

91-J-10

証券手数料の自由化 —アメリカの経験—

貝塚啓明
(東京大学経済学部)

1991年8月

最近の証券界における損失補填をめぐる論議のなかで証券取引の手数料の自由化が争点の一つとなりつつある。ところが意外にこの問題に関する正確な資料がなく、よく知られていない点が多い。たまたまアメリカにおける手数料の自由化の経緯を調べる機会があったので、ここで資料として整理された形でとりまとめることとした。^{*1}

1. 固定手数料体系の変化

手数料が最低手数料として固定されたのはニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange, 以下、NYSEと略す) 創立 (1792年) 以来1975年5月1日に自由化されるまで180年間以上続いたことになる。手数料は、NYSEがその会員間の取り決めとして固定したもので、最近の用語でいえば、自主規制団体 (Self-Regulatory Organization) が決めたものであり、他の地域の証券取引所は別に手数料をとり決めることができる。

固定手数料は、完全な固定比率からかなり複雑な形に変化し、最後に自由化されたが、その推移をたどってみよう。^{*2}

1792年から1919年までは、フラットな固定料率を売買額に掛けたものが手数料

*1 筆者による証券手数料「完全自由化」論 (『週刊東洋経済』1991年8月17日・24日号) において簡単に説明されたアメリカにおける固定手数料の自由化についてのくわしい基礎資料に当る。アメリカにおける自由化の経緯はかなり複雑であるのでこの機会に整理された形で示すことは意味があろう。

*2 ここでは主としてSECの特別研究 [11] とフィリップスとゼッカー (S.M. Phillips & J.R. Zechner) の著書 [6] にもとづいている。

であった。1919年から1947年までは一株当りの料率が株価にスライドして逡減的に適用された。1947年から1959年までは、次のような組み合わせになった（第1表）。

第1表について多少説明を加えると、この料率は、取引所の条文にあるように、どのような形のものであれリベート、返済、割引、控除などを除いたネットの手数料として課されるべきとされている。そして手数料は、ブローカー業務とそれを補助するサービスの対価とされているが、補助的なサービスの範囲がどこまでかについてははっきりしていない。

第1表： 株式売買手数料

(1959年 - 1972年)	
100株当り売買額	料率
100ドル以下	相対交渉による
100ドルから900ドル	2.0% プラス 3ドル
900ドルから2,400ドル以下	1.0% プラス 7ドル
2,400ドルから5,000ドル以下	0.5% プラス 19ドル
5,000ドル以上	0.1% プラス 39ドル

第2表： 株式売買手数料

(1972年 - 1975年)	
100株当り売買額	料率
100ドル以下	相対交渉による
100ドルから800ドル	2.0 プラス 6.40ドル
800ドルから2,500ドル以下	1.3 プラス 12.00ドル
2,500ドル以上	0.9 プラス 22.00ドル

1959年以降の手数料体系の手直しは、断片的になされたが、その推移を列記すると 1)1968年12月には、取引株数が1000株を超えたときには、割引することが決められたが、割引の程度は株価の低い株式が中心であった。 2)1971年5月には50万ドル以上の取引の部分は、手数料が相対的な交渉で決めてもよいこととなった。手数料の部分的自由化の始まりである。 3)1972年3月から料率表がかわったが、第2表にみるように料率はむしろ引き上げられたと見てよい。 4)1972年4月から30万ドルを越える取引については手数料は交渉で決めてよいことになった。 5)2000ドル以下の注文の料率も交渉で決めてよいことになった。

これらの手数料体系の手直しは、ミューチュアル・ファンドなどの機関投資家の要求を背景に、司法省、議会、SEC、NYSEと専門家をまじえた長い論争のプロセスを反映しているが、SECの手数料自由化の決定はかなり手間どったといえよう。そしてついに、1975年5月1日（証券界のメーデーといわれる）から自由化に踏み切ったのである。

2. 手数料体系の構造的側面

アメリカの固定手数料が与えた弊害を理解するには、やや詳細に手数料の適用の仕方をみておく必要がある。ここではSECの特別研究[11]にしたがって説明する。

手数料問題は、もっぱらNYSEに関して集中的に議論されてきたが、問題の背景を知るためには、NYSEの会員とその他の証券取引所の会員との関係や、その他の証券取引所とその他の市場（たとえば店頭市場）の手数料についてふれておく。まず、前節で示された手数料は、いうまでもなく非会員である投資家がNYSEを通じて株式の売買を行った場合に支払う手数料である。しかしNYSEの会員であるブローカーが取引所でまったく手数料を支払わなかったといえ、そうではない。まったく手数料を支払わないためには、実際に取引所内の場立ちを出している会員に直通回線をもたなければならない。また取引の清算を行うためには取引所の近くに事務所を持たなければならない。したがって会員であっても、他の会員に売買や清算を依頼する場合があります、その際には手数料を支払わなけれ

ばならないが、この手数料は、非会員のそれに比較すると大幅に低い。NYSE以外の取引所にはアメリカ証券取引所(Amex)と地方の証券取引所がある。Amexの手数料はNYSEのそれと同一であるが、一部の地方の取引所には特定の非会員に割引を認めている場合がある。また、地方の取引所の取引高の大部分が、NYSEと地方の取引所の両方で行われ、また地方の取引所の会員がNYSEの会員であることも多い。さらに店頭市場では手数料は交渉によって決まる。

a) 非会員の証券会社との取引： 当然のことながら非会員の証券会社は、顧客の注文をNYSEにとりつぐ必要があるが、この場合、手数料は、他の顧客が支払うのと同じ料率で支払う必要がある。非会員の証券会社にとっては、このような取り次ぎを断ることは、顧客を失うことになるので不可能に近い。このような形でえられる手数料収入は、会員の証券会社にとって利益の多いものであるから、なるべくこのような取引を増加させたいと考えるであろう。しかし、すでにふれたように取引所の条文は、リベートその他の類似行為を禁止しているので、なんらかの仕方で非会員を引きつける方法を考えざるをえなかった。これが、会員と非会員との間の互惠取引(reciprocal business arrangements)と特別サービス(special services)である。

互惠取引は、次のような形で行われる。すなわち、非会員会社から取次ぎを受けた会員会社は、非会員会社に注文することで手数料を戻すのである。これは、非会員会社が会員会社となっている地方の取引所に注文を出すのである。この場合、会員会社が地方の取引所の会員でもあれば直接注文できるのであるが、わざわざ非会員会社に注文を出すのである。しかも、この取引の割合が互惠比率と呼ばれていて、会員会社が受け取った手数料の2/3か1/2か、あるいは1/3が戻されることになる。SECの調査によれば、地方の取引所の単独会員会社の447会社のうち298の会社が互惠取引の関係をもっていたとされている(1962年のアンケート調査による)。また、このような関係を結んでいた会社のうち70%以上がその収入の20%以上をこのような互惠取引からえていた。

このような互惠取引は、それが手数料の支払いという形でなされるかぎりには取引所の手数料のリベート禁止のルールに反していない。リベートは、手数料が現金の形で他の取引を通じてなされればルール違反となる。しかし法律的には互惠

取引は問題を含んでいるとはいえよう。確実に手数料が再配分されるような取引決めは、ルール違反であろうが、他方、見返りが期待されるという程度の互惠取引はルール違反ではないといえよう。現実には、この両者の中間になるのかもしれないが、問題は複雑である。

さらに互惠取引の一つの方法として、NYSEの会員会社が両建てで取引を地方の証券取引所の非会員会社に対して行い、手数料を結果的に会員なみにするという方法がとられた。NYSEは、このような手法を止めるよう要請したが、この例は互惠取引には色々な手法がありうることを示している。

非会員の証券会社を引きつけるもう一つの方法は、ある程度の制約はあるとはいえ、その顧客に特別のサービスを提供することである。すなわち、通信施設、取引所外取引の清算、事務所のスペース、特別の調査、販売促進用の材料や展示などの提供である。これらのサービスがリベートの禁止条項に反するか否かは厄介な問題であった。

b) 取引ロットの売買額のみ依存する手数料： 手数料体系のもう一つの構造的な特徴は手数料が100株当りで決まり、取引規模の大きさがそのまま反映することである。すなわち、100株の注文と比較すると1万株の注文による手数料は丁度100倍になるからである。

このような手数料体系の特徴は、大量の売買に対する手数料割引の可能性と結びつけられることとなった。大量の売買を行うのは、もっぱら証券会社であるから、この問題は、前に説明された互惠取引と結びついたものとみなされがちであるが、分けて考える方がよいというのがSECの特別研究[11]の見方でありここでもこの見方に従って説明する。^{*3} 端的にいえば、証券会社ではない大口取引顧客（たとえば機関投資家）に手数料をどういう形で返すかということである。

この場合にも特別なサービスを提供するということがありうる。このサービスは多様であり、非会員の証券会社へのサービスと重なり合う部分が多い。これらのサービスのあるものは禁止されたり、限定的となっている。極めて有利な貸付、

*3 この分離にはやや無理なところがある。

印紙税の肩代り、証券取扱に要する銀行の手数料の肩代り、非会員の事務所費用の肩代り、投資顧問的サービス、顧客の取引上の損失の肩代り（損失補填？）、非会員の事務所の提供を含む取り決め、被用者への謝礼の支払や他の会員、あるいは非会員への注文を取次ぐコストなどは禁止されている。しかし、これらの各項目の取扱いについては、どこで線を引くかについて厄介な問題がある。

次に手数料の分与、あるいは直接的な分割という方法がある。いままでの例では手数料は支払われてすべて会員業者の収入となり、その代りに他の手数料を伴う取引か特別のサービスが提供されるのであったが、この方法では手数料が分割される点が違っている。^{*4}

N Y S E の手数料のルールは、ある状況の下で会員間の手数料の分割を認めている。その結果、互惠取引よりも複雑な取り決めのネットワークが出来上がることになった。分与（give-up）というのは、取引を行った会員（これを第一次のブローカーと呼ぶ）に対してその手数料の一部を現金で他の会員に対して放棄（give-up）することを指示しうるということから由来する。分与される額は、手数料の60%位といわれ、ミューチュアル・ファンドによって広く活用されている。ミューチュアル・ファンドによる他の形態の分与と区別するために、S E C の特別研究 [11] にならってこの種の分与を互惠的分与（reciprocal give-up）と呼ぶ。

互惠的分与のもっとも単純な形は、ミューチュアル・ファンドが N Y S E の会員会社に第一次ブローカーとして注文し、その会員会社への手数料の一定パーセントを N Y S E の他の会員に分与することを指示する場合である。この分与の指示は、ミューチュアル・ファンドの受益証券の販売や調査、統計、通信施設、上場などの特別のサービスに対して報いることにあった。

また互惠的分与は、第一次ブローカーが、非会員会社に対してサービスを提供した他の会員会社に分与する形もある。N Y S E は、現金の分与は会員にのみしか認めず、非会員は会員からサービスの提供のみを受けるだけであった。第一次ブローカーは、顧客と非会員にサービスを提供している多数の会員との間の導管

^{*4} このような手数料の分与をはじめて詳細に問題視したのがワートン・スクールによる調査研究 [10] である。

(conduit)として役立ち、分与される利益の配分を円滑にしたのである。また、同じ様な形の手数料の分与は、地方の取引所の会員でもあるNYSEの会員を通じて、NYSEの非会員への分与の形をとることもある。

ミューチュアル・ファンドによる手数料の分与がどの程度になっていたかをミューチュアル・ファンド側の方の収入面からみた資料がSECの投資会社に関する調査[12]にあるのでその概略を紹介する。この調査では、会員会社に関係をもたない上位20社のファンドをとり、その手数料の再配分をファンドの販売に関連した部分と他のサービスに分けて示している。すなわち、1965年7月から66年6月までのブローカーへの手数料のうち平均66%が分与され、そのうち53%相当部分がファンドの販売について配分され、13%相当部分が他のサービスに見合う部分として配分されたとしている。上位5社をとってみると71%が分与全体であり、62%相当部分がファンドの販売に対して、9%相当部分が他のサービス提供に対して再配分された。

SECの特別研究[11]とSECの投資会社に関する調査[12]は、固定手数料の下での手数料分与の実態を明らかにしたが、SECは、固定手数料体系の維持の立場をかえなかった。特別研究[11]においては、「この問題の公共的重要性と含まれる問題の複雑さからして、SECが取引所や影響を受ける機関の協力をえてより広汎な調査をすべき」と提案するにとどまった。また投資会社に関する調査は互恵的分与[12]を禁止することを提案した。

3. 自由化のプロセス

—NYSE・SEC・司法省・議会・経済学者—

1968年に入ってから手数料の自由化は証券市場関係者のみならず、司法省や議会、さらには経済学者を中心とする専門家の間で広く議論され、激しい論争の様相を示すことになった。ここではその経過を簡単にたどることにしたい。

1968年1月にNYSEの理事長であるハーク(Robert Haack)は、互恵的分与の禁止の提案をSECに行った。その主たる理由は、株式取引が地方の取引所や店頭取引に移り、NYSEの比重が下がり始めたことにあった。この提案を受け

てSECは、司法省を含めて関係諸機関の意見を求めた。同年の4月1日の司法省の見解は、SECに対して固定手数料の廃止を迫ったものであり、正に不意打ちであった。司法省の主張は、「証券取引法の目的にとってどの程度までNYSEによる手数料の固定が必要であるか否かを決定する必要な手続きをとるべきである。そして、公共の利益によって正当化されるとはみえないすべての手数料の固定を廃止する措置、手数料の固定が存続されるときに正統性ないしは合理性を決める基準を明らかにし発表する措置、およびNYSEの市場への非会員の公平で非差別的なアクセスを確保する適切の手段を決定する措置をとるべきである」というものであった。この司法省の見解は、その後1975年5月までの間、激しい論争がくり広げられる端緒となった。

NYSEは、1968年12月に第1節でもふれたような大口取引への手数料の割引と同時に互恵的分与を禁止したが、それ以前に（同年8月）司法省への反論として固定手数料擁護の議論を展開した〔4〕。この反論は手数料の自由化が破滅的競争（destructive competition）をもたらす、証券市場に有害な結果をまねくというものであった。

NYSEの司法省への反論の一つは、手数料の自由化を行うという会員数が減少し市場の維持が困難になるというものであったが、NYSEの反論の主たる理由は、手数料の自由化は、破滅的競争をもたらす、競争力をもつ大きな会員会社による集中度が増加し、小さい効率的な企業が長期的には生き残らず問題が発生するとした。この破滅的競争の可能性について経済学者を中心として反対論が相次ぎ、NYSEの立場は論争の過程で弱められた。

NYSEが破滅的競争の可能性を主張するときには、経済理論の常識からして、1)高い固定費、2)競争を保障するに足る会員会社数の不足、3)証券業（特にブローカー業務）における規模の経済の存在を理由にしたが、これらの理由が余り説得的でないことは、何人かの経済学者によって指摘された（〔1〕、〔2〕、〔3〕、〔7〕、〔9〕）。なかでも、1968年10月に司法省が4人の経済学者（サミュエルソン、ポーモル、ウォーリック、デムセッツ）を招いた公聴会において、これらの学者は多少アプローチが違っていても、いずれも固定手数料は正当化できず、また自由化された手数料の方が望ましく、また実行可能な方策である

とした。*5 また、司法省の調査部門のエコノミストであるマン(Michael Mann)は、NYSEが調査報告[4]で示した固定費の分析を同じデータを使って逆の結果、すなわち、固定費の比重が高くないこと、規模の経済が大きくないこと、大規模な会員会社にとって有利とはならないことを導き出した。*6 また、1960年代からSECの委託を受けていくつかの調査報告において指導的な役割をもったフレンド(Irwin Friend)も議会への資料[1]において固定費の比重は高くなく、会員会社間の相違も小さく、自由化の投資家への影響も心配するほどではなく、また市場の効率性を高める方向に働くとみた。フレンドの議論のなかで投資家への影響を検討した部分と市場の効率性にふれた部分は参考になるのでいくらかパラフレイズしておこう。

フレンドは、手数料自由化の投資家への影響について、特に小口投資家(あるいは個人投資家)への影響について次のようにみている。まず、第一の点は、市場に直接投資する小口投資家とたとえば投資信託などを通じて間接的に投資する小口投資家とを区別する点である。この点に関して、前者は多少手数料が上昇することで不利になる危険性があるが、後者は、手数料の自由化によって有利になるはずである。第二の点として証券業の活動に変化が生じる点がある。すなわち、手数料の自由化は色々なサービス込みで手数料を支払っていた機関投資家に影響を与えるであろう。すなわち、手数料の自由化は、純粹のブローカー業務に対する手数料として手数料を純化させるであろう。その結果かつての複合的なサービスは、解体されてばらばらになるであろう。直接投資する小口投資家にとっては、これは決して不利な状況ではなく、たとえば企業調査などはわずかな費用で入手できるのであろうし、かえって有利になる。第三の市場の効率性については、二つの効率性を分けることができよう。すなわち、取引上の効率性(operational efficiency)と情報利用上の効率性(allocational efficiency)である。フレンドは、前者の効率性ははっきり高まるとみるが、後者の効率性については多少高まる程度とみている。前者の効率性は手数料の自由化により、平均的にはかなり

*5 この間の詳しい経緯については、ゼリグマン(J. Seligman)の著書[8]を参照のこと。

*6 この結論はマンの論文[3]で繰り返されている。

取引コストが低下するから当然のことといえる。後者については、手数料の自由化が競争促進的な効果をもつのでいくらかプラスになるというのがフレンドの意見である。

その後司法省とNYSEとの間に論争が続いたが、SECは、1971年に機関投資家に関する調査研究[13]をまとめた。この報告書においてSECは従来の立場をかえ、競争上の障害を除くという理由により最終的には手数料の自由化に賛成し、その過程では仲介のコストを反映するように手数料体系を手直しすべきと勧告した。これを受けてNYSEは、第1節でみたように50万ドル以上の取引の上のみ部分を1971年5月に自由化し、さらに1972年4月から30万ドル以上の取引について自由化することを認めた。

これと平行して議会もこの問題を含めて証券市場の調査を始め、1973年には手数料の固定化は競争上の障害になり、廃止されるべきと結論づけた。この議会の意見は、証券取引所の修正条項の基礎となり、やがて修正条項は議会を通過し、手数料の自由化は1975年5月1日から実施に移された。

4. 自由化の影響

手数料の自由化がどのような結果をもたらしたか、ここでは利用しうる資料や論文が扱っている1980年までに限って状況を示しておこう。より長期的な影響は、独自の分析を必要とするので別の機会にゆずる。

固定手数料廃止の影響を跡づけるために、議会はSECに報告を義務づけたので、1979年までSECはその影響をモニターした。SECによる要約的な評価をその年次報告(1980年)に従って紹介しておく。「手数料に関する細かい二・三の結果は次のようなものである。1975年4月から1980年6月にかけて、個人投資家の売買額のパーセントで見ると18.2%手数料は下がった。機関投資家については、その注文数の大きさと強い交渉力のために、1975年5月以前と比較すると55.3%低下した。一株当たりの手数料で見ると、個人については10.5%、機関投資家については55.3%低下した。1980年6月の注文数で見れば、個人は平均427株を売買し、一株当たり26.9セントの手数料を支払った。機関投資家は平均2,513株を売

買し、一株当たりの手数料は11.6セントであった。1万株以上の個人の注文については、同じ規模の機関投資家と似たような手数料の割引を受けた。」

S E Cの年次報告は、続いて「ブローカー・ディーラーはそれが機関投資家との取引の比重の大きさに依存して影響を受けた。機関投資家相手の比重が高い会社は、より多角化した会社と合併したり、あるいは倒産し、新しいタイプの会社、すなわち割引ブローカー・ディーラー (discount broker-dealers) が現れた。総じていえば、これらの変化はより多様な手数料を結びつけたより広いサービスを投資家に提供した。」これらの要約的な評価から、S E Cは手数料の自由化が証券市場に有害な影響を与えず、むしろプラスの効果があったとみていることがわかる。

また、メーデー以降、4年間ほどの経過を跡づけたティニックとウエスト (S. Tinic & R.R. West) の論文 [14] を要約すると次のようになる。1) N Y S Eの会員数は、わずかに自由化直後に減少したが、また回復したこと、2) 似たような傾向はブローカー業務を行う N Y S Eの会員数にも現れていること、3) 上位会員会社の集中度は余り増加していないこと、である。なお、個人投資家の売買ロット規模の一株当たりセントと売買額当たりパーセントの変化を念のために詳しく示した表を示しておく (第3表)。この第3表から、個人投資家の売買ロットの小さい人々が手数料がやや不利になったこと、1000株以上の投資家には有利になったことがわかる。手数料の自由化は、いくらか小口投資家に不利になったが、その程度はわずかといってよい。

S E Cと証券市場についての分厚い著書 [8] をまとめたセリグマン (J. Seligman) による次の要約はおそらく的確といってよい。「証券手数料の自由化は取引コストを低めることによって広く投資家にプラスとなり、売買量を増加させることによって証券業の体質を強化しながら、ディスカウント・ブローカーと分解されたサービスを可能にし、証券業の集中度を著しく高めることなくブローカー・ディーラー会社の効率性を大いに刺激した。」

第3表： 手数料の変化（1975年4月－1978年12月）

	売 買 株 数 規 模							
	0～199		200～999		1,000～9,999		10,000～	
	1株当 売買額 りセント %		1株当 売買額 りセント %		1株当 売買額 りセント %		1株当 売買額 りセント %	
1975年 4月	50.1	2.03	32.6	1.86	19.5	1.38	8.8	0.76
6月	51.0	2.06	32.3	1.85	19.0	1.33	7.7	0.60
9月	51.1	2.07	31.3	1.81	17.9	1.24	8.2	0.51
12月	47.2	2.17	29.1	1.87	16.3	1.26	5.9	0.25
1976年 3月	50.7	2.07	32.1	1.85	18.4	1.34	5.9	0.57
6月	53.2	1.97	33.2	1.74	18.8	1.22	7.3	0.45
9月	51.7	2.01	32.7	1.73	18.3	1.18	7.3	0.49
12月	49.5	2.05	31.6	1.76	17.4	1.19	5.3	0.43
1977年 3月	51.4	2.02	32.5	1.76	17.4	1.18	5.6	0.23
6月	51.6	2.05	32.7	1.78	17.8	1.15	4.6	0.35
9月	51.3	2.07	32.4	1.74	17.1	1.06	6.1	0.32
12月	48.7	2.11	30.8	1.77	16.1	1.09	5.7	0.35
1978年 3月	52.5	2.23	33.1	1.86	17.7	1.16	5.4	0.35
6月	54.8	2.15	35.0	1.78	19.1	1.15	7.8	0.49
9月	56.0	2.01	35.1	1.72	19.0	1.12	6.5	0.35
12月	52.8	2.10	32.7	1.76	17.9	1.10	5.9	0.48

文献

- [1] Friend, I., and M. E. Blum, "The Consequences of Competitive Commissions on the New York Stock Exchanges," (The report to U.S. Congress) U.S. Congress, House of Representative, Study of the Securities Industry, Part 9, Appendix JJJ(GPO, 1972)
- [2] Kahn, A. E., The Economics of Regulation: Principles and Institutions, Vol. II (John Wiley, 1971)
- [3] Mann, H. M., "The New York Stock Exchange: A Cartel at the End of Its Reign," in Promoting Competition in Regulated Markets, ed. by Almarin Phillips (Brookings Institution, 1975)
- [4] New York Stock Exchange, Economic Effects of Negotiated Commission Rates on the Brokerage Industry, the Market for Corporate Securities, and the Investing Public, (August, 1968)
- [5] Ofer, A. R. and Arie Melnick, "Price Deregulation in the Brokerage Industry: An Empirical Analysis," Bell Journal of Economics, Vol. 9, No. 2 (Autumn, 1978)
- [6] Phillips, S. M. and J. R. Zechner, The SEC and the Public Interest, (MIT Press, 1981)
- [7] Roberts, D., S. M. Phillips and J. R. Zechner, "Deregulation of Fixed Commission Rates in the Securities Industry," in The Regulation of Banking and Securities Industries, ed. by L. G. Goldberg and L. J. White (Lexington Books, 1979)
- [8] Seligman, Joel, The Transformation of Wall Street (Houghton Mufflin, 1982)
- [9] Tinic, S. M. and R. R. West, "The Securities Industry under Negotiated Brokerage Commission: Change in the Structure and Performance of New York Stock Exchange Member Firms," Bell Journal of Economics, Vol. 11, No. 1 (Spring 1980)
- [10] U.S. Congress, 87th Congress, 2d Session, A Study of Mutual Fund,

by the Wharton School of Finance and Commerce (GPO, 1962)

[11] -----, 88th Congress, 1st Session, Report of Special Study of Securities Market of the Securities and Exchange Commission, Part 2 (GPO, 1963)

[12] -----, 89th Congress, 2nd Session, Report of the Securities and Exchange Commission on the Public Policy Implications of Investment Company Growth (GPO, 1966)

[13] -----, 92nd Congress, 1st Session, Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission, (GPO, 1971)

[14] West, R. R. and S. M. Tinic, "Minimum Commission Rates on New York Stock Exchange Transactions," Bell Journal of Economics and Management Science, Vol.2, No.2 (Autumn, 1971)