

証券取引所の組織構造

二上季代司

世界的に証券取引所の組織構造が大きく変わりつつある。世界の主だった証券取引所がこれまでの会員組織から株式会社組織へ変わろうとしているのである。それだけではなく株式会社となった証券取引所の株式を自らの取引所で上場し、取引する動きすらでている。この動きはわが国にも波及し、株式会社組織の証券取引所設立を容認した改正証券取引法が施行されれば（年末に予定）、東証、大証は株式会社組織に改組する意向であることを表明している。このように証券取引所の株式会社化は世界的な潮流となっている。

ところで細かく見てみると、各国証券取引所の組織構造（またはガバナンス構造）は実際には各国独自の歴史的事情に左右されて必ずしも同一というわけではなかったのである。すなわち証券取引所の組織構造が会員組織であるべしというものは、多分にアングロサクソンの通念であり、それ自身が検討されるべき問題である。最近の株式会社化への潮流は証券取引所¹会員組織という通念に疑問を投げかけ、市場間競争裡における証券取引所の組織構造はいかにあるべきか、という問題を提起した。そのもつ意味は大きいと思われる。そこで以下では、主な証券取引所の組織構造、ガバナンスの構造ならびにその変遷を概観し、株式会社化にいたる経緯などについて簡単に整理してみた。

1 LSEの組織構造

(1) LSEの会員組織

まず証券市場発祥の地、ロンドン証券取引所 (London Stock Exchange, LSE) の組織構造を見てみよう。LSEの起源はコーヒーハウス⁽¹⁾といわれているが、厳格な会員制組織となったのはケールコートに新しい建物を作ってそこで立ち会いを始めた一八〇二年のこととされる。このとき、設立証書 (Deed of Settlement) に基づき組織が結成、この組織がロンドン証券取引所となるのであるが、これは法人格をもたない無限責任の私的団体であった。では運営主体は誰かといえは、新しい建物の建設資金を拠出した出資者からなる「経営者委員会」(The Board of Trustees and Managers) が建物の管理を行う一方、会員業者が「総務委員会」(The Committee for General Purpose) をつくって、会員間の紛争処理、取引方法の規制などを行い、一八二二年には最初のルールブックを制定、LSEにおける自主規制の主体となるのであった。会員業者は必ずしも出資者である必要はなく、年会費を支払い、投票で選ばれた者のみが会員となり、会員のみが取引所の施設利用（すなわち市場参加）を認められたのである。

従って設立当初のLSEのガバナンスは「出資者」と「会員」との二重構造であった。しかし市場の拡大とともに立会場が拡張、その建設資金の調達のため新入会員を増やして入会金や会費の増収をはかるほか、会員はすべて出資者でなければならぬことにして会員業者に出資の割り当てを行った。こうして会員²出資者となった結果、ガバナンスの二重構造は形骸化してゆき、ついに「経営者委員会」と「総務委員会」は統合されて「取引所理事会」(The Council of the Exchange) となる（一九四五年）。最高意志決定機関は会員総会、執行機関は理事会、とどうすっきりしたガバナンス構造がこうして成立した。

以上のようにLSEは会員業者所有の(会員出資者、ただし非会員出資者もなお残存)、会員業者のためだけの(市場参加は会員のみ)、会員統治(会員による自主規制)に基づく私的団体である。会員権(LSEの所有権、議決権、市場参加権)はあくまで個人に属し、その個人達がパートナーシップを結成して会員商社をつくり、これがブローカー・ディーラー活動に当たる。まさに典型的な会員組織の証券取引所であったのである。ところで、証券取引所は同業者団体的性格だけではなく公共的性格をもっていることから、その面での配慮も必要であり、そこで戦後の一九四八年には財務機構の改革が行われた。当時のLSEの財務構成は七二万ポンド(三六ポンド払い込み済みの出資証券二万株)と五〇万ポンドの債務からなっていたが、株の額面を一シリングに切り下げ、以後は配当を支払わないこととし、非会員出資者は保有株を理事会に拠出させて出資者はすべて会員のみとなった。その見返りに出資者は一株あたり四ポンド利付き累積債務証券を交付された。なお今後の新入会員には理事会が無償で株を交付することとした。要するにLSEは旧出資者から債務で財産を買い取ったのであるが、その実質的效果はLSEから同業者団体としての性格から由来する「営利性」を抑制し、運営における公共意識を植え付けることにあった。

(3)

(2) ビッグバンとLSEの組織変化

こうした典型的な会員組織のLSEにおいて大きな組織改革が行われたのが一九八六年のビッグバンである。このときまで会員商社は無限責任会社であり、有限責任パートナーからの出資比率にも上限を課せられていた。LSEは無責任であり、そのループホールをくい止めるためにも構成メンバーである会員商社は無限責任でなければならなかったのである。しかしこのことは会員商社が機関化の進展に対応するための資金力増強の大きな制約になっていた。またユーロ市場の拡大とともに海外の金融機関がロンドンに進出し、LSEとは別に資金力の豊富な海外業者による外国株とユーロ債の店頭市場(「国際証券規制機構」International Securities Regulating Organization)が形成されて、ロンドン市場を二分し、LSEを脅かしていた。ISROを吸収するためにはそのメンバーである海外業者をLSEの会員として迎える必要があったが、そのためにも会員業者は無責任会社たるべしとするLSEのルールを変える必要があった。

そこで資金力増強の観点から会員商社への外部出資(したがって会員商社の有限責任会社化)を認めたことと対応してLSEは八六年に定款を改正、会社法に基づく有限責任私会社(Private limited company)になった。これにあわせてLSEの会員権は個人会員から法人会員(会員商社)に移った。つまりこれまでLSEの株を保有していた個人会員にはA株が交付されたが、これには所有権、議決権、市場参加権はなく単なるシンボルにすぎず六〇歳になれば一万ポンドで償還される。他方、個人会員たちが証券業務を行うための拠り所として結成した会員商社にはB株が交付され、このB株にはLSEの所有権、議決権、市場参加権が付与された。そしてこの年の年末に前述のISROとLSEが合併し、統合LSEは外国株、ユーロ債を含む国際的な証券取引所に脱皮した。これとともに、会員商社の対顧客業務行為を監視する自主規制機能は、八六年金融サービス法に基づき設立された自主規制機関である証券業協会(The Securities Association of Securities and Futures Association)に移管される。さらに九一年、執行機関は理事会(The Council of the Exchange)から取締役会(Board of the Directors)に変わり、そのメンバーの定員も七名削減(三二名→二五名)、メンバー構成も議長、主席執行役員、常任役員三名のほか非常任役員として会員のほか銀行、上場企業、資産運用業者などを新たに加えることとなった。

(4)

(3) 株式会社化 (非会員化、Demutualisation)

かくて、LSEの最高意志決定機関は依然として会員総会であるが、執行メンバーの数が減って機動性が増し、しかも外部役員が増えて執行機関は会員の利害から独立し始めていく。しかも九二年にはオプション部門をLIFFEに移管、九七年には決済部門タリスマンを閉鎖して決済業務をクレストに移管、九九年七月には定款を改正し、これまでのB株の譲渡制限を解除、B株の譲渡を認めることにし、あわせて上場承認権限を監督当局の金融サービス庁 (Financial Service Authority) に返上することになった。⁽³⁾ そしてその仕上げとして今年の三月の臨時会員総会で、LSEの公開会社化、その株の取引所外での売買の容認が決定された。⁽⁴⁾

このようにみると今回のLSEの株式会社化は、八六年のビッグバンの延長上にある既定路線であったように思われる。ビッグバン後一四年間における一連の動きは自主規制機能や利益の出にくい業務を次々と放棄し収益性を高めようとしてとらに努める姿であり、事業会社への純化のプロセスであったとも解釈できるからである。ドイツ取引所との合併構想も業務の中核を市場運営業務に絞り、それを強化、再編成しようという、事業経営者なら当然の発想であったと思われるが、公開会社になれば乗っ取り、TOBの対象となりうる可能性が出てくるのも当然であり、案の上、スエーデンのOMグループに買収攻勢をかけられ、この余波でドイツ取引所との合併構想は頓挫、LSE執行部は立ち往生しているわけである。⁽⁵⁾

(5)

2 NYSEの組織構造

(1) NYSEの会員組織

次にLSEと並ぶ典型的な会員組織の取引所であるとされるニューヨーク証券取引所 (NYSE) をとりあげてみよう。歴史をひもとくと、「すずかけの木」の下でブローカー達が協定を結び (一七九二年) コロヒトバウズに集まって取引をしたのがNYSEの起源とされるが、一八一七年設立のNew York Stock and Exchange Boardが最初の組織化とされる。この組織もLSEと同様にブローカー達の独占的な組織であり、法人格をもたない無限責任の私的団体だった。彼らは定款を起草し役員を選出して規則を制定し、専用の部屋を借り切り、そこには会員しか入場できず、取引は規則的に行われた。南北戦争後の市場の拡大とともに場外の立会会所が現れ、一八六九年に場外取引に参加していたブローカー達を会員として収容し場外立会会所ならびに政府債券市場を吸収し統合、以後「Big Board」と呼び慣わされる現在のNYSEがこうして誕生したのである。この時に、運営方針の改革が行われた。それまでの運営は会員の投票に委ねられていたが、会員数が一、〇六〇人に増えたことから、総務委員会が選出され、それが執行機関となって業務執行、ルール策定 (立法)、違反制裁 (司法) を行うことになった。なおルールとしては売買規則の他、この年に初めて上場規則が作成されている。かくしてNYSEもLSEと全く同様に典型的な会員組織の取引所であり、私的自治の団体として出発したのである。

(6)

(2) 三四年証券取引所法とNYSEの機構改組

しかしその性格は一九三八年に大きく変わる。そのきっかけは三四年証券取引所法の制定であった。一九二〇年代の投機的なブームの中で不正取引が横行し、取引所の運営はその公共的性格からイギリスのLSEのように会員による自主規制に全面的に委ねることは出来ないアメリカ国民は判断したのである。そこで証券諸法が制定され、証券取引所は政府への登録を義務づけられ、その自主ルールや業務運営等が投資家保護に即したものでどうかを政府がチェックすることとなった。三四年法は政府の独立機関として証券取引所委員会 (Securities

and Exchange Commission (SEC) を設置し、それが証券市場の発行・流通両面を規制することとなった。新設 SEC は早速、NYSE の機構改組が必要である旨の提案を行い、これに即して NYSE 理事会は、①専任有給の理事長をおく、②会員商社以外に非会員商社からのパートナーならびに公益代表者を理事会に加えることになった。

証券取引所は元来はブローカーたちの同業者団体であるが、価格発見、流動性付与という機能をもっており、上場企業、投資家の利害も反映する公共的性格を持っている。会員組織の証券取引所とはその運営を会員が担うということであるが、その意志決定機関や執行機関は上場企業、投資家の利害も同時に反映させなければならず、一種の信託的關係にある。イギリスでは会員業者達の高い倫理観に支えられ、そうした信託的關係が働いて、一九八六年まで統一的な証券関連法を必要としないほどに自主規制が有効に機能してきた。アメリカでは一九二〇年代の苦い経験から三四年法を制定して取引所のルール策定やガバナンス機構に介入できる権限を持つよう⁽⁷⁾にしておいて投資家保護に合致する範囲内であれば自主規制が機能することを容認するという立場である。自主規制とは言い替えば同業者団体自身に団体的行為を行わせ同業者団体が不正な取引、競争をチェックすると云うことであり、独禁法に抵触するという別の問題があるのだが、先ほどみたような公的性情から独禁法の適用を一時ストップするという手続きもあわせてとられてきたのであった。

(3) NYSE の法人化、株式会社化

こうした状況が変わるのはアメリカでは一九七〇年頃からである。一九七一年に NYSE はそれまでの法人格のない無限責任の団体から、非営利ではあるが法人格を持つ有限責任会社となった。そのきっかけは六〇年代末

に始まるブローカー商社の「バックオフィス危機」である。取引の急増に決済業務が追いつかず機械化投資を行ったとたんに市況が低迷、多くの会員業者が破綻した。この事態に対処すべく、NYSE は無限責任の社団として基金から資金を拠出して決済不履行を肩代わりするほか、他のブローカー商社からの資金拠出あるいは破綻商社の救済合併を要請するにいたる。しかし健全なブローカー商社も資金調達⁽⁶⁾の必要からパートナーシップから株式会社へ改組し、さらに株式公開の動きがでてきた。かくて会員は無⁽⁶⁾限責任会社たるべしとするルールは維持できず、会員ならびに NYSE 自身の法人化に踏み切ったのである。そして翌年の七二年、執行機関は理事会 (Board of Governors) から取締役会 (Board of Directors) に変更され、役員数は七名削減 (三三名→二六名)、構成は会長、主席執行役員のほか公益代表一二名、証券界代表一二名と変わる。ちなみに、これと平行して NYSE の独禁法適用除外政策の見直しがすすみ、手数料自由化など一連の規制緩和がなされた (一九七五年)。

そして昨年、NYSE は株式会社化に踏み出すことを決定した。会員業者の持つ会員権を株式に変更、別に取引参加権を与えて、株主権と取引参加権を分離するのである。取引参加権の譲渡、リースは自由であり、株券の方もいずれば譲渡を認める方向のようである。なおこれに関連して NYSE のもつ自主規制機能は子会社の形で NYSE にとどめおく意向のようであるが、SEC は親会社の株主の取引状況や財務状態を子会社がチェックするのは難しいのではないかとこれに難色を示し、NASD は自らの自主規制機能と NYSE の自主規制機能との分離統合を提唱している。

こうして NYSE の株式会社化構想は自主規制機能をどうするか、また会員業者間の利害が同一ではないこと等からその帰趨はやや不透明なのであるが、こうした構想がでてきた背景としては ECN の台頭とルール三九〇の撤廃 (九九年末) があげられる。ルール三九〇の撤廃により七九年以前の上場銘柄 (IBM や GM などの伝統

的な優良銘柄)についても市場集中義務を撤廃し、いずれは電子的な取引ネットワークを通じてNYSEから取引が流出すると予想されるため、NYSEはみずからもECNを構築して他市場銘柄(とりわけNASDAQ銘柄)も取り込むべく、株式会社に脱皮しようとしているわけである。⁽⁷⁾

3 フランスとドイツの取引所

典型的な会員組織として出発したLSE、NYSEと「全く対極をなす」のがパリ証券取引所である。社会学者であるマックスウェーバーはその著「取引所論」においてアメリカとイギリスでは取引所は会員の封鎖的なクラブであるが、フランスでは証券取引所はその対極にあつて政治制度そのものであると評している。⁽⁸⁾パリに限らずフランクフルトなど大陸ヨーロッパの取引所もややこれに近い。

戦前期のフランスでは証券取引は政府が任命する公認仲買人の特権とされ、それ以外のものの証券取引は禁止されていた。この公認仲買人が取り引きする場所、それが証券取引所であるが、独立した法的性格を持っていなかったのである。取引所の設立およびそこで取り引きする仲買人は政府の認可を必要とする。またパリ証券取引所の建物の所有・維持はパリ市にあり仲買人が借用している形である。またその運営主体は公認仲買人組合であり、ロンドン同様に自主規制のように見えるが、そもそも仲買人自体が官吏なのである。しかし公認仲買人の数は限られていたことから出来高の多い優良銘柄しか扱わず、市場の拡大に伴う取引ニーズに対応できなかったで、非公認の「自由仲買人」と呼ばれる存在が台頭してきた。これが一八三〇年代のことである。

パリ証券取引所は大革命を経て「自由・平等・博愛主義」の下、誰でも入場できる建前になっていた(ただし取引は出来ない)。そこで「自由仲買人」は取引所の内外で集まって公認仲買人の扱わない銘柄を取り引きし始

めた。これは法律違反である、とする公認仲買人とのトラブルが絶えなかったが、最高裁もこうした実態を認め一八八五年には「自由仲買人」の取引は法律違反ではないと認知し、一九〇一年には公認仲買人と自由仲買人との妥協が成立、公定相場への登録銘柄は公認仲買人の独占、自由仲買人はそれは取り引きできないが、他の銘柄なら自由、となった。その結果、取引所には公認仲買人により組織された「公式市場」と自由仲買人の組織する「第二取引所」が併存することとなった(一九六一年に公式市場に併合され自由仲買人制度は廃止、消滅)。

このように証券取引所への取引参加者の概念は英米とは違っているのである。パリ証券取引所には誰でも入場可能であり、顧客注文の取り次ぎを行う補助仲買人や銀行もブースを持っている。しかし取引所内部には柵が囲っており、その中で手商いによって付け合わせをするのは仲買人だけである。規制機関としては、政府の監視機構として証券取引委員会(CBO)が一九四二年に設立され、これが証券発行・流通両面での許認可権限を持っており、仲買人、補助仲買人、銀行の取引所における活動を規制するが、先ほどもみたように自治的管理機構として仲買人管理委員会があり、これが仲買人の監督規制、上場および取引の規制・管理を行い仲買人相互の連帯責任(無限責任)を負うこととなっている。

戦前期のドイツの取引所は各州によって違いがあるが、ややこれに近い。ドイツでは一八九六年制定の取引所法が法的根拠となっている。これによれば、取引所の設立には州の認可が必要であり、そこで証券の需給の付け合わせを行って公定相場を決定できるのは政府任命の「公定仲立人」だけである。取引所は法人格を持たず、その法的代表者としては州の商工会議所(フランクフルト、ベルリン)か、私的な団体である取引所運営協会(ミューンヘンなど)がなり、これが運営主体となって建物や人員を提供してきた。

このようにドイツでも仲買人はやはり官吏なのである。しかし公定仲立人のほかに「自由仲立人」という存在

も許されており、これは取引の付け合わせはできるのであるが、ただ彼らによって形成された価格は「公定相場」とは見なされないのである。そして取引所に入場できるのは一各州の取引所によって違いがあるが、公定仲立人、自由仲立人のほか、顧客注文を取り次ぐ銀行（以上が取引所内にブースを持っている）のほか、報道機関なども立ち入ることが許されていた。

規制機関としては政府の監視機構である各州の監督庁があるが、取引所の運営主体としては「取引所理事会」（金融機関、公定仲立人、自由仲立人、金融機関従業員、発行会社、投資家、運用機関より構成）が立会に関するルールを決めるほか、「上場委員会」（大銀行、個人銀行、発行企業により構成）が上場の可否を決定、公定仲立人組合が公定仲立人の監督、公定相場表の作成に当たることとされ、各州の証券取引所の全国的調整機関としてドイツ証券取引所協会があった。

このようにみると、アングロサクソンの「会員」という概念が大陸ヨーロッパの取引所にはそぐわない。あえて云えば「入場者」であるが、同じ入場者でも、銀行は立会場にブースを持つてはいるが、立会場内では公定相場の決定に関与できず、公認仲立人（仏）、や公定仲立人（独）と決定的な違いがある。しかも中核となる公認仲立人、公定仲立人は政府の役人であり、ガバナンス構造においても形式はともかく政府の関与が色濃く反映する構図となっていた。まさにウェーバーが「一種の政治制度」と呼ぶゆえんである。

4 株式会社化のフロントランナー

こうした状況が根本的に覆されたのが一九八〇年代後半である。イギリスのビッグバンによって自国の株式取引がロンドンに流出するのを目のあたりにした独仏は大きな市場改革に乗り出した。八八年の改革によりフ

ランスでは公認仲立人制度が廃止となった。しかし従来の公認仲立人の取引権限は認められて引き続き市場参加（言い替えれば会員権）が認められることとなったが、個人会員制ではなく法人会員制となり、九二年には会員枠の上限が撤廃された。ガバナンス構造をみると、規制機関であり運営主体であったかつての公認仲立人組合は、フランス証券取引所協会（SBF）、証券取引所協議会（CBV）、フランス会員証券業協会（AFSB）に機能分化した。SBFはパリ証券取引所の法的代表者かつ市場運営者であり、株式会社組織に改組した。CBVはパリ証券取引所の自主規制機関で一般規則を制定する。メンバーは議長、会員証券会社一〇社、従業員代表、上場会社代表、政府委員である。最後のAFSBは会員証券会社間の利害調整機関となっている。

他方、ドイツでは九〇年に、先述の「ドイツ証券取引所協議会」を発展的に解消し、持株会社「ドイツ取引所AG」が設立された。ドイツでは取引所取引の清算事務は「計算センター」が行っており、受渡は各証券取引所所在地に証券保管振替機関がおかれていたが、これが八八年、八九年に統合されドイツ計算センター（DWZ、現在のドイツ取引所システム）、ドイツ証券保管振替機構（DKV、現在のクリアストリーム）が誕生する。これらとともにドイツ取引所の子会社となる。DWZは証券の売買システムを開発、これが各証券取引所に導入される。このシステムは後に改良されて「Xetra」と呼ばれる電子証券取引システムとなっている。これは注文伝達、売買執行、決済情報処理機能を有していることから、ドイツ取引所が実際の市場運営業務を行う主体といえる。しかし「ドイツ取引所AG」は、法的には証券取引所ではない。証券取引所や市場参加者に対して取引システム、決済サービスなどを提供する子会社をかかえた持株会社である。

証券取引所の法的根拠は依然として変わりがなく、あるのは「フランクフルト証券取引所」をはじめとして各州に分立する証券取引所である。そこになお規制機能がおかれているのであるが、そこで行われているのはフロ

アー取引である。持株会社「ドイツ取引所AG」が運営するXetraは取引の七五%を占めており、市場運営業務だけに限って云えば、ドイツ取引所AGが担っている。その意味では市場運営業務だけが切り離されて、それが純粹の事業会社によって運営されているという構図である。他方、パリはまた違った意味において市場運営業務がSBFによって担われ、事業会社化されているのである。パリでは自主規制機能が証券取引所から切り離されている。

5 小括

以上のようにみると、大陸ヨーロッパならびに英米で始まっている証券取引所の株式会社化とは、市場運営業務だけを切り離し、これを事業会社化する試みであるといえる。もっと極端に云えば、証券取引所が「ECN」になろうとしているのである。では公共的性格を代表してきた自主規制機能はどうするのか、決済業務等の業務はどうするのか、といえ、それを何らかの形で切り離そうとしているのである。ただその決着の付け方は一様ではないし、アメリカではなお議論の真つ最中である。大陸ヨーロッパでは自主規制機能を切り離した仏のSBFと、各地証券取引所に対して市場運営業務を提供するために作られた「ドイツ取引所AG」が、各国証券取引所の再編、統合を主導している。

(13)

注

(1) 証券取引は他の商品取引と同様に王立取引所で行われていたが、証券業者達の取引が喧噪をきわめ、他の業者から追い出された証券ブローカー達がジョナサンのコーヒーハウスに取引を移し、その後の一七七三年、スレッドニードル街にブローカー達が独自の新しい建物を建ててその前に、The Stock Exchangeの看板を掲げた。それが起源とされる。

(2) 一九六〇年には会員資格が改正され、会員になろうとする者は既存会員から指名権を買い取る以外に途がなくなった。つまり会員数の増枠を認めなくなったのである。

(3) イギリスでは一九八六年の金融サービス法制定まで統一的な証券関係法がなく、LSEの自主ルールがこれに代替する役割を果たしてきた。それほどLSEの自主規制機関としての歴史は長く、その有効性は際だっていたわけである。そこで八六年の金融サービス法でもLSEは「権限のある当局Competent Authority」として上場承認権限を政府から委譲されたのである。この点がアメリカや日本と違うのであるが、今回それを政府に返上したのである。なお、証券取引所が本来有しているところの業務、機能としては市場開設業務、決済業務および自主規制機能（ルール作成、ルール遵守状況調査、違反への制裁措置、上場基準の策定と適時開示等の上場管理）であるが、このうちLSEに残っているのは市場開設業務と売買監視や上場管理等の一部の自主規制機能だけとなった。

(4) 七月以降、LSEのB株は有力ブローカー、カザノフ社の仲介により業者間で売買されている。

(5) なお、英独取引所合併計画とその破綻に至る経緯については詳しくは、吉川真裕「iX—英独取引所合併計画—」、同「英独取引所合併計画の撤回—OMグループによるLSE買収提案—」（本誌一五八五号、一五八七号）を参照。

(6) なお、これに対応して問題の発端となった決済業務はNYSEから切り離して他の証券取引所および店頭市場の決済業務と統合して現在のNSCCおよびDTCCとなる。また基金も証券投資者保護会社を設立してそこに移管する。

(7) ルール三九〇の撤廃が持つ意味とこれに対するNYSEの戦略については吉川真裕「ニューヨーク証券取引所の新構想—NYSEの意味するもの—」、同「ナスダック・インターマーケット—ECNの取引所上場銘柄取引—」（本誌一五七八号、一五八四号）を参照。

(14)

(8) マックス・ウェーバー著『取引所』(中村貞一・柴田固弘訳、未来社、三七ページ)。

参考文献

- 1 F・E・アームストロング『イギリスの証券市場』(日本証券経済研究所『証券研究』一一卷、一二卷、一九六四年)
- 2 G・L・レフラー『株式市場』(小竹豊治監訳、ダイヤモンド社、一九五六年)
- 3 日本興業銀行特別調査室『フランス証券市場の概観』一九六一年一〇月。
- 4 大蔵省証券局『欧州証券市場調査報告書』一九六六年。
- 5 日本証券経済研究所『図説イギリスの証券市場』一九九七年版。
- 6 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場』一九九八年版。
- 7 日本証券経済研究所『図説ヨーロッパの証券市場』二〇〇〇年版。
- 8 マックス・ウェーバー著『取引所』(中村貞一、柴田固弘訳、未来社、一九六八年)。

(にかみ きよし・当所主任研究員)