

PTFのディーラー登録をめぐる

～米国債市場の課題と対応～

伊豆 久

はじめに

今年二月、米国SECは、国債市場等で高頻度取引を行っているPTF (Proprietary or Principal Trading Firm) と呼ばれる投資家等に、証券ディーラーとしてのSECへの登録を義務付ける規則を採択した。

これは、FRBの新たな資金供給手段であるSRFの導入⁽¹⁾ や、国債取引において中央清算を義務付けるSEC規則の採択 (二三年一二月) などに続く、米国国債市場の流動性改革に関する金融当局の対応の一つである。と言うのも同市場では近年、①「フラッシュ・ラリー」と呼ばれるごく短時間における価格の乱高下 (一四年一〇月一四日)、②レポ・レートの急騰 (一九年九月)、③コロナ危機時の流動性の低下 (二〇年三月) など、一時的ながら急激な混乱が何度か発生しており、その原因の調査、対応策の検討が重ねられてきた。その中で一つの論点となったのが、国債流通市場におけるプライマリー・ディーラーのシェア低下と、その一方でのPTFの台頭であった。

プライマリー・ディーラーは、ニューヨーク連銀——国債を発行する財務省の代理人かつ金融調節の主体——と直接取引する権利と義務をもち、国債流通市場ではマーケットメーカーとしてその中心に位置付けられてきた

(1)

証券会社・銀行である（現在二四社）。ところが、これら大手金融機関はリーマン・ショック後の規制強化によりバランスシートの拡大が制約され、その結果マーケットメイク能力の低下が危惧されている。

他方、PTFは、コンピュータ技術の発達を背景に台頭した、高頻度取引（HFT）を主たる取引戦略とする投資家である。国債のディーラー間取引の仲介を行う業者が九〇年代末に電子取引を開始し、さらに〇〇年代初めにPTFの直接参加を認めると、PTFは次第にそのプレゼンスを高め、現在ではディーラー間取引のほぼ半分を占めるに至っている⁽²⁾。

ただし、PTFが取引する市場・銘柄には大きな偏りがある。すなわち、プライマリー・ディーラー等の伝統的ディーラーは、対顧客市場において顧客である機関投資家のニーズに合わせて短期国債や既発国債など幅広い国債を取り引きし、その結果生じたポジションをディーラー間市場で解消している。同時に、ディーラー間市場は値幅稼ぎの場でもある。対照的にPTFは、顧客投資家との取引は行わず、ディーラー間市場のみに参加し、さらにそこでも最も流動性の高い、直近に発行された銘柄（カレント銘柄）のみを集中的に売買している。HFTは、流動性の低い市場や銘柄では行いにくいからである。

しかし、PTFの高頻度の売買は、ディーラーのマーケットメイクと同様の流動性供給機能を果たしている反面、伝統的なディーラーと比べると、そのポジション保有時間が極めて短く自己資本が小さいうえ、取引内容の情報開示も限定的である。

こうした、大手金融機関への規制強化とPTFの取引シェアの上昇によって生じた国債市場の新たな特徴、すなわち、①伝統的なディーラーが自らのマーケットメイク能力を低下させ、②市場全体がPTFの提供する流動性への依存度を高める一方で、③PTFの売買そのものは不安定かつ不透明という状況、は市場の頑健性にとつ

て一つのリスクなのではないかという懸念が米国の市場当局者の間で共有されてきたのである。

こうした背景のもと、今回の規則改正により、SECは、一定の要件に該当するPTFにディーラーとしてのSEC登録を義務付けること⁽³⁾、SECと自主規制機関の監督下に置き、自己資本や情報開示の改善を図ることとしたのである。

ところが、その規則制定に至る過程を見ると、当初の規則案にはPTFや業界団体等から様々な批判が寄せられ、SECは最終規則の決定にあたって大幅な譲歩を余儀なくされている。さらに規則採択後も、関連する業界団体が、今回の規則制定はかえって金融市場に混乱をもたらすものであり、そもそも法律がSECに与えた権限を逸脱しているとしその取り消しを求めて提訴に踏み切っている。

以下、今回の規則の内容、提案規則からの修正点、PTF等の反論内容について整理してみたい。

1 デイラー規則の概要

今回の規則制定は、一九三四年証券取引所法の定める「証券ディーラー」と「政府証券ディーラー」の定義の解釈を明確化するという形をとっている。具体的に見ると以下の通りである。

一九三四年証券取引所法(第三条a五)は、「ディーラー」を「ブローカーを通じる等の方法により、自己勘定で証券の売買を業とする者」と定義し、同法第一五条でSECへの登録を義務付け、自己資本比率規制、各種報告義務等を定めている。ただし、「ディーラー」の定義には例外規定があり、「業として(as a part of a regular business)ではなく個人としてあるいは受託者として自己勘定により証券を売買する者は含まない」と⁽⁴⁾されている。つまり、自己勘定で証券を売買していても、「業として」行っていない場合は、ディーラーの定義

に当らず、登録義務等の対象外である⁽⁵⁾。これは当然であり、そうでなければ、個人投資家等自己勘定で投資を行っている投資家すべてに、ディーラーとしてSECに登録する必要が生じてしまう。

しかし、ではディーラーと投資家（トレーダー）とは何が違うのか、どう定義するのかとなると、それが必ずしも容易ではなく、従来いくつかの要件から総合的に判断されてきた。例えば、自らの証券売買を公衆に告知（広告）しているか、顧客投資家と取引しているか（ディーラーは顧客投資家との取引も多いが、投資家は他の投資家とは取引せずディーラーやブローカーと取引）、売り買い両方の気配を提示しているか等のいくつかの要件に、いくつどの程度合致しているかで判定されてきたのである⁽⁶⁾。

こうした従来の判断基準にもとづくと、PTFの場合、法律上はヘッジファンド（一九四〇年投資顧問法上のプライベートファンド）の一種、つまり機関投資家であつてディーラーではない、ということになる。ところが、前述のような国債市場におけるシェアの上昇とその不安定性・不透明性から、SECは、今回、ディーラーの登録免除を規定する「業として」の解釈を明確化することで（具体的には三四年証券取引所法規則第二四〇条三a 五―四（ディーラー）、三a 四四―二（政府証券ディーラー）を新たに定めることで）、主たるPTFにディーラーとしてのSEC登録を義務付けたのである。

2 PTF等からの批判

しかしながらその規則制定は簡単ではなかった。規則案が二二年三月に公表され（図表1の左側）パブリックコメントが募集されると、SIFMA（証券業の業界団体）や代表的なPTFであるシタデル等から様々な批判が寄せられた⁽⁷⁾。その主な内容は以下のようなものであった。

図表 1 規則案と採択規則の比較 (主要部分)

規則案	採択規則
<p>§ 240.3a44-2 Further definition of "as a part of a regular business"</p> <p>(a) A person that is engaged in buying and selling government securities for its own account is engaged in such activity "as a part of a regular business" as the phrase is used in Section 3(a)(44)(A) (15 U.S.C. 78c(a)(44)(A)) of the Act if that person:</p> <p>(1) Engages in a routine pattern of buying and selling government securities that has the effect of providing liquidity to other market participants by:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) Routinely making roughly comparable purchases and sales of the same or substantially similar government securities in a day; or (ii) Routinely expressing trading interests that are at or near the best available prices on both sides of the market and that are communicated and represented in a way that makes them accessible to other market participants; or (iii) Earning revenue primarily from capturing bid-ask spreads, by buying at the bid and selling at the offer, or from capturing any incentives offered by trading venues to liquidity supplying trading interests; or <p>(2) In each of four out of the last six calendar months, engaged in buying and selling more than \$25 billion of trading volume in government securities as defined in Section 3(a)(42)(A) (15 U.S.C. 78c(a)(42)(A)) of the Act; and</p> <p>(3) Is not:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) A person that has or controls total assets of less than \$50 million; or (ii) An investment company registered under the Investment Company Act of 1940. 	<p>§ 240.3a44-2 Further definition of "as a part of a regular business" in connection with certain liquidity providers.</p> <p>(a) A person that is engaged in buying and selling government securities for its own account is engaged in such activity "as a part of a regular business" as the phrase is used in section 3(a)(44)(A) of the Act (15 U.S.C. 78c(a)(44)(A)) if that person:</p> <p>(1) Engages in a regular pattern of buying and selling government securities that has the effect of providing liquidity to other market participants by:</p> <p>→削除</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) Regularly expressing trading interest that is at or near the best available prices on both sides of the market for the same security and that is communicated and represented in a way that makes it accessible to other market participants; or (ii) Earning revenue primarily from capturing bid-ask spreads, by buying at the bid and selling at the offer, or from capturing any incentives offered by trading venues to liquidity supplying trading interest; and <p>→削除</p> <p>(2) Is not:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) A person that has or controls total assets of less than \$50 million; or (ii) An investment company registered under the Investment Company Act of 1940; or (iii) A central bank, sovereign entity, or international financial institution.

(出所) SEC, Release No. 34-94524 (規則案) ; Release No. 34-99477 (採択規則) より作成。

まず、P T Fは投資家にすぎず、ディーラーとしての登録を義務付ける法律上の根拠がない。すなわち、P T Fの多くは、法律上は一九四〇年投資顧問法上のプライベートファンド（ヘッジファンド）であり、同法による規制をすでに受けている。他方で、公募投資信託（一九四〇年投資会社法上の投資会社）や銀行は、今回の規則案においてもディーラー登録を免除されている。こうした他の機関投資家と区別してP T Fだけを取りあげてディーラー登録を義務付けるとするのは、合理性を欠いている。

また、国債の残高がますます増加しているうえにF R Bのランオフ（保有国債等の削減）も重なって、市場の国債消化能力の向上が重要課題となるなか、P T F等に新たな負担を課すことは、その流動性供給能力を阻害し、かえって市場の流動性を損なうことになる。規則の目的と手段が齟齬をきたしているのである。

そして、提案されている規則の具体的な条文に関しては、まずディーラー（業として）を定義している質的な基準（1）については、その内容や文言が曖昧に過ぎ、恣意的な運用を排除できていない。その結果、P T F側としては、コンプライアンス上の判断ができないことになってしまう。また、質的な基準とは別に、（政府証券ディーラーについては）月間売買額が二五〇億ドル以上の者はディーラーに該当するという量的な基準（2）が示されているが、これに従えば例えば「買い」のみでもこの金額を越えればディーラーに該当することになってしまう。そもそも、ディーラーを定義している三四年証券取引所法にこうした量的基準はなく、S E Cにそれを決定する権限はないはずである。

こうした批判を受け、S E Cは最終規則の採択にあたって、当初案からの大幅な修正を余儀なくされたのである。

3 規則案からの修正

図表1は政府証券ディーラーに関する当初案と最終規則の主な部分を比較したものであるが、これを見ると、主たる修正点が、①文中の routine (routinely) と同じ単語を regular (regularly) に変更、②規則案における (1) の (i) を削除、③ (2) の量的基準 (売買金額基準) の削除、であったことがわかる。

まず、単語としての routine を regular と比較すると、前者は規則性や頻度がやや緩い語感をもち、したがってそれを「業として (as a part of regular business)」の定義に用いるとその範囲がより広くなり結果的にディーラー概念が拡大する。また、法律上も、regular business として後者は用いられているが前者は用いられていないことから、パブリックコメントにおいても批判が多く、後者への修正がなされることとなった。「業として」の売買がより限定的に解釈されることになったのである。

次に、(1) の (i) は、同一または同種の証券の日計り商いを示したものであるが、これに対しては、債券取引で一般的な裁定取引を多く含みこんでしまう、“routinely”の他にも“roughly comparable”や“substantially similar”など曖昧な表現が多く該当の有無を判断できないといった批判が集まり、SECもそれを受け入れ削除を決定した。

そして、(2) は、「直近六ヶ月のうちの四ヶ月において月間売買額が二五〇億ドルを超える者」という量的基準であったが、全体が削除されている。⁽⁸⁾これは、(1) が「質的基準」として売買手法によってディーラー (regular business) を定義しているのに対して、それとは別に量的基準を設けたものであった。ところが、これに対しては、前述のように活発な売買を行う投資家を不当にディーラー化するものとの批判が強く全体が撤回されることとなった。

おわりに

こうしたプロセスを経て、今年二月に最終規則(図表1右側)が採択されたのであるが(SEC委員会での表決は三対二)、その翌月に、ヘッジファンド関連の三つの業界団体が、今回の規則制定はSECの権限を越えており、その内容も恣意的かつ市場に悪影響を及ぼすものであるとして、その取り消しを求めて提訴している⁽⁹⁾。

逆イールドの長期化、FRBによる国債保有額の削減、ヘッジファンドによるベアリス取引残高の増大(先物売り現物買いの裁定取引)等、足元の市場動向とともに、裁判の行方が注目される。

注

- (1) SRFについては、拙稿「SRF導入の背景―FRBと国債市場―」本誌二〇二一年一二月号参照。
- (2) PTFと国債市場については、拙稿「FRB・国債市場・PTF」本誌二〇二二年二月号参照。
- (3) 登録義務が生じるのは最大四三社と見られている。“SEC Increases Oversight for Hedge Funds, High-Speed Traders,” *The Wall Street Journal*, February 6, 2024.
- (4) 他に一定の銀行業務も、ディーラーの定義から除外されている。なお、リーマン・ショック後、条文中の「証券」から「適格投資家との有価証券関連スワップ」を除く改正がなされている。
- (5) 同法は、上記の証券全般を扱う「ディーラー」とは別に、「政府証券(government securities)」のみを売買する者を「政府証券ディーラー」と定義し(第三条a四四)、その登録義務(第一五C条)を定めている(「業として」ではない場合の免除規定等、扱う証券の規定以外は全く同内容)。今回の規則制定で重要な意味をもつのは、この政府証券ディーラーである。

なお、かつては、政府証券のみを扱うディーラーは証券規制の対象外であったが、一九八六年の「政府証券法」により、三四年証券取引法第三条aに上記四四（政府証券ディーラー）等が新設され、SECへの登録義務が導入された。一九七〇年代末からの金利の上昇により政府証券のみを扱う未登録ディーラーの破綻が相次いだことを受けたものである。一九八六年政府証券法については、西川純子・松井和夫『アメリカ金融史』有斐閣、一九八九年、三四二―三四六頁、磯谷 玲『八〇年代アメリカの金融変革』日本経済評論社、一九九七年、八一―八七頁、GAO, "U.S. GOVERNMENT SECURITIES - More Transaction Information and Investor Protection Measures Are Needed," September 1990参照。

- (6) SEC, "Guide to Broker-Dealer Registration," April 2008.
- (7) SEC, Comments on Further Definition of "As a Part of a Regular Business" in the Definition of Dealer and Government Securities Dealer (www.sec.gov/comments/s7-12-22/s71222.htm) また、コメントを受けたSEC自身による規則案の再検討は、SEC, Release No. 34-99477, pp. 7-93.
- (8) この量的基準案は「ディーラー規則（第二四〇条三a五―四）」案にはなく、「政府証券ディーラー規則（第二四〇条三a四四―二）」案のみに設けられていたものである。なお、画規則（案）には、他には「証券（securities）」が「政府証券（government securities）」となる以外に違いはない。
- (9) The Managed Funds Association (MFA), "Press Release: NAPFM, MFA, and AIMA File Lawsuit Against SEC to Vacate Dealer Rule," March 18, 2024; "Hedge Funds Sue SEC Over New Dealer Rule," *The Wall Street Journal*, March 18, 2024.