



**From the Corner of Wall Street**

日本取引所グループ  
ニューヨーク駐在員事務所

**岡田 大志**

—連載（第1回）—

## ■ IEXの国法株式取引所申請をめぐる現状について

日本取引所グループのニューヨーク駐在員事務所は、1986年の開設で、今年開設30周年にあたるグループ内で最も古い海外駐在員事務所です。

今後、誌面をお借りして、アメリカの金融業界におけるホットトピックや、日本の金融業界の方々からお問い合わせをいただく出来事等に関して、原則として隔月（奇数月）でご報告させていただくことになりました。

弊社ロンドン駐在員事務所のコーナー「Cityの窓から」と同様に、このコーナーが読者の皆様、ひいては日本の金融資本市場の発展に少しでもお役に立てれば幸いです。

日本取引所グループ  
ニューヨーク駐在員事務所長  
木村 亮太

申請（注1）を行った。IEXは、SECからの正式な承認を前提として、最短で2016年4月に、新たな国法取引所「Investors Exchange（以下、IEX）」のローンチを計画している。

IEXは、HFT等による略奪的な取引行為を批判するドキュメンタリー本『Flash Boys』に登場して一躍有名となったブラッド・カツヤマ氏率いるダーク・プールであり、同氏は、既存の米国国法取引所が提供する高速相場情報サービス、メイカー・テイカー手数料モデル（注2）及び複雑で特殊な注文種類等が、スピードを重視する一部の投資家に優位性を与えており、スピードに依存しない投資家の注文が十分に保護されていないと指摘する。そこでIEXは、HFT等による略奪的な取引行為の防止及び投資家の注文保護を目的として、全ての投資家のアクセスに対して強制的に遅延を発生させる「POP（point-of-presence）」の導入や、シンプルな注文種類及び公平な売買手数料体系を特徴に掲げてForm 1申請を行った。

### ■ 1. 概要

2015年8月、米国のダーク・プールである「IEX」は、米国で13番目の国法取引所としての認可を得るため、SECに対してForm 1



一方、当該Form 1 申請に対して、既存の取引所等から寄せられたパブリック・コメント<sup>(注3)</sup>によると、IEX最大の特徴といわれているPOPに対して懸念の声が上がり、同機能の導入が逆に既存の米国市場構造に弊害をもたらすと指摘されている。そこで、以下にて、IEXの特徴や、IEXのPOPに対する業界からの懸念及び今後の動向について概説したい。

## ■ 2. IEXの特徴

現在ダーク・プールとして運営されているIEXは、2012年の開設当初から売買高は拡大傾向にあり、米国市場における市場シェアは、2015年12月時点で約1.5%となっている。IEXは、HFT等による略奪的な取引行為の防止及び投資家の注文保護を目的として、次のような観点で、他のダーク・プールや既存の国法取引所とは異なる特徴を有している。

### ① シンプルな注文種類

現在、米国の既存市場では250種類以上もの注文種類が提供されているといわれており、HFT等の先進的な投資家は、これらの複雑で特殊な注文種類を活用している。一方IEXは、指値注文、成行注文及びPeg注文<sup>(注4)</sup>等のシンプルな注文種類のみを提供し、HFT等による略奪的な取引戦略を防止しているとしている。

### ② メイカー・テイカー手数料モデルによらない売買手数料体系

IEXは、既存の取引所等が流動性向上のために導入するメイカー・テイカー手数料モデルが、市場構造を複雑化させ、HFT等の略奪的なストラテジーを誘発すると指摘する。そこでIEXは、メイカー及びテイカー両者から1株当たり0.0009ドルを徴収する手数料体系を導入している。今回のForm 1 申請では取引所免許取得後の具体的な手数料について明記されていないが、取引所免許取得後も、メイカー及びテイカー両者にフラットな手数料体系を提供するとみられている。

### ③ 強制的にアクセス遅延を発生させるPOPの導入

米国市場で配信されている相場情報は、「プラン・プロセッサ」と呼ばれる業者が各取引所から配信される相場情報を集約して配信する「統合気配情報」と、各取引所が独自に配信する高速相場情報サービスに大別される。統合気配情報は、プラン・プロセッサによる処理が入るため、高速相場情報サービスに比べて情報が受信者に届く速度が遅い。取引所は、全米最良気配の変化等に合わせて自取引所のPeg注文等の価格変更処理を行うが、当該処理の情報源として統合気配情報を利用している場合等は、この価格変更処理と実際の他市場の気配情報の変化との間にタイムラグが発生する。一方HFT等は高速相場情報サービスを利用することで、取引所が価格変更



処理を行う前のタイムラグを利用して、最新化されていない気配にアクセスし、取引を有利に進めることが可能となる。

このような現状を問題視するIEXは、POPでユーザーからのアクセスに強制的に約350マイクロ秒の遅延を発生させるとともに、各取引所の高速相場情報サービスを利用して、統合気配情報を用いるよりも早く、自市場にて各取引所の気配更新を認識できるようにしている。これにより、HFT等によるアクセスの前に、気配の最新化を行うことを担保しており、HFT等による略奪的な取引行為を防止し、スピードに依存しない機関投資家等の注文を保護しようとしている。

### ■ 3. POPに対する業界からの懸念

前述した通り、IEXのPOPは、HFT等による略奪的な取引行為の防止及びスピードに依存しない機関投資家等の注文保護を目的としており、これはIEX最大の特徴ともいえる。一方で、IEXのForm 1申請に寄せられたパブリック・コメントでは、NYSE及びNASDAQ等の既存取引所等から、POPに対して主に以下の様な懸念が示されている。

#### Peg注文等の非表示注文が表示注文よりも有利に取り扱われるのではないか？

既存取引所等は、IEXが、オーダー・ブッ

クに表示される表示注文と比較して、Peg注文のような非表示注文に優位性を与えていると指摘している。米国市場で広く利用されている非表示注文であるPeg注文は、取引所が全米最良気配等の変化を認識した時点で、その価格変更を取引所側で自動的に行う。IEXは自取引所に発注されたPeg注文の価格を変更する際、この注文を再度POPに通すことなく、即座に価格変更を行うとしている。一方で、投資家が市場の気配変化に応じて表示注文の価格を変更する場合、この変更注文はPOPを通じて発注する必要がある。そのため、表示注文と比較して、Peg注文は市場の気配変化にいち早く反応できることから、IEXは非表示注文に対して優位性を与えているという指摘がなされている。

これに対してIEXは、Peg注文の価格は他の取引所でも、各市場が把握する最良気配等に応じて、表示注文に優先して変更されることが通例であるとしている。また、表示注文には非表示注文と比較して多くのインセンティブがあり、同値であれば表示注文が常に優先して約定することや、表示注文の売買手数料を割引する計画があるとしている。加えて、Peg注文のメリットは、スピードに依存しない投資家が高速相場情報サービス等を利用することなく、注文価格の変更をIEXに委ねることで、IEXのオーダー・ブックに注文を残し、不利な価格での約定を防止できる点であると述べている。



### 投資家の価格発見機能を阻害するのではないか？

既存の取引所等は、POPによる強制遅延により、プラン・プロセッサから配信される統合気配情報に遅延が発生する可能性を指摘している。POPによる強制遅延について、IEXに入るインバウンドの注文だけでなく、IEXから配信される相場情報等のアウトバウンドのメッセージにも適用される場合、プラン・プロセッサに連携される相場情報に遅延が発生し、結果的にプラン・プロセッサから配信される統合気配情報にも遅延が発生すると指摘されている。また、IEXは自取引所の気配変化を他の取引所に優先して検知できるため、IEXに有利な仕組みとなっており、投資家の平等な価格発見機能に悪影響を与えると指摘している。

これに対してIEXは、全ての投資家に対して平等に情報が与えられる統合気配情報を重要視しており、IEXからプラン・プロセッサに連携される気配情報については、POPを通過させない仕様のため、統合気配情報に遅延は発生しないとしている。またIEXが複数の投資家に対して実施した調査結果によると、POPを導入しているIEXの取引エンジンからの応答時間と比較して、NYSEの取引エンジンからの応答時間の方が遅く、これはNYSEが取引エンジンの設置場所としてニュージャージー州を選択したことで生じる遅延であり、この物理的な距離によって生じる遅延と比較すると、IEXのPOPによって生じる遅延

の影響は軽微であり、投資家の価格発見機能を阻害するものではないと主張している。

上記以外にも、IEXの表示気配がRegulation NMS Rule611のオーダー・プロテクション・ルールの保護対象から外れるのではないかという指摘や、IEXがルーティング・ブローカー<sup>(注5)</sup>として採用するIEX Services LLCに優位性をもたらす情報を提供しているのではないかという指摘がみられたが、IEXはこれらをいずれも否定している。

## ■ 4. 今後の動向

IEXの計画では、全ての手続きが順調に進めば、複数回に亘るテストを経て、2016年4月頃を目処に米国の国法取引所を正式にローンチする予定であった。しかし、IEXからの申請内容を精査するSECは、申請のレビュー期限を当初の2015年12月21日から、本年3月21日に延長することを決定した。

前述した通り、IEX最大の特徴は、HFT等による略奪的な取引行為の防止及び投資家の注文保護を目的としたPOPの導入であるといえるが、もしこれが認められない場合、IEXは最大の特徴を失うことになるため、SECが今後どのような判断を下すのか注目が集まっている。

### Sources :

・ <http://www.sec.gov/comments/10-222/10-222.shtml>



- ・ <http://www.sec.gov/rules/other/2015/investors-exchange-form-1.htm>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/other/2015/34-75925.pdf>
- ・ <http://www.iextrading.com/policy/ceo-letter/>
- ・ <http://www.iextrading.com/stats/#historical-stats>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/proposed/34-50870.htm>
- ・ <http://www.sec.gov/comments/10-222/10222-212.pdf>

(注1) 米国において国法株式取引所になるため、SECから提出を求められる申請書。

(注2) 一般的に、流動性を提供したメイカーにリベ

ートを支払い、流動性を奪ったテイカーに高い取引手数料を課す制度を指す。

(注3) <http://www.sec.gov/comments/10-222/10-222.shtml>

(注4) 市場気配の変化に応じて、価格が変動する非表示の指値注文。最良気配や、最良気配の仲値を追従するオプション等が用意されている。

(注5) 他の取引メニューにおいて約定可能な気配が存在する場合に、特定のロジックに基づいて、注文を他の取引メニューに回送するための業者。

