

SECの株式市場構造コンセプト・リリース レギュレーションNMSの修復

吉川 真裕

二〇〇九年七月にアメリカではフラッシュ・オーダー (flash order) をめぐる問題が物議をかもし、九月一日に証券取引委員会 (SEC) はフラッシュ・オーダーを禁止する規則変更提案⁽¹⁾を決定した。その規則変更提案の中でSECはフラッシュ・オーダーと同様に問題のあるダーク・プール (dark pool) に関する規則変更提案⁽²⁾を準備中であることを予告し、一〇月二日にはダーク・プールに関する規則変更提案⁽²⁾を決定した。さらに、この規則変更提案の中でSECはフラッシュ・オーダーやダーク・プールと共通する側面を持つと考えられるHFT (High-Frequency Trading) やコロケーション (co-location)、ネイキッド・アクセス (naked access) といった問題等を取り上げた株式市場構造に関するコンセプト・リリースを準備していることを明らかにしていた。そして、二〇一〇年一月一三日、SECはネイキッド・アクセスに関する規則変更提案⁽³⁾を決定した後、予告していた株式市場構造に関するコンセプト・リリース⁽⁴⁾の公表を決定し、市場関係者にコメントを求めた。

本稿では、株式市場構造に関するコンセプト・リリースの内容を紹介し、アメリカの株式市場が抱える問題とSECがその問題にどのように対処しようとしているのかについて考察する。

I コンセプト・リリースの概要と現状認識

今回公表されたコンセプト・リリースは、イントロダクション（一章）、NMS（National Market System）の法的根拠（二章）、現在の市場構造の概観（三章）、コメント要請（四章）からなり、コメント要請は市場構造のパフォーマンス（一節）、HFT（二節）、非公開の流動性（三節）、その他（四節）からなっている。

まず、現在のアメリカの株式市場は、①取引が高度に自動化された取引市場に分散し、②各取引市場は異なる市場参加者のニーズを満たすために多様なサービスを提供しているので、分散（dispersed）と複雑化（complex）という二点で特徴づけられるという。そして、こうした変化を後押ししたと考えられるのが二〇〇五年に決定され、二〇〇七年に施行されたレギュレーションNMS⁽⁵⁾であり、分散という言葉を用いて分裂（fragmentation）という言葉を用いないのは否定的な評価を避けるためだという。

レギュレーションNMSの適用対象となる上場株式等の取引シェアを二〇〇九年九月の数値で見ると、取引所合計六三・八%（ナスダック一九・四%、NYSE一四・七%、ARCA一三・二%、BATS九・五%、BX三・三%、その他三・七%）、ECN合計一〇・八%（ダイレクト・エッジ九・八%、その他一・〇%）、ダーク・プール七・九%、業者の内部付け合せ一七・五%となっており、取引市場がいかに分散しているかがよくわかるという。また、この数値を気配値が公表されている市場と公表されていない市場に分ければ、取引所とECNを足した公開市場が七四・六%、ダーク・プールと業者の内部付け合せを足した非公開市場が二五・四%となり、公開市場の比率を上昇させることが機会均等の観点から好ましいという認識が暗示されている。そして、株式市場の果たす社会的な役割から考えて、利用者の利害が対立する場合には資金を提供する長期投資家や資金調達をおこなう企業の立場が優先されるべきであるという認識が明示されている。

ここで、取引シェア以外に今回SECによって提供された三つの数値についても紹介しておく。

第一の数値はダーク・プールの平均取引株数である。伝統的なダーク・プールでは大口注文の一括執行がおこなわれ、平均取引株数は取引所（ナスダック二二八株、NYSE二六七株）よりも大幅に大きい（リクイドネット四九六三八株）。ところが、ダーク・プールの取引の九〇%以上がおこなわれている新型のダーク・プールの平均取引株数は三〇〇株未満であり、取引所取引とほぼ同じであるということが紹介されている。

第二の数値は個人投資家相手のブローカーの注文回送先である。一七・五%のシェアを占める業者の内部付け合せはOTCマーケット・メーカーとブロッカー・ポジショナーに分類できるが、個人投資家相手のブローカー大手五社を調査した結果、個人投資家の発注する即時執行可能な注文はほぼ一〇〇%、OTCマーケット・メーカーに回送されていることが紹介されている。ブローカーはそのことを個人投資家に隠しているわけではなく、最良執行義務がある以上、不利な価格で執行されるはずはないが、わが国の現状から考えると驚くべき事実である。

第三の数値は統合気配情報（CQS）と統合テープ情報（CTS）に情報が反映されるまでの処理時間である。取引所等が送信した最良気配情報はテープA銘柄（NYSE上場銘柄）とテープB銘柄（AMEX上場銘柄、ARCA上場銘柄）では五ミリ秒、テープC銘柄（ナスダック上場銘柄）では五・八九二ミリ秒でCQSに反映され、全米最良気配（NBO）を更新し、取引情報はテープA銘柄とテープB銘柄では一〇ミリ秒、テープC銘柄では六・六八〇ミリ秒でCTSに反映され、報道されている。注文を受けてから結果を配信するまでの処理速度はナスダックで〇・二九四ミリ秒、BATSで〇・三二ミリ秒という数値も他の箇所で紹介されており、取引所等が顧客にも同時に情報を送信した場合、CQSやCTSの情報が更新される前に注文を発注できる業者が存在する可能性があることも指摘されている。

II コメント要請

四章のコメント要請では四つの節に分けてコメントの依頼をおこなっているが、レギュレーションNMSとは異なる規制体系を作ろうとしている形跡は見られない。むしろ、レギュレーションNMSで定められた現在の規制の問題点に対していかにして対処し、レギュレーションNMSを補強していくかという姿勢がうかがわれる。

以下では具体的なコメント要請のいくつかを紹介することで、SECが何を問題と考え、どのように対処しようとしているのかを検討する材料としたい。

1 市場構造のパフォーマンス

現在の市場構造は過度に分散し、複雑化した結果、大規模な機関投資家だけが高度に洗練された取引ツールを利用することができるのか／そうであれば小規模な機関投資家は効率的に取引することができるのか／小規模な機関投資家はどの程度こうした取引ツールを利用できるのか／利用料が高すぎて小規模な機関投資家には実質的に利用不可能なのか／さらに、こうした取引ツールで競争上の優位が決まるとすればその競争上の優位は競争やより良いイノベーションを促進し、最終的に市場の質を高めることになるのか／ある種の競争上の優位は競争を阻害したり、破壊的なイノベーションを促進したりすることになるのではないか／より洗練された取引ツールを用いて市場参加者に競争上の優位を得させることはどの程度重要であるのか？

現在の市場構造は長期投資家に対して公正か？／長期投資家が最速で最も洗練されたシステムを構築する必要はあるのか、それは経済的に可能か、あるいはこうしたシステムにアクセスする必要はあるのか、それは経済的に可能か／プロが長期投資家よりもいつも迅速に取引できる事実は株式市場を不公正にしているか／長期投資家

の取引ニーズや取引目的からすれば速度の違いは問題にならないのか？

分散し、複雑化した市場構造の中で長期投資家やそのブローカーは自らを守るのに必要なツールを持っているか／技術へのアクセスの格差は長期投資家にとって不公正なのか／よりパワフルでより効率的な取引ツールを用いるブローカー・ディーラーの能力は競争やイノベーションを促進する競争上の優位か？

2 HFT

(1) 戦略

最も頻繁に用いられる戦略は何か／それぞれの戦略の特徴は何か／それぞれの戦略にはどのようなツールや市場構造要因（取引所の場口銭等）がかかわっているか／各戦略は特定の市場構造要因や問題への競争上の対応か／個々の戦略は市場構造のパフォーマンスや長期投資家の利益にプラスか、マイナスか／流動性や価格変動方向といった指標を用いていずれかの戦略が悪影響を与えていると特定できるか／有益な戦略への影響を最小限に抑えて有害な戦略に対処する規制ツールはあるか？

有害な戦略の利用が拡大しており、規制対象とすべきと考えるか／どのような規制がもっとも有効か／注文を取り消すまでの最低有効期間（一秒等）を設けるべきか／最低有効期間はどれぐらいにすべきか／表示されない注文を探るピンピング・オーダー（pinging order）は禁止すべきか、制限すべきか？

スペシャリストやマーケット・メーカーに自己売買業者（proprietary firm）が取って代わったことで市場の質は改善したのか、悪化したのか／現在の市場構造においてアフアーマティブ・オブリゲーションやネガティブ・オブリゲーションは市場の質を改善するのに有効か／こうした義務は特定のタイプの株式や特定の期間（混乱時）

に有効か／自己売買業者に市場の質を改善させたり、有害な行動を制限したりするようなアフターマーケット・オペレーションやネガティブ・オペレーションを課すべきか／自己売買業者が混乱時に流動性を増やしたり減らしたりした証拠はあるか？

A パッシブ・マーケット・メーカー

自己売買業者にとってマーケット・メーカーはどの程度の比重を占めるのか／自己売買業者は上位銘柄・大型株・中型株・小型株に対して有益な流動性を供給しているか／自己売買業者が伝統的な流動性提供者に取って代わったことで市場の質は改善したか／自己売買業者の注文有効期間が極めて短い（自己売買業者のマーケット・メーカーでは九〇%以上の注文が一秒以内に取り消されている）ことは現在の市場構造のもとで市場の質を大幅に悪化させたか／自己売買業者の注文は最も必要なときに消えてしまう幻の流動性（phantom liquidity）と特徴づけられるか／逆に個々の自己売買業者の注文は不安定でも多くの自己売買業者がマーケット・メーカーをおこなうことで相対的に安定した気配市場となっているのか／自己売買業者の提供する流動性の質を評価するにはどんなデータが最も有益か？

取引市場が支払う流動性リベートは長期投資家にとって不公正か、スプレッドの縮小と流動性の増加を通じて一般的に有益か／流動性リベートは長期投資家や市場の質に無益な自己売買業者による特定の取引を助長しているのか／市場にとって有害なリベート目当ての安全な取引戦略があるのか／こうした戦略はもっぱらアクセス・フィーを上回るリベートを取引市場が出すときにだけ見られるのか／市場情報料収入の分配方法が現在の取引市場の料金設定をもたらしたのか／市場情報料収入の分配方法を変更するベネフィットはあるか？

B 裁定取引

自己売買業者にとって裁定取引はどの程度の比重を占めるのか／ETFとその構成銘柄との裁定取引はどのくらいあり、近年のETFの人気上昇は株式市場の取引量と取引パターンに影響しているか／ETF取引のインパクトは長期投資家や市場の質にとってプラスかマイナスか？

異なる取引市場の間で生じる価格のずれから利益を得ようとする裁定取引はどれくらいか／こうした裁定取引は取引市場データと統合市場データのデータ配信時間の差に顕著に依存しているのか／こうした戦略は長期投資家や市場構造の質にとって有益か／そうでないなら、こうした戦略はどのようにすべきか？

C 構造的

自己売買業者は取引市場データと統合市場データのデータ配信時間の差や一定量までNBBOでの注文執行を保証する取引市場の政策といった構造的な歪みを利用して利益を得ているのか／こうした戦略は自己売買業者にとってどの程度の比重を占めるのか／こうした戦略は市場構造の質にどのような影響をもたらしているのか？

D 方向性

現在の市場構造と洗練された高速取引ツールは自己売買業者に他人の注文に寄生する戦略を増やさせたのか／自己売買業者や機関投資家による高速取引ツールの利用は他の市場参加者による価格変動の方向から利益を得る戦略を制限していると言えるのか／この問題に対する回答は上位銘柄・大型株・中型株・小型株といった取引対象の相違によって異なるか？

他人の取引を予想する戦略は市場の質を低下させ、機関投資家を害しているか／他人の取引を予想する戦略は近年増加したか／増えたとすれば自己売買業者の取引戦略が重要な要因か／他人の取引を予想する戦略と他の有

益な取引戦略を区別する方法はあるか／長期投資家や市場の質にとって有益な他の投資戦略を損なうことなく、他人の取引を予想する戦略に対して有効な規制方法は存在するか？

自己売買業者にとって変動増幅 (momentum ignition) 戦略はどの程度の比重を占めるのか／取引速度や複数
の取引市場に大量に発注できる能力がこの種の取引をより問題化させていると考えるか／増えたとすれば自己売
買業者の取引戦略が重要な要因と考えるか／長期投資家や市場の質にとって有益な他の投資戦略を損なうことな
く、変動増幅戦略に対して有効な規制方法は存在するか？

(2) ツール

A コロケーション

市場参加者に対して取引所等がデータ・センターにサーバーを設置させるコロケーションは長期投資家と市場
の質にとって有益か有害か／コロケーションは自己売買業者に不公正な優位を与えるのか／この格差はどのよう
に長期投資家を損なうことになるのか／逆にコロケーションは長期投資家に利益を与えるのか／コロケーション
は流動性提供者により効率的に流動性を提供させ、市場の質を向上させるのか／一部の市場参加者により良いア
クセスを有料で与えることは公正と言えるか／物理的な距離以外に不公正をもたらす他の問題はないのか？

ブローカーは顧客のためにコロケーションを提供できるか／長期投資家は直接にコロケーションを受けられな
いで不利益をこうむるか／コロケーション・フィーは高額で実質的に小規模企業に障害をもたらしていないか／
コロケーションはすべての市場参加者がサービスを受けられるという点では他の問題とは異なるのか？

コロケーションが不公正をもたらすとすれば禁止したり、制限したりするべきか／取引市場がコロケーション
の提供を禁止されれば規制の及ばない第三者がデータ・センターの近くに代替施設を提供することになるか／そ

の代わりに取引市場がすべての注文を一秒ごとにオークション形式で執行することは可能か／可能であればそうしたマッチング方法の変更は市場の質に対してどのような影響をもたらすか？

取引エンジンを規制の及ばない第三者の運営するデータ施設に設置する取引市場もあるが、この格差は競争上の劣位をもたらすか／第三者のデータ施設も取引市場とみなすべきか／その代わりコロケーションを提供する第三者との契約において取引市場に対して取引市場と同様の規制を受けるといふ契約を結ばせるべきか？

コロケーションを提供する取引市場に対してすべての参加者が不公正に取り扱われることはないという条件を課すべきか／コロケーションを受ける利用者が同じ処理速度 (latency) を提供されると取引市場に保証させることは可能か／レイテンシー情報の公開を義務付けるべきか／そのような情報公開は最も早いレイテンシーを(匿名で)定期的に公開させるとともに、個々の市場参加者に対してレイテンシーの個別情報を公開させるべきか／レイテンシーの情報公開を義務付けるとすればどのような情報をどういう形で公開させるべきか？

コロケーションを受ける市場参加者にアフーマティブ・オブリゲーションやネガティブ・オブリゲーションを課すべきか／コロケーションはスペシャリストの優位と類似しているか／多くの利用者が受けられるコロケーションの利用者は取引所のスペシャリストとは異なるか／オブリゲーションを課すとすればどのようなオブリゲーションを課すべきか／コロケーション利用者は積極的に注文板を消化して価格を動かすことを禁止すべきか／一定の条件のもとで禁止するとすればどのような条件を定めるべきか／コロケーション利用者は常に流動性を提供するように義務づけられるべきか？

B データ・フィード

市場参加者は取引市場データと統合市場データのレイテンシーの差でどのような経験をしているか／統合市場

データのデータ配信時間の遅れは許容可能な範囲か／システムを改良してレイテンシーを高めるべきか？

統合市場データの遅れは取引市場データを直接得ず、統合市場データのみ reliant している市場参加者にとって公平か／不正だとすれば取引市場データの公表を一定時間遅らせて統合市場データを先に公表させることで対処すべきか／こうした方法で不正は解消されるか／統合市場データに新たな情報を追加すべきか？

統合市場データには端株取引の情報は含まれないが、端株取引は市場全体の4%に達している。どうして端株取引がこれほど多いのか／統合市場データに含まれない取引の水準は問題とすべき水準か／近年、端株取引は増加しているのか／増加しているとすればその原因は何か／市場参加者は端株取引を戦略的におこなうインセンティブがあるのか／端株取引が統合市場データに反映されるとすれば価格発見に対して重要となるか／端株取引を統合市場データに反映させるべきか／反映させるべきとすればその理由は何か？

(3) システムミック・リスク

HFTは現在の株式市場構造に対して著しいリスクをもたらししているか／自動取引システムによる高速で大量のデータ通信は取引市場運営を脅かしていないか？

自己売買業者は困難な市場状況のもとで貴重な流動性を提供し、市場の健全性を促進すると考えられるか／二〇〇八年の経験は現在の市場構造においてシステムミック・リスクが適切に最小化されていることを示しているか／そうでないとすればシステムミック・リスクに対してどのようなステップが必要とされているか／すべての自己売買業者はブローカー・ディーラーとして登録し、自主規制機関であるFINRA（金融取引業規制機構）の会員となり、運営が監視されるべきか／現在の規制体系は自己売買業者とその戦略やツールに基づく問題に対して十分であると考えられるか？

3 非公開の流動性

(1) 注文執行の質

ダーク・プールとOTCマーケット・メーカーは長期投資家に注文執行の質の面で実質的な利益をもたらしているか／こうした利益は公開された取引市場から多くの投資家の注文が流出していることを正当化するか／非公開の流動性の利用が制限されれば投資家の行動はどのように変わるか／そうなれば非公開の流動性にどのような活動が取って代わると考えられるか？

個人投資家の注文はOTCマーケット・メーカーに回送された際、質の高い注文執行を受けているか／オーダー・フロー・ペイメントの存在が投資家の注文執行の質を害していないか／より多くの個人投資家の注文が公開市場に回送されれば気配値競争を促進し、スプレッドを縮小させ、注文執行の質を改善させると考えるか／個人投資家の注文の相当数はダーク・プールで執行されているか／そうであれば、その執行の質はどうか？

機関投資家の注文執行の質を改善することにおいてダーク・プールはどの程度役立っているか／執行の質は異なるタイプのダーク・プールの間で相違するか／相違するとすれば時価総額や価格水準といった特性によるものか／ダーク・プールが公開市場の価格に基づいて注文を執行する場合、(NBBOを短期間変化させ、ダーク・プールで注文を執行するといった)不適切な行動によって不公正な扱いを受けていないか／こうした行動を防止するためにすべてのダーク・プールは適切なツール(anti-gaming tool)を利用しているか／機関投資家はダーク・プールや業者の非公開の流動性を利用することでより効率的に取引することができるのか／ダーク・プールや業者の非公開の流動性の利用が制限されるとすれば取引所等の非公開の流動性で代替することは可能か？

(2) 公開市場の価格発見

非公開の流動性の水準は公開市場の価格発見の質や執行の質を害する水準に達しているか／非公開の取引市場で執行される長期投資家の注文量は増加しているか／取引所等の非公開の流動性に関して公開市場の価格発見の質や執行の質を害すると考えるか／公開市場と非公開市場の取引シェアは非公開の流動性が価格発見に与える影響を反映しているか／NYSEの取引シェアは低下しているにもかかわらず、取引量が急増していることは長期投資家の注文が流出し、HFT等の取引が増加しているためと考えるか？

NBBOで気配を公開していない取引市場にNBBOでの注文執行を認めないトレッド・アット・ルールを導入すべきか／このルールは公開市場の価格発見機能を高めるか／そうであれば市場参加者にどの程度指値注文を増やしたり、有利な気配注文を出させたりするインセンティブを与えるか／このルールを妥当な費用で導入することは可能か／このルールはすべての取引市場を対象とすべきか／その場合、アクセス・フィーを課す取引市場をどのように扱うべきか／トレッド・アット・プロテクションはアクセス・フィーが無料を条件とすべきか、現在の一株〇・三セントよりも相当小さいアクセス・フィーを条件とすべきか？

現在は最良気配のみがトレッド・スルーから保護されているが、公開されているすべての指値注文にトレッド・スルー・ルールを適用すべきか (depth-of-book protection)／その場合、指値注文量は大幅に増加するか／このルールを妥当な費用で導入することは可能か？

(3) 公正なアクセスとATSの規制

非公開の流動性を提供している取引市場は適切な規制を受けているか／不適当な利用者の参加を制限するデータ・プールの措置はレギュレーションATSの公正なアクセス要件と整合的か／投資家はデータ・プールにアク

セスする場合、十分な情報を提供されているか／ダーク・プールは取引サービスや参加者に関して情報をより公開すべきか？

A T Sは市場全体の監視に対して適切な費用を負担しているか／A T SがF I N R Aに支払っているフィーは執行される取引量に見合っているか／A T Sは市場全体の監視に対してF I N R Aを介さず、より直接的に費用を負担すべきか／A T Sで執行される取引量に見合った形でレギュレーションA T Sを見直す方法はあるか？

Ⅲ コンセプト・リリースの含意

すでに述べたように、このコンセプト・リリースは大きな規制体系の変更を意図したのではなく、レギュレーションN M Sのファイン・チューニングのために、どのような問題が存在するかを確認し、その問題に対する具体的な対策のアイデアを求めたものである。とりわけ、二〇〇五年のレギュレーションN M Sの決定時点ではそれほど顕著ではなく、二〇〇九年になって問題となったH F Tに関する情報提供を求めている。レギュレーションN M Sが情報料収入目当てで出される執行意図のない最良気配を排除するために、一秒未満で取り消される指値注文はC Q Sへの反映を除外したことから、逆に一秒未満で取り消される自己売買業者の指値注文が大幅に増え、取引量でも全取引の五割や六割がH F Tだと報じられるようになっていく。こうした自己売買業者の取引についてはS E Cにも十分な情報がないようで、コメント要請の中でS E Cの認識が部分的に読み取れる。

二〇〇九年にフラッシュ・オーダーをめぐる問題が持ち上がった際、ダーク・プールの非公開のI O I (indication of interest) とともに、H F Tやコロケーション、ネイキッド・アクセスなどが検討課題として上げられていたことには違和感を感じた。利用者が対等に扱われないという点でフラッシュ・オーダーとダーク・プ

ールのIOIには共通点があるが、技術や能力の差に起因するHFTやコロケーションが制限されることはインベーションを阻害することになるのではないかと考えていたからである。しかし、今回のコンセプト・リリースの中でCQSやCTSに情報が反映されるまでの処理時間の遅れを利用した取引がおこなわれている可能性が取り上げられていることを知って、単なる技術や能力の差とは言いつれない問題が生じていることをようやく理解できた。現時点では違法ではないが、規則の網の目をかいくぐった取引がおこなわれている可能性は排除できず、こうした可能性を排除するための絶え間ない規制のファイン・チューニングは変化の激しい時期には不可欠と言えよう。

SECはすでにフラッシュ・オーダーの禁止とダーク・プールのアクションナブルIOI（NBBOと同じかより良い価格での取引意思）の禁止を提案しており、顧客が証券会社のIDを利用して取引市場に直接注文を出すネイキッド・アクセスに関しても証券会社のリスク管理を強化する提案をおこなっており、規制のファイン・チューニングは今後も継続的におこなわれるであろう。こうしたファイン・チューニングの一種として今回のコンセプト・リリースではじめて取り上げられたものとしては、一秒間隔でのオークションや注文を取り消すまでの最低有効期間（一秒等）といったアイデアがあり、これまであまり論じられていないので興味深い。また、レギュレーションNMSの導入決定の際にも問題となったすべての指値注文の保護やトレッド・アット・プロテクションというアイデアも今後再び検討されることになるであろう。

違法でない行為による絶え間ない利益の追求はインベーションをもたらしと同時に、それが社会的にマイナスの影響を及ぼすとすれば規制の対象ともなる。インベーションと規制のイタチゴッコとも特徴づけられるアメリカの株式市場は今も更なる進化の途上にあり、そのダイナミズムには目を見張るものがある。

注

- (1) Securities and Exchange Commission, "Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS," 17 CFR PART 242 [Release No. 34-60684; File No. S7-21-09] RIN 3235-AK40, 18 September 2009 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60684.pdf>). フラッシュ・オーダーをめぐるとの問題の経緯については、拙稿「フラッシュ・オーダー～問題の真相～」(本誌一六五六号、二〇〇九年一〇月)を参照。
- (2) Securities and Exchange Commission, "Regulation of Non-Public Trading Interest," 17 CFR PART 242 [Release No. 34-60997; File No. S7-27-09] RIN 3235-AK46, 13 November 2009 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60997.pdf>). データ・プール規制の内容については、清水葉子「アメリカのデータプール規制について」(本誌一六五七号、二〇〇九年一二月)を参照。
- (3) Securities and Exchange Commission, "Risk Management Controls for Brokers or Dealers with Market Access," 17 CFR PART 240 [Release No. 34-61379; File No. S7-03-10] RIN 3235-AK53, 19 January 2010 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-61379.pdf>).
- (4) Securities and Exchange Commission, "Concept Release on Equity Market Structure," 17 CFR PART 242 [Release No. 34-61358; File No. S7-02-10] RIN 3235-AK47, 14 January 2010 (<http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>).
- (5) レギュレーションNMSの導入の経緯については、拙稿「米国株式市場規制 レギュレーションNMS」『証券経済研究』六一号(二〇〇八年三月)を参照。

(よつかわ まさひろ・客員研究員)