

# 取引所市場制度の再検討をめぐって

## 取引所制度改革と市場間競争の展開

1998年12月に実施された金融・資本市場の一大制度改革「金融ビッグバン」によって、市場間競争の考え方がわが国でも認められるようになってから、5年近くが過ぎた。

市場間競争とは、証券取引所や証券会社の運営する私設電子取引システム（PTS）など多様な市場運営者が、自市場へのオーダー・フロー（売買注文の流れ）誘致をめぐる競争することを指す。従来、わが国では、証券取引所など市場運営者の公共的な性格を重視する見方が強く、証券市場間に競争原理を導入するという考え方は理解されにくかった。

「金融ビッグバン」では、証券取引法が大幅に改正され、上場株式の売買を取引所外で行ってはならないとする市場集中原則が撤廃されるとともに、証取法の禁じる取引所類似施設に該当する懸念が指摘されていたPTSの開設が、証券業務の一つとして容認された。また、それまで取引所市場を補完する存在と位置づけられてきた株式店頭市場が、取引所市場と対等とされる「店頭売買有価証券市場」へと、いわば格上げされた。一方、証券取引所の合併や解散に関する規定も整備され、取引所の再編が容易になった。

その後、2000年5月には、再度、証券取引法の改正が行われ、従来の会員組織形態に加えて、株式会社組織の証券取引所も認められることになった。グローバルな証券市場間競争が展開される中で、各国の証券取引所は、株式会社化と株式公開による競争力強化を急いでいる。わが国においても、証券取引所が遂行する有価証券市場の開設・運営という業務が、高度の公益性を有することは認めつつも、利益追求を通じた効率的な組織運営が可能となる体制が整備されたのである。

こうした制度改革を受けて、わが国にも市場間競争が一つの現実として定着しつつある。1998年12月の取引所外取引の解禁で地方取引所の市場を利用したクロス取引は姿を消し、広島、新潟の両証券取引所が東証に、京都証券取引所が大証に合併された。全米証券業協会（NASD）とソフトバンクが、1999年6月に「ナスダック・ジャパン構想」を打ち出したことがきっかけとなって新市場の開設が相次ぎ、新興ベンチャー企業の獲得をめぐる競争が活発化した。2001年4月以降、大阪、東京、名古屋の証券取引所が、それぞれ会員組織形態から株式会社形態へと組織変更を行い、大証、東証は、株式公開をめざす方針を明らかにした。

## 拡大しない取引所外取引

もっとも、これまでの制度改革に問題が残されていることも否めない。例えば、PTSをとってみると、債券取引の分野では、複数のシステムが登場し、その利用が定着しつつあ

■ 資本市場クォーター—2003 年秋

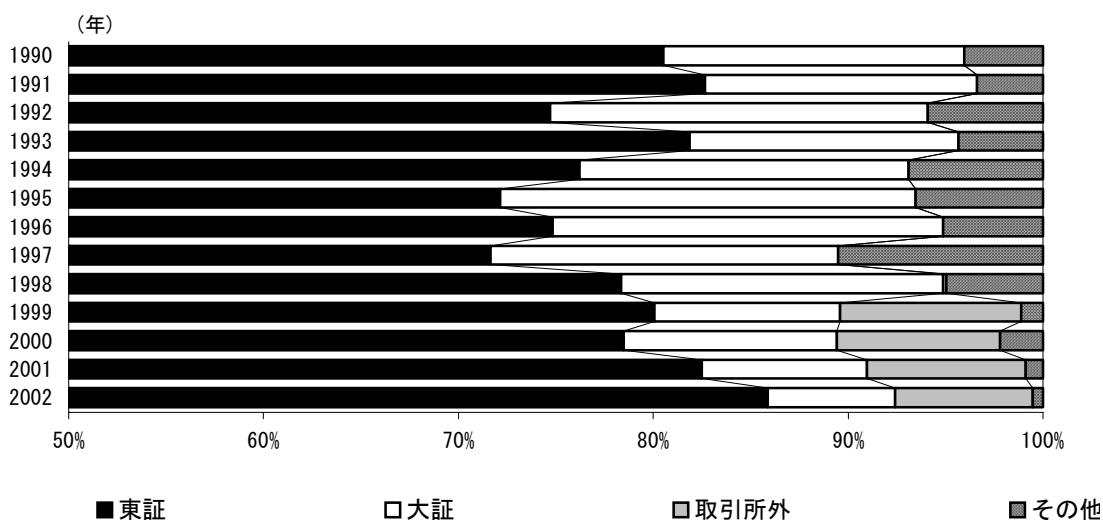
のように見受けられるのに対し、株式取引、とりわけ上場株の取引については、開設そのものがほとんどみられない上、実際に稼働したシステムの中にも、売買が拡大しないことから、短期間で閉鎖や営業譲渡のやむなきに至っているものも複数ある（図表 1）。

図表 1 これまでに開設された私設取引システム

認可日	証券会社名	対象	売買価格決定方	特徴など
2000年				
6月30日	日本相互証券	株式	顧客間交渉	2002年7月運営停止。
	イー・ボンド証券	債券	顧客間交渉	社債、地方債など流動性の低い債券を扱う。 2001年4月取引を停止し清算へ。
2001年				
1月19日	MTSジャパン証券	国債	売買気配提示	国債の業者間売買の媒介。
	ガーバン東短証券	国債	顧客注文対当	債券の業者間売買の媒介。
1月26日	マネックス証券	株式	市場価格売買	終値を用いたクロッシング。
	インスティネット証券	株式	顧客注文対当	業者間売買の媒介。
2月19日	日本相互証券	債券	顧客注文対当	債券の業者間売買の仲介。
	キャンターフィッツェラルド証券	債券	顧客注文対当	債券の業者間売買の仲介で最良気配のみによる執行。
11月12日	ジャパंकロス証券	株式	市場価格売買	当日のVWAPでのクロッシング。 2003年10月、インスティネット証券へ営業譲渡。
2002年				
3月29日	インサイドコム証券	国債	売買気配提示	証券会社9社が参加するマルチ・ディーラー方式。
6月26日	ブルームバーグ証券	債券、株式	売買気配提示、顧客間交渉、顧客注文対当	債券については、初の24時間稼働するシステム。株式は市場価格売買方式でVWAPを用いて行う。
10月18日	ジェイ・ボンド証券	国債	売買気配提示、顧客間交渉	クイック端末を通じた取引機能を提供。
2003年				
6月27日	日本証券代行	株式	顧客注文対当	グリーンシート銘柄の業者間売買の仲介。

（出所）金融庁資料等より野村総合研究所作成

図表 2 上場株式の市場別売買代金シェアの推移



（注）立会外取引は各市場に含まれる。

（出所）東京証券取引所「証券統計年報」、日本証券業協会「取引所外取引 月次相場表」より野村総合研究所作成

他方、この間、上場株式の取引全体に占める東京証券取引所のシェアは、80%を超える高い水準で安定的に推移している。解禁された取引所外取引（証券会社が大口注文やバスケット注文に対して自己勘定で向かう取引やPTS上での取引）は、かつての名古屋証券取引所及びその他の地方取引所における取引に取って代わっただけと言わざるを得ないのが実情である（図表2）。

こうしたわが国の状況は、1997年に登場したECN（電子証券取引ネットワーク）がナスダック市場の取引において大きなシェアを獲得する一方、ナスダックが開設したシステムを利用しながらニューヨーク証券取引所等の上場銘柄を取引するナスダック・インターマーケットを通じた取引が、銘柄によっては全取引高の5割以上を占めるに至っている米国とは、大きく異なっている<sup>1</sup>。

もちろん、単に東証の取引シェアが高いという事実だけから、直ちに、わが国において市場間競争が貫徹されていないという結論を導き出すとすれば、大きな誤りであろう。1999年4月末で立会場を廃止した東証は、「世界最大のECN」と呼んでも良いようなコンピュータによる電子取引市場であり、高い流動性を維持し、公正で効率的な価格形成を実現している。そうした東証の市場としての実績と魅力が、高い取引シェア確保の最大の要因であることは疑いない。競争力の高い市場が、市場間競争の結果として大きなシェアを獲得することは当然であり、問題とするに足りない。

しかしながら、実は、わが国の取引所市場制度には、東証を始めとする取引所市場が、PTS上での取引を含む取引所外取引に対して、競争上優位に立ってしまうような仕組みが内在されているのである。この点を放置したままでは、東証の高い取引シェアを高い競争力の産物として手放しで賞賛することはできないであろう。

すなわち、かつて筆者が別稿で指摘したように、現状では、取引所の取引時間中に行われる取引所外取引に対して取引所市場における取引価格や気配を基準とする価格規制が課されている上、証券会社が上場株式等の売買注文を取引所外で執行するためには投資家による事前の明示的な意思表示が必要とされる（証取法37条）という取引所取引原則がとられるなど、取引所外における取引の拡大を妨げる規制が少なからず残されているのである<sup>2</sup>。また、取引所に対して厳しい專業義務や株主構成に関する規制などが課され、法律上は証券会社であるPTSから取引所への円滑な転換が事実上不可能にされながら、PTSのとり得る価格決定方式に制約が加えられていることも、市場間競争において取引所が優位に立つ要因となっている可能性がある<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> ECNについて詳しくは、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）第3章参照。ナスダック・インターマーケットの仕組みについては、日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場 2002年版』（同所、2002年）136～137頁参照。取引の状況は<<http://www.intermarket.nasdaqtrader.com/>>に掲載されている。

<sup>2</sup> 大崎貞和「証券市場間競争をめぐる法制上の課題」『ジュリスト』No.1227（2002年7月15日）、110～116頁。また、大崎貞和『金融構造改革の誤算』（東洋経済新報社、2003年）第5章参照。

<sup>3</sup> 大崎貞和「わが国の新しいPTS（私設取引システム）規制」『資本市場クォーターリー』2001年冬号参照。

## 期待されるワーキング・グループにおける検討

こうした規制上の問題点は、金融庁当局も、十分に認識しているものと考えられる。2002年12月に提出された金融審議会の部会報告の中で、「我が国証券市場がグローバルな競争力を確保していくためには、国内においても市場間の競争を通じて、市場の効率性、利便性の向上を図っていくことが重要であることは言うまでもない」とした上、「店頭登録市場や取引所外取引のあり方を含めた国内市場全体の制度整備も必要」として、PTSの位置づけの見直しや取引所取引原則の見直しに加え、最良執行のあり方、市場開設者のあり方といった課題について「更に検討を行っていくことが必要である」と指摘されているからである<sup>4</sup>。

2003年10月に審議が再開された金融審議会第一部会の「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」では、上の部会報告で指摘された諸課題に関する検討が行われるものと期待される。既に触れたように、筆者は、PTSの位置づけや取引所取引原則については、別の機会に詳しく論じている。そこで、以下では、これからワーキング・グループにおいて検討されるであろう諸課題のうち、最良執行のあり方、市場開設者のあり方という二つの問題について、若干の私見を述べることにしたい。

## 最良執行のあり方

まず、最良執行のあり方についてである。実は、この問題は、上の取引所取引原則とも密接に係わっている。

かつて、取引所上場株式等の取引を取引所市場外で執行してはならないとする市場集中原則が容認されていたのは、取引所市場に有価証券に関する大量の需給を集中することで、公正で効率的な価格形成が達成されるという論理に、一定の合理性が認められるからである。しかし、市場集中原則には、取引所市場で採用されている特定の取引仕法（価格決定方式）以外での売買を不可能にし、投資家の多様な取引ニーズに応えられないという弊害が伴う。しかも、形式的に取引所市場でありさえすれば市場集中原則が適用されるということになると、わが国の地方取引所のように、売買高が減少し、流動性が低下してしまった市場であっても、そこでの取引価格が、取引所取引によって形成された価格であるがゆえに、正当な市場価格として扱われるという問題が生じる。

そこで、「金融ビッグバン」によって市場集中原則が撤廃されることになったわけだが、同じ銘柄の価格形成が、上場先である取引所の市場以外の様々な場所、手段を通じて行われることになれば、同じ時刻に異なる価格での取引が行われる可能性がある。そうした現象が甚だしくなれば、価格形成自体の妥当性が疑われるようになる「市場の分裂」（market fragmentation）の懸念も生じかねない。

もちろん、同じ銘柄の取引であっても、取引数量や執行の即時性に対する取引者の意向

<sup>4</sup> 金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」6～7頁。報告全文は金融庁ホームページから入手できる。<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dai1/f-20021216\\_sir/01b.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dai1/f-20021216_sir/01b.pdf)>

（「何が何でも直ちに売買したい」かどうか）などによって、取引価格が異なってくる可能性は否定できない<sup>5</sup>。もっとも、個々の取引に際して生じた価格差が、合理的な範囲に留まっているかどうかの判断は容易でないし、わが国においては、かつての「飛ばし」取引にみられるように、有価証券の価格が恣意的に操作されがちであるのも事実である。市場集中原則の撤廃に際して、取引所市場における価格を基準とする価格規制が課されることになったのも、理解できないわけではない。

とはいえ、画一的な基準を用いて価格変動を制限することは、自由な価格形成を妨げ、市場の効率性を低下させたり、取引の活性化を阻害したりする危険性が高い。

この問題を解決する上で、欧米各国、とりわけ米国において強調されているのが、最良執行（best execution）の考え方である。すなわち、同じ銘柄の売買が、様々な場所や手段を通じて執行可能である場合、売買の仲介者（証券会社）は、顧客にとって最も有利な結果が得られるような執行方法をとるよう努める義務を負うとされているのである<sup>6</sup>。証券会社が最良執行義務を負うという理念は、完全に定着している。

もっとも、具体的にどのような執行方法をとれば最良執行義務を果たしたとみなされるのかは必ずしも明確ではなく、証券取引委員会（SEC）や全米証券業協会（NASD）の規則にも最良執行の内容を明確に特定しているものは見当たらない。結局、顧客側が、注文執行の結果に対して強い不満や疑問を抱かなければ、証券会社は最良執行の確保のために意を払ったとみなされているのが実態とも言えるが、こうした理念の存在が、恣意的な注文執行に対する一定の歯止めとして機能していることは間違いない。

最良執行の内容が、些か曖昧なままでも大きな問題が生じていない背景に、米国株式市場における価格情報の透明性の高さがあることが重要である。すなわち、上場銘柄及びナスダックの主要銘柄は、全米市場システム（NMS）に組み込まれており、気配情報や約定情報の即時公表が義務づけられており、最良執行の理念から大幅にかけ離れた注文執行は、少なくとも事後的には、容易に検知され得るのである<sup>7</sup>。

なお、わが国では、NMS をめぐって、それを具体化するために構築された情報システムや注文回送システム（CQS、CTS、ITS）の意義が強調されることが多いように思われる。時には、わが国にはそうしたシステム・インフラが存在しないため、最良執行の考え方だけで公正で効率的な価格形成を図ることは難しいとの見解が示されることすらある。

確かに、気配情報を統合する CQS（統合気配システム）、約定情報を統合する CTS（統合テープ・システム）の重要性は否定できないだろう。気配情報が統合されることで、最も有利な価格での執行が可能な場所や手段が明らかにされ、約定情報が統合されることで、

<sup>5</sup> この点について、時として「一物一価」という考え方が強調されることがあるが、一般の財の取引においても、大口割引や仕入れ方法の違いによる価格の差違が生じることは珍しくなく、有価証券にのみ「一物一価」が厳密に妥当するとみる必要はないように思われる。

<sup>6</sup> 米国における証券会社による最良執行の考え方については、大崎貞和「最良執行義務とは何か」『資本市場クォーターリー』1998年春号参照。

<sup>7</sup> NMS の詳細については、注1前掲『図説アメリカの証券市場』86～93頁参照。

執行価格の妥当性をめぐる事後的な検証が容易になっているからである。他方、取引所市場間で最も有利な気配を表示している市場への注文回送を可能にするとされる ITS (市場間取引システム) は、取引所スペシャリスト間の注文回送にしか使えない仕組みであるため、取引高の数%にしか活用されていない<sup>8</sup>。現実には、米国においても、気配情報や約定情報に基づいて、証券会社が適切な執行場所、執行手段を選択することで、大がかりな注文回送システムを整備するまでもなく、最良執行の確保が可能となっているのである。

こうした米国の経験に鑑みれば、わが国においても、取引所外取引をめぐる価格規制の撤廃に踏み切る場合、気配情報や約定情報の透明性を確保することが必要になる<sup>9</sup>。もっとも、そのために大がかりなシステム構築や多額の投資が求められることになると思う。頭から決めてかかることはない。現在の市場では、情報ベンダーの提供するネットワークやインターネットを活用すれば、新たに大がかりなシステムを構築するまでもなく、一定の水準の透明性を確保することは難しくないはずである。

なお、取引所外取引を行う証券会社や PTS (これも証券会社である) は、自主規制機関である証券業協会の会員であるため、気配情報や約定情報に関する協会への報告義務を徹底することで、透明性の確保に関する制度上の手当ても十分に可能である。

また、上場株式を取引する個人投資家の多くが、取引所市場での注文執行を当然と受け止めていること、米国や EU においても、PTS その他の取引所外取引がプロ投資家のための仕組みと認識されていることなどを考えれば、個人投資家の注文に関しては基本的に現行の規制枠組みを維持し、機関投資家等のプロ投資家の注文に関してのみ、最良執行義務を課しながら規制の緩和を図るといった方策も検討に値するのではなかろうか。

## 市場開設者のあり方

次に、市場開設者のあり方についてである。こうした問題提起がなされたのは、証取法上、有価証券市場の開設者は証券取引所とする原則が掲げられていながら、同時に、証券業協会が運営する店頭登録市場が存在し、それらの相対的な位置づけが明瞭ではない上、あらゆる証券会社に対する規制・監督権限を有する証券業協会が、自ら株式市場を運営することの妥当性に疑問が投げかけられたためであろう。

実際、わが国の証券市場法制が範を求めた米国においても、証券会社全体に対して権限を及ぼす自主規制機関が株式市場の運営にあたるということが問題視されたという経緯がある。この点については、既に論じたことがあり、ここではあえて再説しない<sup>10</sup>。結論だけを繰り返せば、自主規制機関による市場運営は、とりわけ直接的なライバルである PTS (米国では ATS と呼ばれる) が規制対象となることや取引参加者ではない証券会社も市場運営コス

<sup>8</sup> 『図説アメリカの証券市場』92 頁。

<sup>9</sup> この点は、欧州連合 (EU) においても強調されている。大崎貞和「EU 投資サービス指令 (ISD) 改正案について」『資本市場クォーター』2003 年冬号参照。

<sup>10</sup> 注 1 前掲『株式市場間競争』50～53 頁、注 2 前掲『金融構造改革の誤算』228～230 頁参照。

トを間接的に負担することになることなどを考えれば問題が多く、自主規制機関と市場運営機関は組織として分離されるべきとされたということである。

この米国で問題視された構造は、わが国の株式店頭市場にもほとんどそのまま当てはまる。それどころか、日本証券業協会は、証券会社全体の自主規制機関、株式店頭市場の運営者という役割に加えて、税制改正要望の取りまとめといった業界団体的機能も担っている（図表3）。公正中立であるべき自主規制機関が、業界の私的利益の代弁者として行動することの妥当性には大きな疑問があり、米国の NASD 以上に問題の多い構造となっていると言えるだろう。既に、協会内でもこうした問題点に関する検討が行われ、東証取引参加者協会の業界団体機能を強化するといった対応が講じられているが、更なる検討と改革が求められよう。

図表3 日米証券業協会の機能比較

	自主規制機関	株式店頭市場の運営	業界団体
米国	NASD（全米証券業協会）	Nasdaq Stock Market（NASD が 55.5% 出資。2006 年までに保有株式ゼロへ。2001 年取引所登録申請）	SIA（証券業者協会）、TBMA（債券市場協会）など
日本	日本証券業協会	日本証券業協会とジャスダック社（協会が 72% 出資）	日本証券業協会（1998 年公社債引受協会を統合）

（出所）野村総合研究所

また、協会が運営する「店頭売買有価証券市場」である株式店頭市場（ジャスダック市場）をめぐっては、①先物・オプション取引が行えない、②立会外分売制度がない、③制度信用取引制度がない、といった問題点を解決するために、証券取引所に改組することが必要との指摘もなされている<sup>11</sup>。ここで指摘されている諸点は、自主規制機関が市場を開設、運営することの是非といった、より根源的な問題とは観点が異なるが、その解決の方法として、ジャスダック市場を取引所市場に改組して協会から分離することが想定されているという点は注目に値する。

なお、ジャスダック市場の取引所化といった改革が進む場合、現行の店頭売買有価証券市場を存続させる必要があるかどうかは疑問である。もともと、協会が市場を運営するという制度は、米国で歴史的に形成された現実を直輸入したという感があり、取引所や PTS による自由な市場運営が可能となっている今日、制度としての必要性が薄れているとみることもできる。

ところで、自主規制機関による市場運営に疑問が投げかけられていると言っても、そのことから直ちに、証券業協会と同様に証取法上の自主規制機関とされている証券取引所の位置づけにも見直しが必要であるとの結論が導き出されるわけではないという点には注意

<sup>11</sup> 「来年度にも、ジャスダック、証取に転換 —信用取引など自由に」『日本経済新聞』2003 年 9 月 19 日付け 1 面。

が必要である。

証券取引所による自主規制は、あくまで自市場における取引参加者にのみ及ぼされるものである。市場における取引参加者の行動に対して一定の規律を要請することは、市場の質を高め、投資家や上場企業の市場に対する信頼を確保する上で必要不可欠であると言ってよい。とりわけ売買監理などの市場監視機能の充実は、民間航空会社が、機体の整備に費用を投じて安全運航の確保を図るのにも似ており、証券取引所が、営利を目的とする株式会社形態に組織変更したとしても、必ず維持されるべき機能である。

とはいえ、現状の証券取引所による自主規制機能の全てが、必要不可欠な機能であるかどうかについては、再検討の余地もある。例えば、わが国の証券取引所は、取引参加者の財務的な健全性を確認するといった観点も含まれる考査を行っているが、取引決済の方法が清算機関方式に移行し、取引参加者の信用リスクが問題とならない市場構造の下で、従前と変わらない体制を維持する必要があるかどうかは疑問であろう。また、英国では、2000年4月から上場審査機能が、証券取引所の手を離れ、監督機関である金融サービス庁(FSA)に移管された。この背景には、市場間競争が激化する中で、取引所が市場振興のための上場企業数増を狙って厳格な上場審査を怠る懸念があるといったこともあろうが、逆に、PTSなどの競争相手が、取引所上場銘柄だけを取引することで、取引所の上場審査機能に「ただ乗り」する恐れがあるといった事情もあったものと考えられる。このように、証券取引所の自主規制機能をめぐっても、多面的な観点から、改めて検討が加えられても良いのではなかろうか。

### 市場再編論について

以上、金融審議会の部会報告が指摘した検討事項について私見を述べたが、市場間競争や市場制度をめぐっては、上のような、やや理論的な観点からの議論からは離れて、現存する市場の将来像をめぐって様々な見解が示されている。

例えば、「金融ビッグバン」を機に複数の地方取引所がその歴史を閉じたことや地方単独上場会社数が減少傾向にあることなどから、現存する地方取引所についても、他市場への統合といった可能性が指摘されることがある<sup>12</sup>。「ナスダック・ジャパン構想」が引き金となった新興企業向け市場による市場間競争をめぐっても、地方取引所が開設した市場も含め七つにもなった新興市場の集約を検討すべきといった指摘がなされた<sup>13</sup>。証券取引所のみにとどまらず、金融先物取引所をも巻き込んだ市場再編の可能性が報じられたこともある<sup>14</sup>。

<sup>12</sup> 例えば、「重複上場 200 社解消、昨年来、東証一極集中が加速」『日本経済新聞』2003年8月16日付け1面。

<sup>13</sup> 例えば、「魅力ある新興市場に知恵を」『日本経済新聞』2002年12月18日付け社説。また、近藤一仁「我が国の市場間競争の現状と課題」『証券経済学会年報』第38号(2003年5月)、114～119頁。

<sup>14</sup> 「金融先物取引所、東証へ統合構想、まず株式会社化検討」『日本経済新聞』2003年8月14日付け1面。



更には、より幅広い見地から、国内の取引所等を全て統合した「日本証券取引所」構想を提起する論者さえある<sup>15</sup>。同じような構想が、国内の全ての取引所を傘下に収める持株会社を設立したドイツからの連想で語られることもある<sup>16</sup>。

ここでは、様々な市場再編構想の内容の妥当性や個々の市場の将来像を詳論することは避けたい。そもそも、市場の将来像は、個々の市場運営者、取引参加者が、激化する市場間競争に如何に立ち向かうかといった観点から自主的に考えるべきことであり、事の性質上、客観的な見通しを立てることが極めて困難である。市場運営者等の当事者から具体的な要請を受けたわけでもない第三者が、客観性を装いながら議論すべき問題ではないように思われる。かつては、大蔵省による統制的色彩の強い行政の下で、個々の市場の将来像が政策的見地から議論されることもあった<sup>17</sup>。しかし、市場運営がビジネスとしての色合いを強め、自由な市場間競争が展開されている今日では、個々の市場の将来は、証券市場全体に悪影響を及ぼすような混乱や不祥事を惹起しない限り、できる限り、各市場の自主性に委ねられるべきであろう。

それでも、国内市場の全面的統合という構想についてだけは、ここでも、あえて一言述べておきたい。

市場間競争を通じて、市場運営の効率化、合理化が進むことは確かである。先に引いた金融審の部会報告が正しく指摘している通り、国内における市場間競争は、わが国証券市場がグローバルな競争力を確保する上でも必要不可欠である。欧米市場との間に大きな時差があり、しかも、株式市場に限って言えば同じタイムゾーンのアジア、オセアニア地域に強力なライバルがないわが国の市場は、国内の市場間競争を完全に排除してしまったのでは、市場運営者が、怠惰と非効率に陥る危険性が高い。EUを通じて緊密な経済圏を形成している域内に、多数の強力なライバルが存在するドイツ証券取引所の事例を引き合いにしながら、わが国市場の将来像を論じることは決して適切ではあるまい。

(大崎 貞和)

<sup>15</sup> 「「日本証券取引所」構想——大和証券グループ本社・原良也社長に聞く」『毎日新聞』2002年11月3日付け7面参照。

<sup>16</sup> 注13前掲近藤論文参照。

<sup>17</sup> 日本経済新聞社編『変貌する証券取引所』（同社、1979年）参照。