

トレードポイントの新たな展開

SECの認可と大手金融機関による協調出資

吉川 真裕

一九九九年三月二三日、米国証券取引委員会（SEC）はイギリスのトレードポイントを登録免除取引所として認可し、外国の証券取引所としては初めてアメリカの投資家が直接取引に参加することを了承した。トレードポイントはロンドン証券取引所と同じく、イギリスでは公認投資取引所として認可されている取引所ではあるが、伝統的な取引所とは異なる取引施設であり、上場企業の監督等を行わず、他の取引所に上場されている株式等の取引のみをコンピューター上で行っている。一九九五年に取引を開始したトレードポイントはロンドン証券取引所による一九九七年の新取引システム導入を強いる形になったが、未だ利益を上げるまでの取引を獲得することはできず、赤字を出し続けており、今回のSECによる認可はアメリカからの注文を増やすことよって取引の増大をはかる契機になるものと考えられた。そして、五月六日にはインスティネットをはじめとする五社の米国大手金融機関がトレードポイントに協調出資する計画が発表され、こうした後ろ盾を得たことでトレードポイントの将来性が再評価され、さらに五月一二日にはウォーバーク・デイロン・リードもこの協調出資に参加することになり、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が主導するヨーロッパ統一株式市場構想の共通プラットフォームの役割をトレードポイントが果たすのではないかという見方も現れた。

本稿では、トレードポイントを取り巻く状況とトレードポイントの特徴を簡単に振り返った後、SECによる登録免除取引所としての認可と今回の協調出資の内容を紹介し、トレードポイントの将来性について考える。

1 トレードポイントを取り巻く状況

トレードポイントは一九九二年一月に設立された株式会社であり、カナダのバンクーバー証券取引所に株式を上場しており、ロンドン証券取引所の未上場株市場AIMでも取引が行われている。トレードポイントは当初からロンドン証券取引所と競合するオークション方式の私設取引システムの開発を表明しており、シティで名の通ったビジネスエリートのほか、ロンドン証券取引所がオークション方式の採用に踏み切れないことから取引所を飛び出して新たな取引システムの開発に着手したメンバーもいる⁽¹⁾。

一九九四年一二月にトレードポイントは英国証券投資委員会（SIB）に公認投資取引所の資格を申請し、一九九五年六月にはSIBから公認投資取引所として正式に承認を受け、同年九月二日に四〇〇銘柄のイギリス株式を対象として五〇社の参加者で取引を開始した。そして、同年一二月にはヨーロッパ投資サービス指令のもので正式取引所（Regulated Market）としても認可された。

一九九六年一月にはブルンバーク社との間でブルンバークの端末を通じた取引執行の契約を結び、その後の成長が期待されたにもかかわらず、黒字になるほど取引は伸びず、一九九七年五月と七月には株式や転換社債の発行といった形で一二〇〇万ポンドの資本注入をインターディーラー・ブローカーとベンチャー・キャピタルから受けた。

一九九七年一〇月のロンドン証券取引所による新取引システムの導入直前にはインターディーラー・ブローカ

の参入によって取引が急増したが、損益分岐点といわれるロンドン証券取引所の二%には達せず、同年一月には取引振興策の一つとしてアメリカからの注文を増やすために登録免除取引所の認可をSECに申請した。

その後、一九九八年六月には当日取引のネットティング、マルチオーダー・アシスタントの導入によるプログラム取引機能の拡充、トムソン社のOASYSグローバルを通じた電子的取引確認(ETC)の導入、同年七月からはロンドン証券取引所の取引時間繰り下げに対抗する形で早朝注文割引制度の導入、同年九月にはトムソン社のオーテックス(Aurex)上における匿名での取引意志の揭示、といった取引環境の改善も相繼いで行われた。

他方、一九九八年七月にはSECへの申請がフェデラル・レジスター上で公開され、第三者からのコメントを受け付け、最終認可への動きが見られた。SECによるトレードポイントの登録免除取引所としての最終認可は一九九九年三月二三日に下されたが、これに先立って一九九八年八月一四日に香港証券先物委員会(SFC)は香港所在の金融機関がブルンバグを通じてトレードポイントで英国株式を取引することを認可し、一九九九年三月二日にはスイス連邦銀行委員会が機関投資家とブローカー/ディーラーによるトレードポイントでの英国株式の取引を認可していた。

2 トレードポイントの特徴

トレードポイントの特徴としては以下の点が上げられる。

①トレードポイントは機関投資家やブローカー/ディーラーにオークション方式で取引をする場を提供する取引システムであり、参加者は仲介業者を介さずに直接取引できる。

②取引対象はロンドン証券取引所に正式上場されている約二〇〇〇銘柄のイギリス株式等であるが、将来的には外国株、ユーロ債、各国国債、外国為替にも進出することが当初から計画されている。

③取引時間は当初八時から一七時であったが、現在は七時三〇分から一七時三〇分。

④清算業務はロンドン国際金融先物オプション取引所(LIFFE)等の利用するロンドン・クリアリング・ハウス(LCH)が行い、受渡決済業務はロンドン証券取引所と同じくCRESTが行う。

⑤最低注文サイズは一〇〇〇株で、一株刻みで注文可能。最小値幅は1/8(〇・一二五)ペンス。

⑥取引方法は定時オークションと継続オークションの二種類からなり、銘柄ごとに異なる。定時オークションは低流動性銘柄を対象としており、トレードポイントが一時前前に時間を参加者に通知する。継続オークションは高流動性銘柄を対象としており、毎朝定時オークションで開始され、その後はオークション形式の継続取引が行われる。

⑦注文の種類は有効期限に応じて当日のみ有効、指定日まで有効、指定日の指定時間まで有効の三種類、執行条件に応じて、指値注文、逆差し売り注文、逆差し買い注文、一括執行注文、数量条件付き注文、クロス注文の六種類からなる。⁽²⁾

⑧取引価格と取引数量は即時に公表される。

⑨入会費は不要で年会費一〇〇〇ポンド、取引執行の際に指値注文を消化した注文は〇・〇五%(最低三〇ポンド)の手数料が徴収される。

⑩開放型クライアント/サーバー・アーキテクチャーを採用しており、アプリケーション・プログラミング・インターフェイス(API)を通じてウインドウNT環境のペンティアム搭載PCをクライアントとして、トレードポイントのシステム・サーバーに接続でき、参加者は独自のシステムを容易に拡張できる。

3 SECによる登録免除取引所としての認可

SECは一九三四年証券取引法に基づいて投資家保護の観点からアメリカの証券取引所に対して企業情報の開示や取引情報の提供、上場基準や取引規則の設定など、取引所のさまざまな規則に認可を与える権限を有している。こうした権限は伝統的な取引所に対してばかりではなく、近年多数誕生した私設取引システムに対しても及んでいる。当初は取引システムの技術革新を阻害しないために私設取引システム自身にブローカー/ディーラーとして登録するか証券取引所として登録するかを選択させていたが、一九九八年一二月に最終案が提出された新規則(AT S規制)では取引量が一定基準を超えた私設取引システムはすべて証券取引所としての規制に服することになっている⁽³⁾。新規則が成立するまでに自ら証券取引所として登録した私設取引システムはSECとの交渉の過程で登録免除取引所として取り扱われることを条件としていたアリゾナ証券取引所(AZX)だけであり、トレードポイントがAZXに倣ってSECに登録免除取引所の申請を行ったのは異例のことであった。しかもトレードポイントはアメリカ国外に位置し、イギリス株式のみを取引する証券取引所であり、外国の証券取引所がSECに正式な認可を求めたのは初めてのことであった。

以下では、一九九九年三月二日のSECのリリースをもとにして、トレードポイントがアメリカで登録免除取引所として認可された経緯とその条件を紹介する⁽⁴⁾。

登録免除取引所は一九三四年証券取引法セクション5に基づいて取引量が少ないという理由でSECから登録を免除された証券取引所であり、一九九一年のAZXにしか先例はない。SECはAZXの場合と同様に、トレードポイントを通じたアメリカでの予想される取引量は少なく、国法証券取引所としての義務を課すことの必要性は認められないとし、さらにトレードポイントはイギリスで公認投資取引所として規制されているのでアメリカ

カで国法証券取引所として登録した場合にはイギリスとの間で不整合をもたらすことも考えられるとして、登録免除取引所とすることを決定した。ただし、トレードポイントを利用するアメリカ投資家を保護するという観点から、トレードポイントを登録免除取引所とすることに次のような条件を付けた。

① 取引量

アメリカの会員がかかわる一日平均取引金額が四半期ベースで計って四〇〇万ドル以下であること、そしてトレードポイントの一日平均取引量全体が四半期ベースで計ってロンドン証券取引所の一日平均取引量全体の一〇%以下であること。

② アクセス制限

トレードポイントはイギリスにおける公認投資取引所であるが、伝統的な取引所のように会員権の取得を取引参加の要件とせず、自主規制機関への所属や自己資本等の要件を満たせば年会費を支払うだけで投資家による直接発注が可能である(ただし、現時点ではトレードポイントの専用回線はアメリカ国内には存在しないので、ブルンバーグ等の情報ベンダーを通じて注文を出すことになる)。しかし、SECはアメリカの会員がトレードポイントで取引するにあたって、パブリック・マーケットとQIBマーケットという異なるレベルのサービスを提供することをトレードポイントに課した。パブリック・マーケットは一九三四年証券取引法に基づいて登録され、すでにアメリカ国内で取引が行われているイギリス株式に関する気配値が提供される市場であり、すべての会員が参加することができる。他方、QIBマーケットは一九三三年証券法一四四Aで定義されたQIB (Qualified Institutional Buyers)、国際的業者、レギュレーションSによるアメリカ非居住者にのみ認められ、パブリック・マーケットで取引できないイギリス株式の気配値を提供する市場であり、QIBマーケット参加者は

トレードポイントを通じて購入した証券を売却する場合、トレードポイントまたはアメリカ国外で売却しなければならず、売却相手もQIBマーケット参加者に限定される。

③ 取引価格の公表

アメリカとイギリスの時差の関係上、トレードポイントの気配値と直近取引価格をCQS（統合気配システム）やCTS（統合取引公表システム）に接続することは困難であり、AFXに対してと同様に登録免除取引所としてはその必要もない。ただし、トレードポイントはインターネット・サイト上で一時間ごとに取引量と取引価格を無料で公表しているが、アメリカの証券取引所は通常二〇分遅れで取引量と取引価格を無料で公表している。二〇分遅れに変更すること（プルンバークやロイターではトレードポイントの価格はリアルタイムで提供されている）。

④ 連邦証券取引関係法の法的位置付け

トレードポイントの市場規則や会員契約はイギリス法とイギリス国内での仲裁裁判に準拠しているが、アメリカの会員を詐欺行為等から保護するためにアメリカの連邦証券関係法の遵守を明記すること、そしてイギリスの仲裁者や法廷はこの規定に基づいて連邦証券関係法を尊重すること。

⑤ 記録の保存とSECの要求に応じた提出

(a) 日々の取引概要とアメリカの会員がかかる取引の時系列記録、(b) 気配値や取引情報といったアメリカの会員に配信された情報、および取引時間等の会員や情報ベンダーに配信された市場関連通知、(c) アメリカの会員とアメリカ以外の会員、その合計に関する日々のポンド表示・ドル表示の取引金額および取引株数、(d) アメリカの会員から発注された証券のリスト、(e) 会員申請書の写しと会員認可基準

⑥ 三〇日前の事前通知

トレードポイントの運営に関する重要な変更は三〇日前にSECに通知すること。

⑦ リアルタイム情報

SECがリアルタイムの気配値と取引情報に直接アクセスできるようにすること。

⑧ 四半期ごとの情報提供

(a) 取引対象証券数・取引回数・取引価格といった形で区別して、四半期ごとおよび年初来の総取引量と一日平均取引量、(b) アメリカの会員名、入会を拒否されたアメリカの会員名と拒否理由、アメリカの会員から会員資格を剥奪した理由。

⑨ 報告書の基礎情報の提供

アメリカの会員がかかわった取引とそれ以外の取引を区別して報告書の該当期間における取引対象証券・取引回数・取引価格と一日平均取引量を提供すること、そして各証券の主取引市場と取引時間を明記すること。

⑩ 取引監視

(a) トレードポイントの職員による取引監視と当該職員に対する取得情報の守秘義務、(b) アメリカ市場が規制のための取引停止状態にある際にはアメリカの会員の取引を停止するか、取引停止の必要性をSECに相談すること、(c) トレードポイントにかかわる捜査をSECが行う際には、取引施設・注文板・取引記録・その他の文書・職員への聴き取り調査に協力すること、(d) トレードポイントがアメリカの会員にサービスを提供するときには常にアメリカ国内に取引監視にかかわる代理人をおくこと、(e) 取引監視にかかわるSECの要求に答えるために必要な市場規則や会員契約の改正を行うこと。

① アメリカの会員の取引にかかわる情報の全会員に対する提供

(a) トレードポイントの取引優先度に関する情報、(b) 非アメリカ会員と比較したアメリカの会員の注文に対する対応時間、(c) トレードポイントの事前情報や事後情報の提供がアメリカの登録証券取引所と比べて異なるかどうか、(d) トレードポイントの処理容量に起因するリスクの存在。

② 取引対象の拡充

トレードポイントがロンドン証券取引所に上場されていない証券を取引対象に加える場合には、登録免除取引所と認めるための条件は修正の対象となること。

4 大手金融機関によるトレードポイントへの協調出資

トレードポイントは一九九八年二月までの九カ月間の財務報告を一九九九年一月に公表した際、三カ月以内に新たなファイナンスを行う必要があることを表明していた。一九九九年三月二三日にSECがトレードポイントに登録免除取引所として認可し、アメリカの投資家がトレードポイントを利用する可能性が高まったことで資金提供者もこれまでのイギリスの金融機関からアメリカの金融機関にまで広がった。そして、AIMで取引されているトレードポイントの株価もアメリカの有力金融機関が資金提供するのではないかと期待のもとに二〇ペンスから四〇ペンスへと上昇していた。四月九日には株価は六二ペンスまで一日で五〇%以上も値上がりし、取引は停止された。五月五日、トレードポイントはさまざまな憶測が新聞報道に現れたことに答えて、インターネットとの間でコンソーシアムの設立へ向けての交渉中であることを明らかにした。翌五月六日、トレードポイントはインスティネットを筆頭とするコンソーシアムによるファイナンス計画を明らかにした。⁽⁶⁾

五月六日のトレードポイントのプレスリリースによれば、コンソーシアムによるファイナンス計画の特徴は以下のようなものである。

① インスティネットの主導するコンソーシアムは一株二〇ペンスで七〇〇〇万株の第三者割り当て増資を行うことによつて実施され、ロイターの子会社である私設取引システムのインスティネット、ゴールドマン・サックスとEトレードが二五%づつ出資する私設取引システムのアーキペラゴウ、米国大手投資信託運用会社アメリカン・センチュリー、米国証券会社モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、米国マネーセンター・バンクのJ.P.モルガン、の五社が割り当てを受ける予定である。そして、この増資に伴うコンソーシアム・メンバーの持ち株比率は五四・四%に達する。なお、コンソーシアムへの参加を見直すメンバーが出た場合にはインスティネットが割り当て分を引き受ける。

② コンソーシアムのメンバーにはAワラント(二四カ月以内に一株四五ペンスで一三三二万八四七六株に転換可能)とBワラント(三六カ月以内に一株六〇ペンスで一六二六万二四〇六株に転換可能)が与えられ、コンソーシアムを主導するインスティネットにはCワラント(二四カ月以内に一株四五ペンスで六〇〇万株に転換可能)が与えられる。そして、ワラントがすべて転換された場合のコンソーシアム・メンバーの持ち株比率は六四・三%に達する。

③ 現行の株式担保出資者は今回の決定に反対する権利を持つが、権利を移転する見返りに転換価格を一株四〇ペンスから二八・三六三六三六ペンスに引き下げることが提案する。

④ コンソーシアムを主導するインスティネットはこの計画に基づく払い込みが完了するまでの運転資金をトレードポイントに提供する。

⑤資金調達の必要性和コンソーシアム・メンバーの顔ぶれを勘案した結果、今回のファイナンス計画は低コストで効率的かつ営利追求型取引所としてのトレードポイントをさらに発展させる好機である。

⑥コンソーシアム・メンバーとの協力関係はトレードポイントの流動性を高め、将来の発展に役立つはずであり、インスタイネットとのリンクによる注文の獲得や上場商品の拡充も計画している。

⑦コンソーシアム・メンバーの国際的な影響力や取引コスト削減への取り組み姿勢はトレードポイントの国際的な取引所への発展を強力にサポートするに違いない。

⑧第三者割当て増資の払い込み完了後にはコンソーシアム・メンバーはトレードポイントの取締役会において多数派を占める権利を持ち、ステイプルス会長は統投するが、スタッツフィールド最高経営責任者(CEO)は引継期間を経てインスタイネットのキルスビー氏に交替する予定である。その他の管理職や被雇用者は引き続きトレードポイントに止まる権利を有する。

⑨この計画は株主への一般的提案に対するテークオーバー・パネルの承認、株式担保出資金の転換、株主の同意、規制当局の承認に基づいて初めて実施される。

⑩現在取引停止中のトレードポイントの株式は五月七日の九時からAIMで、現地時間の六時三〇分からバンクーバー証券取引所で取引が再開される。

トレードポイントによるファイナンス計画の発表を受けて、トレードポイントの株価は五月七日の取引再開後、一時は二二四・五ペンスにまで急騰し、引け値でも取引停止前の約三倍にあたる一八六ペンスをつけた。この値動きからも明らかのように、トレードポイントのファイナンス計画は市場関係者から圧倒的な支持を受け、反対意見は見当たらない。強いて上げるとすれば、コンソーシアムのメンバーはインスタイネットの親会社がイギリ

ス企業のロイターであることを除けばすべてアメリカ企業であり、トレードポイントは形式的にはアメリカ企業に買収された形になることであろう。しかし、ビッグバン以後、外国資本による証券会社の買収が相継いだロンドンでは株主の国籍には無頓着であり、逆に株主の資本を利用して自分たちがビジネスを行うという狡猾ささえ囁かれる土地柄である。イギリスに限られたローカルなビジネスからアメリカ企業の協力を得てグローバルなビジネスへと飛躍するという見方がロンドンでは主流である。一方、コンソーシアムに参加したアメリカ企業もトレードポイントの技術力を評価しているのはもちろんのこと、トレードポイントを足場にヨーロッパを中心としたグローバルビジネスにより積極的に関与していこうとしているものと考えられる。インスタイネットによるトレードポイントの買収は新たな取引システムを構築することを考えれば良い買い物だという意見さえ聞かれる。

こうした中、五月二日にイギリスの大手証券会社ウォーバーク・デイロン・リードがコンソーシアムのメンバーに参加することがトレードポイントから発表された。その結果、ファイナンス計画自体に変更はないが、コンソーシアムに参加するメンバー間の持ち株比率が変更され、インスタイネットが二七・三〇%、アーキペラゴウ、アメリカン・センチュリー、モルガン・スタンレー・ティーン・ウィッター、ウォーバーク・デイロン・リードの四社が各一五・九五%、JPモルガンが八・九〇%となった。ウォーバーク・デイロン・リードの参加によってコンソーシアム・メンバーを通じたイギリス株の取引比率は二五%に達し、コンソーシアム・メンバーがトレードポイントでの取引を通じてサポートするとすれば、トレードポイントの損益分岐点といわれるロンドン証券取引所の二%の取引は容易に達成されるものと見られている。しかもSBCと旧UBSのスイス二大銀行が合併した新UBSを親会社とするウォーバーク・デイロン・リードはヨーロッパの株式市場でも一五%の取引シェアを占めるともいわれ、トレードポイントがヨーロッパ株式を取引対象に含める可能性も一気に高まった。

5 トレードポイントの行方

一九九五年九月にトレードポイントが取引を開始したことで、一九九七年一〇月のロンドン証券取引所によるオークション方式の新取引システムが促され、ロンドン証券取引所が主要銘柄にヨーロッパ大陸諸国と同様なオークション方式のコンピュータ取引システムを導入したことによって一九九八年七月の英独証券取引所による戦略的提携が可能となり、同年一月のヨーロッパ主要八証券取引所による統合ヨーロッパ株式市場への企てが現実味を帯びることになった。⁽⁹⁾ その意味ではトレードポイントの参入は間接的に極めて重要な役割をヨーロッパの株式市場で果たしたといえよう。

しかし、トレードポイントを通じての取引量は、徐々に増えてきているとはいえず、いまだにロンドン証券取引所の一〇程度であり、損益分離点といわれる二〇%にも満たない。トレードポイントを取り巻く状況やトレードポイントの特徴で紹介したように、低コストで使い勝手の良い市場を目指したトレードポイントの努力は評価すべきものであり、決してロンドン証券取引所に比べて見劣りするものではない。むしろ、どうしてトレードポイントを通じての取引が増えないのかが信じられないほどである。

イギリスにはロンドン証券取引所とトレードポイントという二つの公認投資取引所があるにもかかわらず、アメリカのような最良執行ルールがないために、ブローカーはトレードポイントの価格を調べずにロンドン証券取引所で取引を行っており、その結果、より有利な価格を提供しているにもかかわらず、トレードポイントの取引が増えないとトレードポイントは主張している。金融サービス機構(FSA)の最良執行ルールでは、ブローカーはまず執行市場を決め、その市場での最良執行を義務づけられているが、多くのブローカーはロンドン証券取引所を執行市場としているためにトレードポイントの価格に注意を払わず、FSAの最良執行ルールがトレード

ポイントの拡大を阻んでいるというのである。⁽¹⁰⁾ たしかにこの主張には一理あるが、もしブローカーがトレードポイントの価格を調べずに注文を執行し、投資家に不利益を与えているとすれば長期的にはそうしたブローカーへの注文は減るはずであり、とりわけ執行コストにうるさい機関投資家がこうしたブローカーの慣行を見逃しているとは考えがたい。すでにトレードポイントが取引を開始して三年半以上が経過しており、これほど長期にわたって経済合理性が貫徹しないというのは腑に落ちない。半年前にロンドン市場に参入したPOSITが一日二度のオークションだけでロンドン証券取引所の一・五%(一日五億ポンド)の取引を獲得していると伝えられているので、トレードポイントの側にも何か問題があるのかもしれない。⁽¹¹⁾

トレードポイントは取引開始前からイギリス株式市場での地盤を確保し、その後は債券や外国証券にも市場対象を広げていく方針を打ち出していたが、いまだイギリス株式市場での地盤が確保できていない。しかし、先にも述べたとおり、今回のコンソーシアム・メンバーのサポートによつてはかつてのSEAQインターナショナルのようにヨーロッパの株式市場を席巻する可能性もでてきた。トレードポイントよりもコンソーシアム・メンバー自体がそのことを意識しているようであり、インスティテットのアトキン会長やトレードポイントの次期CEOに予定されている元ロンドン証券取引所市場サービス部長のキルスピー氏は、インスティテットによるコンソーシアムの設立発表直後からグローバルレベルでの戦略のもとに今回の決定が行われたことを強調している。

英独証券取引所の主導する統一ヨーロッパ株式市場構想は、アイデアはすばらしいが、証券取引所間の規則の統一に手間取りそうであるし、共通プラットフォームの開発に巨額の投資が必要なることをヨーロッパの市場参加者は憂慮している。⁽¹²⁾ その点、トレードポイントには最先端の技術が対化されており、導入コストが安いことも注目を集める原因となっている。現時点では、LCHを通じて決済を行っているトレードポイントにはヨーロッパ

大陸諸国の証券を決済することはできないが、統一ヨーロッパ株式市場構想を念頭に置いてセアルとドイチェ・ベルゼ・グリアリング、フランスのSICOVAMが統合の動きを見せたことから、取り残されたユーロクリアーがトレードポイントと協力することも考えられなくはない。

他方、ニューヨーク証券取引所とNASDAQが電子取引システムの導入に踏み切っていないアメリカではインステイネットをはじめとした私設取引システムが証券取引所再編の鍵を握るものと注目されており、再編の鍵を握るのは既存のネットワークという遺産と新たな需要を満たす最新技術であることは間違いない。その意味で、トレードポイントは大西洋を超えて新たな世紀の台風の目として再び注目を集める存在となりつつあるといえるだろう。

注

- (1) トレードポイントの取引開始直前の事情に関しては、瀧口進「トレードポイント―その全貌―」(『証券経済』一九九五年九月)が詳しい。
- (2) 数量条件付き注文は当該銘柄の価格・数量・下方数量を指定する注文で、下方数量のみを表示してスクリーン上を待ち、指定数量と指定価格を満たす注文に対して執行されるか、指定価格を満たすが指定数量を満たさない注文に対しては下方数量以下の取引が執行される。スクリーン上の下方数量は指定数量がすべて執行されるまで表示される。クロス注文は指値注文板の最良気配の内側の指定価格で指定数量の取引が執行される注文。
- (3) A T S 規制の詳細に関しては、清水葉子「米国 A T S 規制の最終案(上)・(下)」(本誌二五六七号、一九九九年二月、一五六八号、一九九九年三月)を参照。

(4) SEC, Exchange Act Release No.34-41199; International Series Release No.1189; File No.10-126, March 22, 1999 (<http://www.sec.gov/rules/other/34-41199.htm>)

(5) 四〇〇万ドルという金額は、一九九七年の地方証券取引所の単純平均株価四二・二〇ドルを用いて計算すると A Z X に対する一口平均二二〇万株という条件よりかなり小さい。

(6) TRADEPOINT FINANCIAL NETWORKS PLC, "Refinancing Arrangements", Press Release, 6 May 1999 (<http://www.tradepoint.co.uk/pr990506.html>)

(7) Melanie Wold, "Instinet Takes Majority of Tradepoint Via Consortium of Industry Heavyweights", *Trading Technology Week*, 10 May 1999 (<http://www.tradepoint.co.uk/ttw/1990510.html>)

(8) Clay Harris, "Tradepoint boosted by WDR investment", *Financial Times*, May 13, 1999

(9) トレードポイントがロンドン証券取引所における新取引システム S E T S の導入に果たした役割については、拙稿「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入(上)」(『証券経済研究』一一号、一九九八年一月)、統合ヨーロッパ株式市場設立への動きについては、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの」(本誌一五六五号、一九九八年二月)を参照。

(10) Nick Goodway, "Tradepoint 'Fair Play' Call To SFA", *Evening Standard*, 9 December 1998 (<http://www.tradepoint.co.uk/est1981228.html>)

(11) "Focus Post", *The Guardian*, May 19, 1999

(12) William Wright & Peter Wilson-Smith, "Tradepoint deal turns heat on the alliance", *London Financial News*, 10 May 1999 (<http://www.tradepoint.co.uk/ln990510.html>)