

レギュレーション NMS 提案について —米国における株式市場規制見直しの動き—

大崎 貞和

要 約

2004年2月24日、米国の証券取引委員会（SEC）は、全国市場システム（NMS）を構成する株式市場規制に関する新規則レギュレーション NMS の提案を決定した。新規則案には、同じ銘柄が複数の取引所や ECN で取引されている場合に、最良気配が提示されている市場以外で注文を執行する「トレード・スルー」と呼ばれる行為の禁止規制を緩和することなどが盛り込まれている。おりからわが国では、上場銘柄に関する取引所取引原則の撤廃や証券会社に対する最良執行義務の導入などを柱とする市場規制の見直しが進められている。米国の新規則案は、米国株式市場に大きな構造変化をもたらす可能性を秘めているばかりでなく、わが国における最良執行義務の導入を始めとする制度改革の検討に対しても示唆に富んでいる。

I. 全国市場システム（NMS）

米国の株式市場は、ニューヨーク証券取引所（NYSE）を始めとする7つの証券取引所、全米証券業協会（NASD）が管理するナスダック市場、上場株式を取引所外で取引するいわゆる「第三市場」（現在の名称はナスダック・インターマーケット）、ブローカー・ディーラー（証券会社）によって運営されるコンピュータ・ネットワーク上の疑似取引所とも言えるべき電子証券取引ネットワーク（ECN）などによって構成されている。

市場の構造は単純ではなく、同じ銘柄の取引が、同時に様々な場所や方法で行われることが珍しくない。例えば、NYSEの主要上場銘柄の場合、NYSEでの取引以外にも、重複上場や非上場取引特権（UTP）に基づく地方取引所での取引、ナスダック・インターマーケットでの取引、ECNでの取引、大口注文であれば取引所外でのブローカー・ディーラ

ーの自己勘定による執行など、様々な形態での注文執行が可能となっている。

こうした市場構造の萌芽は、「第三市場」や現在の ECN の起源となったインスティテュートが登場した 1960 年代後半から既に現れていた。そこで、1975 年に成立した証券諸法改正法は、複合的な市場構造が、情報や取引を分散化させ市場全体の効率性を低下させる、いわゆる「市場の分裂（market fragmentation）」につながることを回避し、全米株式市場としての統一性を保つことを狙いとして、SEC に対して「全国市場システム（National Market System: NMS）」を確立する権限を与えたのである（1934 年証券取引所法第 11A 条）。

NMS は、①市場間の競争、②価格の透明性、③市場間のリンケージ、④顧客注文の最良執行、の四つの要素によって構成されるものであり、特定の運営主体が管理する単一の市場に全ての取引を集中することを意図したものではない。既存の諸市場や取引システム

を解体して一つの組織に統合するのではなく、多様な気配情報や取引情報を統合し、お互いに競争させながら一つの市場としての機能を確保することが目指されている。

II. レギュレーション NMS の内容

1970年代以降、この NMS を具体化するために、統合気配システム (CQS)、市場間取引システム (ITS)、統合テープシステム (CTS) といった情報システムや取引ルールの整備が進められてきた (図表 1)。今回提案されたレギュレーション NMS は、これまでに制定された関連規則を再整理するとともに、1997年の注文執行義務規則導入、2000年のデシマライゼーション (1/8ドル単位での表示から10進法気配表示への移行) という二つの大きな制度改革以降に生じた最近の市場環境の変化に対応するための新たな規制を導入しようとするものである¹。

1. 規則の構成

今回提案されたレギュレーション NMS は、次の諸規則から構成されている²。13の規則のうち10は、NMSに係わる現行規則の内容をほぼ踏襲しながら、規則の番号や構成を改めたものである。一方、規則610以下の3規則は、内容的にも新たに提案されたものであり、2000年2月に発表されたSECのコンセプト・リリースに示された問題意識とその後の検討の結果を踏まえたものである³。

- ① 規則 600：現行の規則 11Aa2-1 に代わるものとして制定。NMS の対象証券及び定義に関する規定から成る。対象証券は、基本的に従来と同じで、CTS によって約定報告が行われる株式、上場投信 (ETF) 及び上場オプションである⁴。
- ② 規則 601：NMS 株式の約定報告について規定する現行の規則 11Aa3-1 を修正。具体的には、自主規制機関やその会員が

図表 1 全国市場システム (NMS) のあゆみ

1972年11月	取引所、NASD に対して上場証券等に関する約定報告を義務づける規則 17a-15 (現 11Aa3-1) 制定。
1975年6月	全国市場システム (NMS) の創設を勧告する証券諸法改正法成立。
1978年2月	取引所等の表示気配を一覧できる統合気配表示システム (CQS) を導入する SEC 規則 11Ac1-1 制定。
4月	取引所スペシャリストが、より良い気配を表示する他の市場へ注文を転送できる市場間取引システム (ITS) に関する暫定プラン採択。
1980年2月	情報ベンダーによる気配情報、約定情報の報道に関する規則 11Ac1-2 制定。
1981年4月	ITS 暫定プランが改定され、他の市場により有利な価格があるにもかかわらず約定するトレード・スルーが本格的に禁止される。
1983年2月	ITS に関する恒久的なプランが最終的に承認される。
1990年6月	非上場取引特権 (UTP) に基づいて地方取引所で取引されているナスダック銘柄の気配、約定情報が NMS の仕組みに組み込まれ始める (2001年11月完了)。
1997年1月	顧客の指値注文保護の強化を図る規則 11Ac1-4 を始めとする注文執行義務ルール制定。これを機に、ナスダック銘柄を取引する ECN (電子取引ネットワーク) が成長。
1999年12月	ニューヨーク証券取引所 (NYSE) が、会員に取引所集中義務を課してきた規則 390 を完全に撤廃することを決議。
2000年2月	SEC が「市場の分裂」に関するコンセプト・リリースを発表。
6月	SEC が呼び値表示の10進法への移行を命じる (2001年4月移行完了)。上場銘柄を店頭取引する「第三市場」や一部の ECN が ITS に組み込まれ、「第三市場」は「ナスダック・インターマーケット」と改称される。
2004年2月	SEC がレギュレーション NMS の制定を提案。

(出所) 野村資本市場研究所

- 独自に約定データを公表してはならないとする規制を撤廃する。
- ③ 規則 602：NMS 証券の気配公表について規定する現行の規則 11Ac1-1 をほぼ踏襲。
- ④ 規則 603：情報ベンダー等による NMS 株式の気配、約定情報の収集、配信について規定する現行の規則 11Ac1-2 を修正。配信しなければならない情報の内容など詳細について見直しを行う。
- ⑤ 規則 604：顧客指値注文の保護について規定する現行の規則 11Ac1-4 をほぼ踏襲。いわゆる注文執行義務ルールの根幹をなすものである。
- ⑥ 規則 605：証券取引所や ECN といった市場運営機関による注文執行状況に関する情報開示について規定する現行の規則 11Ac1-5 をほぼ踏襲。
- ⑦ 規則 606：ブローカー・ディーラーによる取引所や ECN への注文の回送状況に関する情報開示について規定する現行の規則 11Ac1-6 をほぼ踏襲。
- ⑧ 規則 607：ブローカー・ディーラーに対して、注文回送の対価としてのリベート（payment for order flow）の有無や顧客による明示的な指図がない場合にどのような注文執行方法をとるかに関する情報開示を義務づける現行の規則 11Ac1-3 をほぼ踏襲。
- ⑨ 規則 608：取引所や証券業協会といった自主規制機関が作成する NMS に関するプラン（ITS プランなどがある）について規定する現行の規則 11Aa3-2 をほぼ踏襲。
- ⑩ 規則 609：証券情報処理業者（Securities Information Processors: SI）の登録について規定する現行の規則 11Ab2-1 をほぼ踏襲。

- ⑪ 規則 610：今回提案された新規則。公表気配に対するアクセスについて規定。
- ⑫ 規則 611：今回提案された新規則。トレード・スルーに関して規定。
- ⑬ 規則 612：今回提案された新規則。呼び値の最小値について規定。

2. トレード・スルーに関する規則案

レギュレーション NMS 提案の中で、株式市場の構造に最も大きな影響を及ぼすものとみられ、市場関係者の間でも注目を集めているのが、トレード・スルー（trade through）に関する新たな規制を盛り込んだ規則 611 である。

トレード・スルーとは、ある銘柄の株式が同時に複数の場所や方法で取引されている場合に、市場の最良の気配が提示されていない場所や方法で売買を成立させる行為である。

本来、証券取引所など、組織化された株式市場における価格形成は、原則として、価格優先、時間優先の原則に従って行われるべきであろう。トレード・スルーが容認されれば、市場全体として価格優先、時間優先を徹底することができない。

そこで、各取引所のスペシャリストが提示する気配を一覧できる CQS や取引所スペシャリストが他のより有利な気配を提示している取引所市場に注文を回送する仕組みである ITS といった情報システムが整備された取引所市場では、1970 年代後半から 80 年代初めにかけて、トレード・スルーが原則として禁止されるようになった。例えば、地方取引所のスペシャリストが、NYSE により良い気配が提示されているのに、注文を NYSE へ回送せず自らの提示気配で執行することは認められなくなった。

これに対して、証券会社と顧客との相対交渉で取引が行われる店頭取引から発達したナスダック市場には、現在でもトレード・スルーに関する明確な規制はない⁵。実際には、

ナスダック市場においても、ほとんどのマーケット・メーカーは、一定の株数以内の注文であれば自社の提示する気配にかかわらず、自発的に最良気配で注文を執行するとしている。また、顧客注文の受託者としてのブローカー・ディーラーが最良執行義務を負っていることが広く認識されており、通常の取引単位の取引で、顧客にとって明らかに不利な価格での注文執行が安易に行われる余地は大きくない。しかし、ナスダック市場という組織として、トレード・スルーを禁止したり防止したりするための仕組みが整っているわけではない。

一方、上場銘柄についても、ECN を始めとする代替的取引システム (ATS) は、取引高が非常に大きいため CQS への参加を義務づけられるか、「ナスダック・インターマーケット」で気配を配信する業者として登録しない限り、トレード・スルー規制の適用対象とならない。

そこで今回の規則提案は、取引所やナスダック市場、ATS (ECN を含む) といった市場運営者に対して、これまでトレード・スルー規制の対象とはされていなかったナスダック銘柄を含む全ての NMS 株式に関して、自市場におけるトレード・スルーの発生を防ぐための合理的な規制を導入し実施する義務を課すこととした。

但し、この規制には、二つの重要な例外が設けられる。

第一に、発注者 (委託注文の場合は顧客、自己売買の場合はブローカー・ディーラー) 自らが、十分な情報を与えられた上でトレード・スルー規制の適用除外とされることに同意した注文は、規制の対象とされない。但し、包括的に適用除外の同意を得ることは認められず、個別の注文毎に同意が確認されなければならない。

なお、ブローカー・ディーラーが、適用除外の同意に基づいて顧客の注文を執行した場

合、できるだけ速やかに、当該注文執行時点での市場の最良気配 (national best bid offer) を顧客に対して開示しなければならないものとされる。

第二に、自動取引システムを採用している市場と自動化されていない市場 (例えば、NYSE の立会場での取引) が併存している場合、自動化されていない市場が最良気配を示していても、一定の価格差の範囲内 (株価によって 1~5 セント) であれば、最良気配を示していない自動取引システム上で、そのまま売買注文を執行することが認められる。

これらの適用除外の背景には、いったんある市場に出された注文を他のより有利な執行が可能となる市場へ回送するには物理的に一定の時間を要するという事情がある。とりわけ、ナスダックや ECN は、この点をとらえて立会場で取引を行っているために回送された注文の処理に時間を要する NYSE を強く批判してきた。

確かに、せいぜい数セントの価格差であれば、市場全体で最も有利な価格でなくとも、即時に注文が執行できることを望む市場参加者もいることは否めないだろう。更に言えば、流動性が極めて高く価格が短時間で変動する銘柄の場合、注文の回送や約定処理に時間がかかり過ぎ、有利に見えた市場の気配が注文回送時点で変化してしまっているといった可能性も否定できない。

SEC は、今回の規則提案に上の二つの適用除外規定を盛り込むとともに、その代替案として、全ての市場運営者に対して、自動注文執行システムの導入を義務づけ、全ての電子的に出された注文をその時点での市場の最良気配で執行することを可能にするという考え方もあり得るとしている。ただ、そのような形で取引システムの具体的内容にまで規制を及ぼすことは望ましくないというのが SEC の基本的な認識であり、この点についてもパブリック・コメントを求めている。

3. 公表気配へのアクセスに関する規則案

かつてナスダック市場では、マーケット・メーカーが、売りと買い双方の成り行き注文を大量に発注するブローカー・ディーラーや運用会社に対して、リベートを支払うペイメント・フォー・オーダーフロー（payment for order flow）と呼ばれる慣行が幅広くみられた。このような慣行が生まれたのは、マーケット・メーカーは売りと買いの気配のスプレッドを収益源としているため、注文を買い取って大量の注文を獲得して処理することによって、利益を確保することができるからである。この慣行は、デシマライゼーションによって気配のスプレッドが著しく縮小したことで衰退に向かっているとされるが、代わって、ECN によるペイメント・フォー・オーダーフローの支払いが広範にみられるようになってきたという。

ECN は、売買注文の執行というサービスを提供し、そのために取引システムの整備、維持、改善を行っている。ECN が慈善事業でない以上、常識的に考えれば、取引参加者から取引手数料を徴収するだろう。ところが、実際には、有力 ECN は、自市場に指値注文を出してくれる市場参加者にはリベートを支払う一方、自市場の指値注文に対当する注文を出す参加者からは取引手数料を徴収している⁶。そうすることによって、全ての参加者から一律に手数料を徴収する場合よりも、多くの指値注文を集めることができ、流動性の向上が図られると考えているからである。

SEC によれば、このことが、「市場の分裂」を促す結果になってしまっている。例えば、ある銘柄のマーケット・メーカーが、20 ドルの買い気配を提示し、それがその時点での市場の最良気配であったとする。この時、同銘柄を 20 ドルで売りたいと考える売り手が、ナスダックの取引システムであるスーパー・モンタージュに 20 ドルの売り指値注文を出せば、マーケット・メーカーの買い

気配と対当され、約定が成立する。ところが、スーパー・モンタージュで約定すれば、一株当たり 3 セントの執行手数料を徴収されるのに対し、スーパー・モンタージュに接続していない ECN に最良気配となる指値注文を出せば一株当たり 2 セントのリベートがもらえるのである⁷。このため、上の例のような場合、売り手がリベートを支払う ECN に 20 ドルの売り指値注文を出してしまい、同じ銘柄に関する同じ価格の売買注文が同時に存在するにもかかわらず約定が生じないという事態が生じる可能性がある。

このように、売りと買いの最良気配が同じ価格になった状況はロックド・マーケット（locked market）と呼ばれるが、自動取引システムの中には、この状態が生じた場合、注文執行を停止する仕組みをとっているものもある。正確な統計はないものの、市場参加者の間では、近年、ロックド・マーケットの状態が頻発するようになったとの見方がある。

上の例に示したロックド・マーケットの状態は、気配を提示したマーケット・メーカー側が、20 ドルの売り指値注文の出されている ECN に買い注文を出すことで解消される。しかし、ECN は、基本的には会員制の仕組みである。ECN の注文板を全て見ることができ、直接、注文を入力できるのは会員（subscriber）のみである。もちろん、注文執行義務規則上、ECN とみなされるためには会員でない市場参加者が注文を回送できる仕組みをとっていなければならないとされているが、ほとんどの ECN は自市場の売買注文と対当する注文を回送した非会員に対して、「アクセス・フィー」と称する取り扱い手数料を課している⁸。

従って、仮に、上の例で、マーケット・メーカーが当該 ECN の会員でなかった場合、ロックド・マーケットを解消するためには、アクセス・フィーと取引手数料を支払って ECN に注文を出さなければならないという

ことになる。

こうした問題を解消するために、SEC は、今回の規則提案の中に、取引所、マーケット・メーカーや ECN など気配情報を発信する者が、自らの会員や顧客でない者に対して、会員や顧客との差別的取り扱いにあたるような手数料等を課してはならないとする規定を盛り込んだ（規則 610）。具体的には、自らが公表する気配に対当する注文の執行にあたって、1株当たり1セント（株価1ドル未満の銘柄の場合、株価の1%）を超える手数料を課してはならないものとされ、アクセス・フィーのように取引手数料以外の手数料を合算しても、1株当たり2セント（株価1ドル未満の銘柄の場合、株価の2%）を超えてはならないものとされる。

一方、ロックド・マーケットやクロスド・マーケット（crossed market：ある注文執行ポイントの買いの最良気配が、他の注文執行ポイントの売りの最良気配を上回る状態）については、取引所及び証券業協会に対し、会員がそうした状態をできるだけつくり出さないよう合理的な規制を設けるよう義務づけることとした。

4. 呼び値の最小値に関する規則案

2001年4月に完了したデシマライゼーションによって、米国株式市場における標準的な呼び値は、1/8ドルもしくは1/16ドル刻みから1セント刻みに改められた。これによって、最小のスプレッドが縮小し、市場の効率性が高まるものと期待された。

ところが、最近、ECNの中に刻みが1セント未満の呼び値を導入する動きが現れている。これは、自市場に集まる注文を増やそうとする試みの一つである。例えば、あるナスダック銘柄の市場の最良買い気配が25ドル10セント、売り気配が25ドル11セントだったとする。この時、ECN上で25ドル10.5セントでの約定が可能であれば、多くの市場

参加者は、そちらでの取引を選ぶだろう。もともと、ECNが、ナスダック市場におけるマーケット・メーカーのスプレッドの間を抜くための取引手段として発達したことを考えれば、こうした仕組みの導入は当然とも言える。

こうした中で、2003年8月、ナスダックは、SECに対して、自らが運営する取引システム上での呼び値を10分の1セント刻みとすることを認めるよう要請した。ナスダックは、ECNとの競争上、同じ条件を備えることが必要だと主張している。しかし、SECは、ナスダックの要請に応じようとはせず、今回の規則提案に刻みが1セント未満呼び値を原則として禁じる内容を盛り込んだのである（規則612）⁹。この背景には、1セント未満の呼び値の現状には問題が多いとするSECの判断がある。

例えば、ECNの最良気配は一般に公表されているものの、1セント未満の呼び値は、板情報全部を見ることのできる会員だけが正確に把握し、一般にはセント単位に丸められた形で公開されているからである。そこで次のような問題が生じる。例えば、ある銘柄の最良買い気配が25ドル12セントだったとする。ここで、1セント未満の呼び値を設けているECNの会員であるブローカー・ディーラーが、25ドル12.1セントで100株の買い指値注文を出せば、わずか10セントを余分に負担するだけで、最良気配の背後にある注文よりも、先に自己の注文を成立させることができる¹⁰。

また、一般論として、1セント未満の呼び値が認められることで、指値が細かく分かれてしまい、同じ価格で売買できる株数が少なくなり、市場の深み（market depth）が失われるという可能性もある。更に、呼び値が細くなることは、空売り規制など、呼び値に基づいて行われる規制のあり方にも影響を及ぼしかねないだけに、SECとしては、むしろ

る呼び値の最小値を 1 セントに統一することで混乱を避けようとしたのであろう。

Ⅲ. レギュレーション NMS 提案の意義

米国では、株式市場の構造、とりわけ「市場の分裂」という問題をめぐって、様々な注文執行ポイントによる市場間競争を重視する考え方と市場集中の必要性を重視する考え方が長年にわたって戦わされてきた¹¹。今回の SEC による包括的な規則提案は、市場間競争の果たす積極的な役割を認めつつ、ECN の NMS への組み込みなど「市場の分裂」を防ぐための改革を着実に進めていくという SEC の姿勢を改めて明確に示したものとと言える。

おりからグラッソ前会長の報酬問題などで NYSE に対する風当たりが強まっており、今回の規則提案も NYSE の問題と結び付けようとする見方もある¹²。確かに、トレード・スルーに対する厳しい規制が、結果的に NYSE に上場銘柄売買の 80% が集中するという状況をつくり出してきたとの見解は広くみられる¹³。ECN やナスダックは、トレード・スルーの厳格な禁止が緩められれば、自市場での NYSE 上場銘柄の取引高がかなり増加するものと期待している。

一方、「規制緩和」に対する NYSE の警戒感も強く、既にトレード・スルー規制の見直しは投資家にとって不利なものになるとの研究レポートを公表している¹⁴。NYSE が、これを機に立会場の廃止と自動取引システムへの移行といった抜本的な改革に乗り出すとの観測もあり、トレード・スルーに関する見直しは、米国株式市場の大きな構造変化につながっていく可能性を秘めた制度改革としてとりわけ注目される¹⁵。

わが国においても、1998 年の金融ビッグバン以降、私設取引システム (PTS) 業務が解禁されるなど、市場間競争を促進する政策

がとられるようになってきている。2003 年 12 月に提出された金融審議会第一部会の報告書では、取引所上場銘柄に関する取引所取引原則や価格規制を撤廃し、証券会社に最良執行義務を課すことで市場間競争の促進と投資家保護の確保を両立させるとの方向性が打ち出され、2004 年 3 月には、報告書の内容に基づく証券取引法改正案が国会に提出された¹⁶。

証券会社が負うべき最良執行義務の詳細については、法案成立後の政令、内閣府令整備の過程で検討されるものと考えられる。既に、金融審議会の報告書においても、最良執行義務が、ある時点で顧客にとって最も有利な価格で機械的に注文を執行することを意味するものではないことが明らかにされているが、加えて、米国の SEC が、トレード・スルーの部分的な容認という形で、市場全体における価格優先の徹底を否定したことは、示唆に富んでいる。顧客の取引ニーズが、より有利な価格での注文執行だけを単純に求めるものとは限らないという事実は、わが国における今後の検討においても、決して見逃されてはならないだろう。

¹ 注文執行義務規則の内容や意義については、大崎貞和「米国の電子証券取引ネットワーク (ECN)」『資本市場クォーターリー』1999 年秋号参照。

² SEC, Proposed Rule: Regulation NMS, Release No. 34-49325, February 26, 2004.

³ 2000 年のコンセプト・リリースの内容と意義については、大崎貞和・岩谷賢伸「新局面を迎える米国の株式市場間競争 ～再燃する「市場の分裂」論議～」『資本市場クォーターリー』2000 年春号参照。

⁴ なお、レギュレーション NMS を構成する規則の中には、対象証券のうち上場オプションを除くもの (NMS 株式) にのみ適用されるものもある。

⁵ なお、トレード・スルー規制の対象とされるのは、取引所やナスダックといった組織化された市場の運営者のみであり、ブローカー・ディーラーが、顧客との相対交渉で価格を決定する場合には適用されない。自らの注文を市場にさらすことで、不利な方向へ価格が動いてしまうマーケット・インパクトを避ける目的で、機関投資家等が大口注文をブローカー・ディーラーとの相対交渉で処理することはごく一般的である。この場合、想定されるマーケット・

インパクトの範囲内であれば、その時点での市場の最良気配よりも不利な価格で注文が執行されても何ら問題ではない。ブローカー・ディーラーの最良執行義務という観点からも問題とはされない。

⁶ 最良気配となる指値注文を出した場合 1 株当たり 2 セントを支払い、既存の指値注文に対当する指値注文や成り行き注文を出した場合 1 株当たり 3 セントを徴収するのが一般的とされる。

⁷ ナスダックは、マーケット・メーカーの気配表示と顧客の指値注文、ECN 上の注文を統合して表示し、注文執行機能も有するスーパー・モンタージュ・システムを 2002 年に稼働させた。しかし、ECN はマーケット・メーカーではないのでスーパー・モンタージュを利用する義務はない。自ら注文執行システムを有する ECN は、スーパー・モンタージュの注文執行機能を使いたくないという意向も働く。そこで、いくつかの ECN は、NASD の自動表示システム (ADF: automated display facility) で自らの最良気配を公開している。NASD の規則上、ADF で気配を公表する場合、他の市場参加者が電子的に注文を回送できるようにしなければならないが、そのシステムがスーパー・モンタージュと物理的に接続されている必要はない。

⁸ SEC のノー・アクション・レターによって、1 株当たり 9 セントを上回らないアクセス・フィーであれば、非会員によるアクセスを妨げているとは言えないとの判断が確立されている。

⁹ 但し、株価 1 ドル未満の銘柄には適用されない。また、必要に応じて、SEC が適用除外を認めることができる。

¹⁰ こうした行為は、一般に trading ahead と呼ばれるが、NYSE のスペシャリストも行っていた可能性があるとして批判を浴びている。関雄太「ニューヨーク証券取引所の新たな統治機構とスペシャリスト問題」『資本市場クォーターリー』2004 年冬号参照。

¹¹ 近年の議論については、注 3 前掲大崎・岩谷論文参照。

¹² 例えば、Deborah Solomon, “SEC Internally Debates Trade Through Rule”, WSJ Online, February 23, 2004.

¹³ 例えば、注 10 前掲論文で紹介されているフィデリティの提言。

¹⁴ “Potential Costs of Weakening the Trade-Through Rule”, New York Stock Exchange Research, February 2004. <http://www.nyse.com/pdfs/tradethrough.pdf>

¹⁵ 証券業者協会 (SIA) のドナルド・キッテル副理事長は、筆者に対して、今回の見直しは NYSE の取引シェア低下につながる可能性は否定できないとしつつも、NYSE がスペシャリストの完全な廃止にまで向かうことは恐らくなく、立会場が廃止されるといった事態になっても、スペシャリストは、いわゆるアップステアのディーラーのような存在として存続し続けるのではないかとの観測を示している。

¹⁶ 金融審議会金融分科会第一部会『市場機能を中核とする金融システムに向けて』2003 年 12 月 24 日。