

米国株式市場統合策の行方

～ノーダットのSEC委員長の真意～

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、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）の撤廃を決定した。⁽¹⁾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⁽²⁾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。そして、二月二十九日には上院銀行委員会ヒアリングがおこなわれ、レービットSEC委員長、グラツソNYSE理事長、ザーブN ASD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意見が示された。⁽³⁾さらに、三月一六日にはノースウエスタン大学法律大学院でレービットSEC委員長の講演がおこなわれ、議会証言では明らかにされなかった論点が示される一方、三月二二日には上院銀行委員会・証券小委員会、四つのECNと二つのオンライン・ブローカーの代表を集めたヒアリングが、四月一四日には上院銀行委員会でグリーンズパン連邦準備理事会（FRB）議長のヒアリングがおこなわれ、米国株式市場統合に関するさまざまな意見が明らかになっている。

本稿では、まず、SEC主導の株式市場統合策に対する代表的な意見を議会証言草稿から紹介し、次いで三月一六日のレービットSEC委員長の講演内容を紹介する。そして、株式市場統合に関するSECの権限の根拠を一九七五年の証券取引所法改正を通じて明らかにし、株式市場統合策の行方について考察する。

1 株式市場統合策に関する意見

一九九九年九月のレービット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、米国株式市場の新たな統合策が注目を集めている。その背景には七つの証券取引所とナスダック、シカゴ・オプション取引所を結んで注文回送をおこなう現行の市場間取引システム（ITS）が十分に機能していないという認識があり、取引所申請をおこなっているアイランドECNやアーキペラゴウといったECNの取引所認可とともにITSの拡充が必要になることは明白で、コンピューターによる自動執行機能を備えた取引所と伝統的なフロア取引をおこなう取引所をどのように接続するのかという問題が生じてくるという認識が行き渡っているからである。⁽³⁾ここでは上院議会証言の準備草稿をもとにして株式市場統合策に関する代表的な意見を紹介する。

(1) 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⁽⁴⁾

多様な市場がネットワーク化するという時代に入って、ネットワークが基準やプロトコルを必要とするように、ネットワーク化した市場を規制する枠組みを作り上げる必要がある。ネットワーク化した市場は、電子的リンク、時間優先原則、注文の競争という三つの原則に従って運営されるべきであり、理想的には各市場がこうした原則に従う形でビジネス・モデルを追求する結果としてネットワークが実現することが望ましいが、個々の市場や仲介者の利害が対立するかもしれないので、政府による一定の介入は避けられない。私の考えているものは

二五年前に議会が提唱した全米市場システムに近いものであり、現在の技術からすればそれほど難しいものではない。市場がリンクされ、一定水準の行為規制に従わさせられれば各市場が同質化してしまうと考える理由はどこにもない。投資家が必要とする限り、イノベーションのインセンティブはなくなりはない。

(2) ゴールドマン・サックスのポールソン会長⁽⁵⁾

市場の分裂は現実に存在し、ますます拡大している。市場の分裂は不適切に注文を孤立化させ、厳格な価格競争、公共の価格発見、顧客注文の最良執行、市場の流動性を阻害する可能性がある。したがって、理想的なモデルとして、電子的な中央市場、すなわちあらゆる市場にリンクした単一のネットワークを提唱する。しかし、市場は異なる取引システムや価格向上機会を提供しなければならず、とりわけ執行速度と最良価格が両立しないような流動性不足の場合にはそうであり、適切な数量基準に基づく大口取引規定をボラティリティ削減のために設けなければならぬ。

(3) メリルリンチのCOMANSキー会長⁽⁶⁾

電子取引システムの登場は市場の分裂に対する不安をもたらした。複数の取引所が注文獲得競争をおこなうことによる利益と注文を一カ所に集めることによる利益のバランスが重要である。取引所やATSの間のより強固なリンクを作り出すことが解決策となるはずであり、市場の効率性は最良気配を自動執行するという能力を必要とするであろう。絶対的な数量基準ではなく、相対的な数量基準に基づいた大口取引に対する例外規定をもった、より高いレベルでの価格優先/時間優先というプロトコルを提唱する。

(4) クレディスイス・ファーストボストンのフィート会長⁽⁷⁾

世界中の取引市場はテクノロジとグローバルライゼーションという二つの力によって根本的な変化を迫られて

いる。グローバルな二四時間体制の電子取引が株式市場で実現することは避けられない。新たな電子市場は、参加者が限られたネットワーク、集権化された取引所リンク市場、分権化した電子ウェブのいずれかになるはずである。参加者が限られたネットワークは現状に近いものでグローバルな市場になるとは考えられないし、分権化した電子ウェブは高流動性銘柄でしか成立しないので、集権化された取引所リンク市場がグローバルな資本市場のベースとなる可能性が高い。

(5) チャールズ・シュワップのシュワップ社長⁽⁸⁾

オーダー・ハンドリング・ルールとECNの気配統合によって市場の分裂はかつてないほど小さい。市場は常に変化しており、競争的市場では非効率は一時的なものにすぎない。多様な市場とより進んだ技術が顧客に低価格をもたらす最良の解決策である。多様な取引システムは競争的市場の中で最良の価格に効率的にアクセスするシステムを生み出した。今日の技術は中央市場を必要としていない。すでに多くの企業は最良気配の市場への注文回送技術を開発している。

(6) NYSEのグラッソ理事長⁽⁹⁾

中央集権的 (monistic) な構造は競争とイノベーションを阻害し、おそらく代替的システムを国外で生み出すことになるであろう。上場株式市場はそれほど大きく分裂してはいない。政府が上場株式市場に大幅な変化を強いることは時期尚早である。顧客注文の内部化等に対して注意深く目標を定めた規制策で十分である。市場間をリンクするという必要性を否定するわけではないが、政府の介入が必要であるかどうかを議論するよりも、迅速なコミュニケーションと競争を完全に開花させるべきである。

(7) NASDAのザープ理事長⁽¹⁰⁾

二一世紀の株式市場はディーラーが競い合い、コンピューター・ベースで、テクノロジーが主導し、すべての人に開かれているだろう。中心的な問題は、ニーズにあった市場構造に改善すること、ガバナンスと規制を合理化すること、グローバル市場に迅速に移行すること、の三つである。証券市場構造に関する重大な問題は市場統合に対するニーズをどのように競争と選択の原理にバランスさせるかということである。米国株式市場のイノベーションを支える特質は集権化された単一市場ではなく、自由競争である。我々が望むのはSECの監視のもとで市場に解決策を探らせるというこれまでの政策である。

(8) アーキペラゴウのバトナム最高経営責任者⁽¹¹⁾

市場間競争は情報リンケージと注文回送リンケージを改善して促進されるべきである。市場間競争を支えている組織に新しい取引所やECNを公正な方法で参加させるべきである。ITSはスローで、統治構造に問題があり、リンケージ機能を現在の時代遅れな構造にしておくことには問題がある。中央指値注文板の支持者は市場間競争を単なる価格競争と誤解しており、非価格競争の重要性を理解していない。競争は規制の代替物以上のものである。テクノロジと結びつけば、市場による回答はしばしば規制対象に適切な解決策をもたらす。

(9) ブルンバーク・トレードブックのフォレイ社長⁽¹²⁾

ナスダック市場は分裂していないが、取引所市場には有効なリンケージを導入する必要がある。中央指値注文板は市場を凍結させ、個別企業に対するリスクは低下させるが、テクノロジーが市場を改善する機会を奪ってしまふ。市場の分裂が問題になるのは複数の流動性プールが交流しない場合であり、十分な透明性をもった市場がリンクされていけば問題はない。

(10) アメリトレードのリケット会長⁽¹³⁾

いかなる市場構造が最も効率的かという議論に基づいた注文の人為的な集中は貧弱な規制政策であり、小口注文のコストを高め、執行結果を悪化させ、執行速度を低下させる。注文の回送先は適切な透明性に基づいた競争に任せるべきである。統合指値注文板の支持者はマーケットメーカーや仲介者抜きで自らのオペレーショナル・コストを引き下げようとしているにすぎず、価格改善がもたらされるというが、委託売買手数料や執行スピードを考慮していない。

(11) FRBのグリンスパン議長⁽¹⁴⁾

短期的にみた取引システム間の競争は市場の分裂をもたらしたが、市場の分裂は長期的な観点から捉えられなければならない。市場構造は常に変化しており、取引方法の革新や新たな金融商品の発展に適應している。流動性は気配値スプレッドが最も小さなシステムに集約される傾向があるので、長期的には競争圧力が統合作用をもたらす。市場の分裂を回避することができるならば回避すべきであるが、移行プロセスにおいては市場の分裂を完全に回避することは不可能である。分裂と統合という競争のサイクルにおいて政策立案者の役割は直接関与しないことである。政策立案者が市場の進化を方向付けるほど賢明であるということはこれまでに証明されていない。したがって、規制当局によるいかなる形の中央指値注文板の強制にも反対である。テクノロジーに基づいた市場の再構築プロセスが現在進行しているので、政策立案者の役割は長期均衡となる市場構造への移行を促進することである。政策立案者は市場参加者や取引システムが同一条件のもとで競争することに心を砕かなければならない。つまり、市場慣行の見直しと競争阻害要因の削除である。新たな市場構造への移行を促進するための政策立案者のもう一つの役割は市場の透明性を高めることである。透明性は基本的な市場組織原理の一つである。

2 レービットSEC委員長のノースウエスタン大学法律大学院での講演⁽¹⁵⁾

(1) イントロダクション

規制の枠組みとブローカーの最良執行義務についてはすでに他のところで述べているので、全米市場システム(NMS)を支える他の二つの柱である透明性とリンケージが本日のテーマである。透明性とは価格がすべての市場参加者に利用可能であることであり、リンケージとはこうした価格にアクセスする手段である。透明性とリンケージはゴールではなく、よりよい市場を求める果てしないレースの一部である。

(2) 指値注文：透明性の土台

指値注文は投資家に価格提示者となる道を開く。指値注文は需要と供給を明らかにすることで重要な市場機能を担っている。指値注文は市場全体に利用可能な情報を増加させ、すべての市場参加者によりよい価格決定を可能にする。指値注文は価格発見を促進するだけでなく、ディーラーと投資家を対等な場所に立たせる。

オーダー・ハンドリング・ルールはスプレッドを三〇%縮小させることに貢献したが、このスプレッドの縮小の大半は顧客による指値注文の開示によって行われている。しかし、最近の予備的検査によると、ある取引所では少なくとも指値注文の六つに一つが適切に表示されておらず、指値注文は市場仲介者によって適切に取り扱われていないことが多い。

(3) 一〇〇分の一刻みへの移行：透明性に対するインプリケーション

指値注文と透明性に関する包括的な議論は一〇〇分の一刻みへの移行を見逃してはならない。一〇〇分の一刻みへの移行によって投資家、とりわけ成行注文を使う小口投資家は明らかに利益を受けるであろう。しかし、一〇〇分の一刻みへの移行はマーケットメーカーやプロによる割り込みを容易にするので、指値注文を出すインセ

ンティブを減少させるという見方がある。また、同一価格当たりの注文数量は論理的には減少するので、最良気配で取引できる数量が減少するという見方もある。最良気配のみを表示するという慣行のもとでは最良気配の背後にある指値注文まで表示しなければ一〇〇分の一刻みへの移行後には取引が減ることになるかもしれない。

(4) 注文板の開示に向けて

NYSEはスペシャリストの注文板を開示する計画を発表し、ナスダックも三番目までの指値注文総量を表示するという提案(Super Montage)をおこなっており、ECNの中にはすべての指値注文をインターネットを通じて開示しているものもある。これらは透明性と効率的な価格形成に対する投資家の要求に応える前向きな対応である。

一〇〇分の一刻みへの移行を前にして最良気配以外の指値注文の開示は重大になっている。今こそ、より広くより深い透明性を実現するときである。あらゆる市場参加者がすべての市場の注文板の開示に向けて動き出すときである。この重要な分野で大規模なシステム変更を必要としない自主的な対応が求められている。すべての投資家があらゆる株式の需要と供給の厚みを知ることができれば真のNMSへ向けての大きなステップとなるであろう。一〇〇分の一刻みへの移行が及ぼす影響が明らかでない今こそ、このステップを踏み出すときである。ただし、このアイデアの実現は現在問題となっている市場統合策とは別問題である。

(5) リンケージ：基本の復習

すべての市場参加者が最良気配を知ったとしてもどのように顧客がその市場にアクセスするのかという問題が残る。市場にアクセスする方法としてはブローカーを通じてというのが現在は大半であるが、今後もブローカーが重要な役割を担うことになるであろう。もし単一の中央集権的(Monolithic)な市場があればブローカーはど

こへ注文を出すのかを迷う必要はないが、議会がそのような選択をするとは考えられない。

複数の市場がブローカーによって結ばれているとしても市場間の直接的なリンケージは必要である。リンケージによってブローカーが顧客注文を最良価格で執行するというNMSの目的の一つは達成される。市場間リンケージは市場間での価格の均衡を促進し、市場をより効率化させることにもなる。

市場間リンケージを促進するためにSECは積極的に関わってきたが、限られた役割しか演じていない。SECが追求してきたリンケージは顧客を二重価格から保護するための基本的なコネクションにすぎず、リンケージの詳細を決定してはいない。ダイナミックなNMSのもとでは各市場はニッチを探し、ブランドを作り上げ、付加価値のあるサービスを提供しなければならない。市場間リンケージは無制限に自由なアクセスを意図したものではない。ITSを通じて全く同じように市場にアクセスできるとすれば誰がNYSEの会員権を買ったりするだろうか。

市場間のコネクティビティを提供するブローカーの進化はテクノロジーが新たな可能性を明らかにする場合にのみもたらされる。ECNの間の画期的なコネクティビティが進展し続ければ、同じような市場間リンケージの進化も期待できる。基本的な市場間リンケージはすでに存在するが、ITSもセレクトネットも代替可能であり、そうすることが望ましい。

(6) 市場全体を通じての売り手と買い手の交流

透明性とリンケージは一体となって市場全体を通じての売り手と買い手の交流をもたらしている。しかし、小口投資家と取引しているブローカー/ディーラーとオーダー・フロー・ペイメントを支払っている大口企業が気配を通じた競争をおこなうインセンティブがあるかどうかは疑わしい。

SECは市場の分裂に対してどのような手段を講じるべきかをまだ決めていない。SECは将来の市場を設計することではなく、真の競争が公正で効率的で秩序ある市場を形作る枠組みを維持し、監督することを役割としている。とりわけ、競争を阻害する障害を取り除かなければならない。しかし、必要であれば公正で効率的な市場の基準を示すことができる。SECがどのような手段を選ぶにせよ、市場間の競争が活発でダイナミックでなければならぬというリトマス試験はクリアしていなければならない。

(7) 結論

今日の投資家の要求はあまりにも複雑であり、単一市場(monolith)によって解決することはできない。競争の力は非常に強力であり、隔離し続けることもできない。これは我々すべての至上命題である。

市場と投資家が直面している機会と挑戦は浅薄な議論を乗り越えなければならない。これは大企業と小企業という議論でもなければ、機関投資家と小口投資家、人間とコンピューターという議論でもない。これはどのようにして競争とイノベーションに市場の将来をゆだねるかという議論であり、どのようにしてあらゆる投資家のニーズに応えるのかという議論であり、ますますグローバル化する電子市場において我々の市場がどのようにすれば競争し、勝利することができるかという議論である。そして、我々の資本市場が直面している最も重要な議論である。

3 株式市場統合策の行方

三月二三日に公表されたSECのリリースに対してはすでに紹介したようなさまざまな意見が寄せられているが、SECが議論のたたき台として採り上げた六つの市場統合策は次のようなものであった。

- 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
 - ②注文の内部化とオーダー・フロー・ペイメントの制限・・・NYSE案
 - ③注文に対する価格改善の機会の提供
 - 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
 - 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
 - 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
- 一九九九年九月の講演でレービットSEC委員長が提案したバーチャル・リミット・オーダーブックは⑥のNLSの一種と考えられるが、このNLSはその後、ブラック・ボックス、モノリス(monolith)、CLOB(中央指値注文板または統合指値注文板)といったレッテルで攻撃され、支持に回ったのはモルガン・スタンレー・デイン・ウィッターのパーセル会長、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といった大手証券会社の代表だけであった。したがって、なんらかの市場統合策が必要であるとしてもNLSには反対という意見が大勢を占めており、上院銀行委員会はずでに反対意見を示唆していたグリンスパンFRB議長に証言を求め、支持派の息の音を止めたとも言われている。しかし、SECが金利の変更を決定できないのと同様にFRBも株式市場統合策を決定することはできない。市場関係者の意向を無視して市場統合策を決定することは容易ではないが、SECが最終的な判断を下す権限は証券取引所に明記されている。一九七五年に改正された証券取引所法第一A条(a)は全米市場システムに関して以下のように規定している。
- (1) 議会は次のことを確認する。

(29)

- (A) 証券市場は、保持され、かつ強化されるべき重要な国家の財産であること。
- (B) 新しい情報処理および伝達の技術はより有効かつ効率的な市場運営の機会を作り出すものであること。
- (C) 次のことを確保することは公益に合致し、かつ投資家保護および公正で秩序ある市場の維持のために適当であること。

- (i) 証券取引の経済上効率的な執行、
- (ii) ブローカー／ディーラー間、取引所市場間、および取引所市場と取引所以外の市場間の公正な競争、
- (iii) 証券の気配相場および取引に関する情報のブローカー、ディーラーおよび投資家による利用可能性、
- (iv) 投資家の注文を最善の市場で執行することについてのブローカーの実行可能性、および
- (v) (i)と(ii)の規定に矛盾することなく、投資家の注文がディーラーの関与なく執行される機会。
- (D) 適格証券についてのすべての市場を通信および情報処理施設を通じて結合することは、効率を促進し、競争を高め、ブローカー、ディーラーおよび投資家に利用可能な情報を増大させ、投資家の注文を相互に対当させることを容易にし、かつ当該注文の最善の執行に貢献すること。

- (2) SECは(1)に定める確認事項に合致し、かつその目的を遂行するための証券の全米市場システム(取引上、特殊な性格を持つ特定種類の証券についての補助的な制度を含むことができる)の確立を容易にするため、公益・投資家保護および公正で秩序ある市場の維持に正当な配慮を払いつつ、本法に基づく権限を行使することを指示される。

したがって、この条文に明確に違反しなければ、この条文が改正されない限り、市場統合策に関する最終的な決定はSECの判断によって下されるのである。

(30)

レービットSEC委員長は二月二十九日の上院銀行委員会での証言では多くを語らず、SECのリリースで採り上げられた六つの市場統合案のどのあたりを重視しているのかは明らかではなかった。⁽¹⁶⁾しかし、三月一六日の講演では透明性と市場間リンケージの関係について説明し、SECの市場統合案の①に当たるより詳細なディスクロージャーだけでは不十分であり、市場間の直接的なリンケージが必要であると明言している。そして、その文脈で「ダイナミックなNMSのもとでは各市場はニッチを探し、ブランドを作り上げ、付加価値のあるものを提供しなければならぬ。市場間リンケージは無制限に自由なアクセスを意図したものではない。ITSを通じて全く同じように市場にアクセスできるとすれば誰がNYSEの会員権を買ったりするだろうか。」と述べている。また、「もし単一中央の集権的(monistic)な市場があればブローカーはどこへ注文を出すのかを迷う必要はないが、議会がそのような選択をするとは考えられない。」とも述べており、CLOBやモノリスと呼ばれている単一指値注文板には否定的な見解を示している。レービットSEC委員長が一九九九年九月の講演で提案したバーチャル・リミット・オーダーブックは電子的にリンクされた単一指値注文板と考えられ、批判されてきたわけであるが、かならずしもそうではなさそうである。九月の講演草稿を読み返してみると、中央市場(central market)という考え方は魅力的であるとは述べているが、バーチャル・リミット・オーダーブックが電子的にリンクされた「単一指値注文板であるのかどうかは定かではない。⁽¹⁷⁾もしかすると、レービットSEC委員長は当初からSECの市場統合案の⑥に当たるすべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入は想定していなかったのかもしれない。あるいは単一指値注文板に対する反対の大きさを考慮して当初の考え方を後退させたのかもしれない。いずれにしても三月の講演時点では完全な市場間時間優先原則の導入は目指していないことは明らかであり、部分的な市場間時間優先原則の導入をどのような形でおこなうのが今後の問題である。

現在のITSが不十分であるとレービットSEC委員長が考えていることは明らかであり、市場間リンケージに関する市場統合案ということでは、SECの六つの市場統合案の中では、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、または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がその候補となるだろう。しかし、これらはいずれもITSを改良することで実現可能ではあるが、最良気配のみが問題となり、バーチャル・リミット・オーダーブックというイメージとは一致しない。リミット・オーダーブックというからにはすべてではないにしても最良気配以外の注文も対象になるものと考えられる。ナスダックの提案しているスーパード・モニタージュは三番目の価格までを表示することになっているが、三番目の価格までの指値注文を電子的にリンクして時間優先原則を導入するということも考えられよう。

証券取引所法第一A条(a)で規定された全米市場システムは、(C)(ii)ブローカー/ディーラー間、取引所市場間、取引所市場と取引所以外の市場間の公正な競争、(iv)投資家の注文の最善の市場での執行、(v)投資家の注文がディーラーの関与なく執行される機会の提供、(D)投資家の注文を相互に対当させることを要求しており、投資家の注文を相互に対当させるためには指値注文が何らかの形でプールされること以外にはありえない。しかし、その方法は今のところ明らかではない。しかも、そのために現在のITSを改良するとすれば、自動執行機能を備えた取引所とそうでない取引所をリンクするためには伝統的な取引所への自動執行機能の導入がおそらく必要になり、何らかの方法が決まったとしてもその実現にはさらに時間を要するであろう。そのことを見越してか、四月一七日にSECは自主的な指値注文板の情報開示(市場統合案①)へ向けた会議を五月四日におこなうことを発表した。⁽¹⁸⁾各取引所の存続基盤を確保し、イノベーションを生み出すインセンティブを与えながら、各取引所の指値注文をプールするという前代未聞のプロジェクトはまだまだ前途多難であると言えよう。

(注)

- (1) レービットSEC委員長の講演については、拙稿「真のNMSの構築へ向けて―レービットSEC委員長の提案―」(本誌一五七五号、一九九九年一〇月)、NYSEの対応に関しては、拙稿「ニューヨーク証券取引所の新構想―「NYSE」の意味するもの―」(本誌一五七八号、二〇〇〇年一月)を参照。
- (2) SECのリリースと議会証言の内容に関しては、拙稿「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―」(本誌一五八〇号、二〇〇〇年三月)を参照。
- (3) すでにシンシナティ証券取引所やシフィックス証券取引所はコンピュータによる自動執行を導入しているが、ITを通じての取引に制限を課されており、注文回送先ではスプレッドによる手入力での執行がおこなわれている。
- (4) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/022900/purcell.htm
- (5) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/022900/paulson.htm
- (6) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/022900/kmnsky.htm
- (7) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/022900/wheat.htm
- (8) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/022900/schwab.htm
- (9) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/022900/grasso.htm
- (10) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/022900/zarb.htm
- (11) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/032200/putnam.htm
- (12) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/032200/foley.htm
- (13) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/032200/ricketts.htm
- (14) <http://www.bog.frb.fed.us/BoardDocs/Testimony/2000/20000413.htm>
- (15) Arthur Levitt, "Visible Prices, Accessible Markets, Order Interaction", March 16, 2000 (<http://www.sec.gov/news/speeches/spch355.htm>)
- (16) http://www.senate.gov/banking/00_02hr/022900/levitt.htm
- (17) Arthur Levitt, "Dynamic Markets, Timeless Principles", 23 September 1999 (<http://www.sec.gov/news/speeches/spch295.htm>), #たは前掲拙稿(本誌一五七五号、一九九九年一〇月)
- (18) SEC, "SEC To Conduct Roundtable on Limit Order Transparency", April 17, 2000 (<http://www.sec.gov/news/limitot.htm>)

(た)かわ #やひん・主任研究員)