

市場間競争の論理と現実

——レギュレーション NMS によせて——

佐 賀 卓 雄

要 旨

アメリカの証券市場の統合の基本的なコンセプトは「市場間競争」であるが、気配、および取引情報のリアルタイムでの流布と、最良気配を示す市場への回送によって支えられている。しかし、1975年にこの構想が打ち出されてからも、各市場および市場関係者の間での利害対立から紆余曲折を経て、緩やかな形の統合のまま現在に至っている。この間、投資家の多様なニーズを背景に、様々な取引システムが登場し、ECN のように、その中の一部はナスダック市場の売買高の4割ものシェアを占めるまでに成長した。

しかし、NMS の理念である「市場間競争」のコンセプトが緩やかなものであったために、こうした新しい取引システムの成長が「市場の分裂」を意味するのではないかということが問題になった。これを正面から取り上げたのが、1994年に SEC 市場規制局がまとめた『マーケット2000』という報告書である。この報告書は NMS の基本的なスキームを踏襲した上で、より競争的で効率的な市場を構築するための改革措置を列挙した。以後、現在に至るまでの取引システムをめぐる改革は基本的にこれに沿ったものである。

こうした経緯を経て、SEC は2004年2月にレギュレーション NMS という包括的な規則変更案を提案した。この中でも、大きな影響を及ぼすと予想されているのが市場間アクセスについての規則とトレード・スルー規則であり、NYSE（ニューヨーク証券取引所）はそれに対抗して、「ハイブリッド市場」構想を打ち出した。現時点では、この結末は不明であるが、これまで根本的な変更が行われなかった NYSE の取引システムに変更が行われるかどうかが目される。

目 次

はじめに

I. NMS のコンセプト

II. 市場構造の変貌と規制構造の動揺

III. レギュレーション NMS

IV. ニューヨーク証券取引所 (NYSE) の改革の

動き

おわりに

はじめに

2004年2月24日、SEC はアメリカの証券取引システムである「全米市場システム」(National Market System, NMS) の改革を目指した規則変更案 (Regulation NMS) を提案した。

NMS は1975年の証券諸法改革法によって、革新の契機を内包する「市場間競争」の理念に基づく証券市場統合の基本的枠組みとして採用されたものである。その後、地方証券取引所のシステム化の進展、PTS (私設取引システム)、あるいはECN (電子取引システム) の成長、またこれらの動きに対抗したNYSE (ニューヨーク証券取引所) の小口注文の回送システムの整備、大口取引およびバスケット取引の執行のためのセッションの創設など、証券市場の構造は大きく変貌を遂げた。それに対応して、その都度、NMS に関連する規制の見直しが行われてきた。

今回のレギュレーション NMS は、その後の証券市場の発展を受けて、規制の包括的な見直しによってさらに市場統合を進めることを意図している。本稿では、NMS の背景、これまでの経緯を踏まえて、今回の規制の見直しの背景、および意義を評価する。

I. NMS のコンセプト

そもそも市場間競争という言葉は、1960年代

後半のアメリカにおいて、同一銘柄が取引所、店頭市場、また機関投資家どうしの直接取引によって取引され、それらの取引価格、気配情報などが迅速に伝わらないために、「市場の分裂」(market fragmentation) が問題になったことを契機として生まれた。つまり、これらの分裂した市場を再び統合するための理念として採用されたのが「市場間競争」というアプローチであった。

一般に、統合された証券市場を実現するためには、大きくは二つの方法が考えられる。一つは、ある銘柄についての取引を一つの市場に限定することによって、1銘柄に一つの価格という一物一価の状態を作り出すことである。SEC はこれを単一市場アプローチ (single market approach) と呼んでいる。かつて、先進国のほとんどの証券取引所が会員制度を採り、会員業者に取引所集中義務を課してきたのはこのような考え方に立っていたことを示している。

もう一つは、複数の市場を競合させつつ、各市場の気配、取引情報をリアルタイムで公表させ、最も有利な気配を示す市場に注文が回送されるシステムを構築することである。この情報的な統合のアプローチこそ、「市場間競争」というコンセプトに他ならない。もちろん、このような仕組みが可能であるためには、情報処理技術の発達が前提であることは言うまでもない。その意味では、単一市場アプローチは情報処理技術の水準が低く、一定の地理的範囲での

取引しか透明性や公平性を実現できなかった時代の産物ともいえる。

アメリカの1975年証券諸法改革法において打ち出された「全米市場システム」(NMS)が採用した市場統合のコンセプトこそ、この「市場間競争」であった。NMSは、各市場へのアクセス、あるいは市場間の結びつきを保証するために、(1)総合取引通報システム(CTS)、(2)総合気配表示システム(CQS)、(3)市場間取引システム(ITS)、(4)指値注文の保護措置(最良執行)、(5)全国的な清算・決済システム、を構成要素とした。これによって、各市場は競争関係に置かれるとともに、情報的に統合され、注文は最良の気配を表示している市場へ回送され、「最良執行」が保証されるはずであった。

SECが「単一市場アプローチ」を排し、「市場間競争」による市場統合のコンセプトを採用した理由は、それが証券市場における競争と革新の契機を内包した市場統合の仕組みと考えたからである。現実には、その後、PTSやECNと呼ばれる新たな取引システムが台頭し、既存の取引所やナスダックから取引を奪うような状況が生まれた。

とはいうものの、NMSの構築は現実には利害関係の対立によって遅々として進まず、結果的には妥協の産物として成立したものであった。具体的には、CQSの構築の遅れや、トレード・スルー(劣後執行)規則はナスダック上場銘柄には適用されないなどの不徹底さをあげることができる。また、市場間競争の前提として、各市場が同じ銘柄を取引できるような制度的保証が必要であるが、NYSEの規則390は会員が上場証券を場外で取引することを禁止していた(この規則が完全に撤廃されたのは、ようやく1999年12月になってからである)。

NMSは異なる市場間の競争を前提にしているため、その帰結として、新たな取引システムが台頭したり、ある市場のシェアが低下し衰退することはあらかじめ予想されている。仮にそうした事態が起こったとしても、それはその市場が競争力を高めるための努力を怠ったからであり、証券市場全体の効率性が高まる過程の現象に過ぎないということになるのである。

Ⅱ. 市場構造の変貌と 規制構造の動揺

仮に証券市場で取引に参加している投資家が異なったニーズを持っているとすれば、これらのニーズを単一の取引システムで満たすことは実際には不可能であろう。たとえば、小口投資家は価格向上を期待してオーダーフロー情報が開示されることを望むのに対して、大口投資家はマーケット・インパクト・コストを抑えるために、その開示には消極的で匿名性を優先するであろう。また、小口取引を想定して構築されてきた取引所の仕組みでは、機関投資家の大口取引やバスケット取引はマーケット・インパクト・コストや執行コストが高くつくため、適格的ではないであろう。匿名性を保証し、また主要取引所の終値や最良気配の中値などを利用して取引が行われるPTS(私設取引システム)はこのようなニーズに応えるものである。他方、薄いさやを抜くディ・トレーダーは迅速な執行を優先するのに対して、通常の個人投資家はある程度、時間はかかっても価格向上が期待できるシステムを選好するであろう。このように、現在の証券市場は様々な優先順位の異なるニーズを持った投資家が参加しているのである。

このような様々なニーズを汲み取り、取引システムを構築しているのがアメリカの証券市場の現実である。しかし、これらの多様な証券取引システムがNMSの枠内で発達しているのであれば問題はない。ところが、NMSは妥協の産物として競争の契機を内包した緩やかなシステムとして構築されてきたために、新たな取引システムはNMSの枠外で発展してきた。たとえば、第三市場、PTS、また海外市場での取引はITSの対象外であるため、これらの市場の成長はNMSのカバーする範囲を縮小することになった。このため、新たな「市場の分裂」が問題になったのである。

このような現実を受けて1994年にまとめられたのが、SEC市場規制局の『マーケット2000』であった。この報告書は、アメリカの株式市場が現行の規制体系の中で効率的に機能しており、大きな見直しの必要はないという立場に立っている。その意味で、「市場間競争」の理念が再確認されている。しかし、より競争的で効率的な市場を実現するためには、現実に提起されている、市場分裂の可能性、市場情報の不十分な開示、競争者間における不公平な規制、という諸問題を検討する必要があるとしている。そして、改善の必要がある四分野として、(1)投資家の公正な取扱い、(2)市場情報のタイムリーかつ包括的な開示、(3)市場間ならびに市場参加者間の公正な競争の促進、(4)開かれた市場アクセスの改善、をあげ、それぞれの分野について改善項目を列挙している。

この報告書はSECの公式見解ではなく市場規制局の問題提起の形をとっているが、SECの将来に向けた基本的な考え方と方向性を示したものだといえよう。公刊から既に10年が経過しているが、この間の改革措置はそこで示された

方向に沿ったものである。たとえば、呼び値の最小単位の縮小、マーケット・メーカーにナスダックやECNの気配値を公開することを求めた注文取扱規則、オーダーフロー・ペイメントについての情報開示、レギュレーションATS、第三市場やECNのITSへの組込み（第三市場はナスダック・インターマーケットと改称）などがそうである。

Ⅲ. レギュレーション NMS

今回提案されたレギュレーションNMSは、13の規則から構成されているが、そのうち10は現行の規則の内容をほぼ踏襲するものである。新たな内容の規則は、市場間アクセスについての規定（規則610）、トレード・スルーに関する規定（規則611）、呼び値の最小値についての規定（規則612）である（これらの規則案の内容については、大崎 [2004 a]、吉川 [2004 a] を参照されたい）。

これらの規則提案の中で、市場間アクセスについての規則、およびトレード・スルー規則は、市場リンケージに基づく注文回送による最良執行の実現というNMSの核心に関わるものであり、市場関係者の中で市場構造に最も大きな影響を及ぼすものとみられている。以下では、これらの規則提案について検討しNMSが当面する課題について分析する。

トレード・スルーとは、ある銘柄が複数の市場で取引されている場合、最良の気配が提示されていない市場で執行することである。このような取引が認められれば、最良執行は保証されなくなる。このため、NMSでは、CQS（総合気配表示システム）が最良の気配を表示している市場を示せば、そこに注文が回送されるのを

保証するのが、1978年4月から稼動し始めた ITS (市場間取引システム) である。ITS はスペシャリストとフロア・ブローカーが他の取引所のマーケット・メーカーがより良い気配を表示していればそこに注文を回送するシステムである。

ただし、ITS では価格優先、時間優先が完全には保証されていない。ITS では、取引所間では最初に注文を受けた市場が最良の気配を示している市場に回送することが義務づけられ、自己で執行することは認められない。もっとも、地方証券取引所に上場されている銘柄の取引のほとんどは非上場取引特権 (unlisted trading privilege, UTP) を利用した NYSE および Amex 上場銘柄であり、スペシャリストが NYSE および Amex と同じ気配で執行するという「価格の模倣」(derivative pricing) を行っており、事実上、気配での競争は行っていない。つまり、NYSE と同じオークション・システムを採る地方証券取引所は既に価格形成機能を失っており、トレード・スルーは問題にならないということである。

しかし、証券会社と顧客との相対取引である店頭市場を前身とするナスダック市場では、現在でもトレード・スルーを禁止する明確な規制はない。したがって、ナスダック市場が執行市場として選択される場合には、最良の気配で執行されない可能性がある。

また、ECN などの ATS (代替的取引システム) は、取引高が大きいために CQS への参加を義務づけられているか、ナスダック・インターマーケットで気配を配信する業者として登録していない限り、トレード・スルー規制の適用対象にはならない (大崎 [2004 a] を参照)。

しかし、そうであるにしろ、アメリカの証券

市場においては、一般に顧客注文の受託者としてのブローカー・ディーラーが最良執行義務を負うことは広く認識されており、トレード・スルーが広範囲に行われる余地は大きくはない。この結果、現在でも、NYSE 上場銘柄の約 8 割は NYSE で執行されているのである。

今回の規則提案は、このトレード・スルーの禁止対象をすべての NMS 株式にまで広げ、最良執行の保証を徹底することを意図している。ただし、この規則は二つの重要な例外を認めている。一つは、発注者が十分な情報を与えられた上でトレード・スルー規則の適用除外とされることに同意した場合には、規制の対象とはならない。ただし、これは各取引毎に同意が必要とされ、包括的な取り扱いは認められていない。もう一つの例外は、自動取引システムを採用している市場と自動化されていない市場が並存している場合、後者が最良気配を示していても、一定の価格差の範囲内であれば、トレード・スルーを認めていることである。これは明らかに立会場での取引を行っている NYSE を意識したものであることはいうまでもない。

仮にこの規則が採択されれば、ナスダックや ECN は一定の気配値の範囲では NYSE への注文回送の義務から開放されることになるから、NYSE 上場銘柄についての NYSE のシェアが低下することが予想される。SEC は、トレード・スルー禁止対象をすべての NMS 銘柄に広げることによって市場の統合を徹底する一方、実際問題として、その適用が困難な事例を例外として認めるという現実的なスタンスを示したといえる。

しかし、NYSE にとって、この規則が採択された場合の影響は深刻である。このため、NYSE は早速、トレード・スルー禁止規則が

如何に執行コストの低下に寄与しているかを強調し、それを擁護するペーパーを公表している (NYSE [2004 a])。この中で、NYSE はナスダックから NYSE への上場替えによりスプレッドが低下していること、また両市場に上場されている銘柄の中から類似のセットを抽出し、その執行コストを比較したところ、NYSEの方が低いことを明らかにしている。これに基づき、仮にトレード・スルー禁止規則が緩和されれば、投資家にとって執行コストが一株当たり4.21セント以上増加するとしている。

確かに、学術的な研究でも NYSE の価格向上機能に対する評価は高く、立会場を残した取引システムを一概に時代遅れの産物と切り捨てることは乱暴であろう。しかし他方では、情報処理技術の発展を背景にした取引システムが、投資家の多様なニーズに応えてきたということも無視できない厳然たる事実である。したがって、これらの取引システムを統合すること自体が可能なのかどうか疑問視されるほど、これらを統合するという課題は困難である。しかし、SEC は NMS 導入以来の証券市場のダイナミックな発展を評価し、この規制コストの高い悩ましい課題に取り組んでいこうとしているように思われる。

レギュレーション NMS の中で、市場間競争に関連してもう一つの重要な規則は市場間アクセスに関する規則である。この規則はトレード・スルー規則が ITS の利用を低下させると予想されるため、公表気配へのアクセスのための環境を整備することによって市場間のリンケージを強め、最良執行を実現しようとするものである。特に問題になるのは、ECN の一部は自市場に注文を出してくれる市場参加者には

リベートを支払う一方、自市場の指値注文に相当する注文を出す参加者からは取引手数料を徴収していることである。この場合、ナスダックの取引システムであるスーパー・モニタージュで約定すれば、一株当たり3セントの執行手数料を徴収される。SEC は、これにより取引が ECN に流れ、「市場の分裂」をもたらす原因になっているとして、ECN が自市場の会員や顧客ではない者に対して、差別的な取り扱いにあたるような手数料などを徴収してはならないという規則を提案した。

具体的には、自らが公表する気配に相当する注文の執行に当たって、一株当たり1セントを超える手数料を課してはならないものとされ、ECN が非会員に課しているアクセス・フィーのように取引手数料以外の手数料を合算しても、一株2セントを超えてはならないとした (詳しくは、大崎 [2004 a] を参照されたい)。

今回提案されたトレード・スルー規則と市場アクセス規則は、SEC の苦悩に満ちた立場を象徴するものである。NMS の本来の構想は、気配の統合、ITS による注文回送という仕組みの構築によって、市場の効率性、透明性を高めることであつたはずである。しかし、レギュレーション NMS では、トレード・スルー規則に重要な例外を認め、注文回送の義務をはずした。それによって、最良執行の実現が損なわれる危険性があるため、今度は ITS を経由しないでも、有利な気配を示す市場に注文が流れるような仕掛けを埋め込もうとしているのである。

このような SEC の立場については、当初の理念からの後退とみるのか、あるいは市場構造の変化に応じた柔軟な政策対応とみるのか、評価が分かれるであろう。

一方、NYSE はトレード・スルー禁止規則の緩和という提案に対して危機感を募らせ、取引システムの改革に乗り出している。

IV. ニューヨーク証券取引所 (NYSE) の改革の動き

NYSE の旧態依然たる取引システムに対しては、これまでも機関投資家を中心に批判が強かった。これに拍車を駆けたのが、2001年12月のエンロン破綻を契機とした一連の企業改革の動きであった。NYSE は上場企業に対して、独立取締役の増加、監査委員会の機能強化など、ガバナンス基準の強化を義務づけた。ところが、2003年になって、スペシャリストの不正取引が明るみに出たのに続いて、グラッソー会長の高額退職金、および報酬が問題となり、当の NYSE の杜撰なガバナンスの構造が明らかになり、NYSE に対する不信感が高まった。これを受けて、NYSE はグラッソー会長が辞任し、元シティグループ会長のジョン・リード氏が暫定会長に就任し、ガバナンス改革に取り組んだ。

この体制の下で新たな統治機構案が固まり、2003年12月に SEC がそれを承認すると、リード氏は会長職に止まる一方、新たに設けられた CEO にゴールドマン・サックスのジョン・セイン氏が就任し、当面の執行体制が決定した。

ガバナンス改革が一段落すると、NYSE は2004年8月に「ハイブリッド市場」構想をとりまとめ、公表した。SEC は既に2000年2月に会員に取引所集中義務を課している NYSE 規則390の撤廃に対するコメントを求めた際に、株式市場統合策についてもコメントを求めている。SEC が NMS の規制に関して何らかの行

動に出ることが十分予想されていた。NMS が構築されて以来、市場間競争を通じる市場統合の試みの中心には常に NYSE の立会場での特許制度による取引システムがあり、この旧態依然たるシステムに対する批判が絶えなかった。そして、既にみたように2003年になってからスペシャリストの不正取引や会長の高額報酬が問題になるにつれ NYSE に対する風当たりが一層強まると同時に、2004年2月にはレギュレーション NMS が提案され、その中でトレード・スルー禁止規則の緩和が提案されていた。

こうした動きに危機感を感じた NYSE が打ち出したものこそ、この「ハイブリッド市場」構想に他ならない。この構想は、既に稼働している NYSE ダイレクト・プラスを拡張する一方で、伝統的なオークション取引のメリットを維持しようとするものである。NYSE はこのような「ハイブリッド市場」が、投資家には新たな選択肢を提供し、上場会社には高い流動性を提供することによってボラティリティを小さくし、市場の効率性を高めるとしている (NYSE [2004b])。

NYSE のスペシャリスト制度と立会場からなるオークションによる取引システムは1792年の「すずかけの木」の協定以来、基本的に変化していないといわれるが、それでも小口注文の回送システムの機械化や、ブロック取引やバスケット取引を行うセッションの創設など、取引システムの部分的な改革は行われてきた。

このうち、小口取引については、1976年に DOT (Designated Order Turnaround) システム、84年にはそれを改良したスーパー DOT システムが稼働したが、それはブローカーからスペシャリストへの注文回送を自動化するもの

で、スペシャリスト制度そのものにはまったく手加えられていない (NMS 導入後の地方証券取引所によるシステム化と、それに対抗した NYSE の動きについては、佐賀 [1995] を参照されたい)。スペシャリストは買い注文を受けても直ぐには執行せず、フロア・ブローカーによるオークション (この集まりをクラウドと呼ぶ) により、より高い価格での売り注文を促し、価格向上の機会を探る。これがスペシャリスト制度の利点の一つとされているが、迅速な執行を求める投資家からは時間がかかることへの不満が強い。そこで、NYSE は2000年12月に、自動執行機能を備えた NYSE ダイレクト・プラスを導入した (2001年4月に全面稼動)。

NYSE ダイレクト・プラスは1,099株以下の小口の指値注文を最良気配で執行するシステムで、平均0.78秒で執行する。このシステムで5分以内に処理された注文にはスペシャリストの手数料は課せられない。この時間内に執行されない注文はスーパー DOT 注文として扱われ、スペシャリストのブックに回送される仕組みになっている。このシステムはスペシャリストが関与しない小口取引を可能にしたという点で大きな意義をもっている (大崎 [2004b])。

しかし、このシステムによる注文は導入以来、徐々に増加はしているものの、2003年が6.2%、2004年7月1日から28日では取引高全体の10.1%を占めるに過ぎない。もっとも、この数値は ECN 全体の NYSE 上場銘柄の取引に占めるシェアよりも大きい。このシェアが小さいのは注文の種類が指値注文に限られていること、また同じ会員が30秒以内に重ねて発注してはならないという制限が課されていることに原因があるとされる。

NYSE の「ハイブリッド市場」構想は、このダイレクト・プラスの制限を緩和し、伝統的な立会場でのオークション取引の双方の利点を実現することを狙っている。その骨子は以下のようなものである。

- (1) 1,099株に限っているダイレクト・プラスの制限を撤廃する。また、同じ会員が30秒以内に重ねて発注することも認める。
- (2) 顧客はオークションによる最良気配での執行か、価格向上の機会を待つかの選択ができる。新たに「オークション指値価格」(auction limit order) という注文形態を導入し、最初のマッチング後、15秒以内により有利な価格が入ってくれば、その注文と対応され、価格向上が実現する仕組みである。したがって、この注文は電子的なエージェンシー・オークション・プロセスを体現している。
- (3) 流動性への自動的なアクセスに対する唯一の制限は、あらかじめ定められた LRP (流動性回復点) (liquidity replenishment point) に達した場合に、自動執行が停止されることである。LRP とは、注文間の価格が著しく乖離し流動性が失われる点で、その状態に達すればオークションによって回復させる措置がとられる。LRP としては、最良執行気配から上下に5セント以上離れた、5セントを越えない価格 (5-9セント) か、一定の期間に自動執行による価格変動が一定の幅以上で生じた場合 (具体的な数値は今後、決定される)、のいずれかが提案されている。
- (4) ITS を通じて NYSE に送られてきたすべての成行注文および直ちに執行可能な指値注文 (marketable limit order) は、自動的に最良気配で執行されるようにする。約定でき

なかった注文は自動的にキャンセルされる。

- (5) スペシャリストは、気配を補完し、自己勘定で対当することによって流動性を供給し、組織的に ITS の機能と調和することができる。

要するに、完全に電子化されたシステムは注文状況により、価格が大きく変動したり、不利な執行がなされるという問題点があり、その場合にはスペシャリストによるオークションを活用しようということである。言い換えれば、NYSE は立会場の廃止や、スペシャリスト制度の廃止ないし見直しという、過激な改革は行わず、伝統的なオークション・システムの利点と電子取引の望ましい組合せを模索しているということである。

しかし、NYSE の「ハイブリッド市場」構想の現実的な動機が SEC のレギュレーション NMS、特にトレード・スルー禁止規則の緩和に対するスタンスの変更を意図したものであることは明らかである。言うまでもなく、スペシャリストやフロア・ブローカーにとっては、電子取引の導入によって自らがバイパスされることは決して望ましいことではない。しかし、トレード・スルー禁止規則が緩和され、ECN に取引が流出するような事態になれば、存在の余地すらなくなるからである (NYSE の「ハイブリッド市場」構想に対する機関投資家などの反応については、大崎 [2004b] を参照されたい)。

おわりに

1975年に NMS 構想が打ち出されてから現在までの30年間に、アメリカの証券市場はダイナミックに変化してきた。それは NMS が「市場

間競争」による革新の契機を内包した緩やかな市場統合というコンセプトであったことが大きな理由であった。この結果、多様な投資家のニーズを背景に、PTS や ECN の成長などがみられ、新たな「市場の分裂」として規制の見直しが検討されたのである。

こうした動きの中で、NYSE 自体も小口取引のシステム化など、取引システムの一定の改革を余儀なくされるが、立会場とスペシャリスト制度というその根幹は現在まで維持されている。しかし、2003年になって次々と明らかになった、スペシャリストの不正取引や会長の高額報酬問題は、NYSE に対して批判的な動きを強め、改革を求める背景になったと思われる。NYSE はオークションと電子取引を組み合わせた「ハイブリッド市場」構想を打ち出すことによって、この動きをかわそうとしているが、その評価は分かれているのが現状である。

今回提案されたレギュレーション NMS は包括的な見直しであるが、これに対しては700通以上のコメントが寄せられている。SEC はそれを検討した上で、2004年12月15日にスタッフによる勧告を公表するとしている。ここでトレード・スルー規則に対する変更案の修正が行われるかどうか注目される。

参考文献

- Blume, M. E. [2002], "The Structure of the U. S. Equity Markets", in *Brooking-Wharton Papers on Financial Services*
 Levitt, A [2002], *Take on the Street*; 小川敏子訳
 [2003], 『ウォール街の大罪』日本経済新聞社
 Lee, R. [1998], *What is an Exchange ?*; 大崎貞和
 他訳 [2001], 『取引所とは何か』金融情報システムセンター

- New York Stock Exchange (NYSE) [2004 a],
*Potential Costs of Weakening the Trade-th-
rough Rule*, Feb.
- [2004 b], *NYSE Hybrid Market Initia-
tive*
- Securities and Exchange Commission (SEC)
[2004], "Proposed Rule: Regulation NMS",
Release No.34-49325, Feb.
- 大崎貞和 [2004 a], 「レギュレーション NMS 提案
について」, 『資本市場クォーターリー』 Spring
- [2004 b], 「ニューヨーク証券取引所のハ
イブリッド市場構想」, 『資本市場クォータ
リー』 Autumn
- 佐賀卓雄 [1995], 「アメリカにおける証券取引シス
テムの変貌」, 『証券研究年報』 (大阪市立大学
証券研究センター) 第10号, 12月
- [1996], 「全米市場システムについて」
(上) (下), 『証券レビュー』 (日本証券経済研
究所), 1月, 2月
- 関 雄太 [2004], 「ニューヨーク証券取引所の新た
な統治機構とスペシャリスト問題」, 『資本市場
クォーターリー』 Winter
- 吉川真裕 [2004 a], 「レギュレーション NMS」,
『証研レポート』 No. 1623, 4月
- [2004 b], 「ニューヨーク証券取引所のハ
イブリッド化」, 『証研レポート』 No. 1626, 10
月
- (当研究所主任研究員)