション取引および空売り、空買いを禁止する法律が制定、施行される（立法者の名前をとって「バーナード法」という）。契約締結には500ポンド、これを執行した業者は100ポンドの罰金が課せられることになった。この法律は、「Time bargains」を禁止したものではない。約定日に売り手が現物をもっており、決済日に実際に現物の受渡があれば、決して「空＝カラ」で売り買いしたわけではなく、この法律でも契約を阻止することは出来ないからである<sup>16)</sup>。しかしこの法律は、ブローカー業務確立において画期になったと筆者には思われる。

というのは、オプション取引や「Time bargains」で思惑に失敗した顧客は、バーナード法を盾に契約は無効で損金を払わない、と主張したが、これに対しブローカー達は、弁済を強制する法的手段をバーナード法によって絶たれてしまったからである。モーガンとトーマスによれば、この法律施行後、受け渡しをめぐるトラブルは法に訴えるのではなく、「Honour」の問題として処理されることになった。商業取引における法の処罰が期待できなくなればなるほど、「Honour」に依存する度合いが高まる。ブローカーはたとえ顧客との関係ではエージェントであっても、彼ら同士は本人として扱うという慣行によって、受け渡しに絡む紛糾は裁定や自らのコミュニティの慣例に委ねるようになったのである<sup>17)</sup>。

すなわち、市場参加者は自らのコミュニティにおいて行為規範「Code of conduct」を制定し、自らの名誉（Honour）にかけて規範を守るようになる。コミュニティの形成とより詳細な行為規範の制定は年を経るごとに明確になっていった。この経過をみると次のようになろう。

14) E. V. Morgan and W.A. Thomas, *ibid*, p24.

15) E. V. Morgan and W.A. Thomas, *ibid*, p59-60.  
なお、バーナード法施行後、「recontre」に代わって特定の日時を決済日とすることが慣行となり、1780年ごろには「six weekly settlement」が出現することになった。

16) E. V. Morgan and W.A. Thomas, *ibid*, p62-63.

17) E. V. Morgan and W.A. Thomas, *ibid*, p64.

① 1761年、Jonathanコーヒー店に専用の取引室が設けられる。会費は年間8ポンド、150人が参加。

② 1762年、排他的な会員制は違法とされたため、他の誰もが入場できるようになるが、10年後の1772年、ストック・ブローカーの一団が恒久的な取引施設を建設し名称を「Stock Exchange」とする。それと同時に、自らのコミュニティを組織化し、律するために総務委員会(The Committee for General Purpose)が設置され、会員間の紛議、取引事務を統括することになる。

しかし、この段階でもなお、取引施設への入場は排他的ではなく、1日に6ペンス(建築費と維持費に充当、年換算7.8ポンド)を払えば誰でも入場が可能であった。しかしながら、フランス革命およびナポレオン戦争による戦費の拡大と国債発行の急増にともない1800年前後には、投機の拡大、詐欺的行為が続発し、世間の批判を浴びることになる。そこで総務委員会の機能はさらに強化の方向へ進んでいく。

③ 1798年、総務委員会は、特に正当な理由なき契約不履行者を排除すべく「契約不履行時の罰則」等の規則を制定する。また総務委員会にSecretaryを設置し、管理職能を委ねる。

④ 1801年、LSE取引施設の建設資金を拠出した出資者(主要メンバーはデビッド・リカードやJ・ケーペルなど)たちをメンバーとする所有者委員会(The Committee of Proprietary)が加入者だけの取引施設(Subscription Room)にすることを提案し、これに総務委員会が同意して、それまでのStock Exchangeは閉鎖される。これ以後、会員以外の者の立会場への取引参加が禁止される。

⑤ さらに総務委員会は1811年、諸規則・ルールを集大成し、專業規定を明記した。1812年以後、この規定は新会員から適用され、既存会員は既得権を認められたが追加の業務兼営は不可となった<sup>18)</sup>。

この一連のプロセスは、ロンドン証券取引所の発生・確立の歴史であるが、同時に、独立した業種としてのブローカー業務確立の歴史と言ってもよいだろう。

ミッキーは、証券取引所の確立の条件は証券市場の発展だけでは十分ではないという。1611年に早くも証券取引所がアムステルダムに創設されたが、この取引所は、無統制で組織的ではなかった。これに対しLSEは、入場を会員にのみ限定する会員制度を備え、違反者には会員除名などの罰則を与えるなど統制的であり、フルタイムの管理者をおいて組織的に整備された証券取引所であるという<sup>19)</sup>。証券市場が量的に発展しても、そこで行われる取引が秩序だったものになるためには、統制的で組織的市場としての整備が必要なのである。

とりわけ、イギリスの場合には、契約不履行に対して敏感であった。1734年バーナード法がかなり影響したと考えられるが、入場制限は資力・信用の薄い者を排除するためであり、他業禁止規定は、他の事業リスクが証券業に波及し、それが業者の破綻に波及することを恐れたからであろう。業者の破綻は受渡不履行をもたらし、不履行の連鎖(Fail Chain)すなわちシステミックリスクをもたらし証券取引を不安定なものにするからである。

しかし、会員制度は、取引参加者をブローカー(LSE内部で取引できる会員)と彼らに取引を委

<sup>18)</sup> 以上は、Michie, *ibid.*, pp29-36による。

<sup>19)</sup> Michie, *ibid.*, pp3-13. なお、アムステルダムでブローカー達が契約不履行の脅威から身を守るための組織を作ったのはようやく1787年のことであった。

託する顧客とに分化させ、この分化を固定化せしめることになった。この結果、証券取引所の設立によって取引者は論理的にはじめて、ブローカーと顧客とに分化し、ここに業種としてのブローカー業務が確立するのであった。

以上はイギリスの事例であったが、次にアメリカの事例を見ておこう。

## IV アメリカにおける ブローカー業務の確立

前述のレフラーがいうように、最初の証券売買は1725年ごろのようであるが、当初はアメリカでも貿易商人たちによって小麦やタバコ等の一般財貨の取引と一緒に並行して証券取引がはじめられた。

しかし、証券取引が拡大したのは1790年に入ってからである。この年に初代財務長官ハミルトンは、植民地時代に発行した対英独立戦争債券の全額を6%および3%の新たな大陸債券(Continental Bond)へ借り換えることを提案した。種々の妥協の結果、借換え発行が行われた。この借換え法案が通過するや否や、暴落の一途にあった旧植民地債券は、猛然と買い上げられ、新債券との間で投機的な裁定取引が急増した<sup>20)</sup>。

一方、1790年代に入ると、発起ブームが起こって特許株式会社の設立は195社を数えた。大部分は銀行、生命保険会社、港湾建設会社、道路会社、鉱山会社であり、部分払い込みで、残額は要求あれば払い込み義務のあるものであった<sup>21)</sup>。追徴(Call)義務が残るものの、少額の払い込みで株主権が得られるため、とりわけ1792年以降に株価が上昇をはじめると、株式売買も盛んになって

いった。株式相場表を掲載した新聞が登場するのも1792年である。

この結果、それまで小麦等の一般財貨と一緒に行われていた証券取引は分離し始めた。「商品のディーラーと証券のブローカーが分離し始めた」のである<sup>22)</sup>。

そして、証券取引についてAuction取引の仕法が出来あがっていった。ソーベルによれば、売り手は競売人に証券を供託し、売買の知らせを受けた買い手が競売人の机に集まり入札を行うというものである。立ち会いは午前と午後の一、二回、決済は約定日の6日以内とされた。しかし証券業はなお副業の域を脱していなかった。多くの証券ブローカーは問屋業、保険業、銀行業を主業務としていた。それだけに、競争は激しかったといわれる<sup>23)</sup>。

そうした過当競争の中で、ブローカー達の不満は競売人(Auctioneer)に向けられていった。というのは、Auctionの仕法では競売人が証券取引を仕切っているものであり、多くの証券ブローカーは競売人が取引を独占している、と考えたからである<sup>24)</sup>。また、競売人は気配値を呼び上げていくが、競売人の中には売り手有利に気配値を吊り上げようと価格操作している者がいる、という批判もあった<sup>25)</sup>。

そこで、証券ブローカーの一群が競売人を排除し、さらに、過当競争の結果ダンピングに陥っている手数料の水準維持を狙って、ブローカーの組織化を図ったのである。すなわち、①ブローカーは各自相互間でのみ売買し、競売人を除外すること、②手数料は価格の1%の1/4以下では取引しないこと、とする協約書が起草され、1792年5月17日に合意、署名された。この協約書は、署名したブローカー達の取引場所(ウォールストリート68番地の

20) レフラー、前掲訳書、98ページ。

ちなみに連邦派のハミルトンに対し、共和派のジェファースンはこの借換え法案に強硬に反対した。この結果、ジェファースンのかねての要望だった、首都をフィラデルフィアからワシントンに移すことと見かえりに、借換え法案が成立した。

21) ソーベル、前掲訳書、24ページ。

22) レフラー、前掲訳書、98ページ。

23) ソーベル、前掲訳書、25-27ページ。

24) レフラー、前掲訳書、98ページ。

「すずかけの木の下」)にちなんで、「すずかけの木  
の協定(The Buttonwood Agreement)」と呼ば  
れる。そして翌1793年、彼らは「Tontin Coffee  
House」を設立し、これが新しく出来たブローカー  
組織の屋内本部となり、取引場所となった<sup>26)</sup>。こ  
の協定文書の締結とともに結成されたブローカー  
組織が、ニューヨーク証券取引所(NYSE)のはじ  
まりとされる。

しかし、戦争債券と銀行株の投機がおさまると、  
再び相場は閑散となり証券取引は沈滞した。  
1810年代中葉に入ると、会社設立が増加しはじめ、  
証券業務も増進してくる。しかし1792年に結成さ  
れたブローカー組織はいまだ正規の組織団体で  
はなかった。他方、フィラデルフィアには、理事長、  
書記長を擁し、規則を定めた完全なブローカー組  
織団体が結成されていた。そこで、ニューヨークの  
ブローカー達はフィラデルフィアとほとんど同じ方  
法で、団体の正式な組織化を図った。新しい団体  
はNew York Stock and Exchange Board(ニュー  
ヨーク株式取引所会所)と呼ばれ、定款が起草さ  
れ、役員が選出、規則が制定された。規則では、な  
れ合い売買の禁止のほか、手数料の定めがあった  
(1%の1/4~1/2%を下回らないこと)。また取引場  
所としてトンティン・コーヒー店では不適当と考え、  
別の場所に門番付の専用の部屋を借りうけた。以  
来、取引は銘柄ごとに規則的な順序で行われるよ  
うになった。NYSEBは独占的組織となり、会員ブ  
ローカーは選挙で選ばれた。加入申請は多かった  
が、加入申請者は会員3名の反対投票で、拒否さ  
れた<sup>27)</sup>。

以上の経緯をへて、前記のようにアメリカでも  
1820年には株式業の収入が本業収入を上回るよ  
うになっていく。

## V 終わりに —ブローカーの機能と ブローカー産業の確立

以上の歴史的なプロセスから、ブローカーの果  
たす役割、機能についてどのような示唆が得られ  
るだろうか。

ブローカーの機能として、通常は「取引相手の  
探索機能」が挙げられる<sup>28)</sup>。証券の売買の相手  
を探し、より有利な条件を求めて交渉するためには  
時間と費用を要する。こうした時間と費用は、専門  
の仲介業者が代行すれば縮減できる。これがブ  
ローカーの存在根拠とされる。しかしながら、歴  
史的プロセスは、これだけでは証券ブローカー業  
が確立しなかったことを明らかにしている。

というのは、取引相手の探索は、さしあたり投  
資家自らが定期市や集会所に向向くことで可能だ  
からである。そこには同じ関心をもつ者が参集して  
いる。証券の保有者は、歴史の最初には、商人等  
に限られていた。商人たちは、彼らの本業である  
一般財貨の売買と一緒に、定期市や王立取引所  
等で、彼ら自身が証券を売買していたのである。

ところで、取引相手の探索機能は出来るだけ多  
くの取引当事者が集まれば集まるほど向上するが、  
集会場所のスペースには物理的制約があって参  
加できる取引者の数には限りがある。それだけで  
はなく、資力信用薄弱な者の取引参加は、決済不  
履行リスクを高める。とりわけその恐れは、オブ  
ション取引や先物取引では高くなる。

また証券は、一般財貨と異なって大きな保管ス  
ペースを必要としないし、農産物のように腐敗もし  
ない。したがって、思惑に失敗して保有せざるを得  
なくなっても、次の機会に価格が上昇するまで保有

25) Charles R. Geisst, *Wall Street: A History*,  
Oxford University, 1999(チャールズ・R・ガイスト著、  
菅下清廣(監修)、中山良雄(翻訳)『ウォール街の歴史』  
フォレスト出版、2010年)

26) レフラー、前掲訳書、99-100ページ。

27) レフラー前掲訳書、101ページ。

28) 首藤恵『日本の証券業』東洋経済新報社、  
1987年7月、2章。

しつづけることは一般財貨と比べれば容易である。つまり投機に向いているのであり、それだけに投機思惑がらみの不公正取引が入りやすい。

もちろん、歴史的には、時間とコストの兼ね合いで自ら相手を探索し、取引交渉するよりも他者に委託する者もいたのであり、かなり早期からブローカー業は発生していた。しかし1800年までは証券ブローカー業務は、商人や銀行、保険会社の副業の域を脱することは出来なかった。その理由は、上記のような問題を放置している限り、ブローカー業が安定かつ継続的な職業として確立することが出来なかったからだと考えられる。むしろブローカーが介在すると、①顧客とブローカー、②売りのブローカーと買いのブローカーの2段階で契約不履行リスクが累積するのである。

この問題は、構成メンバーに対し統制力を持った組織的な証券取引所の創設によって解決を見たのである。すなわち、①取引所立会場で取引を会員業者に限定し、②会員でないものは顧客として会員に売買を委託させる。こうすれば、比較的小数の取引者（会員）の手元に出来るだけ多くの注文が集中し、探索の可能性が飛躍的に高まる。そして、③会員資格を設けて資力信用薄弱なものを除外し契約不履行リスクに対処する。④会員の財務規制や行為規制をもうけて契約不履行や不公正取引を防止すると共に、もしそうしたことを起こせば罰則を加える。

すなわち、近代的な証券取引所は、単に取引場所を設置するのみならず、入場制限(会員制度)および会員の財務規制・行為規制などの諸規則を制定し、これら諸規則遵守の監視と違反者の摘発、罰則規定をおき、専任役員をおいてフルタイムでの管理体制を敷いているのである。こうして初

めて、ブローカー業務は安定かつ継続的な産業となる。同じことだが、証券の取引者はこれによってはじめて顧客とブローカーに分化するのであった。

もちろん、国によって、その道程には個性がある。  
[イギリス]

まずイギリスの場合は契約不履行リスクにヨリ敏感であった。

証券市場の発展度合いからすれば、イギリスよりもオランダの方が実はより先進的であった。にもかかわらず、オランダよりもイギリスにおいて証券ブローカー業務が早期に確立したのである。

その理由は、イギリスにおいて取引約定後の決済不履行リスクを防ぐための方法が早期に模索されていたからである。イギリスのやり方は証券取引所を作って、そこで取引参加出来るものを「会員」に限定したのである。資力信用の確かな者を会員と認め(会員資格)、兼業を禁止して他業のリスクが波及しないようにし、もし決済不履行に陥るようなことがあれば直ちに除名した。

証券ブローカー業務が安定かつ継続的に進めるためには、思惑に失敗した顧客や取引相手が陥る決済不履行のリスクに耐え得ることが出来なければならない。1734年のバーナード法は、顧客の決済不履行に対し法の力で債権を回収する途を絶ってしまった。そうであれば、自衛の手段として、自主規制を通じて決済不履行リスクを除去する方法を模索しなければならない。それが、ロンドン証券取引所の設立へと向かっていったのである。

[アメリカ]

アメリカでは、過当競争の脱却と不公正取引の防止が証券取引所の設立の原動力となった。

証券業務が副業の域を脱していない段階では過当競争を脱することは出来ない。アメリカに限ら

ず、当時の取引物件は、種類が限られているうえに、国債がほとんどであり、その信用力について深い知識は必要ではなかった。そのうえ、アメリカの場合、イギリスと違って富裕な個人は僅少であった。証券を保有しているのは銀行、保険会社など金融機関に限られており、彼らは本業の傍らで大した技量も無く証券ブローカー業務を営むことができたのである。

そのあおりで、数少ない専業ブローカーは生計の見とおしがたたなかつただろうと推測される。むしろ金融機関は投機の主役として競売人と組んで価格操縦をしながら投機的利益を追求しようとしたのである。そこでアメリカでは、専業ブローカーがこうした過当競争を脱し、価格操縦を排除するため、自らの組織化にすすんでいった。

すなわち、証券取引の公正さを維持して公衆の信頼を保ち、証券ブローカー業務が専業として確立されるためには、業者の連合を組織団体にまで高め、会員の加入資格を厳格にして馴合い売買禁止などの行為規制を課すとともに、手数料水準を維持して財務状態の安定を図る必要があったのである。

つまり、証券ブローカー産業の確立は統制的で組織的な証券取引所の設立と表裏一体である。では、アンダーライター業務の確立は、どのような歴史プロセスを辿り、そこにどのようなロジックが働いているのだろうか。それは稿を改めて、取り上げてみよう。

# The Origin of Securities Brokerage Industry

Kiyoshi Nikami

The role or function of a securities broker is said to be searching of a counterpart in securities transaction on behalf of customer. Then, the *raison d'être* of a broker is to be economizing of transaction cost. However, an investor might be able to enter in a marketplace such as coffee house and to search a counterpart by himself. Also, a brokerage industry could not be established by just economizing transaction cost.

This paper discusses that an establishment of a securities brokerage industry is inextricably linked to a foundation of securities exchange.

