

# 米国株式市場統合をめぐる新たな展開

SECのリリースと関係者の議会証言

吉川 真裕

一九九九年九月のレービット米国証券取引委員会(SEC)委員長によるコロンビア大学法律大学院での講演以来、米国における新たな株式市場統合策が注目を集めており、一二月にはSECの圧力を受けて、ニューヨーク証券取引所(NYSE)が主要銘柄に対する取引所集中規則(ルール三九〇)の撤廃を決定し、ECN等を接続するために現行のITSを改善する計画案を承認する一方、ブローカーによる注文の内部付け合わせに対する従来よりも厳しいルールの採用をSECに要請した。<sup>(1)</sup>二〇〇〇年二月二三日にSECはNYSEの規則改正に関するリリースを公表し、ルール三九〇の撤廃に対するコメントを求めると同時に、六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントも合わせて広く求めた。さらに、二月二九日には上院銀行・住宅・都市問題委員会で将来の金融市場に関するヒアリングが行われ、レービットSEC委員長、グラッソNYSE理事長、ザーブNASD理事長、五つの証券会社の代表が証言し、米国株式市場統合策に対する各社の考え方が示された。

以下では、まず、SECのリリースの内容を紹介し、次いで各種報道に見られるさまざまな反応や議会証言の概要を紹介し、最後に株式市場統合をめぐる問題を整理する。

## 1 NYSEルール三九〇撤廃に関するSECのリリース

### (1) 位置づけ

二月二三日、SECはNYSEの規則改正に関するリリースを公表し、ルール三九〇の撤廃に対するコメントを求めると同時に、六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントも合わせて広く求めた。<sup>(2)</sup>このリリースはイントロダクションに続いて、ルール三九〇の撤廃の背景と目的、撤廃に伴う内部付け合わせルールの変更要請というNYSEの文書がそのまま掲載されており、このあとにNYSEの内部付け合わせルール変更要請に関連してSECによる現状の評価と市場統合案が紹介されている。表題はNYSEのルール三九〇となっているが、内容的には全米市場システム(NMS)の再構築を含めて、今後の米国株式市場に対するSECのスタンスが問題となっており、分量的にもこの部分が全体の三分の二以上を占めている。SECは一九九四年の「マーケット二〇〇〇」では取引所類似施設に対する厳しい規制は市場間競争や技術革新を阻害するというスタンスをとっていたが、一九九八年の「レギュレーションATS」では一定の取引量に達した取引所類似施設は取引所となり、NMSにも参加すべきであるとして、市場の分裂を意識した形にスタンスが変わったようであった。<sup>(3)</sup>そして、一九九九年九月のレービットSEC委員長の講演はこれをさらに進めてバーチャル・リミット・オーダーブックという形で真のNMSの構築という提案まで行われていた。SECの今回のリリースはこうした流れの延長線上にあって、レービット委員長の講演以来、SECのスタッフによって検討されてきたプランがNYSEのルール三九〇撤廃に合わせて公表されたというのが内実であり、今後の米国株式市場のあり方を見通す上で重要な位置づけを与えられるべきであろう。

## (2) NYSEの提案

一九七五年の証券取引所法改正に伴って一九七六年にNYSEで導入されたルール三九〇は会員によるNYSE上場株式のあらゆる店頭取引を禁止していたが、一九七八年の証券取引所法一九C一の採用によって取引時間外の海外店頭取引等の一〇項目の適用除外規定が設けられ、一九八〇年の証券取引所法一九C三の採用によって適用対象は一九七八年四月二六日時点のNYSE上場株式に限定されている。この結果、NYSEによれば、現在のルール三九〇は会員による適用対象銘柄の店頭市場での自己売買と、委託注文の店内付け合わせ (in-house agency cross) を禁止しているに過ぎない。この種の取引は顧客の注文が他の市場参加者からの注文によって、より有利な価格で執行 (価格改善) される機会を奪うことになり、顧客注文どうしの付け合わせ機会の確保を目的としたNMSの精神に反することになる。<sup>(4)</sup> しかも、顧客注文に対して最良買い気配で売り、最良売り気配で買うという形でのブローカー/ディーラーによる顧客注文の内部化は市場の分裂を促進し、利害相反の問題も引き起こす。したがって、ルール三九〇の撤廃に合わせて、こうした問題を回避するためにSECが新たな規則を採用することをNYSEは提案した。

NYSEは新たな規則の採用を提案したばかりではなく、具体的にその規則も提案している。NYSEの提案はブローカー/ディーラーによる顧客注文の内部化に着目しており、次のようなものである。

(i) 顧客の買い注文に対して、ブローカー/ディーラーは最良買い気配、ないし最良売り気配と最良買い気配の内側の価格でのみ応じておかまわらない。

(ii) 顧客の売り注文に対して、ブローカー/ディーラーは最良売り気配、ないし最良売り気配と最良買い気配の内側の価格でのみ応じておかまわらない。

## (3) SECによる現状の評価

現状においてはブローカー/ディーラーによる顧客注文に対するフロントランニングは禁止されているが、各市場間でのブローカー/ディーラーによるフロントランニングは禁止されていない。NMSのもとで各市場を結ぶ市場間取引システム (ITS) でも一九九六年に施行されたオーダー・ハンドリング・ルールでも最良気配値であれば顧客注文をブローカー/ディーラーが執行し、顧客注文を最良気配を提示している市場に回送しないことが認められており、ある意味では最良気配を提示した注文に対するフロントランニングが合法的におこなわれている。こうした状況ではリスクを負って指値注文を出す主体が必ずしも報いられず、指値注文を出して価格形成に参加するインセンティブが削がれかねない。しかも、こうした状況を利用して価格形成に参加せず、最良気配での注文執行に特化するブローカー/ディーラーもあらわれ、注文を獲得するためにオーダー・フロー・ペイメントと呼ばれるリベートをブローカーに支払うという慣行も存在している。現状では、より迅速な執行を実現するために顧客注文を回送するブローカーが顧客にオーダー・フロー・ペイメントを受けていることを明示していれば、オーダー・フロー・ペイメントを支払うことも受け取ることも認められており、合法的である。

一九九九年九月の数字では、NYSE上場銘柄の取引回数<sup>(5)</sup>の七四・四% (売買高では八三・九%) はNYSEで、一四・五%は地方証券取引所で、一一・一%は店頭市場でおこなわれており、ナスダック登録銘柄の取引回数<sup>(6)</sup>の二八・〇%は九つの代替的取引システム (ATS) でおこなわれている。NYSEのルール三九〇の撤廃はこうした数字に影響を及ぼす可能性もあり、ITSを通じたNYSE上場銘柄の売買高は二%程度であるということと考え合わせると、市場間競争を促進しながらも市場の分裂を回避するために何らかの市場統合策が必要であるかもしれない。

#### (4) SECの市場統合案

NYSEの提案した規則はブローカー／ディーラーによる内部付け合わせに関するものであったが、SECはより広い意味での市場の分裂に対応した市場統合策を検討しており、議論のたたき台として六つの市場統合案を提案した。

①取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャー  
各市場とブローカーに対して、取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャーを課すことで、投資家がブローカーの執行能力を判断し、ブローカーや投資家が各市場の執行能力を判断することを助けることによって、市場間競争を促進し、執行能力の劣ったところへの注文回送を抑制する。

②注文の内部化とオーダー・フロー・ペイメントの制限  
ブローカー／ディーラーが他の市場の最良気配で顧客注文を執行することを制限することにより、ブローカー／ディーラーの利益を圧縮し、オーダー・フロー・ペイメントの原資を削減することで市場の分裂を抑制する。なお、顧客注文の獲得時の最良気配よりも良い値段でのみ、ブローカー／ディーラーは注文の内部付け合わせをおこなうことができるというNYSEの提案はこの案の一種である。

#### ③注文に対する価格改善の提供

各市場に対して、成り行き注文や執行可能な指値注文を執行する前に何らかの形で価格改善の機会を与えることを義務づけ、注文の内部付け合わせを抑制し、価格競争を促進する。この種の場合はSECが一九九五年にオーダー・ハンドリング・ルールに関するパブリック・コメント<sup>(5)</sup>を求めた際にも提案されていたが、一九九六年のオーダー・ハンドリング・ルールには盛り込まれなかった。

#### ④顧客の指値注文に対するブローカー／ディーラーによる市場間フロントランニングの禁止

スペシャリストを含めたマーケットメーカーに対して、自動執行が可能な他の市場で先に出された顧客の指値注文を執行する前に、自分が受けた顧客注文をその価格で執行することを禁止し、市場の分裂を抑制する。ただし、これを実現するためには、各市場が顧客の指値注文の価格・数量・受け付け時間を他の市場に通知し、取引の自動執行が可能なリンクージ・システムに参加することが必要となる。

#### ⑤最良気配の最初の注文に対する市場間時間優先原則の導入

最良気配を最初に提示した注文に対してのみ価格改善者として時間優先権を与え、各市場はその注文を消化しない限り、より良い価格以外では取引をおこなうことはできなくすることによって、市場の分裂を抑制し、価格競争を促進する。ただし、この場合にも、各市場は指値注文の価格・数量・受け付け時間を他の市場に通知し、取引の自動執行が可能なリンクージ・システムに参加することが必要となる。

#### ⑥すべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入

すべての指値注文に対して時間優先権を与え、各市場は同一価格では時間優先権を持つ注文を消化しない限り、より良い価格以外では取引をおこなうことはできなくすることによって、市場の分裂を解消し、価格競争を促進する。この場合には、各市場はすべての指値注文に価格優先／時間優先の原則を適用することになり、あたかも一つの市場のようになるが、ナショナル・リンクージ・システム(NLS)を創設することによって複数の市場が存在していても、価格優先／時間優先を実現しながら取引の自動執行を実現することになる。なお、一九九九年九月の講演でレービットSEC委員長の提案したバーチャル・リミット・オーダーブックはこのNLSの別名と言える。

## 2 リリースに対する反応

二月三日に公表されたNYSEの規則改正に関するSECのリリースでは、NYSEのルール三九〇撤廃に  
関しては三月二〇日まで、市場統合策については四月二八日まで、というコメントの提出期限を定めているが、  
今後の米国株式市場のあり方という事柄の重要性から関心を集めており、さまざまな反応が紹介されている。<sup>(6)</sup>

NYSEはレービットSEC委員長の提案したバーチャル・リミット・オーダーブックに対して反対の姿勢を  
示している。ニューヨーク大学のハスブロック教授によれば、バーチャル・リミット・オーダーブックとフロア  
取引は共存不能であり、いつフロア取引が廃止されるのかが問題になるからである。ただし、バーチャル・リミ  
ット・オーダーブックはNYSEと取引所類似施設に均一の技術を強要し、各市場のイノベーションを困難にす  
るはずであるとも述べている。また、バラック大学のシュワルツ教授も、市場の質という観点では市場の集中に  
意義があり、競争という観点からは市場の分裂にも意義があると述べている。さらに、バラック大学のウィーバ  
ー教授はNYSEのフロアブローカーが投資家により良い価格を提供していることは事実であり、実証分析によ  
ればセントラル・マーケットはよりよい価格を提供しているが、何らかの保護政策が存在する場合には市場の分  
裂が気配値スプレッドを小さくすることもであると述べている。

ECNもバーチャル・リミット・オーダーブックはよりよいサービスを提供するインセンティブを削ぐとして  
概ね反対している。アイルランドECNのスマス顧問弁護士は、価格優先/時間優先の原則を徹底することは政府  
が一つの市場を運営している場合には意味があるが、そうした市場は現に存在しておらず、そうしたアプロ  
ーチを採ることは競争のもたらす利益を犠牲にすることになると述べている。ネクストレドのスキアブル社長もI  
TSを手直しすればバーチャル・リミット・オーダーブックを作る必要はなく、多くの問題は解決されると述べ

ている。また、レイボウイツ最高経営責任者は、バーチャル・リミット・オーダーブックには  
反対で、ITSの手直しもナスダックを有利にするので反対であり、現実的な対策はおそらく自主的な情報の共  
有であろうと述べている。さらに、アーキペラゴウのパトナム最高経営責任者はECNや各取引所に市場の分裂  
を回避するための有効なリンクを決定させるべきであり、どのような手段を採るべきかということ提案するの  
に一四年もかかったSECに決定させるべきではないと述べている。ところが、最大のECNであるインステイネ  
ットのアトキン最高経営責任者は、今回のリリースの公表前に、価格優先/時間優先の徹底は投資家に最良の価  
格を提供するインセンティブを与えることで競争を促進し、他のいかなる政策よりも投資家に利益をもたらし  
ずであると述べていた。

他方、証券会社の反応はこれとは逆に、紹介されている大手証券会社は概してバーチャル・リミット・オー  
ダーブックに賛成していると伝えられている。もともと、レービットSEC委員長は一九九九年九月の講演前に大  
手証券会社の首脳と会談し、彼らのアイデアの一部を講演内容に採り入れたとも言われており、バーチャル・リ  
ミット・オーダーブックは大手証券会社とSECの結託だという批判も存在していた。さらに、今回のリリース  
の内容についても、メリルリンチ、ゴールドマン・サックス、モルガンスタンレー・ディインウィッター、エド  
ワード・ジョーンズ、ABNAMMの五社による文書が影響しているとも伝えられている。<sup>(7)</sup>一月一四日と付され  
たその文書はSECの顧問弁護士を努めていたビット弁護士によって作成され、SECに提出されており、IT  
SをアップグレードしてスーパーNMSを創設すること、リンクされたすべての市場を監督する独立した単一の  
自主規制機関を創設すること、各市場の自主規制機関によって課されている規則から不要な規則と整合的でない  
規則を取り除くことを提案している。

SECによるリリースの公表から五日後の二月二十九日、上院銀行・住宅・都市問題委員会では将来の金融市場に関するヒアリングが行われ、レービットSEC委員長、グラッソNYSE理事長、ザープNASD理事長、五つの証券会社の代表が証言し、米国株式市場統合策に対する各社の考え方が示された。このヒアリングにおける正式な証言記録は入手していないが、証言内容の概要は各種の報道機関から紹介されている。<sup>(8)</sup>

まず、SECのレービット委員長は、ウォールストリートで生じている変化をつかみ損ねれば米国市場の将来を危うくすることになりかねないとして、開かれた議論を奨励し、現状に安住して証券市場における変化を拒む者に警告を発した。次いで、米国株式市場における市場の分裂の可能性に対して憂慮している旨を述べた。また、米国市場から取引を奪うことになるかもしれない海外市場における取引システムの変化に注目する必要があるとも述べた。そして、単なる効率的な取引システムではなく、効率的な国家規模での市場システムを維持していくことが重要であると結んだ。

五つの証券会社の代表としては、モルガンスタンレー・ディーンウィッターのパーセル会長、チャールズ・シユワップのシユワップ会長、ゴールドマン・サックスのポールソン会長、メリルリンチのコマンスキー会長、クレディスイス・ファーストボストンのフィート会長が証言をおこない、チャールズ・シユワップを除く大手証券会社の会長はバーチャル・リミット・オーダーブックに賛同していたが、オンライン取引を活発におこなうチャールズ・シユワップのシユワップ会長はバーチャル・リミット・オーダーブックは競争とイノベーションを阻害すると反論していた。また、シユワップ会長は注文の内部付け合わせによる利益が手数料引き下げの源泉であり、注文の内部付け合わせなしには現在の低手数料水準は維持できないとも述べている。

他方、NYSEのグラッソ理事長も大手証券会社の会長たちが賛成したバーチャル・リミット・オーダーブックに真つ向から反対しており、画一的(monolithic)な構造は競争とイノベーションを抑圧し、代替的なシステムを海外にシフトさせる可能性があると証言した。また、大手証券会社の会長たちがバーチャル・リミット・オーダーブックに機関投資家の大口取引のために例外規定をもうけようとしている点を突いて、米国株式市場を個人投資家ための透明な市場と機関投資家のための不透明な市場に二分することになると批判した。<sup>(9)</sup>そして、NYSEはフロア取引を廃止することは全く考えておらず、電子取引システムによってフロア取引を補完する体制を整えていると証言した。

NASDのザープ理事長はシユワップ会長やグラッソNYSE理事長ほどバーチャル・リミット・オーダーブックに対して批判的ではなかったが、ナスダックが計画中のスーパー・モンタージュと名付けられた注文表示システムがこうした議論の参考になるはずであると証言し、ナスダックの技術力を誇示していた。<sup>(10)</sup>そして、米国株式市場を再編成することになる市場統合案は慎重に分析されるべきであり、誰が得をし、誰が損をするのかも考える必要があると締めくくった。

なお、このヒアリングでは、委員長を務めるテキサス州選出のグラム共和党議員はバーチャル・リミット・オーダーブックをソビエト・タイプのモノポリだと批判し、SECのリーダーシップに対しても懐疑的であったが、ニューヨーク州選出のシューマー民主党議員はバーチャル・リミット・オーダーブックに対して好意的であり、海外市場との競争の中でニューヨークそしてアメリカをグローバルな資本市場の中心に保ち続けることを唱えていた。また、ミシガン州選出のグラムス共和党議員は、この問題はグラス・ステイガル法改正のように三〇年もかけずに実行されるべきであり、議会と規制当局の協力が必要であると呼びかけていた。

#### 4 株式市場統合をめぐる問題

以上がSECのリリースとこれに対する反応、関係者の議会証言の概要であるが、最後にいったい何が問題になっているのかということを整理しておく。

まず、歴史的な経緯を簡単に振り返れば、一九六〇年代に手数料の削減を求めてNYSE上場銘柄の取引が地方取引所や店頭市場に流出し、市場の分裂が問題となった。そこで、手数料の自由化とNMSの構築によって分裂した市場を統合しようとする動きが強まり、ITSによる取引所市場の統合やNYSEのルール三九〇が生まれた。他方、店頭市場の整備と独占化したNYSEに対する競争市場としてナスダックが誕生したが、一九九〇年代には情報通信関連をはじめとしたベンチャー企業が叢生し、ナスダック自体が大幅に拡大し、ECN等の取引所類似施設の競争にさらされるようになった。SECは大きくなりすぎた市場がイノベーションのインセンティブに欠け、独占化する傾向を排除するために市場の分裂を容認し、取引所類似施設のイノベーションと取引所やナスダックとの間の競争を奨励してきた。しかし、ECNがナスダックの三〇%のシェアに達するに及んで市場の分裂に対する不安を募らせ、再び市場統合策を打ち出そうとしているということが背景となっている。

こうした経緯を見ても明らかのように、市場間競争による市場の分裂と何らかの市場統合策による市場の統合は車の両輪となって米国株式市場の発展に貢献してきた。したがって、市場の分裂や市場の統合はどちらか一方が正しく、他方は間違っているという性質のものではない。ヨーロッパ諸国においては一国内では市場は独占化されていても周辺諸国との市場間競争を通じてこうしたダイナミズムは作用している。要はバランスの問題であって、アメリカでは現在、市場間競争によって市場の分裂が進んだために何らかの市場統合策によって市場を統合する方向へ傾きつつあるということである。

株式市場を静態的に見れば、市場を統合することによるメリットは明らかであり、反論の余地はない。しかし、動態的に見た場合、統合され、独占化した市場はイノベーションのインセンティブに欠け、停滞する傾向にあることも事実であり、両者のバランスを採ることが重要である。また、見方を変えて、マクロ的に見た場合には注文の内部化は競争圧力を弱め、市場の価格形成能力を阻害する可能性が高いが、ミクロ的に見た場合には、シユワップ会長が述べていたように、注文の内部化が余剰利益をもたらし、オーダー・フロー・ペイメントや手数料の引き下げ原資となり、当該業者を利用した投資家にも手数料の削減や迅速な取引執行という形で利益をもたらすこともある。そして、この場合には個別の利益が必ずしも全体の利益に結びつかないという問題が生じる。

また、市場の統合に関する問題点としては、グラッソNYSE理事長が述べていたように、価格優先/時間優先という原則を徹底した場合には大口注文に対する除外規定という措置は考えられない。投資家が十分に賢明であり、大口注文を不用意に出さない、あるいは不用意な大口注文に惑わされて狼狽しないという前提のもとでは大口注文を特別扱いする理由は見当たらないはずである。しかし、実際問題としてはNYSEにもクリーン・クロス規定があるように、大口注文が不用意に発注されれば市場の不均衡やこれに伴う価格の乱高下という事態が生じかねない。経験的な知恵として、大口注文を特別扱いは大口注文を優遇するという観点よりも、大口注文に伴う市場の混乱を回避して市場の安定性を維持するという観点からおこなわれていると考えられる。したがって、大口注文の取り扱いに関しても原理原則に従った正論と経験的な知恵による現実的な取り扱いのバランスをとることが問題となってくるはずである。

SECのリリースで紹介された六つの市場統合案は議論のたたき台であって、究極的な選択肢ではない。六つの案の中だけでもディスクロージャーの徹底による市場の自然淘汰から、一つの市場を最先端の技術で追求する

バーチャル・リミット・オーダーブックまで、統合の度合いは大きく異なる。何らかの市場統合策が必要であるとすればどれかを選ばなければならないということになるが、そうした判断はその時点での状況に応じた判断であるべきであり、時間が経過すれば必ず見直す必要が出てくるものであろう。したがって、どれが正しいという形で考えることも重要であろうが、どれが最も現実的かという判断もまた見逃されてはならない。目標を定めることとその目標を実現するために必要な措置を執ることを混同してはならないだろう。

SECもリリースで述べているように、市場統合案に対するコメントを分析することが当面の課題であり、市場統合策の実施はある程度のコンセンサスが得られた後ということになるであろう。しかし、米国株式市場がいかなる市場統合策を採るのかということは、わが国の株式市場を考える上でも参考になることは間違いない。

(注)

- (1) レービットのSEC委員長の講演については、拙稿「真のNMの構築に向けてレービットのSEC委員長の提案」(本誌一五七五号、一九九九年一〇月)、NYSEの対応については、拙稿「ニューヨーク証券取引所の新構想」(「ニューズの日」の意味あるもろ」(本誌一五七八号、二〇〇〇年一月)を参照。
- (2) SEC, NYSE Rulemaking: Notice of Filing of Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390; Commission Request for Comment on Issues Relating to Market Fragmentation, Release No.34-42450; File No. SR-NYSE-99-48, 23 February 2000 (<http://www.sec.gov/rules/sros/ny9948.htm>). 本稿「レービットのSEC委員長の提案」59° SEC, "SEC Requests Comments on NYSE Rescission of Rule 390 and on Market Fragmentation", 23 February 2000 (<http://www.sec.gov/news/rules/390.htm>)

- (3) レギュレーションAに從って、ISE (オプション取引所)、マイランド (ECN)、マキストラナ (ECN) の三つが取引所登録を申請しており、ISEは二月四日、一九九三年のシカゴ・オプション取引所以来、二十七年経りのECNから登録認可を受けつつある。SEC, Commission Notice: Regarding the Application of the International Securities Exchange LLC, for Registration as a National Securities Exchange, Release No. 34-42455; File No. 10-127, 24 February 2000 (<http://www.sec.gov/rules/others/34-42455.htm>)
- (4) 証券取引所法11A (a) (1) (c) はNMの目的として次の五つを掲げている。①取引の効率的な執行、②フローカー/ディーラー間および市場間での公平な競争、③取引情報および気配情報の公表、④顧客注文の最良な市場での執行、⑤顧客注文がフローカー/ディーラーによる介入なしに付け合わされる機会の確保。
- (5) Securities Exchange Act Release No. 36310 (Oct. 6, 1995), 60 FR 52792 (proposed Rule 11Ac1-5: Price improvement for customer market orders)
- (6) Elizabeth Smith, "NYSE, ECNs oppose virtual central limit order book", Reuters, 24 February 2000 / Yahoo! Finance, 28 February 2000 (<http://biz.yahoo.com/fr/000228/efe.html>), Greg Ip, "How Any Market Revamping Might Remove, Add Wrinkles", Wall Street Journal Interactive Edition, 29 February 2000
- (7) Michael Schroeder and Randall Smith, "Firms Propose Sweeping Change To Structure of the Stock Market", Wall Street Journal Interactive Edition, 29 February 2000. ウォールストリートジャーナル・インターラクティブ・エディションは二月二十九日付の匿名レポートが掲載されており、他の記事は以下の内容紹介を照合してみる。以下のレポートは五社の提した文章を参考にする。"Responding to Chairman Levitt's Call: A Plan for Achieving a True National Market System", Wall Street Journal Interactive Edition, 29 February 2000

- (8) Judith Burns, "Lawmakers, Regulators Debate Future of U.S. Markets", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 29 February 2000, Judith Burns, "Levit : Some Mkts May Stand In Way Or Industry Progress", *Dow Jones News*, 29 February 2000, Peter Ramiug, "Feds choose to leave future market rules to players", *Reuters / Yahoo! Finance*, 29 February 2000 (<http://biz.yahoo.com/ft/000229/bf9.html>), Elizabeth Smith, "NYSE chief opposes centralized U. S. stock market", *Reuters / Yahoo! Finance*, 29 February 2000 (<http://biz.yahoo.com/ft/000229/bj5.html>), Randall Smith and Greg Ip, "Exchanges, Firms Debate Restructuring of Markets", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 1 March 2000
- (9) この点については、コールドマン・サックスのポールソン会長が現在のNYSEにおける大口取引規定が十分であると考へてゐるとあつて反論してゐた。
- (10) ただし、スーパー・モニタージュは価格優先／時間優先で注文が執行されるわけではなく、EONを束ねたスーパーEONにすぎない、とナサレスのEON市場規制局長は述べてゐる。