

# 米国株式市場の再編

～ポスト・レギュレーションNMS～

吉川 真裕

二〇〇五年四月六日、米国証券取引委員会（SEC）は米国株式市場を特徴付けてきた全米市場システム（NMS）の改革を目指す規則変更案について、五人の委員による三対二の多数決で承認する決定を下した。<sup>(1)</sup>レギュレーションNMSと名付けられたこの提案は四つの異なる規則変更案からなるが、NMSの改革を総合的に目指すという意味で一度にまとめて提案された。中でも取引所上場株式におけるニューヨーク証券取引所（NYSE）の圧倒的な優位を覆しかねないトレード・スルー規則の変更については二〇〇四年二月の提案発表直後から議論が白熱し、八月にはNYSEが電子取引の拡張によるフロア取引とのハイブリッド化を申請するという大きな変化をもたらしていた。新たなトレード・スルー規則の採用は米国株式市場の再編につながると見られていたが、この決定の二週間後の四月二〇日にはNYSEとアーキペラゴ（パシフィック取引所の株式取引部門を運営し、株式オプション取引や規制・監督部門も含めた取引所全体の買収を申請中の証券取引所）との合併が発表され、その二日後の四月二二日にはナスダックによる最大のECNであるINETの買収が相次いで発表された。

本稿ではレギュレーションNMSをめぐる経過を紹介した後、これと並行して進められた二つの合併計画の経緯を説明し、五月一日・一九日の上院公聴会での議論を踏まえて、米国株式市場の再編について検討する。

## 1 レギュレーションNMSをめぐる経過

二〇〇四年二月二六日、レギュレーションNMSと呼ばれる規則変更案が公表された後、四月二一日にはSECによる公聴会が開かれ、レギュレーションNMS提案に関する議論が行われた。その際に最も問題となったのは、トレード・スルー規則の変更を見越して二月はじめに伝えられたNYSEダイレクト+の拡張案では不十分であり、各市場を自動執行市場 (Fast Market) とフロア取引市場 (Slow Market) に分けるのではなく、確定気配が提示され、自動執行が可能な状態 (Fast Quote) かどうかで区別すべきであるということであった。そして、五月二〇日には当初の五月二四日のコメント期限を六月三〇日まで延長すると同時に、公聴会での議論を踏まえて自動執行が可能な状態を分類基準として採用するかどうか等が追加提案された。

他方、五月一八日には下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会でも公聴会が行われ、七月二二日・二三日には上院の銀行・住宅・都市問題委員会でも再び公聴会が行われた。上院の公聴会ではドナルドソンSEC委員長が関係者の意見を省みず、SECが決定を強行することはないと発言していた一方、NYSEのセインCEOがNYSEダイレクト+の改訂拡張案をSECと協議中であり、間もなく公表する予定であると語ったことが注目を集めた。そして、八月二日にNYSEダイレクト+の改訂拡張案をSECに申請したことをNYSEが明らかにし、八月一六日にはSECからNYSEダイレクト+の改訂拡張案が公表された。

NYSEダイレクト+の改訂拡張案は当初の拡張案に対する批判と大口利用者からのヒアリングをもとにして、NYSEダイレクト+とNYSEの取引フロアのインターラクションを意図したものであり、NYSEの取引フロアの生き残り策とも呼べるものであった。<sup>(2)</sup> この拡張改訂案に対するコメント期限は当初、九月六日であったが、仕組みが複雑であり、説明が不十分であるという批判が寄せられ、九月二二日にコメント期限が延長さ

れた後、NYSEは再改訂案を提出する意向を示した。一月一日にNYSEダイレクト十の再改訂拡張案がSECから公表され、コメント期限は二月一日と発表された。この段階で明らかになったのは、NYSEはNYSEダイレクト十の注文を取引フロアの注文板とインターラクシオンさせ、一本値で大口注文を成立させようとしていることであり、その際に他市場の最良気配は消化するが、最良気配以外の注文は執行せずにNYSEでの注文執行を行うことであつた。

レギュレーションNMS提案のコメント期限は六月三〇日であつたが、四〇〇通以上のコメントが寄せられ、一月二日の米大統領選挙の行方も絡んで早期決着の見通しは立たなかつた。ところが、一月二日にウォール・ストリート・ジャーナルがスクープ記事を掲載し、NYSEの規則改訂案にある他市場での最良気配以外の指値注文を無視した注文執行は認めない形でトレード・スルー提案が変更され、ナスダック銘柄も含めて適用する新提案が二月一日にSECの委員による投票によつて採決される見通しであると報じられた。一月三日、SECはレギュレーションNMSの改訂案を作成中であり、年内に公表し、再度コメントを求めることを明らかにした。そして、二月一日にレギュレーションNMSの改訂案が公表された（コメント期限は二月二六日）。改訂案の最大のポイントは、自動執行可能な最良気配はトレード・スルーできない一方、自動執行可能でない最良気配はトレード・スルーしても構わないこと、そして最良気配から二番目以降の自動執行可能な確定気配のトレード・スルーを認めるかどうかについて問題提起が行われたことの二点であつた。

その後のマスコミの論調では改訂案の発表は反対派に反論の機会を与えてガス抜きをするためであり、当初の提案から一年を迎える二月にはこの改訂案がそのまま承認される可能性が高いものと報じられていた。反対派は大統領がSECの新委員長を指名することでこの流れを阻止しようと試みたが、ブッシュ大統領はドナルドソン

委員長の続投を表明した。しかし、ドナルドソン委員長が民主党指名の二人の委員とともに共和党指名の二人の委員の反対を抑えて五回も強行採決がおこなわれたことに對しては懸念も表明されていた。そこで、年末にドナルドソン委員長は上場企業に對する巨額の罰則金請求に反対投票を行い、歩み寄りの姿勢もうかがわせた。そして、二〇〇五年に入ってから、最良気配にない確定気配のインターマーケット・プライス・プロテクションの導入に對してドナルドソン委員長は消極的であるという関係者の話が報じられることが多くなっていた。

レギュレーションNMSの改訂案に對するコメントは一月二六日に締め切られたが、最初の提案から一年を迎えた二〇〇五年二月にはSECに動きは見られなかった。むしろ、SECを牽制するために二月一五日に下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会で公聴会が開催され、インスタネット、シユワツブ、ナスダック、フィデリティなどが当初案にあったトレード・スルー規則のオプト・アウト条項が削除されたことを声高に批判していた。三月九日には上院の銀行・住宅・土地問題委員会の公聴会でドナルドソン委員長が数週間のうちに改訂案の決定を行う意向を表明し、三月一五日の下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会の公聴会でもドナルドソン委員長が改訂案の正当性を強調していた。そして、三月三一日、SECは四月六日に五人の委員によるレギュレーションNMSの採決が実施される日程を明らかにした。

四月五日のフィナンシャル・タイムズ電子版では採決を採る最終提案文書が委員五人に先週配布され、その中でトレード・スルー規則のナスダックNMS銘柄への適用を二〇〇六年夏までに段階的に行うという形でドナルドソン委員長が反対派の説得に努めていると報じられた。この時点において各誌とも三対二の多数決で一二月の改訂案に近い形でレギュレーションNMSが決着する見通しを報じていた。

四月六日、午前一〇時からSECで開催されたオープン・ミーティングにおいてレギュレーションNMSに関

する五人の委員による採決が実施され、ドナルドソン委員長と民主党選出の二人の委員の賛成、共和党選出の二人の委員の反対で三対二という予想通りの形で決着することになった。決定内容はほぼ一二月の改訂案に沿った形であったが、トレード・スルー規則の適用に段階的アプローチが採り入れられたほか、NYSEダイレクト+の再改訂拡張案を実施困難にしかねない、自動執行可能な市場の最良気配でない指値注文に対するトレード・スルー規則の適用は見送られた。この決定に対して、NYSEがいち早く賛辞を表明したのに対して、ナスダック銘柄の多くを取引するインステイネットやアーキペラゴ、ナスダックからは明確なコメントは発表されていない。その代わり、議会の有力議員からはこの決定に対する反対がはっきりと表明されており、下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会のリチャード・ベーカー委員長（共和党、ルイジアナ州）はこの決定を阻止するための法案を提出すると意気込んでいた。

レギュレーションNMSの実施はフィナンシャル・タイムズで報じられていたように段階的に行われ、新たなトレード・スルー規則と市場アクセス・フィーについては二〇〇六年四月一〇日からNYSE上場の一〇〇銘柄、ナスダック上場の一〇〇銘柄、AMEX上場の五〇銘柄を対象として導入され、同年六月一二日にはすべてのNMS適格銘柄に適用されるスケジュールである。他方、最小呼値については二〇〇五年七月一日から、市場情報料収入の分配については二〇〇六年七月三日からそれぞれ一挙に適用されるスケジュールとなつて<sup>(3)</sup>いる。

## 2 二つの合併計画の経緯

### (1) NYSEとアーキペラゴの合併計画

二〇〇五年四月二〇日、午後四時の取引終了直前になってアーキペラゴの株価が八%急上昇した（アーキペラ

ゴはパシフィック取引所に二〇〇四年八月上場)。ブルンバーグによれば、ウォール・ストリート・ジャーナルがNYSEとアーキペラゴの合併を報じたためと(4)いうことであつた。当日の午後四時三〇分からはアーキペラゴの第1四半期の決算報告が予定されていたが、午後四時の取引終了後にNYSEとアーキペラゴから両社の合併記者会見を午後五時に行うことが発表された。

記者会見は三〇分あまりの簡単なものであつたが、NYSEのセインCEOやアーキペラゴのバトナム会長兼CEOなどが合併計画の概要を淡々と説明した。この合併計画のポイントは、①上場企業であるアーキペラゴをNYSEグループという持ち株会社社に転換し、この持ち株会社社のもとにNYSEとアーキペラゴがそれぞれ子会社となること、②持ち株会社の株式の保有比率はNYSE七〇%、アーキペラゴ三〇%であり、しかもNYSE会員はアーキペラゴが保有する現金を分配されること、③合併完了は二〇〇五年第4四半期ないし二〇〇六年第1四半期を計画していること、④アーキペラゴの三人の取締役がNYSEの一人の取締役に加わつてNYSEグループの取締役となり、NYSEのセインCEOがNYSEグループのCEOに、アーキペラゴのパトナム会長はNYSEのキニー、ブリッツの両社長とともにNYSEグループの社長に、アーキペラゴのカイ最高財務責任者(CFO)がNYSEグループのCFOに、アーキペラゴのオハラ顧問弁護士がNYSEの顧問弁護士とともにNYSEグループの顧問弁護士にそれぞれ就任すること、⑤NYSEの規制・監督部門はNYSEレギュレーションとして独立し、非営利の自主規制機関としてNYSEグループの監督にあたること、⑥この合併計画に関してゴールドマン・サックスがアーキペラゴとNYSEの両方の財務アドバイザーを務め、グリーンヒルがアーキペラゴに、ラザード・フレールがNYSEにそれぞれフェアネス・オピニオンを提供(当事者が不利益を被らないことを確認)した(5)こと、などであつた。

NYSEとアーキペラゴという組み合わせはこれまでに噂にのぼったこともなく、驚きをもって迎えられた。かつてパトナム会長は他のECNと同様にNYSEに対して厳しく、二〇〇四年七月の公聴会でもNYSEはアーキペラゴの最良気配を一週間に一万一八一回もトレード・スルーしていると批判していた。<sup>(6)</sup>そして、二〇〇五年に入ってセインCEOがNYSEの取引開始時間の繰り上げを示唆した際にもアーキペラゴの取引開始時間を午前八時から午前四時に繰り上げ、NYSEの氣勢を制していた（NYSEの取引開始繰り上げは見送り）。取引開始時間の繰り上げのほか、債券やETF、個別株オプションといった新商品の導入、株式会社化、一部会員の要望の強い株式公開など、セインCEOが模索してきた新たな戦略を、アーキペラゴとの合併計画は一挙に実現することも可能になるという意味で「セインCEOが帽子の中からウサギを取り出した」とも報じられた。<sup>(7)</sup>

この発表を受けてアーキペラゴの株価とNYSEの会員権価格は急上昇したが、七対三という合併比率は不当であるというNYSE会員の批判が生じる一方、二〇〇四年一月にセインCEOが就任するまで社長兼COOを勤めてきたゴールドマン・サックスはアーキペラゴの大株主である上に傘下のスペシャリストを通じてNYSEの会員権も多数保有しており、両社のアドバイザーを務めたことは利益相反の疑いが強い上、ウォール・ストリート<sup>(8)</sup>の慣行に反するという批判も現れた。さらに、翌四月二二日に行われたNYSEの会員に対する説明会で、アーキペラゴの株主にはない株式売却凍結期間がNYSEの会員には存在すること、合併を撤回した場合には四〇〇万ドルの賠償金を支払う必要があることなどが明らかとなった。そして、四月二四日にホーム・デポの創業者の一人でNYSEの外部取締役を勤めたこともあり、NYSEの会員でもあるケネス・ランゴーン氏がアーキペラゴとの合併に対抗してNYSEの買収を提案するとウォール・ストリート・ジャーナルで報じられた。<sup>(8)</sup>この話はジョージ・ソロスの右腕であったドラッケンミュラー氏も絡み、元モルガン・スタンレーのジョン・マツ

ク氏がまとめ役となり、メリルリンチ、リーマン・ブラザーズ、バンク・オブ・アメリカ、ワコビア、ベア・ス  
ターインズ、JPモルガン・チャース、デュケーン・キャピタル、ペクー・キャピタルといった協力者の名前も伝  
えられ、一時は盛り上がったが、ランゴーン氏がかつてグラッソNYSE元会長の報酬決定委員会の委員長を勤  
め、グラッソ元会長とともにニューヨーク州検察当局から告訴されていること、ランゴーン氏の投資会社がか  
わった新規公開企業の問題でNASD（全米証券業協会）から調査を受けていること、NYSEの買収後には取  
引フロアを廃止して経営効率を高めると発言したことなどから、もはや実現可能性を失ったと見られている。

他方、四月三〇日には長期投資家として知られるウォーレン・バフェット氏がバークシャー・ハザウェイの年  
次総会でNYSEの株式会社化はNYSEの利用者である投資家の利益に反すると言明して注目を集めた。<sup>(9)</sup> そし  
て、五月九日にはNYSEエグゼクティブ会員協会会長のウィリアム・ヒギンズ氏が個人の資格でニューヨーク州高  
等裁判所にNYSEとアーキペラゴの合併差し止めと賠償請求を行った。ヒギンズ氏の訴状によれば、①合併そ  
のものには反対しないが、合併条件がNYSE会員に著しく不利であること、②セインCEOとの不明瞭な関係  
も含めて、両当事者に対して利害関係を持ちながらアドバイスを与えたゴールドマン・サックスの利益相反行為、  
③NYSEの会員に対する不当な株式売却凍結期間が盛り込まれていること、④NYSEの従業員に対して与え  
られる不当な新会社の株式の存在、などが上げられていた。<sup>(10)</sup>

## (2) ナスダックとINETの合併計画

NYSEとアーキペラゴの合併計画発表から二日後の二〇〇五年四月二二日、ナスダックはECNのINET  
を持つインスタINETをロイターから買収し、機関投資家向けブローカー部門を投資会社シルバー・レイク・

パートナーズに売却する計画を発表した。この買収計画に先立ち、インスタネットは子会社のリンチ・ジョーンズ&ライアン（LJR）をバンク・オブ・ニューヨークに売却する予定であり、ロイターが六二%の株式を保有していたインスタネットは三分割され、ロイターはナスダックから九億三四五〇万ドル、シルバー・レイク・パートナーズから二億七五〇万ドル、バンク・オブ・ニューヨークから一億七四〇〇万ドルなど、合計一八億七八〇〇万ドルを取得することになる。そして、ナスダックは七億五〇〇万ドルを六年債の発行から、二億五〇〇万ドルを投資会社ヘルマン&フリードマンとシルバー・レイク・パートナーズに対する転換社債の割り当て発行から調達する計画も合わせて発表した。<sup>(11)</sup>

この買収計画はNYSEとアーキペラゴの合併に続いて発表されたため驚かれたが、四月一五日にフィナンシャル・タイムズ電子版で報じられており、関係者の間では予想された範囲内の出来事であった。<sup>(12)</sup> というのも、インスタネットの売却は親会社であるロイターの戦略見直しに伴うもので、二〇〇四年一月にロイターがインスタネットの売却先を探しているという観測記事が出て以来、シカゴ・マーカンタイル取引所やアーキペラゴ、ナスダックの名前が候補者として上がり、一月二五日にはナスダック自身が有力ECNの買収を検討していると表明していたからであった。<sup>(13)</sup>

ナスダックが目当てとするECNのINETをその一部とするインスタネットは機関投資家向けブローカー業務等、多様なビジネスを手がけ、株式時価総額ではナスダックを上回っていたため、ナスダックにとってはロイターが望む一括買収が困難であるとともに、ナスダックにとって不要なビジネスの整理を買収後に行うことを避けるための苦心がシルバー・レイク・パートナーズやバンク・オブ・ニューヨークを巻き込んで複雑な仕組みを作り上げるようになったものと考えられる。

NYSEとアーキペラゴの合併計画は直前まで報じられていなかったが、インステイネットの買収はさまざま  
な形で報じられており、インステイネットの株価はそれを見越して上昇していた。四月二日に買収計画が発表  
された際、買収総額から逆算したインステイネットの買収価格は一株五ドル四四セントであったが、市場では五  
ドル八八セントで取引されており、この発表を受けて、インステイネットの株価は五ドル二二セントまで八%下  
落した（ナスダックの株価は一三ドル七六セントまで二九%上昇した）。そして、これがインステイネットの株  
主の不满を呼び、四月二七日にはマイケル・アムパロという株主がデラウェア衡平法裁判所にインステイネット  
とその取締役および親会社のロイターを相手取った株主代表訴訟を提訴した。<sup>(14)</sup> ベア・スターンズによれば、買収  
価格は過去半年の終値平均である五ドル八〇セントよりも六%、過去一年の終値平均である五ドル五八セントよ  
りも三%低いということであるから、簡単に不当な提訴と退けることは難しいだろう。<sup>(15)</sup> なお、この買収がいくつ  
かの理由で実現できない場合にはインステイネットはナスダックに六六五〇万ドルの現金を支払わなければなら  
ないことが契約に盛り込まれていることも明らかになっている。<sup>(16)</sup>

他方、ナスダックは買収を予定しているINETの取引システム（アイランドECNの取引システムを継承）  
とナスダックの取引システムであるスパーモニタージュの統合を計画しているが、その際にはオープン・シス  
テムであり、拡張性の高いINETの取引システムに統合し、一億七〇〇万ドルの開発費を費やしたスパーモ  
ンタージュは放棄するということである。<sup>(17)</sup> ナスダックはインステイネットの買収を六月末までに完了し、取引シ  
ステムの統合は一年後の二〇〇六年第二四半期までに実現することを計画している。そして、新取引システムは  
単一のFIXプロトコルのもとで顧客と直決する取引システムを目指しており、一日一億回以上の取引とピーク  
時には一秒間に二万回以上の取引に対応できるようにするという。

### 3 上院公聴会での議論

四月六日のレギュレーションNMSの採決と、その後に発表された二つの合併計画を受け、五月一日と一日に上院の銀行・住宅・都市問題委員会では「レギュレーションNMSと最近の市場の発展」というテーマで公聴会が開催された。公聴会は二日に分かれ、初日の第一パネルではNYSEのセインCEO、ナスダックのグレイフェルドCEO、アーキペラゴのバトナム会長兼CEO、インステイネットのニコルCEO、フィラデルフィア証券取引所のフラッチャー会長兼CEOが証言し、第二パネルではブルンバーグ・トレードブックのバン社長兼CEO、TIAA・CREFFのバンス上級副社長兼最高投資責任者、ナイト・トレーディングのジョイス会長兼CEO、SIAのラックリツ会長、ヴァンガードのサウター最高投資責任者兼執行役員が証言し、二日目はSECのドナルドソン委員長が証言を行った。<sup>(18)</sup>

初日の第一パネルでは二つの合併計画の当事者代表四人とこの二極化から取り残された地方証券取引所の代表が証言を行ったが、合併計画の当事者は自らの合併計画がいかに利用者への利益になるかを強調するばかりで紹介すべき内容は見られなかった。他方、フィラデルフィア証券取引所のフラッチャー会長の証言は地方証券取引所や弱小ECNの見解を代弁して、この二極化が反競争的複占につながる危険性を警告していた。レギュレーションNMSをナスダック銘柄でECNのシェア拡大をもたらしたレギュレーションATSのパート2と位置付け、NYSEのアーキペラゴとの合併をNYSE上場株式の取引シェア減少に対するヘッジであると明言したことは痛快であった。そして、地方証券取引所がレギュレーションNMSのもとで生き残るためにはレギュレーションNMSの施行までになんらかの対抗措置をとる必要がある、その際にはSECが規則変更の申請に対して速やかに対応する必要があると述べたことにも説得力があった。

初日の第二パネルでは二極化の煽りを受けると考えられるブルンバーク・トレードブックのバン社長が、これまでも注文板情報の提供に制限を加えてきたNYSEが株式会社化されれば独占的行動をますます助長することになりかねないとして、監督当局の役割を強調していたことが印象的であった。また、SIAのラックリツ会長が二極化する市場が株式会社することから自主規制機能の構造改革を提唱していたこと、大口利用者であるヴァンガードのサウター最高投資責任者が二極化した市場の競争激化は利用者にとっては好ましいと発言していたことも印象に残った。

二日目の公聴会はSECのドナルドソン委員長一人が証言し、レギュレーションNMSを推進してきたSECの委員長が二つの合併計画に対していかなる評価を行うかに注目が集まった。まず、二つの合併計画がレギュレーションNMSの決定直後に発表されたことは全くの偶然ではなく、レギュレーションNMSが規制の方向性を定めたことで各市場に将来の計画を確定させることにつながったのであり、取引所上場株式とナスダック銘柄に対するトレード・スルー規則を統一したことがNYSEとナスダックの直接的な競争を促すことにもなったと解説された。そして、この二つの合併計画は市場の流動性を高め、注文獲得競争を促進するはずであると前向きな評価が与えられた。さらに、ナスダック市場の独占化に対する懸念については、ナスダックとINETの取引シェアの合計は八一%に達するが、このうち三〇%程度はナスダックに報告されているマーケットメーカーの取引であり、実質的な取引シェアはナスダックとINETで五〇%、アーキペラゴが一七%という程度に過ぎないと説明された。他方、NYSEの合併計画ではNYSEの株式会社化に伴って自主規制機能を担う組織の独立性とその収入基盤の問題が生じるが、この点についてはSECのスタッフがNYSEの計画をこれから詳細に検討し、対処するところであると論じられていた。

#### 4 米国株式市場の再編

これまでレギュレーションNMSと二つの合併計画を紹介してきたが、関係者の発言からもう少し突っ込んで二つの合併計画の真相を探ってみよう。まず、NYSEとアーキペラゴの合併計画については、ゴールドマン・サックスから両当事者に対する働きかけがあり、二〇〇五年一月にパトナム会長がセインCEOに接触を持ったとパトナム会長自身が語っている。セインCEOはゴールドマン・サックス時代にアーキペラゴへの出資に関わっており、パトナム会長とも面識があったと想像される。また、パトナム会長はインステイネットとアイランドのシステム統合がうまく進まなかったことからインステイネットの買収を一月にはあきらめたようである。他方、インステイネットのニルCEOはNYSEからも買収の働きかけがあったと語っており、NYSEが最初からアーキペラゴのみを合併の対象とは見ていなかったことも明らかになっている。

これらを総合すると、ロイターのインステイネット売却報道がナスダックとインステイネットを近づける一方、NYSEとアーキペラゴを結びつけることにもつながったものと考えることができる。NYSEはレギュレーションNMSの導入でハイブリッド化がうまくいったとしても取引シェアの低下は避けられず、ECNの買収によって取引シェアの低下をくい止めようと考えたはずである。しかし、インステイネットの買収には現金が必要であり、負担が重い。そこで、ナスダックとインステイネットの接近によってナスダック銘柄での劣勢が予想されるアーキペラゴと組むことが浮上してきたのである。残る謎はアーキペラゴがなぜインステイネットの買収を早期にあきらめたかである。パトナム会長の言う通り、インステイネットによるアイランドの買収が成果を上げなかったことを教訓としたということであろうか。レギュレーションNMS導入の最大の影響はNYSE上場銘柄の取引シェア獲得競争に現れるはずであり、ナスダック銘柄での実績から見てアーキペラゴとインステイネット

トが最大の受益者になるものと予想されたが、元ECN連合が成立して上場株式もナスダック銘柄も取引シェアを獲得するという道は選ばれなかった。市場間競争という観点から見ればこの三極構造が最も市場間競争を活発にすると予想される。ECNのトップ争いが両者の合併を難しくしたのか、NYSEからの取引シェア獲得を難しいと見たのか、あるいはNYSEと組むことでハイブリッド化が失敗した際にNYSEの取引シェアを丸ごと獲得しようとしたのか、アーキペラゴの選択の理由は定かではない。

ところで、ドナルドソン委員長が二つの合併計画に好意的であることから考えても、今後は株式市場の二極化が予想される。<sup>19)</sup>ただし、二極化といってもグループ上の二極化であり、取引市場としてはNYSE、アーキペラゴ、ナスダック／INETの三極化であり、NYSEがハイブリッド化で取引シェアをどの程度守れるかが焦点となる。ハイブリッド化がうまくいかなかった場合にはNYSE会員はアーキペラゴを利用するはずであるから、ナスダック／INETが一人勝ちするとは考えにくい。逆に、ナスダック銘柄についてはアーキペラゴの取引シェアが減少することも十分に考えられる。その場合にはNYSE上場銘柄のNYSEグループとナスダック銘柄のナスダック／INETという棲み分けにつながるかもしれない。しかし、東京証券取引所がマザーズを開設したように、NYSEグループにはパシフィック取引所に新興市場を開設するという選択肢も残されている。

いずれにせよ、レギュレーションNMSはNYSE上場銘柄の取引獲得競争を激化させ、NYSEがハイブリッド化で生き残ることができるのか、あるいはハイブリッド化に失敗し、アーキペラゴというヘッジ（保険）を使って、取引フロアの実質的な消滅後に再生をはかるのか、はたまたハイブリッド化に成功し、主要証券取引所としては唯一、取引フロアを維持し続けるのか、今後の動きから目を話せない。そして、二極化が定着した暁には世界で唯一、株式取引で成功したアメリカのECNが歴史的使命を終えたということになるのであろうか。

注

- (1) レギュレーションNMSについては、拙稿「レギュレーションNMSとSECの全米市場システム改革案」（本誌一六二三号、二〇〇四年四月）、拙稿「レギュレーションNMSの決着とSECによる全米市場システム改革」（本誌一六二九号、二〇〇五年四月）を参照。
- (2) NYSEダイレクトへの改訂拡張案については、拙稿「ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化とNYSEダイレクトへの改訂拡張案」（本誌一六二九号、二〇〇四年一月）を参照。
- (3) SEC, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," *Press Release*, 2005-48, 7 April 2005.
- (4) Philip Boroff, "NYSE to Merge With Archipelago, Be Public Company (Updated)," *Bloomberg.com*, 20 April 2005.
- (5) NYSE and ArcaEx, "New York Stock Exchange and Archipelago Exchange Agree to Merge — NYSE Group, Inc. Will Become a Publicly Held Company—," *News Release*, 20 April 2005.
- (6) *Written Statement of Gerald D. Putnam, Chairman & Chief Executive Officer, Archipelago Holdings, L.L.C., Concerning "Regulation NMS and Developments in Market Structure" before Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eighth Congress, 21 July 2004.*
- (7) Philip Boroff, "NYSE's Thain Pulls Rabbit From Hat With Archipelago Takeover," *Bloomberg.com*, 21 April 2005.
- (8) "Langone Seeks to Buy NYSE: WSJ," *Reuters.com*, 24 April 2005, Susanne Craig and Aaron Lucchetti, "NYSE Ex-Director May Make an Offer To Buy the Big Board," *Wall Street Journal*, 25 April 2005.
- (9) "Buffett says NYSE shouldn't go public," *Reuters.com*, 30 April 2005.

- (10) Gaston F. Ceron, "NYSE Member Sues To Block Archipelago Deal," *WSJ.com*, 9 May 2005.
- (11) NASDAQ, "NASDAQ To Acquire Instinet," *Press Release*, 22 May 2005.
- (12) Andrei Postelnicu and Tim Burt, "Nasdaq in exclusive talks to buy Instinet," *FT.com*, 15 April 2005.
- (13) Jenny Anderson, "Instinet is put on the selling block," *New York Times*, 18 November 2004, Gaston F. Ceron, "3rd Update: Nasdaq Preannounces, Updates Stock Sale," *WSJ.com*, 25 January 2005.
- (14) Gaston F. Ceron, "Gripes Continue On Instinet Sale Price As Suit Is Filed," *WSJ.com*, 27 April 2005.
- (15) Bear Stearns, "Nasdaq Acquires Instinet on the Cheap," *Barron's Online*, 26 April 2005.
- (16) Nicolas Brulliard, "Instinet-Nasdaq Deal Carries \$66.5M Breakup Fee," *WSJ.com*, 25 April 2005.
- (17) Michael J. Martinez, "Instinet purchase to greatly extend Nasdaq's reach," *TIMESLEADER.com*, 23 April 2005, Lucas Mearian, "Nasdaq CIO confirms move to open-source Instinet apps," *COMPUTERWORLD.com*, 16 May 2005.
- (18) この公聴会の証言準備原稿は以下の上院のホームページで閲覧可能であり、公聴会そのものも視聴可能である。初日にこのウェブページは <http://banking.senate.gov/index.cfm?Fuseaction=Hearings.Detail&HearingID=156> として公開された。二日目は <http://banking.senate.gov/index.cfm?Fuseaction=Hearings.Detail&HearingID=156&参照>。
- (19) 六月一日にドナルド・ソレンセン SEC 委員長が六月末の辞任を表明し、翌六月二日にブッシュ大統領はクリストファー・コックス下院議員（共和党、カリフォルニア州）を次期委員長として異例の速さで指名した。新委員長がレギュレーション NMS に反対であるとしても二つの合併計画の撤回は考えにくい。

（よしかわ まさひろ・客員研究員）