

ナスダック・インターマーケット

ECNの取引所上場銘柄取引

吉川 真裕

米国株式市場では店頭市場（ナスダック）でのECNの取引シェアは四割にも達し、九つのECN各社やマーケットメーカーの間で激しい市場間競争がおこなわれているのに対して、取引所市場でのECNの取引シェアはまだ三%に過ぎず、ニューヨーク証券取引所（NYSE）をはじめとした伝統的な取引所での取引が大半を占めている。しかし、取引所市場でのECNの取引が少ない原因の一つと言われてきたNYSEの取引所集中義務（ルール三九〇）は昨年二月二日にNYSEで撤廃が決議され、本年五月五日に米国証券取引委員会（SEC）の承認を得て撤廃された。さらに本年三月一六日には取引所市場と店頭市場のマーケットメーカーを結ぶITS/CAESへのECNの接続も承認されており、六月一三日には三つのECNがITS/CAESに接続する意向を明らかにした。したがって、今後は取引所市場においてもECNの取引シェアの拡大するものと予想されている。

本稿ではNYSEのルール三九〇撤廃をめぐる経緯を振り返り、ITS/CAESの導入とその後の推移を紹介した後、ナスダック・インターマーケットと名付けられた新たなITS/CAESの仕組みとこれに対するECN各社の反応を紹介し、ECNによる上場銘柄取引の見通しについて論じる。

1 NYSEルール三九〇撤廃

NYSEのルール三九〇は一九七五年の証券取引所法改正を受けて、顧客注文がオークション市場でディーラーの介入なしに執行されることを目的として、一九七六年にNYSE会員によるNYSE上場銘柄の店頭市場での取引を禁じる規則として制定された。そして、一九七八年の証券取引所法19C1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19C3の採用によって適用対象銘柄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た。

一九九九年九月、コロンビア大学法律大学院での講演においてレービットSEC委員長が株式会社化を検討しているNYSEがルール三九〇という形で競争から保護されているのはおかしいと声明したことから、NYSEのルール三九〇に対する批判が高まり、二月二日にNYSEは自らルール三九〇の撤廃を決定した⁽¹⁾。しかし、レービットSEC委員長の講演直後にグラッソNYSE理事長は撤廃反対を表明しており、決してNYSEが進んでルール三九〇を撤廃したわけではない。SECが二月八日のコミッションナー会議でNYSEのルール三九〇撤廃の投票をおこなうことが明らかになり、投票がおこなわれた場合には撤廃が決議されることを見越して、どうせ撤廃するならSECに命じられて撤廃し、保守的な印象を与えるよりも先手を打って撤廃し、NYSEが積極的に制度改革に取り組んでいるという印象を与える方が有利だという判断が働いたものとみられている⁽²⁾。

二月二日にNYSEが発表したプレス・リリースは、ルール三九〇の撤廃のほかに、全米証券業協会（NASD）のコンピューター取引システム（ECN）を接続するために現行の市場間取引システム（ITS）を改善する計画案を承認する一方、ブローカー/ディーラーによる注文の内部付け合わせに対して従来より厳しいルールの採用をSECに要請した⁽³⁾。SECの規則では顧客注文の最良価格での執行は義務づけられているが、最良気

配と等しければブローカー／ディーラーが自らのポジションで執行することは認められている。NYSEの提案はブローカーが自らのポジションで執行する場合には最良気配よりも良い価格の場合だけとするというものである。クロス取引などは取引所集中義務がなくなれば取引所に出す必要はなくなるので、こうした取引の流出に歯止めをかけようということであろうが、取引所登録をしていないECNはブローカー／ディーラーであり、これを理由にECNに対してNYSEあるいはNYSEのECNを有利な立場に立てようとしているのではないかと類推される。

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⁽⁴⁾。このリリースはイントログクシヨンに続いて、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⁽⁵⁾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。

NYSEのルール三九〇撤廃に関するコメントの提出期限は三月二〇日に締め切られ、五月五日にはNYSEのルール三九〇撤廃はSECによって承認された⁽⁶⁾。賛否の明確なコメントは二件SECに寄せられていたが、ルール三九〇の撤廃に反対するコメントはなく、四件のコメントは合わせて求められていた市場統合策に関する決定を待つて撤廃すべきであると回答していた。NYSEのルール三九〇撤廃提案に対する承認を与えたりリースの中で、SECは顧客注文の交流を促進するというルール三九〇の効果はもはやその競争制限的な側面を無視できなくなっているとし、とりわけNYSEと同様に顧客注文を交流させているECNやATSでのNYSE会員の取引をルール三九〇が制限していることを問題にしていた。

2 ITS/CAES

CAES (Computer Assisted Execution System) は取引所市場と店頭市場を接続するために作られたNASDのコンピューター取引システムであり、ITSと結びついて店頭市場のマーケットメーカーが取引所に注文を送ると同時に、取引所が店頭市場のマーケットメーカーにも注文を回送するために用いられている (ITS/CAES)。

一九七五年の証券取引所法改正によって導入が決定された全米市場システム (NMS) では店頭市場を含めた適格証券の市場間リンクがうたわれており、一九七八年四月から試験的に開始された取引所市場を結ぶITSに一九八〇年一〇月までに店頭市場のマーケットメーカーが参加することをSECは指示した⁽⁷⁾。しかし、ITS参加者の反対が強く、店頭市場のマーケットメーカーのITSへの参加が進まないことから、SECはITSと店頭市場のマーケットメーカーの自動的なリンクを指示し、計画案の提出を要請したが、ITS参加者とNASDの間で合意はやはり進まなかった。

そこで、一九八一年四月にSECは一九七八年四月二七日以降の上場株式 (ルール19C3銘柄) を対象としたITSとCAESの自動リンクの導入を一九八二年三月一日までに実行することを決定した⁽⁸⁾。しかし、再びこの決定の施行は遅延し、SECは一九八二年三月に同年五月一日まで実施時期を延期した⁽⁹⁾。そして、延期された五月一日にもITS参加者とNASDが合意に達することができなかったことから、SECはITSプランの修正を五月一二日に自らおこなった⁽¹⁰⁾。この計画では取引対象はルール19C3銘柄だけが対象であったが、SECは将来的には全上場銘柄を対象とすることをはっきりと最終案で明記していた⁽¹¹⁾。一九八三年九月一五日にCAESの試験期間は終了し、すべてのルール19C3銘柄を対象としてITS/CAESは稼働した⁽¹²⁾。

一九九一年一月、NASDはITS/CAESの対象銘柄をルール19C3銘柄以外に拡大する提案をSECに提出した。SECは一九九四年一月に『マーケット二〇〇』と題する報告書を公表し、この中でITS/CAESの対象銘柄を拡大する必要性を論じていたが、同時にその前にNASDがなすべき課題(マーケットメーカーの最良気配よりも良い顧客注文の開示等)も指摘していた。⁽¹³⁾一九九五年九月にオーダー・ハンドリング・ルール提案の中でSECはITS/CAESのルール19C3銘柄以外への拡大についてもコメントを求めているが、一九九六年九月に導入されたオーダー・ハンドリング・ルールではITS/CAESのルール19C3銘柄以外への拡大は先送りされた。⁽¹⁴⁾

一九九七年五月にSECはITS/CAESの対象拡大を含めた四つの問題についてITS参加者にコメントを求めたが、ITS/CAESの対象拡大については全員の賛成が得られず、全会一致というITS運営委員会の規則からITS/CAESの対象拡大は実現しなかった。一九九八年六月にはNASDは再びITS/CAESの対象銘柄をルール19C3銘柄以外に拡大する提案をSECに提出し、翌七月にSECはこの問題に関するリリースを発行し、関係者のコメントを求めた。⁽¹⁵⁾このリリースには一五件のコメントが寄せられ、何らかの条件を付けたものはあったが、明確な反対意見はなく、一九九九年二月九日にITS/CAESの対象銘柄を全市場銘柄に拡大することが決定された。⁽¹⁶⁾ただし、これまでの経緯をみても明らかのように、この決定はかならずしもすんなりとおこなわれたわけではなく、リリースの公表から一年半近くもかかかってようやくおこなわれており、先に紹介したNYSEのルール三九〇の撤廃と密接に関わっていた。というのも、NYSEのルール三九〇が撤廃されればITS/CAESを通じて市場間リンケージを拡大しない限り、市場の分裂が生じる可能性が高まるからであり、最終決定もルール三九〇の撤廃投票予定日(二月八日)と合わせて計画されていた。

3 ECNのITS/CAESへの接続

ITS/CAESの全市場銘柄への拡大は取引所市場と店頭市場のリンケージを強化することが目的であり、この趣旨からすればECNを店頭市場の一部として含めることは当然と考えられる。しかし、従来でもルール19C3銘柄に関してはITS/CAESを通じて取引所市場と店頭市場はリンケージされていたにもかかわらず、ECNはこのリンケージには参加していなかった。この原因はもともと店頭市場はマーケットメーカーによつて担われており、ITS/CAESの導入当初の規定では店頭市場のマーケットメーカーは売り・買い双方の確定気配を提示することが義務づけられていたからであり、また、ITS/CAES経由の取引はシンシナティ証券取引所を除けば実際に自動執行されていたわけではないが、自動執行の対象として扱われ、ECNから注文が回送された後、ITS/CAES経由で取引が執行されたかがわかる前にECNで取引執行可能となった場合、ECNがITS/CAES経由の取引の確認を待たない限り、二重執行が生じるおそれがあったからである。

(6)

そこで、一九九九年二月九日のSECによるITS/CAESの対象銘柄拡大を受けて、NASDはこの問題を解決し、ECNやATSをITS/CAESに接続するための規則変更の提案を二月二十七日におこなった。⁽¹⁷⁾この提案には三つのポイントがあり、第一のポイントはECNやATSに売り・買い双方の指値注文が存在しない場合には当該ECNやATSは不足した指値注文の代わりに最良気配に劣る価格で自動的に一〇〇株の確定気配を提示するという方法を通じて、あたかも常時確定気配を提示しているマーケットメーカーと同じように取り扱われるというものである(ただし、自動的に提示された確定気配で取引が成立した場合にはECNやATSは自己勘定で取引をおこなう必要がある)。第二のポイントは、現状ではITS/CAESを通じた注文は注文が

(5)

マーケットメーカーに回送された時点で確定気配での自動執行プロセスに入るようになってきているが、注文回送モードを選択したマーケットメーカー（ECNやATS）は回送された注文に対して自動的に応答する形で自動執行プロセスに入らず、注文の二重執行を回避するという仕組みである。そして、第三のポイントは、ECNやATSはマーケットメーカーとしてITS/CAESに参加するのであるからITS/CAES経由で成立した注文に関してはマーケットメーカーと同様にクォート・アクセス・フィー（場口銭）を徴収できないという規則である。

この規則変更案は二〇〇〇年二月一日に公表され、コメントが求められたが、これを支持する一件のコメント（ただし、ECNが場口銭を徴収できないことには反対）が寄せられただけであり、SECは三月一六日にこの規則変更案を承認した。⁽¹⁸⁾そして、この規則変更承認リリースの中で、ITSは取引所と店頭市場を結ぶ最も重要なリンクであるので、ECNやATSをITSに接続することはSECの重要なゴールの一つであるとはっきりと述べられていた。

(7)

4 ナスダック・インターマーケット

六月一三日、ナスダックは上場銘柄取引市場であるナスダック・サード・マーケットをナスダック・インターマーケットと改名したこと、三月一六日のSECによる規則変更承認を受けてECN等が参加できる市場として新たに再編成すること、ブルンバーク・トレードブック、BRUT、マーケットXTという三つのECNがこの市場に参加することで合意したこと、残るECNのうちインスティネットとレディブックとも交渉中であること、ナイト・トレーディング・グループ、ベルナルド・マドフ・セキュリティーズという二社のマーケットメーカーもこの市場に参加することで合意したこと等を明らかにした。⁽¹⁹⁾

八時三〇分からニューヨークのタイムズ・スクエアにあるナスダック・マーケットサイトでおこなわれたプレス・コンファレンスにはNASDのザープ会長、ナスダックのケッチャム代表、ナスダック・インターマーケットのフーブッシュュ部長、ブルンバーク・トレードブックのバン社長、BRUTのシエンクマン会長、マーケットXTのシルバースタイン社長とチュー上級副社長（創業者）、ナイト・トレーディング・グループのラザロウィッツ上級副社長、ベルナルド・マドフ・セキュリティーズのマーク・マドフ上場銘柄取引部長が勢揃いし、ナスダック・インターマーケットのフーブッシュュ部長がナスダック・インターマーケットの仕組みと利点を説明した。⁽²⁰⁾フーブッシュュ部長の講演録とホームページ上の説明によれば、ナスダック・インターマーケットは取引所上場株式を洗練された気配値情報と取引ネットワークのもとでナスダックのように取引する市場であり、オープン・アーキテクチャーという市場設計にその特徴がある。すなわち、取引価格、取引コスト（手数料）、執行スピード、匿名性、取引容量といったさまざまな注文執行のクオリティをめぐって競争がおこなわれ、投資家の要望に応える市場である。さらに、この市場はITS/CAESを通じて取引所市場ともリンクされており、ECNの参加も可能である。そして、注文入力はナスダック・ワークステーションⅡないしアプリケーション・プログラミング・インターフェイス（API）を通じて入力され、さまざまな執行指標やその組み合わせに応じて発注先を選択することも可能である。

(8)

ただし、ECNのITS/CAES接続をめぐっては、SECに認可された三つのポイント、すなわちECNやATSによる確定気配の自動表示、注文回送モードの導入、ITS/CAES経由の取引でのクォート・アクセス・フィーの免除について触れておらず、ECNのナスダック・インターマーケットへの参加のための準備は

具体的にはまだ進んでいない模様である。

こうしたセンチシヨナルなナスダックのプロバガンダに対して、ナスダック・インターマーケットの目玉とされているECNの反応はさまざまである。⁽²¹⁾ ECNの中で最も否定的であるのは取引所申請をおこなっているアイランドECNであり、アンドレセン社長はナスダック・インターマーケットを通じて取引所からECNへ大きな注目の流れは生じないとみている。その原因は現在のITSそのものにより、ITSを利用して注文を獲得しようとするところに問題があるという。そして、アイランドECNも上場銘柄の取引を獲得しようとしているが、もう少し効率的な方法で取引することを望んでいると述べている。また、ECNによる上場銘柄取引のほとんどをおこなっているインスタネットのスポークスマンは、ナスダック・インターマーケットを米国株式市場にとって正しい方向へのわずかな歩みであると表現し、ナスダックと話しているがコミットしているわけではないと述べている。さらに、インスタネットと並んで交渉中であると発表されたレイブックも懐疑的であり、レイボウィッツ最高経営責任者はNYSEの取引時間外にNYSE上場銘柄の取引を少しおこなっているが、ナスダック・インターマーケットの利点はよくわからないと述べている。

他方、ナスダック・インターマーケットへの参加を決めている三つのECNのナスダック・インターマーケットに対する期待は大きく、ブルンバーク・トレードブックのバン社長は我々の顧客はNYSEのDOTに代わる魅力的な電子ネットワークへの参加を楽しみにしていると述べており、BRUTのシエンクマン会長もナスダック・インターマーケットは顧客の要望に効果的に答えるBRUTの能力を飛躍的に高めると述べている。さらに、マーケットXTのシルバースタイン社長はこの計画に当初から参加でき、顧客に上場銘柄へのアクセスを提供できることを喜んでいと述べ、同社のチュー上級副社長もナスダック・インターマーケットは上場銘柄の価格発見を促進し、オーダー・フローへのアクセスを拡大するための正しい方向に向かっていると述べている。

5 ECNによる上場銘柄取引の見通し

一九九九年第四半期におけるナスダック市場でのECNの取引シェアは株数ベースで三割、代金ベースで四割にも達し、九つのECN各社やマーケットメーカーの間で激しい市場間競争がおこなわれているのに対して、取引所市場でのECNの取引シェアは株数ベースでも代金ベースでも三%に過ぎず、NYSEをはじめとした伝統的な取引所での取引が大半を占めている。⁽²²⁾

この時点ではNYSEのルール三九〇が存在し、NYSE会員が一九七九年四月二六日時点の上場銘柄の注文をECNに出すことは原則禁止されており、この規則が取引所市場でのECNの取引が少ない原因の一つと言われてきた。しかも、ECNのITS/CAESへの参加も認められておらず、かつて取引所類似施設がPTSと呼ばれていた頃と同様に、機関投資家やブローカー/ディーラーが主要市場から分離された隠れた市場として利用しているに過ぎないと言えよう。しかし、逆に言えばルール19C3銘柄に関してはNYSEでの取引所集中義務はなく、NYSE上場銘柄数の七七%、売買高の五四% (昨年二月一日時点) には取引所集中義務が課せられていないにもかかわらず、ECNでの取引シェアは小さいのである。⁽²³⁾ したがって、本年五月五日のSECによるNYSEのルール三九〇撤廃承認がどれほど大きなインパクトを持つのかは計りかねる。

他方、これまではITS/CAESへのECNの接続が認められていなかったこともECNによる上場銘柄の取引が少ない原因と言われてきた。本年三月一六日にはITS/CAESをECNにも開放するというNASDの規則変更がSECによって承認され、六月一三日には三つのECNがITS/CAESに接続する意向を明ら

かにしていることから、今後は取引所市場においてもECNの取引シェアが拡大するものと予想されている。しかし、こちらについてもITSの売買高が上場銘柄全体の売買高に占める比率は3%程度に過ぎないことを考えると、過大な期待は禁物であろう。実際、ITSの使われ方は地方証券取引所等がNYSEに注文を回送するのがほとんどであり、NYSEから注文が回送されることはほとんどない。ECNがCAESを通じてITSに接続したとしてもNYSEからECNに注文が回送されることは考えにくく、ECNで取引が成立しなくてもITS/CAESを通じてNYSEに回送されるということを見越してECNに注文を出す者がどの程度増えるかも未知数である(しかも、ECNを介してNYSEにアクセスするという方法は伝統的な取引所の会員制度を支える考え方と真つ向から対立し、しばしば取引所からフリー・ライダーと批判されてきたものである)。

ECNの売り物はスピードと安さであり、これを武器にしてナスダック市場でのシェアを拡大してきた。ECNが取引所市場においてもシェアを拡大するためにはこれらを生かす形で競争するしかなく、価格改善や一取引所当たりの取引規模で取引所と競争することは不可能であろう。

スピードという観点からすれば、執行がスペシャリストの手入力によっておこなわれる現行のITSはECNの利点であるスピードを取引所やマーケットメーカーなみに落としてしまいかねず、ITSへの接続がECNの魅力を高めるのかどうかは疑問である。とはいえ、ITSに接続されるということは総合気配表示システム(CQS)に接続されることをも意味し、CQSしか見ていない投資家やブローカー/ディーラーに気配を通じてアピールし、最良気配を提示している場合には顧客注文の最良価格執行の義務からブローカー/ディーラーは注文を回送するか同一価格で執行するかを選択を迫られ、頻繁に注文を回送するためにはECNへの直接参加者となるなどしてECNとの関係を強化することにつながるかもしれない。取引所申請をおこなっているアイランドE

CNやネクストレードはこうした側面を重視している模様である(なお、アキペラゴウはバシフィック証券取引所との提携を選択し、単独での取引所申請を取り下げた)。

また、安さという観点からは、自主規制機関ではないECNは取引所ほどの取引監視はおこなっておらず、地価の高い金融センターに物理的な施設を持つ必要もないことから伝統的な取引所に対して競争力を有していると言えよう。取引所と同水準のサービスを提供できるとすればこれはECNのセールスポイントであろう。ただし、伝統的な取引所がコンピューター化したり、株式会社化したりして、自主規制機関がそれ相応の監督費用を要求するようになればECNのこの点での競争力は相対的には低下することになるかもしれない。

ECNの社会的使命は新たな技術に基づいて自然独占に安住しがちな取引所に競争を挑み、市場の活性化をはかることであり、こうして生み出されたイノベーションはやがて取引所に吸収されていくことになるはずである。したがって、ECNが取引所市場においても無視できない存在になることは市場の分裂という負の側面を持ちながらも好ましいことと考えられる。NYSEのルール三九〇を撤廃させ、ITS/CAESの対象銘柄を全上場銘柄に拡大し、ECNのITS/CAESへの接続を認めたSECの決定にはこうした判断が働いていたものと考えられ、海外の主要取引所と比べてもコンピューター化への取り組みが遅いNYSEに自己革新を促すことが目的と考えられる。

注

(1) レイビットSEC委員長の講演については、拙稿「真のNMSの構築へ向けて」レイビット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」

「マーケット」の競争を促さず」（本誌1997年1月100号1頁）を参照。

- (2) Greg Ip, "SEC Plans Moves to Lift Barriers Shielding Big Board From Rivals", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 1 December 1999.
- (3) NYSE, "NYSE Takes Additional Steps Toward New Competitive Positioning", Press Releases, 2 December 1999 ([wysiwyg://right.4/http://www.nyse.com/press/NT0003861E.html](http://www.nyse.com/press/NT0003861E.html)).
- (4) 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/ny9948n.htm>).
- (5) *ザ・ウォール・ストリート・ジャーナル* 報載「米国証券市場競争を促す新たな取組」の抜粋。記事の見出し「SEC、NYSEの競争を促す新たな取組」(本誌1997年100号11頁)。「米国証券市場競争を促す新たな取組」(「ザ・ウォール・ストリート・ジャーナル」1997年12月11日)を参照。
- (6) SEC, "NYSE Rulemaking: Order Approving Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390", Release No. 34-42735; File No. SR-NYSE-99-48, 5 May 2000 (<http://www.sec.gov/rules/sros/ny9948o.htm>).
- (7) Exchange Act Release No. 16214 (September 21, 1979), 44 FR 56069.
- (8) Exchange Act Release No. 17744 (April 21, 1981), 46 FR 23856.
- (9) Exchange Act Release No. 18536 (March 11, 1982), 47 FR 10658.
- (10) Exchange Act Release No. 18713 (May 12, 1982), 47 FR 20413.
- (11) Exchange Act Release No. 19456 (January 27, 1983), 48 FR 4938.
- (12) Exchange Act Release No. 19825 (May 31, 1983), 48 FR 25043; Exchange Act Release No. 19970 (July 20, 1983), 48 FR 33103.
- (13) SEC Division of Market Regulation, *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments*, January 1994, A. II, 12.
- (14) Exchange Act Release No. 36310 (September 29, 1995), 60 FR 52792; Exchange Act Release No. 37619A (September 6, 1996), 61 FR 48290.
- (15) Exchange Act Release No. 40260 (July 21, 1998), 63 FR 40748.
- (16) SEC, "Final Rule: Adoption of Amendments to the Intermarket Trading System Plan To Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to all Listed Securities," Exchange Act Release No. 34-42212; File No. 4-208, December 9, 1999 (<http://www.sec.gov/rules/final/34-42212.htm>).
- (17) Exchange Act Release No. 34-42353 (January 20, 2000), 65 FR 4857.
- (18) SEC, "Self-Regulatory Organization: National Association of Securities Dealers, Inc.; Order Granting Approval to Proposed Rule Change Relating to ECN and ATS Participation in the ITS/CAFS System," Exchange Act Release No. 34-42536; File No. SR-NASD-99-75, March 16, 2000.
- (19) Nasdaq Stock Market, "Nasdaq InterMarket Forges Links with Major ECNs: Market Makers and ECNs Support Enhanced Electronic Trading Arena for Exchange-Listed Stocks," *Nasdaq-Amex Press Release*, 13 June 2000 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr2000/ne_section00_139.html).
- (20) Dean Furbush, *Nasdaq InterMarket Presentation*, 13 June 2000 (<http://www.nasdaqnews.com/asp/df.pdf>), Nasdaq

- InterMarket, "Nasdaq InterMarket Launch Remarks By Dean Furbush," June 2000 (<http://www.intermarket.nasdaqtrader.com/intermarketnews/deansrnks.stm>).
- (22) Gaston F. Ceron, "Island Staying Out Of Nasdaq Alliance, Sees Plan As Weak", *Dow Jones Newswires*, 13 June 2000, Elizabeth Smith, "Three ECNs to trade NYSE stocks via Nasdaq link", *Reuters*, 13 June 2000 (http://biz.yahoo.com/rt/000613/n13699783_3.html).
- (23) SEC Division of Market Regulation, *Electronic Communication Networks and After-Hour Trading*, 7 June 2000 (<http://www.sec.gov/news/studies/ecnafter.htm>).
- (23) Robert Sales, "NASD Inches Closer to SE - But What of ECNs?", *Wall Street & Technology*, 1 February 2000.

(4) (5) (6) (7) (8) (9) (10) (11) (12) (13) (14) (15) (16) (17) (18) (19) (20) (21) (22) (23)