

レギュレーションNMS

～SECの全米市場システム改革案～

吉川 真裕

二〇〇四年二月二四日、米国証券取引委員会（SEC）はアメリカの株式市場を特徴付けてきた全米市場システム（NMS）の改革を目指した規則変更案を提示した。レギュレーションNMSと名付けられたこの提案はコンセプト・リリースによって市場関係者の意見を求めた上で規則変更案を提示するという形を取らず、SECがあらかじめ作成した規則変更案を提示した上でコメントに応じて修正するという形を取っており、関係者の反対が大きいために規則変更を撤回する可能性は小さく、SECの強い意志を表わしているものと考えられる。実は四年前にもSECは株式市場間の電子的リンケージという観点からこの問題に取り組んだが、取引所とECN、ブローカー・ディーラーの意見が分かれ、呼値の一セント刻みへの変更とも重なって、結局はほとんど何も決められなかったという経緯がある。今回はこの間に実施された上場投資信託（ETF）に対する最良注文執行義務の緩和というパイロット・プログラムによる経験と、ニューヨーク証券取引所をはじめとした取引所の値付け業者（スペシャリスト）の不正取引疑惑を踏まえて、SECは強硬な姿勢で株式市場改革に取り組む模様である。

本稿ではレギュレーションNMS提案の背景を振り返った後、レギュレーションNMSの中身を簡単に紹介し、今後のアメリカの株式市場改革の展望をおこなう。

1 レギュレーションNMSの背景

(1) 電子的リンケージ

一九九九年九月、レビットSEC委員長(当時)はコロンビア大学法律大学院で講演をおこない、米国証券市場を取り巻く大きな転換についてSECの方針を示した。この講演の中でレビット委員長は競争の激化がもたらす市場の分裂というデメリットを考慮し、市場間のリンクをこれまで以上に強化する必要性を明らかにし、二〇年前の技術水準に基づいたNMSを改良していく方向性を明確にした。しかも一例と断つてはいながら各市場の指値注文板を電子的にリンクさせる仮想指値注文板というアイデアを紹介したことはその後の市場間リンクの方法に少なからず影響を与えるものと考えられた。さらに、株式会社化を検討しているニューヨーク証券取引所(NYSE)がルール三九〇で会員に市場集中義務を課しているのはおかしいと述べて規則の撤廃を求めた。⁽¹⁾

これを受けて、同年一二月にはレビット委員長の講演以来、風当たりの強くなっていたNYSEのルール三九〇の撤廃がNYSE理事会で決定された。ルール三九〇に関してはレビット委員長の講演直後にグラツソNYSE会長兼最高経営責任者(CEO)が撤廃反対を表明しており、決してNYSEが進んで撤廃したわけではない。SECが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、小口注文に対する自動執行の併用を含めた新構想にしたがって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得策だという判断が働いたものと考えられる。⁽²⁾そして、NYSEは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、ブローカーによる注文の内部付け合わせに対する従来より厳しいルールの採用をSECに要請した。

二〇〇〇年二月、SECはNYSEが提出した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た。このリリースには株式市場統合策に関するリリースも盛り込まれており、SECは議論のたたき台として六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントや代替案も広く求めた。このリリースの公表によって株式市場統合策に関する議論はSECの指針表明という段階から市場関係者との対話という段階へと進み、なんらかの決定がSECによって下される可能性が高まり、以前にも増して議論が活発化した。⁽³⁾

同年三月にノースウエスタン大学法律大学院でおこなわれたレジット委員長講演では、透明性と市場間リンクの關係が採り上げられ、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クが必要であると明言された。しかし、市場間リンクは無制限に自由なアクセスを意図したものではないとも説明されており、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かということが問題であることが明らかになった。⁽⁴⁾

同年五月にはレジット委員長の提案によって市場関係者を集めた指値注文板の透明性に関する円卓会議がワシントンDCのSEC本部で開催され、SECによる顧客の指値注文の開示に関する特別研究が報告され、顧客注文開示ルールの運用が不十分であることが示された。⁽⁵⁾翌日、SECはNYSEによるルール三九〇の撤廃に関する決定を、市場統合策を盛り込むことなく、承認した。この提案に対しては一二件のコメントが寄せられていたが、新たな市場統合策と合わせて実施すべきという条件を付けたコメントは四件あったものの、反対意見はなく、市場統合策を盛り込まずに即座に結論が出された。⁽⁶⁾

そして、同年七月には市場統合策に関するリリースへのコメントが検討され、六月にすでに決定されていた二〇〇一年の呼値の一セント刻みへの転換も控えていることから、とりあえずは注文執行状況に関する取引市場の

月間レポートと注文回送業者の四半期レポートを公表する規則変更案がSECによって公表され、再度コメントが求められた（最終決定は同年一月）⁽⁷⁾。

他方、二〇〇二年八月には取引の活発なQQQ（ナスダック一〇〇指数連動ETF）、DIA（ダウ工業株指数連動ETF）、SPY（S&P五〇〇指数連動ETF）の三つのETFに対して、全米最良気配（NBBO）から三セント以内であればより有利な気配が他の市場に存在していてもITSを通じてその気配を消化せずに注文執行を可能とする「微量免除」が九カ月間のパイロット・プログラムとして導入された。この決定に際して、SECはこれらのETFは取引がきわめて活発である上、指数構成銘柄の株価から理論価格を計算することも容易であり、より良い気配値を消化せずに劣った値段で注文を執行する「トレッド・スルー」の影響がどの程度のものであるかを検証する実験として位置付けていた⁽⁸⁾。なお、この微量免除は二〇〇三年五月にさらに九カ月間の延長が決定され、二〇〇四年三月にも再度九カ月間の延長が決定されている。

（2）NYSEの混乱

SECにルール三九〇の撤廃を迫られ、ECNとの競争も余儀なくされかねないNYSEは電子的な市場間リンクageに反対し、二〇〇〇年四月には内部委員会報告書でITSの廃止を提案した⁽⁹⁾。そして、同年二月には一〇〇株以上二〇九九株以下の指値注文を自動執行するNYSEダイレクト+を導入し、ECNへの対抗策を打ち出した。NYSEは二〇〇一年一月に呼値の一セント刻みへの転換を完了し、同年六月には呼値の転換に伴って機関投資家から批判の強まっていたスペシャリストの先回り取引に対する規制を強化する決定をおこなった（SECも同年七月に呼値の転換に伴う問題と呼値の水準に関するコンセプト・リリースを公表している）。

二〇〇一年九月の同時多発テロの直後にはNYSEの早期の再開に尽力したグラッソ会長が注目を浴びることになったが、この功績に対して五〇〇万ドルの報奨金が内密に支払われたことも後に問題となる。同年末以降はエンロン、ワールドコムをはじめとする企業会計スキャンダルが発覚し、NYSEも上場企業に対するガバナンスの強化を推進した。ところが、二〇〇三年三月に証券業界関係者以外を対象としたNYSEの公益理事候補にシテイグループのワイル会長が推薦されたことから、上場企業のガバナンスを強化したNYSEのガバナンスが問題視されることになった。さらに、五月にはウォール・ストリート・ジャーナル紙でグラッソ会長の二〇〇二年の報酬が一〇〇万ドルを越え、退職金・年金の総額が一億ドル近いという報道がおこなわれ、NYSEのガバナンスに対する批判が一層高まった。

二〇〇三年八月、NYSEがグラッソ会長の報酬と退職金・年金額を公表し、それぞれ二四〇万ドルと一億三九五〇万ドル（後に公表され、辞退された四八〇万ドルを含まず）であることが明らかとなり、こうした巨額の報酬を決定した人事・報酬委員会の責任問題が浮上するとともに、カリフォルニア州の財務長官や四大公的年金の代表がグラッソ会長の辞任を要求した。辞任を拒否していたグラッソ会長が九月一七日に辞任を承認し、これを受けて九月二日に元シテイグループ会長のジョン・リード氏がNYSEの暫定会長兼CEOに決定した。

他方、二〇〇三年四月にはフリート・ボストン系列のスペシャリストによるゼネラル・エレクトリック株の取引をめぐってアメリカン・センチュリーのトレーダーにグラッソ会長が謝罪したことが報じられ、スペシャリストの不正取引疑惑が高まった。七月にはNYSEのスペシャリストのラブラン社がNYSEの内部調査に対して従業員のeメールの提出を拒んでいることが報道され、NYSEの監督能力に対する疑問も生じることになった。そして、一〇月にNYSEは二〇〇二年から実施してきた調査結果に基づいて大手スペシャリスト五社が顧

客取引に不当に介入したとして罰金を含む制裁措置の実施を決定した。さらに、一月にはウォール・ストリート・ジャーナル紙がSECの機密調査報告書を暴露し、過去三年間に二億株がNYSEのスペシャリストによって不正に取引され、投資家の損害は一億五五〇万ドルに達すると報じられた。⁽¹⁰⁾ また、一月にはカリフォルニア州公務員退職基金（カルパス）がNYSEとスペシャリスト七社に対して民事訴訟を提訴した。

こうした中で、投信業界二位のヴァンガード・グループの創設者であり、インステイネットの取締役でもあるボーグル氏は、グラッツソ会長の巨額の報酬はスペシャリストの利益を守ったことから生じているとしてスペシャリスト制度の改革を要請し、投信最大手のフィデリティもスペシャリストの介入しない電子取引の導入を望み、次善策としてはスペシャリストの仲介を削減する方向でNYSEが取引システム改革を進めることを要望した。

NYSEはリード会長の下で機構改革をSECに申請し、二月一七日に認可された。この改革では会長とCEOを除く理事会のメンバーを証券業界や上場企業以外から選出し、関係者はアドバイザー・ボードに置くことになるというのが眼目であった。そして、翌一八日にはCEOにゴールドマン・サックスのジョン・セイン社長兼最高業務責任者が一月一五日に就任することが発表された。セイン氏はNYSEの完全電子化には反対であり、スペシャリストと電子取引のハイブリッド化を提唱していたことが抜擢の背景にあったものと見られている。

セインCEOの就任から三週間足らずの二〇〇四年二月五日、NYSEの理事会は注文自動執行システム、NYSEダイレクト+の拡充を決定した。具体的には三〇秒という連続注文制限の撤廃、一〇九九株という注文数量制限の撤廃、指値注文のみという注文制限の撤廃がその中身であったが、スペシャリストの介入するフロアでの取引には何も変更は盛り込まれず、抜本的な取引制度改革とは呼べないものであった。この時点での決定はSECのスタッフが準備していると伝えられた株式市場構造改革案を牽制することが狙いであるとも報じられた。

2 レギュレーションNMS

二〇〇四年二月二四日、SECのコミッショナー会議でレギュレーションNMSと名付けられた規則変更案が四人の委員全員の一致で可決された。この規則変更案は四つの異なる規則変更案からなるが、アメリカの株式市場を特徴付けてきたNMSの改革を総合的に目指すという意味で今回まとめて提案された。⁽¹⁾

(1) トレード・スルー

レギュレーションNMSで第一に上げられているのは統一的なトレード・スルー・ルールである。従来のトレード・スルー・ルールは一九七八年以来、NYSEとアメリカ証券取引所(AMEX)に上場されている株式を対象としており、ナスダック銘柄には適用されてはいなかった。しかも、トレード・スルーを防止するための注文回送施設であるITSに接続している取引市場やマーケットメーカーのみがこの規則の遵守を義務づけられていた。

そこで、まず、トレード・スルー・ルールの適用対象にナスダック銘柄を含めること、さらに、常に確定気配を提示しているスペシャリストやマーケットメーカーのみならず、すべてのブローカー・ディーラーの注文執行もこの規則の遵守を義務づけられるという形で、トレード・スルー・ルールを統一することが提案されている。

また、ECNやナスダックのスーパーモニターのような自動執行機能を持つ市場とNYSEやAMEXのようなスペシャリストを介して取引がおこなわれる市場の間では、注文の回送から執行の有無の確認まで三〇秒もかかるITSでは整合的なトレード・スルー・ルールを適用することは困難であるといった問題もあった。

この問題に対しては、ITSでの注文執行時間を人手を介する場合の最短時間に統一するという従来の手法の

拡張で対処するか、自動執行機能を持つ市場から人手を会する市場へは注文回送自体をおこなわないという形で従来の規則の適用を一部免除するののかという形で議論がおこなわれてきた。今回の提案ではこの両者を組み合わせ、最良気配よりも劣った値段での注文執行がありうることに同意した注文にはトレード・スルー・ルール自体の適用を完全に免除すること、しかも、最良気配からの一定の範囲（株価水準に応じて一セントから五セントまで五段階）内では、自動執行機能を持つ市場から人手を会する市場への注文回送義務を免除することが提案されている。

（２）市場間アクセス

レギュレーション N M S で第二に取り上げられているのは統一的な市場アクセス・ルールである。トレード・スルー・ルールの新提案が I T S の利用を削減すると予想されるために、これを補完するように各市場への I T S を経由しないアクセスを活発化させようというのがその狙いである。その際に最も問題となるのは最良気配を表示している市場へのアクセスに障害が生じる場合である。とりわけ、E C N で表示された最良気配は取引実行時にアクセス・フィーを徴収されるため、必ずしも最良気配とはならないという問題がある。このアクセス・フィーの問題は単に E C N が会員以外から追加料金を徴収するということだけではなく、指値注文を注文板に出して流動性を提供した者はリベートを受け、注文板を消化して流動性を消費した者はリベートを上回るフィーを払うというビジネス・モデルが慣行として出来上がっているからである（E C N の会員以外は流動性を提供することなく、最良気配の指値を消費することになるので、かならずアクセス・フィーを支払つことになる）。

さらに、ナスダックのマーケットメーカーは売り気配以上の確定買い気配や買い気配以下の確定売り気配を提

示することは禁じられているが、ECNとマーケットメーカーの間あるいはECNどうしの間でこうした状態がしばしば生じ、ECNは相手が流動性を消化してアクセス・フィーを支払うのを待っていると批判されている。

この問題に対しては、アクセス・フィーを気配値に含めるというのも一つの方法であるが、アクセス・フィーは一株当たりでは一セント未満であり、呼値の刻みをさらに細かくせざるをえないという問題とも絡むので、アクセス・フィーに上限（一株当たり〇・一セント）、他のフィーと合わせて一取引で一株当たり最高〇・二セント）を設けることで、アクセス・フィー絡みの問題を軽減することが提案されている。

(3) 一セント未満の値刻み

一九九七年七月にSECがECNやマーケットメーカーの一六分の一刻み未満の気配値に対するノー・アクシヨン・レターをナスダックに与えて以来、ECNやマーケットメーカーの間では通常の気配表示を下回る値刻みで取引がおこなわれている。二〇〇一年の値刻みの一セント刻みへの移行に際して問題となったように、価格優先原則が存在する以上、ほんのわずかでも有利であれば後から出された注文の執行が優先され、先回り取引が可能となる。通常のベンダー情報は現在、一セント刻みで報道されているにもかかわらず、一部のプロのみが一セント未満の値刻み（大半は〇・一セント、一部は〇・〇一セント）を利用しているのは問題であるとして、二〇〇一年七月にSECはこの問題に関するコンセプト・リリースを公表した。¹²⁾ コメントの多くは現状に問題があると指摘していたが、SECは対応策を講じなかったため、二〇〇三年八月にナスダックは統一的な値刻み規則が採用されない以上、ナスダック銘柄の値刻みを〇・一セント刻みに変更して問題の緩和にあたるという規則変更案をSECに提出した。¹³⁾

そこで、レギュレーションNMSの中で統一的な気配値の値刻みを採用することが提案されることになった。提案されているのは気配値の値刻みを一セント刻みとすることであるが、株価がドル未満の銘柄は適用除外し、中値や加重平均価格での注文執行によって取引価格が一セント未満になることは認められるとされている。

(4) 市場データ

各市場での最良気配情報や取引情報は統合され、その情報に対する収入は取引回数や取引株数に応じて各市場に分配されている。しかし、トレード・スルー・ルールを悪用して最良気配を出さずに他市場での最良気配で注文を付け合せ、市場価格の改善に貢献せずに情報料収入を受け取る行為が増加している。そこで、SECは一九九九年一月に市場情報収入に関するコンセプト・リリースを公表した。⁽¹⁴⁾そして、市場情報に関するアドバイザリー委員会が設立され、二〇〇一年九月にはこの問題に関する報告書が発行されている。⁽¹⁵⁾

レギュレーションNMSの中ではアドバイザリー委員会の報告書に基づいて、市場情報料収入の分配方法の変更、各市場が最良気配以外の気配情報を独自に販売する場合の統一基準などが提案されている。市場情報料収入の新たな分配案は、まず、これまでと同様にNYSE銘柄、AMEX銘柄、ナスダック銘柄の三つのグループに分け、次に、各グループ内で各株式の取引金額の平方根に応じて情報料収入を各株式へと割り当てる。⁽¹⁶⁾さらに、各株式に割り当てられた情報料収入を、取引シェア、気配値が最良気配であった比率、気配値が最良気配を改善した比率、の三つに応じて各市場へと分配するといふものである。最後の分配にはさらに細かな計算式が設けられており、取引シェアが情報料収入の五〇%、最良気配比率が情報料収入の三五%、最良気配改善比率が情報料収入の一五%になるように工夫されている。

3 株式市場改革の行方

レギュレーションNMSはSECのコミッショナー会議で四人の委員全員の一致で承認されたが、委員による評価が一致しているわけではない。元NYSE会長のDonaldson委員長は従来のNMS規則を大幅に変更することには慎重であるのに対し、アトキンス委員は提案内容が改革案としては不十分であり、とりわけ市場データに関する提案は単一提案として提出されていれば反対したとまで明言している。⁽¹⁷⁾確かにレビット元委員長が示唆していたような市場間リンクケージは全く考慮されず、現在のNMS規則を部分的に緩和する方向で改革が目指されているような印象は拭い難い。かつて大手証券会社の首脳たちが考案し、レビット元委員長が理解を示した市場間の電子的リンクケージは全く見る影もない。逆に、ECNやオンライン・ブローカーが主張していたITSを無視した市場間競争が是認されているようである。しかし、アクセス・フィーの制限や気配値の刻みの統一はECNやオンライン・ブローカーにとってはこれまでの自由な活動の制限になるはずである。

今回のレギュレーションNMS提案の中で注目されるところは、取引市場を自動執行がおこなわれる市場と人手を介する市場に区別し、異なる取り扱いを認めたところであろう。三〇年前のNMS構想時には取引市場ではすべて人手を介して取引がおこなわれており、取引方法も各市場でほとんど違いがなかった。したがって、各市場をITSという注文回送施設を通じてリンクすること自体には技術的な問題はなかった。ところが、この間のコンピューターによる注文付け合せ技術の進歩と機関投資家等の要望に基づいた新たな注文付け合せ方法の開発によって、異なる市場をリンクすることは技術的にも難しくなくなった。そこで、異なる市場をグループ分けすることによって、グループ間のリンクは難しくてもグループ内のリンクは技術的には確保することが可能になったとも考えられる。

今回のトレード・スルーに関する提案では自動執行がおこなわれる市場と人手を介する市場を分け、人手を介する市場間では今ままでおりITSを利用したリンクを継続するが、自動執行がおこなわれる市場と人手を介する市場のリンクは放棄する形になっている。そして、自動執行がおこなわれる市場間のリンクには全く触れられていない。自動執行がおこなわれる市場間のリンクは一つの仮想注文板と同じであるという見方もあるが、ITSでリンクされているのは最良気配の注文だけであり、自主的に各市場が最良気配以外の指値注文もリンクさせなければ一つの注文板とはならない。もし人手を介する市場間をITSという形でリンクする必要があるとすれば、自動執行がおこなわれる市場間もITSと同様に最良気配の注文だけはリンクさせるのが筋であろう。リンクそのものにどれだけの効果があるかはともかくとして、技術的に可能であるにもかかわらず、そうしないのであれば、人手を介する市場間をリンクさせる必要性も見直されるべきであろう。

今回のトレード・スルー・ルールの見直しで明らかになったことは、トレード・スルー・ルールは投資家保護の最低基準であり、投資家が自己責任でトレード・スルー・ルールの適用を辞退すれば最良価格での注文執行は必要とされないということであり、これまでのNMSの理念からの離脱であることは間違いない。確かに、近くに店屋（ECN）があるのに遠くのスーパーマーケット（取引所）の方が安いからそこまで買いに行かなければならないと揶揄されたNMSの理念は時代遅れのものではあろう。しかし、使いの者（仲介業者）に買い物を頼んだとき、タイミングによっては本人に許可なく、近くの店屋（ECN）で（わずかではあるが）より高い物を買わせることが生じうる。しかも使いの者（仲介業者）が近くの店屋（ECN）からリベートをもらう可能性も排除できない。その意味で自動執行がおこなわれる市場のリンクを全く考慮する必要がないのかどっか疑問と言わざるを得ない。ただし、市場間のリンクという手段を講じて投資家保護をおこなっているのはアメリカだけ

であり、そもそもそこまでする必要がるのかどうかということはまた別問題である。

三月二日にSECはレギュレーションMSに関する公聴会を四月一日(ワシントンDC)と四月二日(ニューヨーク)に実施する予定を発表し、公聴会での証言希望者を募集した。しかし、三月三〇日になってSECは出席者の都合によって第一回目の公聴会を四月二日(ニューヨーク)とし、第二回目の公聴会は開催の必要があれば追って通知すると発表した。三月三〇日時点でSECのホームページに記載されている証言希望者は二人で、取引所ではNYSE、AMEX、フィラデルフィア証券取引所、シカゴ証券取引所、ナショナル証券取引所(旧シンシナティ証券取引所)、ECNではインスタイネット、ブルンバーグ・トレードブック、ブルツト、スペシャリストではヴァン・デア・モレン、ラブランチ、その他ではオンライン・ブローカーのシュワツ、マーケットメーカーのナイト・トレーディング、投信運用会社のフィデリティ、通信社のロイター・アマリカ、ノース・コロラド大学のピーク教授、ラトガース大学のウィーバー教授などの名前が上がっている。

四年前にはECNやシュワツと並んでグラッソNYSE会長兼CEO(当時)がSECの新たなイニシアティブに強硬に反対していたが、さまざまな問題を抱えたNYSEが公聴会で攻勢に転じる可能性は高くはない。かつてナスダックがマーケットメーカーの談合疑惑で顧客注文の表示や指値注文板の導入を吞まざるを得なかったように(その結果、ECNの取引シェアが上昇した)、NYSEもスペシャリストの不正取引疑惑で従来のお組みの変更を迫られることになるかもしれない。自動執行がおこなわれる市場と人手を介する市場を区別するという提案はNYSEに自動執行機能を拡張させ、ビジネス・モデルを改革させるためのニンジンのようにも思える。フロア取引を重視してきたシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)やシカゴ商品取引所(CBOT)、シカゴ・ボード・オプション取引所(CBOE)がビジネス・モデルの変更を迫られていることも無関係ではあ

注

- (1) この講演の詳細については、拙稿「真のNMSの構築に向けて」(レグジュティブ委員会長の提案) (本誌一五七五号、一九九九年九月)を参照。
- (2) この間の事情については、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。
- (3) 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. このリリースの詳細については、拙稿「米国株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論(本誌一五八〇号、二〇〇〇年三月)を参照。
- (4) この講演を要約しているのは、拙稿「米国株市場統合の行方」(本誌一五八二号、二〇〇〇年五月)を参照。
- (5) SEC, "SEC Study Reveals Problems In Display Of Limit Orders," FOR IMMEDIATE RELEASE 2000-59, 4 May 2000, SEC, *Special Study: Report Concerning Display of Customer Limit Orders*, 4 May 2000.
- (6) SEC, "NYSE Rulemaking: Order Approving Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390," Release No. 34-42758; File No. SR-NYSE-99-48, 5 May 2000.
- (7) SEC, "Proposed Rule: Disclosure of Order Routing and Execution Practices," Release No. 34-43084; File No. S7-16-00, 28

July 2000, SEC, "Final Rule: Disclosure of Order Routing and Execution Practices," Release No. 34-43590; File No. S7-16-00, 17 November 2000.

(8) SEC, "Order Pursuant to Section 11A of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 11Aa3-2(f) Thereunder Granting a De Minis Exemption for Transactions in Certain Exchange-Traded Funds from the Trade-Through Provisions of the Internarket Trading System," Release No. 34-46428, 28 August 2002.

(9) Special Committee on Market Structure, Governance and Ownership, "Market Structure Report," 6 April 2000.

(10) 川田三〇田 ショウジノミヤセケンヤリスノトキ五社が総額一億四一八三三三三円五十九円（約一億四〇八円）を払ひつゝ、投資家への補償料）を支払ひつゝ、金種したと発表した。

(11) SEC, "Proposed Rule: Regulation NMS," Release No. 34-49325; File No. S7-10-04, 24 February 2004.

(12) SEC, "SEC Concept Release: Request for Comment on the Effects of Decimal Trading in Subpennies," Release No. 44568 (18 July 2001), 66 FR 38390 (24 July 2001).

(13) File No. SR-NASD-2003-121.

(14) SEC, "SEC Concept Release: Regulation of Market Information Fees and Revenues," Release No. 42208 (9 December 1999), 64 FR 70613.

(15) Report of the Advisory Committee on Market Information: A Blueprint for Responsible Change, 14 September 2001.

(16) 「日本証券業協会がロンダリングでは情報開示の仕方として例示するべき無償公開の二つ」

(17) Paul S. Atkins, "Speech by SEC Commissioner," Remarks for Open Meeting on NMS Rule Proposal," 24 February 2004.

(ちゅうがな せりあうん・証券法研究会)