

インスタネットのIPO

～ ECN初の株式会社公開～

吉川 真裕

二〇〇一年二月八日、ドイツ取引所がスウェーデンのOMグループ、オーストラリア証券取引所、香港取引所、シンガポール取引所に続いて自らの市場に株式を上場した三日後に、取引所類似施設の草分けであり、最大のECN (Electronic Communications Network) であるインスタネットが新規株式公開 (IPO) をおこない、ナスダック市場に上場することを申請した。四月三日には二九五〇万株が新規に一株一ドルから一四ドルを目安に売り出される計画が発表されたが、四月二六日には売り出し価格の範囲が一株一ドル五〇セントから一三ドル五〇セントへと狭められた。しかし、ナスダック市場が底堅きを見せ、一〇倍を超える応募が集まった結果、五月一七日の売り出し価格は売り出し株数を二五〇万株追加した上で一株一四ドル五〇セントとなり、インスタネットの時価総額は三五億ドルとドイツ取引所に匹敵する大きさとなった。さらに、翌五月一八日のナスダック市場での初値は一株一七ドル、引け値でも一株一七ドル六五セントと堅調に推移し、インスタネットの時価総額は四二億ドルに達し、公開されている世界最大の取引所であるドイツ取引所を上回ることになった。

本稿では、インスタネットの歩みと事業内容を紹介した後、今回のIPOをめぐる事態の経過を振り返り、インスタネットとECNの将来性について考察する。

1 インステイネットの歩み

アメリカでは一九六〇年代後半から固定手数料制のもとでニューヨーク証券取引所（NYSE）上場株式の取引が地方証券取引所や店頭市場（この市場はNYSE、地方証券取引所に次ぐ市場として第三市場と呼ばれた）に手数料の実質的な割引を求めて流出した。一九六八年から手数料は段階的に引き下げられたが、一九七五年五月に完全自由化するまでこうした動きは続いた。

インステイネットはかつて私設取引システム（PTS）と呼ばれた取引所外取引システムの一つであり、一九六九年一二月に取引を開始した。インステイネットは取引システム名であり、これを運営していたのはニューヨークに本社を置くインステイティユーショナル・ネットワーク社（一九八五年六月にインステイネット社に改名）であり、四一歳のハーバート・ベレンス（Herbert R. Behrens）氏が社長兼会長を務めていた。インステイネットの狙いはその名があらわしているように機関投資家の取引ネットワークを確立し、取引所やブローカー・ディーラーを介さずに取引を実行することであり、そのために当時の取引所がまだ採用していなかったコンピュータのスクリーン上に注文板を設け、注文の付け合わせをおこなうという画期的な方法を採用した。そして、取引主体が明らかになることを嫌う機関投資家に配慮して匿名性を維持する仕組みが工夫され、匿名のまま取引相手と交渉できるという仕組みも当初から備えていた。

こうしてインステイネットは取引所外取引システムの草分けとして誕生したわけであるが、取引所における手数料の引き下げや自由化によって取引費用の削減というメリットが薄れる一方、大口取引をマーケット・インパクトを抑えて取引所で執行するアップステアーズ取引と呼ばれる相対型取引が増加し、当初に予想されたほどの拡大を遂げることなく、一九七〇年代後半には取引は停滞していた。

ところが、一九八〇年代に入って機関投資家どうしの直接取引というコンセプトに加えてマーケットメーカーや取引所への注文回送による迅速な注文執行というサービスを追加したことで、とりわけナスダック上場銘柄の取引においてインスタネットは急速に取引を拡大することになった。この戦略転換を推進したのは後にオプティマークという注文付け合わせシステムを開発したウィリアム・ルピアン（William A. Lupien）氏であった。⁽²⁾

ルピアン氏はパシフィック取引所のスペシャリストを務める証券会社に所属し、パシフィック取引所の代表として全米市場システム（NMS）の構築にも関与した経歴を持ち、市場間の注文回送に関する専門家でもあった。一九八三年二月にルピアン氏がジェネラル・パートナーを務めるウエスト社がインスタネットに五〇〇万ドルを出資し、ルピアン氏がインスタネットの社長に就任すると同時に、一〇〇〇株以下の注文の自動執行に向けてのマーケティングを開始した。ルピアン氏の交渉相手はアメリカ国内に止まらず、イギリス、フランス、スイスへもシステムの売り込みを試み、こうしたマーケティング活動の結果、一九八四年一月にはインスタネットの端末設置台数は三〇〇台を越え、一年余りの間に倍増した。そして、この間、ルピアン氏は一九八三年八月には最高経営責任者に、一九八四年七月には会長に就任し、名実ともにインスタネットの顔となっていた。

一九八五年四月、インスタネットとイギリスの通信社であるロイターはインスタネットのシステムを世界的に広めるためにインスタネットのアメリカ以外でのアメリカ株・ADR・アメリカ物オプションの営業権をロイター社が引き受けるという契約をおこなった。インスタネットにとってはロイターの世界的なネットワークは大きな魅力であり、ロイターにとってもテレレートやクオートロンとの競争上、インスタネットの技術力は大きな魅力であった。そして、六月にはロイターがインスタネットの株式の二〇%を取得し、残り三一%を取得する権利を得るという買収交渉が両者の間で開始された。結局、この買収交渉は難航し、一九八六年四月に

ロイターの出資と引き替えに八〇万株（六・六％）の株式と四二〇万株の株式買い取り請求権をインスティネットが与えることで一端は決着した。しかし、一九八六年一〇月二四日にはロイターがインスティネットの株式を一株七・二五ドル（三八％のプレミアム）の現金またはロイターのADRで買い取るという買収提案をおこない、一二月一〇日には買い取り価格を一株八・五ドルに引き上げた。一二月三日にはインスティネットの設立者であり、株主でもあるベールレンス氏から買い取り価格が安すぎるとして訴訟が起こされたが、ロイターはインスティネットの株式の四九％を取得した。そして、一九八七年五月二二日の株主総会でロイターによるインスティネットの買収提案が可決され（買い取り条件は一株八・五ドルのロイターのADRとの交換）、インスティネットはロイターの一〇〇％子会社となった。

この買収劇ではインスティネットの株主に一部の反対はあったものの、経営陣や多くの株主はロイターの傘下入りはインスティネットの拡大に好都合であると考えており、敵対的買収という言葉は当てはまらない。ロイターはインスティネットの主要経営陣の留任を約束していたが、一九八八年三月にはルピアン会長兼最高経営責任者とファインバウム社長兼最高業務責任者がインスティネットを去り、ルピアン氏によるインスティネットの再建という一時代も終わりを告げるようになった。

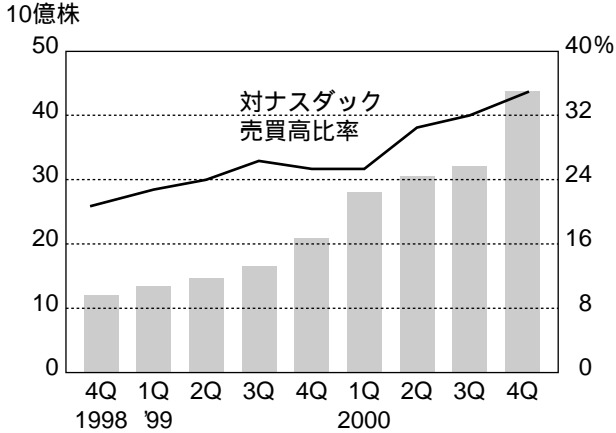
ルピアン氏が推進した小口注文の自動執行や注文回送というサービスと上場銘柄からナスダック銘柄へのターゲットの変更はその後も引き継がれ、一九九〇年代にはナスダック市場の急拡大とともにインスティネットも急成長することになった。また、一九八六年には他市場での引け値や最終気配の中値で取引を執行するクロツシグ・ネットワークを導入し、一九九一年からはNYSEに上場されているアメリカ株式をアメリカ東部時間の朝八時三〇分に売買高加重平均価格で執行するマーケット・マッチというサービスも導入されている。³⁾

一九九〇年代に入ると、機関投資家の執行コストに対する関心が高まり、とりわけマーケットメーカーにスプレッドを支払わなければいけないナスダック市場を避けて、PTSで取引がおこなわれる傾向が強まった。米国証券取引委員会（SEC）の報告書『マーケット二〇〇〇』（一九九四年）によると、一九九三年上半期におけるPTSの売買高シェアはNYSE上場銘柄で一・四〇%、ナスダック上場銘柄で一三・四六%であり、一九九七年五月の取引所規則に関するSECのコンセプト・リリースではNYSE上場銘柄で四%、ナスダック上場銘柄で二〇%と推計されている。

注文の発注・取引成立の通知・決済情報の伝達といった作業を投資家がコンピューターを通じておこなえるPTSの多くは取引の自動執行機能も備えており、取引所の将来像を先取りしている面もあって、ECNという名称で自動執行機能を持たないPTSとは区別されている。ECNは一九九六年のオーダー・ハンドリング・ルールの施行に伴って最良気配の公表を義務づけられたが、この規則を通じてナスダックのマーケットメーカーやブローカー/ディーラーからの注文が急増し、二〇〇〇年にはECNのナスダック市場での取引シェアは三〇%に達したとみられている（図1）。そして、このECNの最大手は取引所外取引システムの草分けであるインステイネットであり、一九九〇年代に誕生した新興ECNを寄せ付けない強さを見せている（図2）。

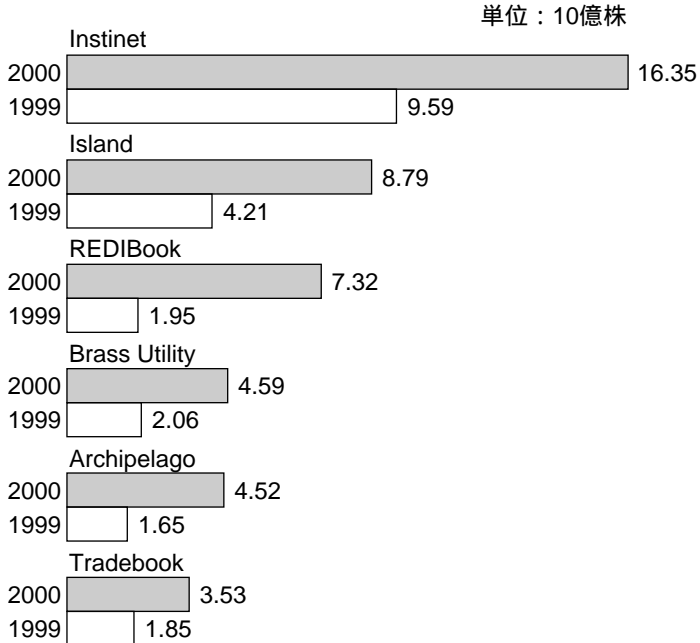
一九九九年四月に施行された代替的取引システム（ATS）規制によつてATS（かつてのPTS）が取引所となる道も開かれ、アイランド、アーキペラゴウ、ネクストレードという三つのECNはSECに取引所申請をおこなっているが、インステイネットにその気配は見えない。しかし、インステイネットも他のECNへの対抗上、従来の専用回線を利用した注文回送からインターネットを利用した注文回送への転換を目指し、インステイネット・ドットコムというサイトの立ち上げを計画したが、二〇〇〇年二月にその計画は撤回された⁵⁾。

図1 ECNの総売買高



(出所) Wall Street Journal Interactive Edition, 18 May 2001

図2 主要ECNの第4四半期売買高*



*取引1回を片道計算で調整

(出所) Wall Street Journal Interactive Edition, 18 May 2001

2 インステイネットの事業内容⁽⁶⁾

インステイネットの事業の中心は株式の委託売買業務であり、マーケットメーカーとして自己売買業務はおこなってはいない。世界中で二〇の取引所（北米⁹、ヨーロッパ⁸、アジア太平洋³）の会員であり、世界の四〇の市場で取引をおこなっており、二二五〇人（北米一六〇〇人、ヨーロッパ五五〇人、アジア太平洋一〇〇人）の従業員のうち三三二人（北米一五七人、ヨーロッパ三二人、アジア太平洋三三人）は株式セールス・トレーダーである。顧客ベースを見ると、アメリカ国内では計一〇・七兆ドルを管理する上位五〇〇社の機関投資家のうち九八%や七〇〇以上のブローカー/ディーラーをはじめとして約一九〇〇の顧客があり、アメリカ国外でも約二二〇〇（ヨーロッパ九〇〇、アジア太平洋三〇〇）の顧客を有している。二〇〇〇年の売戻回数ベースではアメリカ株が八二四万回、非アメリカ株が五一八万回であり、近年非アメリカ株の成長は著しいが、アメリカ株のシェアが九四%と圧倒的に大きい（アメリカ株の取引のうち八〇%以上は他の市場には回送されず、インステイネットの中で執行されている）。そして、アメリカ株の取引を株数ベースで見ると、ナスダック上場銘柄が五七三九万株、NYSE上場銘柄が九三二万株であり、ナスダック上場銘柄のシェアが八六%にも達している。

多くのECNが注文執行のみをおこなっているのに対して、インステイネットはさまざまなサービスを顧客に提供している。注文執行に関してだけでも、大口取引、ポートフォリオ取引、クロッシング取引、夜間取引、顧客の注文入力に対する技術的サポート、時間をかけての顧客注文の預かり執行（working order）といったサービスを提供しており、株式に限らず、債券やオプションの注文執行もおこなっている⁽⁷⁾。また、四〇〇〇以上の投資信託へのアクセス、証拠金取引（信用取引）や個人退職勘定（IRA）の口座管理、企業情報や取引確認・目論見書の電子的送付、自動振替口座・小切手口座・デビットカードといった銀行サービスの提供もおこなっている。

そして、リサーチに関しては独自のリサーチ部門のサービスに加え、子会社であるリンチ・ジョーンズ&ライアンのリサーチやサード・パーティのリサーチをソフト・ダラーとして機関投資家に提供している。さらに、受け渡し・決済に関してモインスタイネット・クリアリング・サービシーズという子会社を通じてさまざまなサービスを提供している。

インスタイネットは売り出し目論見書の中で自らが次のような四つのコア・バリューに基づいて活動していることを強調している。

独立性と中立性

自己売買業務はおこなわず、委託売買業務に徹することによって、マーケットメーカーやスペシャリストのように顧客と自らの間に利益相反が生じることを回避する。そして、注文回送に対する直接的なキックバックであるオーダーフロー・ペイメントも用いない（ただし、ソフトダラーは提供している）。

匿名性

取引の匿名性は大口取引をおこなう投資家や市場に影響を及ぼすおそれのある投資家にとっては重要であり、匿名性を維持することは投資家の取引費用を削減することに役立つ。

平等な直接アクセス

直接アクセスは注文執行時間を短縮させ、平等なアクセスは投資家の取引意欲を高めることになり、この両者が相まってより透明な市場を実現する。

顧客満足

顧客が目的を達するために役立つ技術の開発に努める。

3 インスティネットのIPO

二〇〇〇年九月、ロイターがインスティネットの上場をクレディ・スイス・ファースト・ボストン(CSFB)に依頼したという報道が流れ、インスティネットの時価総額は六六億ドルで、ロイターは二五%の株式を売却すれば一二億ドルが得られるというアナリストの評価も流れたが、ロイターとCSFBは即座にこれを否定した。⁽⁸⁾しかし、一〇月二〇日にロイターのジョブ会長はインスティネットの株式を上場し、二〇%未満の保有株式を売却すること、そして投資銀行によるインスティネットの評価は二〇億ポンドから四〇億ポンドであることを明らかにした。⁽⁹⁾そして、ドイツ取引所がスウェーデンのOMグループ、オーストラリア証券取引所、香港取引所、シンガポール取引所に続いて自らの市場に株式を上場した三日後の二〇〇一年二月八日、インスティネットはIPOをおこない、ナスダック市場に上場することをSECに申請した。

四月三日には全株式二億三六一〇万株の一四%にあたる二九五〇万株をロイターが放出し、一株一ドルから一四ドルを目安に売り出される計画が明らかにされた(共同主幹事はかつて噂の流れたCSFBとドイツチェ・バンク・アレックス・ブラウン、その他の幹事証券会社はベア・スターンズ、JPMオルガン・チエース、メリルリンチ、ソロモン・スミスバーニー、WRハンブレヒト)。一株一ドルではインスティネットの時価総額は二六億ドル、資金調達額は三億二五〇〇万ドル、一株一四ドルでもCSFBの四四二万五〇〇株のオーバー・アラケーション・オプションを含めて時価総額三三億ドル、資金調達額は四億七五〇〇万ドルであり、かつてのアナリストの評価額の半分程度に過ぎないものとなった。これはナスダック市場が軟調に推移し、IPOも一年前に比べて激減している状況の下でのことであり、おそらく当初の計画額を大幅に下回るものと考えられた。したがって、この時期にあえてインスティネットがIPOをおこなうことについては否定的な評価が目立った。⁽¹⁰⁾

四月二〇日にはインスティネットの第一四半期の売り上げが四億三〇〇万ドル、純利益は五〇〇〇万ドルであることが明らかにされ、四月二六日には売り出し価格の範囲が一ドル五〇セントから一三ドル五〇セントへと狭められた。しかし、その後はナスダック市場が底堅さを見せ、インスティネットのIPOに二〇倍を超える応募が集まった結果、五月一七日の引け後に発表されたインスティネットの売り出し価格は売り出し株数を二五〇万株追加して三二〇〇万株とした上で一株一四ドル五〇セントと決まり、CSFBのオーバー・アロケーション・オプションを除く資金調達額は四億六四〇〇万ドル、時価総額は三五億ドルとドイツ取引所に匹敵する大きさとなった。⁽¹¹⁾ この規模はPOSIETというATSを運営するITGの時価総額一七億ドル、米国マーケットメーカー最大のナイト・トレーディング(Knight Trading)の二〇億ドル、NYSEのスペシャリストであるラブランシュ(LaBranche)の二億ドルばかりでなく、三月にヘルマン・フリードマンが出資した金額から計算したナスダック(二〇〇二年に上場予定)の予想時価総額二四億ドルをも上回るものであった。⁽¹²⁾

インスティネットの株式は五月一八日のナスダック市場の初値を前にロンドンのグレイマーケットで取引が開かれ、カンター・インデックスでの気配値は売り一六ドル/買い一六・五ドル、シティ・インデックスでの気配値は売り一六・一ドル/買い一六・六ドルと堅調に推移していた。⁽¹³⁾ ナスダック市場での初値はロンドンのグレイマーケットを上回る一株一七ドル、公募売り出し価格からは一七%高で寄り付き、一時は一九・五ドル(二〇・一五ドルの取引が一度表示されたが、後にキャンセルされた)まで値上がりしたが、引け値でも一株一七・六五ドルと公募売り出し価格からは二二%の値上がりであった(売買高は四〇四万株)。⁽¹⁴⁾ この一七・六五ドルの引け値ではインスティネットの時価総額は四二億ドルに達し、公開されている世界最大の取引所であるドイツ取引所をも上回ることになった。

4 インステイネットとECNの将来性

インステイネットは売り出し目論見書の中で、事業活動をおこなう上では少なくとも今後一二月間に運転資金等について不足が生じるとは予想していないと述べている。その上で、調達する資金のうち一億五〇〇万ドルはロイターからの借入金一億ドルの返済に充て、その他は運転資金等や買収資金として使用することを明らかにしている。そして、四月三〇日にロイターがブリッジ・インフォメーション・システムの買収提案をおこなっており、ブリッジのブローカー/ディーラー部門とソフトダラー部門をインステイネットが買収することもありうる。と目論見書の中で述べている。また、五月一〇日には個人投資家を対象とするプロトリーダー・グループとの合意が成立しており、一億五〇〇万ドル(うち一億ドルは新規に発行する株式を充当する予定)で買収する準備を進めていることも明らかにしている。

インステイネットのIPOは予想外の成功であったと言えようが、この時期にあえてIPOをしなければならなかった理由はそれほど明らかではない。取引所が次々と株式会社化し、IPOを進めていることは当然インステイネットのIPOの背景にもあったはずである。ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者が語っていたように先行者利益を得られるということは無視できなかったに違いない。ナスダックも株式会社化を進めており、その公開は時間の問題と見られていたし、アイランドやアーキペラゴウといったECNもいずれは公開に踏み切ることは明らかであった。インステイネットはECN初のIPOという形でライバルの機先を制したと言えるであらう。

しかし、インステイネットによるこの時期のIPOの理由はそれだけであらうか。目論見書の中にはリスク要因という項目があり、インステイネットが今後遭遇するかもしれないリスク要因について冒頭の要約に続いて説

明されている。そして、その中には規制の変更がインターネットにもたらずかもしれないリスク要因として次の六つが上げられている。ナスダックによる新取引システム（スーパーモニタージユ）の導入、二〇〇一年五月から施行されている注文執行状況公開ルール、一〇〇分の一刻みへの移行、NYSEのルール三九〇撤廃、取引所間を繋ぐ市場間取引システム（ITS）の変更ないし撤廃、SECと全米証券業協会（NASD）が進めているECNのアクセス・フィー（場口銭）に対する規制。この中でもスーパーモニタージユの導入とアクセス・フィーの変更がおそらく最も大きな影響を持つものと考えられる。

スーパーモニタージユはナスダックが一九九九年一月にSECに申請して以来、ECNの反対から九度の修正が加えられ、二〇〇一年一月にようやくSECから認可が下りた取引システムであり、売り買いとも三番目までの最良価格がスクリーン上に集計して表示され、注文の自動執行もおこなわれるナスダックの新取引システムである（導入は二〇〇二年に計画されている）。最良気配の注文以外はスーパーモニタージユに回送する義務はないが、これはまさしくナスダックのECN化とも言われており、これまでマーケットメーカーが受けた指値注文を回送されて拡大してきたECNにとっては存在意義を脅かされかねない脅威であろう（これまでのナスダックのさまざまなシステムの性能から考えればそれほど優れたものができあがるはずはないという見方もある）。加えて、スーパーモニタージユではECNの気配値はアクセス・フィーを加えて表示されることになるので、これまでよりも不利になることは間違いない。

他方、ECNのアクセス・フィーに対するSECとNASDの規制はECNの利益に直結する問題であり、マーケットメーカーがスプレッド以外に手数料を徴収していないことから派生している。取引所はどこでも場口銭という形で利用料を徴収しているのであるから、ECNにだけ利用料の徴収を制限することはおかしいと思うが、

アメリカではSECもECNのアクセス・フィーを問題としている。

このスーパーモニタージュとアクセス・フィーの問題はECNの出来高に極めて大きな影響を与えるものと考えられ、これまで拡大を続けてきたECNが今後も拡大を続けられるかどうかは不確かな状況に直面している。ある意味ではECNは現在曲がり角にきているのかもしれない。この時期にインスティテットがIPOを実施したのはこうしたビジネス・リスクを株主に転嫁しようというのがその狙いではなかったであろうか。もちろん、ロイターは引き続き八六%の株式を保有し続けているのであるから売り抜けとは言えないであろうが、ECNを取り巻く状況が変わった場合にいち早く方向転換するためにIPOをおこなったとは考えられないであろうか。

目論見書によれば、過去五年間のインスティテットのナスダックでの取引シェアは一五・七%、一五・七%、一四・二%、一三・〇%、一三・〇%と低下傾向にあり、NYSEでの取引シェアは一・八%、二・〇%、二・五%、二・四%、三・〇%と上昇しているが、二〇〇〇年五月には会員に市場集中義務を課したNYSEのルール三九〇が撤廃されているのにも関わらず、それほど大きくインスティテットのシェアは上昇してはいない。ECN最大のインスティテットが頭打ちに陥るとすれば他のECNもおそらく同じであり、これまで続いたECNの拡大が今後も続くのかどうかは明らかでない。

BRUTとストライクが合併し、現在、アメリカで株式を取引するECNは八社となった。以前から言われていることではあるが、取引市場が八カ所も存在することは競争を促進するという効果を考慮した上でも必要である。したがって、今後は合併によるかどうかはともかくとして取引市場はもう少し絞られてくることになるだろう。ただし、その場合にも中小ECNは他市場に注文回送をおこなう中継基地となることもありうるし、独自のサービスを提供してニッチを見出すこともありうるであろう。

注

- (1) 「機関投資家のコンピュータによる株式の直接取引の構想」『インバーストメント』二二巻二号、一九六九年四月（原文はウォール・ストリート・ジャーナル一九六九年三月六日号）、「Instinet: Fourth market」*The Economist*, 29 April 1972（邦訳「インスティネットの第四市場」『インバーストメント』二五巻三号、一九七二年六月）。
- (2) オフティマークについては、拙稿「始動した新世代の取引システム～パシフィック取引所のオフティマーク～」(本誌一五六八号、一九九九年三月)を参照。
- (3) 中村寛・今給黎成夫「米国における市場が取引システムの現状とその影響」『証券』一九九二年二月。
- (4) アーキペラゴウは後にパシフィック取引所の株式取引部門との合併を申請し、単独での取引所申請は撤回している。
- (5) Thor Olavsrud, "Instinet Pulls Back from Retail Brokerage Plans", *InternetNews*, 20 December 2000 (http://www.internetnews.com/fina-news/article/0,5_541231,00.htm)
- (6) 「この記述は主としてインスティネットのホームページ (http://www.instinet.com/corp_info/about.shtml) と売り出し目録見書による。この目録見書はフリーEDGARネット (<http://www.freedomgar.com>) またはWRHANFネットのホームページ (<http://www.wrhanbrecht.com/offerings/auctions/instinet/inet2001046.pdf>) から入手可能である。
- (7) 二〇〇〇年九月には債券取引のプラットフォームを導入し、米国債二〇〇銘柄、ユーロ建て国債三〇〇銘柄、独モーゲージ債(ファンドフリーフ)二六〇銘柄の取引もあじなっている。
- (8) Miles Gregory-Costello, "Reuters plays down Instinet float and CSFB hire", *eFinancialNews*, 25 September 2000 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1200000000003772&xsection=16>)

- (6) Stephen Kahn, "Reuters to float US electronic broker arm", *Daily Express*, 21 October 2000 (<http://www.lineone.net/express/00/10/21/city/c0100splash-d.html>), Philippa Jones, "Job to float part of Instinet", *eFinancialNews*, 23 October 2000 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=1250000000003803&xsection=16>)
- (29) "Reuters files Instinet IPO", *CNN Financial Network*, 3 April 2001 (<http://www.cnnfn.com/2001/04/03/deals/instinet/index.html>), William Wright, "Reuters Instinet IPO under pressure", *eFinancialNews*, 4 April 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16000000000013043&xsection=16>)
- (31) James Mclean, "Reuters spins off Instinet arm", *This is London*, 18 May 2001 (<http://uk.biz.yahoo.com/010518/27/bqlvl.html>)
- (32) Mark Weinraub, "Instinet IPO litmus test for trading systems", *Reuters*, 18 May 2001 (http://www.biz.yahoo.com/rt/010518/n18582635_2.html)
- (33) Emma-Kate Symons, "Instinet raises \$464mln on eve of Nasdaq debut", *Reuters*, 18 May 2001 (http://www.biz.yahoo.com/rt/010518/n17303865_4.html)
- (34) Emma-Kate Symons, "Instinet debut bodes well for IPO market", *Reuters*, 18 May 2001 (http://www.biz.yahoo.com/rt/010518/n18624985_4.html), Chris Kraeuter and Matt Andrejczak, "Instinet leaps in market debut: Global Power also soars, as IPO market begins to stir", *FT Market Watch*, 18 May 2001 ([http://www.ftmarketwatch.com/news/story.asp?guid=\[75705AB4-FBC3-4CC9-947D-2C1C864FA67f\]](http://www.ftmarketwatch.com/news/story.asp?guid=[75705AB4-FBC3-4CC9-947D-2C1C864FA67f]))