

# ナスダック・ヨーロッパとバーテックス

～ヨーロッパでの新たな試み～

吉川 真裕

二〇〇一年五月二日の株主総会でロンドン証券取引所は七月に上場する計画を明らかにし、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所が合併したユーロネクスト (Euronext) も当初予定した五月から延期してきた上場計画をロンドン証券取引所よりも先に実施することを明らかにした<sup>(1)</sup>。

他方、二月に株式上場を終えているドイツ取引所はダウ・ジョーンズ社と提携し、ダウ指数構成銘柄を含めた二〇〇銘柄のアメリカ株式の取引を九月から開始し、アメリカでの取引開始前にドイツ取引所での取引価格からダウ指数を計算して報道する計画を五月三一日に発表している。

六月八日にはベルギーの汎欧州ベンチャー株式市場イースダック (Eastag) がアメリカの店頭市場ナスダック (Nasdaq) に買収されて組織変更したナスダック・ヨーロッパがナスダックの取引システムを模倣した電子取引システムを導入した<sup>(2)</sup>。そして、六月二五日にはイギリスのトレードポイント (Tradepoint) がスイス取引所に出資を受けて組織変更したバーテックス (Virtx) がスイス取引所の電子取引システムを導入して取引を開始した<sup>(3)</sup>。

本稿では、新たな取引システムを導入したナスダック・ヨーロッパとバーテックスの仕組みを、取引システムを中心として紹介し、その将来性について考察する。

## 1 ナスタック・ヨーロッパ

### (1) 新取引システム導入に至る経緯

ナスタックを手本とした汎欧州ベンチャー株式市場イースタックは一九九六年一月に取引を開始した。しかし、ヨーロッパ各国の証券取引所がベンチャー株式市場を開設し、実績のない後発取引所であるイースタックは五年間で五〇〇銘柄という当初の上場計画にはほど遠く、二〇〇一年三月時点で六二銘柄の上場に止まっていた。

イースタックはもともとナスタックを手本として上場基準やマーケットメーカー制が導入されていたが、ナスタックにある匿名の交渉システム（セレクトネット）や小口注文自動執行システム（SOES）は備えておらず、注文執行は電話やファックスを通じておこなわれていた。ヨーロッパ各国の証券取引所が電子取引システムの導入を進める中でイースタックの取引システムに問題のあることはイースタック自身も承知していたが、採算のとれない小さな取引所が電子取引システムを導入することは困難であった。システム開発費を自ら負担することなく、システムを利用した取引から使用料をシステム開発会社が徴収するという苦肉の策で電子取引システムの導入をイースタックは計画していたが、この計画も度重なる延期の後について実現することはなかった。

三月二七日に発表されたナスタックによるイースタックの買収計画では、ナスタックがイースタックの株式の過半数を取得してナスタック・ヨーロッパとして再編し、取引システムはナスタックが導入を計画しているスーパーモニタージュと類似の取引システムの導入をめざすが、第一段階として二〇〇一年五月か六月にETTS（European Trading System）と名付けられた現在のナスタックと同様な取引システムが導入され、マーケットメーカーの気配での自動執行やブローカー間での電子媒体を使った交渉が可能となり、取引報告も同一のシステムでおこなわれることになることが明らかにされた。また、二〇〇一年第4四半期にはマーケットメーカーの気配に

匿名の注文板が組み合わされ、電子的な交渉装置が拡充されるとともに、セントラル・カウンターパーティを含めた受け渡し・決済システムとシームレスに統合されることになる予定であることも明らかにされていた。

## (2) 新取引システム<sup>(4)</sup>

六月八日に導入された新取引システムは現在のナスダックの取引システムとほぼ同じものであり、マーケットメーカーの気配での自動執行やブローカー間での電子媒体を使った交渉を可能とした。

システム上で取引がおこなわれるのは欧州中央時間の九時から一七時までで、八時から九時までのプレオープンと一七時から一八時三〇分までのアフターマーケットにはマーケットメーカーの気配が表示されるが、システム上での取引はおこなわれず、電話等を通じて取引をおこない、取引報告をシステムに入力することはできる。

マーケットメーカー以外の者がシステム上で出せる注文は、マーケットメーカーの気配で自動執行される気配執行注文<sup>(5)</sup> (Hit & Take)、最良気配よりも有利な値段での執行をマーケットメーカー全員に請求する電子交渉注文 (Inside BBO)、最良気配を提示していないマーケットメーカーに対して最良気配での注文執行を請求するプリファレンシング注文 (At BBO) の三種類に限られる。このうち、気配執行注文はナスダックの SOES に、電子交渉注文とプリファレンシング注文がナスダックのセレクトネットに対応し、電子交渉注文とプリファレンシング注文は一括執行 (All or None) の条件付注文に限られる。なお、ブローカーやマーケットメーカーに電話等を通じて注文を預ける形で指値注文を出し、マーケットメーカーの気配が指値に達した際にシステム上で執行されたり、システム外での執行という形で取引をおこなうことはできるが、ナスダックで ECN が果たしているような形でシステム内に指値注文を預かる仕組みは存在しない。

マーケットメーカーは最小気配サイズ（一〇〇株ないし五〇〇株）以上の売り・買いの気配の提示を義務づけられているが、自動リフレッシュ機能を用いれば気配執行注文を執行すると自動的に提示数量が引き下げられ、最小気配サイズを下回ると自動的に事前に指定したティック数だけ気配が変更される仕組みになっている。

### （３）決済システム

ナスダック・ヨーロッパの受け渡し・決済はアメリカの中央証券保管振替機関（CSD）であるDTCC（Depository Trust and Clearing Corporation）のシステムに基づいて新たなセントラル・カウンターパーティを設立し、このセントラル・カウンターパーティを介して既存のCSDや国際証券保管振替機関（ICSD）を利用することが計画されている。このセントラル・カウンターパーティは複数の市場での取引や取引所外取引にも対応し、取引ギャランティーを提供することに加えて、セトルメント・ネットティング・ファシリティーの利用を選択することもでき（セントラル・カウンターパーティを利用しないこともでき）、顧客のニーズに最も適したCSDやICSDを利用することによってクロスボーダー取引を国内取引と同程度に簡略化すると説明されている。

ただし、当面はナスダックと同様に会員業者の指定によってユーロクリア（Euroclear）か、クリアストリーム（Clearstream）にインストラクションを送ることになっている。システム上で成立した取引はすべて建値の通貨で三営業日後の受け渡し・決済（T+3）が義務づけられ、ユーロクリアまたはクリアストリームに電子的なダイレクト・リンクが自動的におこなわれる（ただし、イギリス株についてはダイレクト・リンクはおこなわれていない）。他方、システム外で成立した取引については、標準外受け渡し・決済期間（最大二〇営業日後まで）、建値以外の通貨での決済、標準外受け渡し・決済ロケーションの選択も可能となっている。<sup>(6)</sup>

(4) 導入後の状況

ナスダック・ヨーロッパで新取引システムが導入された六月八日、メイドフ (Bernard L Madoff)、BNPパリバ、クレディ・スイス・ファースト・ボストン、フォルティス (Fortis Bank)、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、シュローダー・ソロモン・スミスパーニー、サンタンデール (Santander Central Hispano Investment) の八社がナスダック・ヨーロッパに出資することが発表された。<sup>(7)</sup> これはナスダックによる買収計画で最大一〇・四三%まで八社の大手金融機関からの出資を募る可能性がある<sup>(7)</sup>と発表されていたものであり、イースタックの株主であったナイト・トレーディングとともにこれら八社がナスダック・ヨーロッパを支援することをあらわしている (ただし、メリルリンチは六月五日にナスダックのマーケットメーカーから撤退している<sup>(8)</sup>)。

六月八日にニューヨークで開かれたプレス・コンファレンスではナスダックのシモンズ社長兼最高経営責任者 (ザープ会長は欠席) がナスダック・ヨーロッパの新取引システム導入をナスダックのヨーロッパにおける新たな一歩と位置づけていたが、早急な取引の拡大は期待しておらず、むしろドイツ取引所、ロンドン証券取引所、あるいはユーロネクストとの提携もありうるという発言をして注目を集めた。<sup>(9)</sup>

六月八日のナスダック・ヨーロッパでの取引は一四四銘柄 (上場申請しているのは五七銘柄) のうち一割で取引が成立したに過ぎず、イギリスのソフトウェア会社オートノミー (Autonomy) で一二万九〇〇〇株の取引がおこなわれたことを除けば、新取引システム導入前と変わらなかったと報じられている。<sup>(10)</sup> ナスダック・ヨーロッパのホームページにある週間ファクトシートでは六月一日から一五日までの第二四週以降、数字は更新されていないが、これによればこの週の売買代金は二五六万ユーロ (過去四週間の平均二五二万ユーロ)、売買株数は三六七万株 (三九一万株)、取引回数は二二〇二回 (一五五二回) であり、大きな変化は見られていない。<sup>(11)</sup>

## 2 バーターテックス

(1) 新取引システム導入に至る経緯

トレードポイントは一九九五年九月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イギリスの公認投資取引所であり、ヨーロッパ投資サービス指令のもとでの正式取引所である。トレードポイントでのヨーロッパ主要株式の取引開始が予定されていた二〇〇〇年七月一〇日、ロンドンとチューリッヒで同時にプレス・コンファレンスがおこなわれ、スイス取引所がトレードポイントに出資する形で新たな取引所バーターテックスを設立する計画が発表された。

スイス取引所は一九九三年にジュネーブ、バーゼル、チューリッヒの三つの証券取引所を統合するために設立され、一九九五年に三取引所を統合すると同時にスイス金融先物オプション取引所を傘下におさめた。一九九五年一月には外国株市場に電子取引システムEBS (Electronic Bourse System) を導入し、一九九六年八月には他の上場商品にもEBSを導入して、電子取引への移行を完了していた。

二〇〇〇年三月のパリ、アムステルダム、ブリュッセルの三取引所統合計画(ユーロネクスト)、同年五月の英独取引所合併計画(iX)の発表によってスイス取引所はヨーロッパ株式市場統合に対する戦略を求められ、それまでイギリス株を対象として苦戦してきたトレードポイントへの出資、主力銘柄と取引システムの移管によって新たなヨーロッパ統合株式市場への道のりを歩み出すことになった。トレードポイントも既存の取引所に対抗して流動性を獲得することの難しさを痛感しており、スイス取引所から主力銘柄の取引を移管されることで、スイス株を取引するためにはバーターテックスにアクセスせざるを得ないという形でアクセスを高め、他のクロスボダー取引を取り込もうという狙いが両者間で一致したことがこの提携の底流にあった。

## (2) 新取引システム<sup>(12)</sup>

六月二五日にスイス(二九銘柄)とイギリス(二〇〇銘柄)の主要株式を対象として取引を開始したパーテックスの取引システムはスイス取引所の取引システムであるEBSであり、オークション形式の電子注文板で自動執行がおこなわれる。取引対象銘柄は七月二日からはDJユーロ・ストックス五〇とDJストックス五〇指数構成銘柄に拡大され、七月七日にはヨーロッパの株式時価総額の八割に相当する六一三銘柄の株式が取引されることになる(六月二九日でトレードポイントの取引は停止され、イギリス株の多くは取引対象ではなくなる)。

システム上で取引がおこなわれるのはイギリス時間の八時から一七時までで、八時と一七時にはアंकロッシング(板寄せ取引)がおこなわれ、その間には継続オークション(ザラバ取引)がおこなわれる。五時から八時までのプレオープニングと一七時から二二時までのアフター・アワーズ・トレーディングには指値注文の入力をおこなえるが、システム上で注文の付け合わせはおこなわれず、電話等を通じて取引をおこなった場合には取引報告をシステムに入力することはできない。

システム上で出せる注文は、価格指定のない成り行き注文(market order)と価格指定のある指値注文(limit order)からなる標準注文(normal order)、二〇〇万ユーロ以上の注文数量の一部(最低一〇〇株)だけが開示される部分開示注文(hidden size order)、注文板で可能な限り執行し、未執行注文が注文板に残らないヒット注文(accepted order)、注文全部ができない限り執行されず、注文板に残らない一括執行条件付注文(fill or kill order)の四種類に分類される。

最小値幅(ティック・サイズ)はスイス株で〇・〇一から五・〇まで六種類、イギリス株では〇・二五と〇・五の二種類、ユーロ導入国株では一律〇・〇一、デンマーク株/ノルウェー株/スウェーデン株では〇・二五

○・五、一・〇の三種類と定められており、値動きに伴う取引中断措置はスイス株で直前の参照価格から〇・七五％（一銘柄）ノ一・五％（一八銘柄）変動した場合に五分間、その他の国の株式では直前の参照価格から五％変動した場合に五分間取引を停止することになっている。

(3) 決済システム<sup>(13)</sup>

システム上で成立した取引は建値の通貨で三営業日後の受け渡し・決済（T+3）が義務づけられており、スイス株はセガインターセトル（SIS）、イギリス株とアイルランド株はクレスト（Crest）、その他の株式はユーロクリアを通じて資金と預託口座振替の同時決済（DVP）がおこなわれるが、この三つの機関がリンクすることによってパーテックスでは仮想単一セトルメント・システムを実現している。その結果、利用者は三つのCSDのうち一つに口座を持つだけですべての株式のセトルメントをおこなうことができる（複数のCSDに口座を持つことも可能）。

パーテックスでは二〇〇二年はじめにロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）をセントラル・カウンターパーティとしたネットティング・ファシリティーを導入する予定であり、このネットティング・ファシリティーの導入後は統合リスク管理、取引やセトルメントに伴う匿名性の確保、選択的ネットティング（ネットティングをおこなわないことも可能）が利用可能となる。ただし、セントラル・カウンターパーティを導入するまではカウンターパーティ・リスクを削減する手段が存在しないので、パーテックスではデフォルト・リスクに対する保険または積み立て基金を準備している。また、セントラル・カウンターパーティが導入されるまでは取引の両当事者が合意した場合には先の三つのCSD以外のCSDでセトルメントをおこなうことも認められている。

(4) 導入後の状況

取引開始を五日後に控えた六月二〇日、パーテックスは米国証券取引委員会（SEC）からトレードポイントが受けていた登録免除取引所としてのノー・アクション・レターをスイス株以外の取引について取得したことを明らかにした。<sup>(14)</sup> これによってアメリカの投資家はスイス株以外のパーテックスでの取引をアメリカ国内から直接おこなうことが可能となり、ヨーロッパの他の取引所よりパーテックスは有利な立場に立つことになった。

六月二五日、スイス株二九銘柄、イギリス株二〇〇銘柄を対象としてパーテックスでの取引が開始された。初日の取引は取引回数で一万九八八回（うちイギリス株五六六回）、売買株数で三九二七万株（一二六〇万株）、売買代金で一五億三二〇〇万ポンド（八〇〇〇万ポンド）であり、イギリス株ではグラクソスミススクラインがロンドン証券取引所の電子取引システムSEETSの二二%（ロンドン証券取引所の二二%）、ブリテッシュ・ペトリウムが一四%（七%）、シェル・トランスポート&トレーディングが一〇%（五%）、アピー・ナショナルが五%（三%）、ボーダーフォンとブリティッシュ・テレコムが各三%（二%と一%）であったが、イギリス株全体ではロンドン証券取引所の一・六%に過ぎなかった。<sup>(15)</sup> しかし、一五〇以上のイギリス株で終日売り・買い双方の気配が提示され、予想を上回るでであったという評価が多く、ロンドン証券取引所の未上場株市場（AIM）で取引されているパーテックスの株価も前日の七八ペンスから八八ペンスへと一三%値上がりしていた。

パーテックスの会員数は一一〇社で、この内訳はスイス六五社、イギリス三三社、ドイツ七社、フランス三社、オランダ/アイルランド/リヒテンシュタイン各一社であり、スイスの主要株式をスイス取引所から移管されたことよってスイスの会員が過半数を占めている。したがって、スイス株の取引ができるのは当たり前であり、イギリス株やユーロ同入国株の取引をどれだけ取り込めるかがパーテックスの鍵となる。

### 3 ナスダック・ヨーロッパとバーテックスの将来性

二〇〇一年六月八日にはブリュッセルでナスダック・ヨーロッパが、六月二五日にはロンドンでバーテックスがそれぞれ新しい取引システムのもとで取引を開始したが、いずれもイースダックとトレードポイント（取引システムとしてはスイス取引所のEBS）という前身があり、二〇〇〇年一〇月のNEWEX（ウィーン）や二〇〇〇年一一月のJIEWAY（ロンドン）のように全く新たな取引所が誕生したというわけではない。<sup>16</sup> その意味ではある程度の予想通り、これまでの前身母体の実績を反映した滑り出しを見せている。

ナスダック・ヨーロッパは自力での立て直しが困難となったイースダックがナスダックに再建の支援を要請し、ナスダックというブランド・ネームとナスダックのグローバル・ネットワークを利用して巻き返しをはかろうとしたのが真相である。他方、イースダックの要請に応えたナスダックはナスダック・ジャパンに続いてナスダック・ヨーロッパを新たな取引所としてロンドンに設立する計画を立てたが、取引所の乱立するヨーロッパに新たな取引所を設立することに対してヨーロッパの大手金融機関の支持を得られず、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画が持ち上がった際にすでに実績のあるフランクフルト証券取引所のベンチャー株式市場ノイア・マルクト（Neuer Markt）を再編する形へとヨーロッパ進出計画をいったんは変更した。しかし、合併計画が撤回されたことよってナスダックのヨーロッパ進出計画は振り出しに戻り、その後はロンドン証券取引所に繰り返し新市場設立のための提携を申し入れたが断られており、イースダックの買収はもともナスダックのヨーロッパ進出計画の中では選択肢の上位にはなく、ロンドン、パリ、フランクフルトといった主要市場と提携するための地ならしに過ぎないと考えられているようである。こうしたナスダックの冷めた見方がナスダック首脳陣のコメントにもあらわれており、電子取引システムを導入するだけで取引が拡大するとはほとんど誰も予想し

ていなかったはずである。

バーテックスも多少事情は違つにせよ、トレードポイントからすれば後発取引所が既存取引所から取引を獲得することは極めて困難であることを痛感し、英独取引所の合併計画とその後株式市場の再編という差し迫つた事態の中で、自力での立て直しを諦め、スイス取引所に買収されることによつてスイスの主要銘柄の取引を獲得し、これを梃子にしてクロスボーダー取引の取り込みをはかつたという点では、ナスダック・ヨーロッパに似ていなくもない。一方、トレードポイントに出資して電子取引システムを提供する代わりに自らの主要株式の取引を完全にアウトソースしたスイス取引所も、やはり英独取引所の合併計画とその後株式市場の再編という差し迫つた状況のもとで大取引所に呑み込まれまいとして生き残りをかけて思い切つた提携を結んだわけであるが、合併計画がすでに撤回されていることを踏まえればこの提携にどれほど意欲的であるのかは不透明である。バーテックスの最高経営責任者であるフンティカー・エブネター女史（前スイス取引所最高経営責任者であり、現在もスイス取引所のグループ調整委員会の委員長を兼任）は一二カ月以内にヨーロッパの優良銘柄の株式取引の10%を獲得することがバーテックスの目標であると語っているが、これを実現できない場合にはスイス取引所はバーテックスから手を引くという密約が提携当初から存在しているという噂も囁かれて<sup>(17)</sup>いる。ヨーロッパの優良株式の取引のうちスイスの優良株式だけでも6%から7%は見込まれることから、残る3%から4%を獲得することがバーテックスの存続条件ということになるだろう。しかし、この数字はこれまでトレードポイントがイギリス株式でロンドン証券取引所の取引の2%を獲得できなかったことから考えれば生やさしいものではない。

ナスダック・ヨーロッパもバーテックスもセントラル・カウンターパーティを採り入れた決済システムの導入を計画しているが、トレードポイントはLCHをセントラル・カウンターパーティとしてネットティングをいち早く

採り入れていたにも関わらず、流動性を獲得することはできなかった。新たな決済システムを導入する前に流動性を獲得することは困難であるという評価が定着してしまえば、決済システムの良さを理由にして取引が増えるということは考えにくい。むしろ既存の流動性を持つ取引所が優れた決済システムを模倣して改良するという道を選ぶはずであり、ナスダック・ヨーロッパもバーテックスも今回の新取引システムの導入に決済システムの改良を間に合わせられなかったことは大きな問題であろう。また、決済システムという点に限って言えば、ルクセンブルグのクリアストリームに架空口座とマネーロンダリングの疑いが持たれ、ルクセンブルグ当局の検査が入り、前身のセデルから二〇年近く最高経営責任者を務めてきたアンドレ・ルツ氏は経営から離れている。ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者はクリアストリームの買収に意欲を見せているが、利用者の賛同は得られておらず、むしろユーロクリアとの合併に強硬に反対してきたルツ氏の影響力の後退はユーロクリアとクリアストリームとの合併という可能性が高まっていると見られている。

ヨーロッパではリスボン証券取引所がユーロネクストとの合併交渉を進めており、ワルシャワ証券取引所も政府保有の株式売却によりユーロネクストとの関係強化を進めようとしている。ロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併に加わるはずであったミラノ証券取引所（ボルサ・イタリアーナ）とマドリード証券取引所の態度は明らかではないが、デリバティブ取引ではユーロ・グローベックス（Euro Globex）でユーロネクストと提携している両取引所がユーロネクストに加わることになればロンドンとフランクフルトに対して劣勢であったパリの影響力が強まることになるであろう。ナスダック・ヨーロッパの今後の提携関係を含めてヨーロッパにおける取引所間の提携・合併・買収はドイツ取引所に続いてユーロネクストとロンドン証券取引所が上場することによってますます活発化する様相を呈している。スイス取引所はもととトレードポイントではなく、ロンドン証券取引所

との提携を望んでいたとも言われており、今後もどいついた組み合わせが実現するのか目の離せない状況にあると言えよう。

注

- (1) ユーロネクストの新規株式売り出し価格の決定は七月五日、ユーロネクスト・パリ（旧パリ取引所）への上場は七月六日であり、ロンドン証券取引所は新規株式売り出しをおこなわず、七月二〇日に上場することが予定されている。
- (2) イースダックの歩みやナスダックによるイースタック買収の経緯については、拙稿「ナスダックの新たな戦略」―IEEEとの提携とイースタックの買収―（本誌一五九四号、二〇〇一年四月）を参照。
- (3) パーテックス誕生の経緯については、拙稿「パーテックス」ヨーロッパ第三の道―（本誌一五八六号、二〇〇〇年八月）を参照。
- (4) Nasdaq Europe, "Nasdaq Europe Trading Services Description", 2001 ([http://www.nasdaqeurope.com/pdf\\_files/members/trading\\_services\\_description.pdf](http://www.nasdaqeurope.com/pdf_files/members/trading_services_description.pdf)), *Nasdaq Europe Rule Book*, May 2001 ([http://www.nasdaqeurope.com/pdf\\_files/rule\\_book/rulebook.pdf](http://www.nasdaqeurope.com/pdf_files/rule_book/rulebook.pdf)), "Nasdaq Europe's Trading System to Go Live on June 8 / Nasdaq Rule Book Approved", 4 June 2001 ([http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/ne\\_section01\\_175.htm](http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/ne_section01_175.htm)), なお、フォーナー・インターフェイス・フロントページの画面はナスダック・ヨーロッパのホームページに例示されている（[http://www.nasdaqeurope.com/members/trading\\_system/key\\_functionality.asp](http://www.nasdaqeurope.com/members/trading_system/key_functionality.asp)）。
- (5) 発注時点よりも発注者に有利な価格では執行されるが、不利な価格では執行されず、キャンセルされる。
- (6) Nasdaq Europe, "Nasdaq Europe Trading Services Description", 2001

- ( 7 ) Nasdaq Europe, "Eight major market participants agree to investment in Nasdaq Europe", 8 June 2001 ([http://www.nasdaqeurope.com/includes/dualcontent/popups/press\\_release\\_080601.asp](http://www.nasdaqeurope.com/includes/dualcontent/popups/press_release_080601.asp))
- ( 8 ) Shanny Basar, "Nasdaq Europe ambitions hit by Merrill Lynch withdrawal", *eFinancialNews*, 5 June 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16500000000014927&xsection=16>)
- ( 9 ) Nasd, "Nasdaq Europe Telephone Press Conference Transcript", *Nasdaq News*, 8 June 2001 ([http://www.nasdaqnews.com/asp/euro1\\_transcript.pdf](http://www.nasdaqnews.com/asp/euro1_transcript.pdf))
- ( 10 ) Michael Hoare, "Nasdaq Europe sizes up challenge", *eFinancialNews*, 11 June 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16500000000015085&xsection=16>)
- ( 11 ) Nasdaq Europe, *Weekly Factsheet*, Issue 217, Week 24 11-15 June 2001 ([http://www.nasdaqeurope.com/pdf\\_files/week\\_fac\\_tsheet/Week\\_report\\_Issue.pdf](http://www.nasdaqeurope.com/pdf_files/week_fac_tsheet/Week_report_Issue.pdf))
- ( 12 ) virt-x, *The Rules of virt-x*, 30 March 2001 ([http://www.virt-x.com/pdf\\_files/rule\\_book/rulebook.pdf](http://www.virt-x.com/pdf_files/rule_book/rulebook.pdf)), *virt-x Directive 4: Orders and their Attributes*, 30 March 2001 ([http://www.virt-x.com/regulation/download/directive\\_4.pdf](http://www.virt-x.com/regulation/download/directive_4.pdf)), "Frequently Asked Question", June 2001 ([http://www.virt-x.com/members/faq2\\_en.html](http://www.virt-x.com/members/faq2_en.html))
- ( 13 ) virt-x, "Clearing & Settlement: Overview", June 2001 ([http://www.virt-x.com/settlement/overview\\_en.html](http://www.virt-x.com/settlement/overview_en.html)), "Clearing & Settlement: The Future", June 2001 ([http://www.virt-x.com/settlement/clearing\\_en.html](http://www.virt-x.com/settlement/clearing_en.html)), *virt-x Phase 1 Clearing & Settlement*, 28 February 2001, "Frequently Asked Question", June 2001
- ( 14 ) virt-x, "US Members' access", *London Stock Exchange Regulatory News Service*, 20 June 2001
- ( 15 ) virt-x, "First day of trading", *London Stock Exchange Regulatory News Service*, 25 June 2001, Alex Skorecki, "Fewer UK

blue chips on Virt-x," *Financial Times*, 27 June 2001

- (16) N E W E X と J I E W A Y については、拙稿「N E W E X と 独 逸 証 券 取 引 所 に よ る 共 同 東 欧 証 券 取 引 所」(本誌一六〇一号、二〇〇一年一月)、「J I E W A Y と O M と M S D W に よ る ク ロ ス ボーダー小口 E C N」(本誌一六〇二号、二〇〇一年二月)を参照。

- (17) William Wright, "SWX secures Virt-x get-out clause", *eFinancialNews*, 25 June 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16500000000015788&xsection=16>)

(よしかわ まさひろ・主任研究員)