

米国 MMF の元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2008年9月16日、リザーブ社（The Reserve）が運用するMMF（Money Market Fund）であるプライマリー・ファンド（Primary Fund）の基準価額が、額面1ドルを割り込んだ。米国MMFの元本割れは、1994年以来、史上二度目の事態である。
2. プライマリー・ファンドの元本割れの直接的な原因は、リーマン・ブラザーズの経営破たんであった。米国MMFの場合は、運用会社やその親会社による元本割れ回避策が可能であるが、リザーブ社は大手金融機関を親会社にもっていなかったことなどから、そうした対応を採ることができなかったものと考えられる。
3. 米国政府は、9月19日に、MMF元本割れに対する緊急対策として、①財務省によるMMF元本保証プログラムの創設と、②連邦準備制度理事会によるABCPディスカウント・ウィンドウ・ファシリティ（Asset-Backed Commercial Paper Discount Window Facility）の設置を打ち出した。このうちMMF元本保証プログラムには、大手運用会社の多くが参加の方針を表明した。
4. 2008年10月1日時点で、MMFから大量の資金が流出する事態は起きていない。その背景には、米国MMFには、元本割れ回避策が制度的に認められていることや、政府による早急な対応の実施があると考えられる。

I 米国史上二度目のMMF元本割れ

1. リザーブ・プライマリー・ファンドの元本割れ

2008年9月16日、リザーブ社（The Reserve）が運用するMMF（Money Market Fund）であるプライマリー・ファンド（Primary Fund）の基準価額が0.97ドルとなり、額面1ドルを割り込んだ¹。そして同月29日には、プライマリー・ファンドの清算が決定された。

¹ このほか、海外投資家向けMMFであるリザーブ・インターナショナル・リクイディティ・ファンド（Reserve International Liquidity Fund）と、MMFではないものの、元本の維持を目的としながら短期証券での運用を行うリザーブ・イールド・プラス・ファンド（Reserve Yield Plus Fund）の基準価額も、各々0.91ドル、0.97ドルと、元本割れとなった。

2007 年以降の米国住宅市場問題の深刻化は、ついに 1994 年以来、米国史上二度目の MMF 元本割れという事態にまで発展することとなった²。

リザーブ社の CEO は、1971 年に米国初となる MMF の開発に携わったブルース・ベント氏である。同社は、運用資産規模が約 1,240 億ドル（2008 年 6 月末時点）と必ずしも大きくないものの、「世界で最も経験のある MMF 運用会社（the World's Most Experienced Money Fund Manager）」として、MMF の運用を中心に事業を展開してきた。今回、元本割れとなったプライマリー・ファンドは同社の主力商品であり、その純資産残高は 2008 年 5 月末時点で 643 億ドルにのぼっていた。また、同社によると、プライマリー・ファンドのクラス I の 2007 年の運用実績は 5.37%（ネット・ベース）と、同種の MMF の中で最高水準であった³。

プライマリー・ファンドの元本割れの翌 17 日には、パトナム・インベストメンツが、機関投資家向け MMF であるパトナム・プライム MMF（the Putnam Prime Money Market Fund）を閉鎖し、清算することを決定した。同 MMF の基準価額は前日の 16 日末時点で 1 ドルと、元本割れは起きていなかったものの、資金の引き出しが相次いだことが、閉鎖・清算の理由とされている。さらに 18 日には、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンが貸し株の顧客に対して提供しているキャッシュ・リザーブ・ファンド（Cash Reserve Fund, CRF）で、基準価額が 99 セントと、1 ドルを割る事態となった。

2. MMF 元本割れに至った背景

プライマリー・ファンドが元本割れに至った背景には、リーマン・ブラザーズの経営破たんがある。同 MMF は、ポートフォリオ全体の約 1.2%にあたる 7.85 億ドル（額面価格ベース）のリーマン発行債券を保有していた。9 月 15 日にリーマンが連邦破産法第 11 条の適用申請を行ったことを受けて、同 MMF は、保有するリーマン発行債券の評価額をゼロとした。

加えて、リーマン・ブラザーズの経営破たん以降、同 MMF に対する資金の引き出し請求が急増したことも影響していると考えられる。9 月 15 日・16 日のわずか二日の間に、同 MMF からは、純資産残高の 4 割を超える 273 億ドル以上の資金が引き出された⁴。これにより、保有する短期証券の投げ売りを余儀なくされ、損失がさらに拡大することとなったものと思われる。

もともと、米国 MMF の場合、運用会社は、元本割れを回避するための対応を採ることが可能である。米国においては、条件を満たす限りにおいて、法令上、MMF の運用会社

² 米国 MMF の元本割れは、1994 年に、コミュニティ・アセットマネジメント社が運用するコミュニティ・バンカーズ政府債 MMF（the Community Bankers U.S. Government Money-Market Fund）の基準価額が 94 セントとなり、清算されたのが最初の事例とされている。Shefali Anand, “Money Funds Feel the Credit Squeeze,” *The Wall Street Journal Sunday*, 12/16/2007 参照。

³ Diya Gullapalli, Shefali Anand and Daisy Maxey, “Money Fund, Hurt by Debt Tied to Lehman, Breaks the Buck,” *The Wall Street Journal*, 9/17/2008 参照。

⁴ Michael Mackenzie and Paul J Davies, “Money markets fund sector shocked,” *The Financial Times*, 9/17/2008 参照。

やその親会社などが元本割れ回避策を採ることが認められている。具体的には、MMF のポートフォリオに組み入れられている証券が、格下げやデフォルトなどに伴い、1940 年投資会社法規則（以下、規則）2a-7 に定められている基準を満たさなくなった場合に、「償却原価＋経過利子」ないし「市場価格＋経過利子」の大きい方の額で、当該証券を現金決済で買い取ることが認められている（規則 17a-9）。また、その他の MMF 元本割れ回避策としては、運用会社やその親会社が、MMF やその保有証券に対して資本注入を行ったり、信用状を発行することも、規則上は認められていないものの、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）からノーアクションレターを得る形で行われている⁵。

MMF は、元本保証が付された金融商品ではないものの、実際には、きわめて安全性の高いミューチュアル・ファンドとして投資家の間で捉えられており、元本割れを起こした場合には、運用会社の評判は相当程度損なわれるものと考えられるため、多くの運用会社は、MMF の元本割れのリスクに直面した際には、上記のような対応を採ることが一般的とされている。実際、業界紙『クレーン・データ（Crane Data）』のデータによれば、最近 13 ヶ月の間に、運用する MMF の元本割れ回避策を採った運用会社、ないしその親会社は、バンク・オブ・アメリカやフェデレイテッド、ステート・ストリートなど、計 21 社にのぼるとされている⁶。こうした対策の効果もあって、ストラクチャード・インベストメント・ヴィークル（Structured Investment Vehicle, SIV）が発行する資産担保コマーシャル・ペーパー（Asset Backed Commercial Paper, ABCP）市場で混乱が生じた 2007 年後半よりこれまでに、MMF の元本割れ事例は起きていなかった。また、リーマン・ブラザーズの経営破たん以降も、ラッセル・インベストメンツや、エヴァーグリーン・インベストメンツ、レグ・メイソンなどが、運用する MMF などに対して元本割れ回避策を実施する旨を明らかにした⁷。

それにもかかわらず、今回リザーブ社のプライマリー・ファンドが元本割れに至ったのは、運用会社であるリザーブ社が、大手金融機関を親会社にもつことなく、MMF の運用事業を独自に展開していたこと、また、リザーブ社自身の資金力が、プライマリー・ファンドにおける損失を補うのに十分ではなかったことから、元本割れ回避策を採ることができなかった、という背景があるものと考えられる。

⁵ MMF 元本割れ回避策について、詳しくは岩井浩一・三宅裕樹「米国 MMF の元本割れ懸念とその回避策—サブプライム問題以降の取組み事例—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

⁶ 注 3 参照記事。

⁷ Daisy Maxey, “Sponsors to Back Some Lehman Exposure – Funds of Evergreen, Russell Investments To Receive Support,” *The Wall Street Journal*, 09/17/2008. “Legg Mason books new charge on money funds bailout,” *Reuters News*, 09/19/2008 参照。

II 政府による MMF 元本保証プログラムの創設

リザーブ社のプライマリー・ファンドの元本割れなどの事態を受けて、米国政府は、9月19日に緊急対策を発表した⁸。この中では、MMF 元本割れ対策として、①財務省による MMF 元本保証プログラムの創設と、②連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board, FRB）による ABCP ディスカウント・ウィンドウ・ファシリティ（Asset-Backed Commercial Paper Discount Window Facility）の設置という二つが打ち出された。

まず、財務省の MMF 元本保証プログラムは、緊急対策の発表から十日後の9月29日に、三ヶ月間の時限措置として導入された。財務省は、同プログラムの必要性や内容を再検討した上で、期限の延長を行うか否かを改めて判断することとされている。

運用会社が MMF 元本保証プログラムに参加する際には、（1）規則 2a-7 に基づく公募発行の MMF であり、SEC に MMF として登録していること、（2）9月19日時点の基準価額が 0.995 ドル以上であること、（3）19日時点の基準価額が 0.9975 ドル以上であれば、純資産残高の 1bp（ベース・ポイント）、0.995 ドル以上 0.9975 ドル未満であれば、同 1.5bp を、手数料として前払いすること、および（4）10月8日までに参加申請を行うことが条件とされている。このうち（1）については、課税 MMF と免税 MMF（州・地方政府が発行する短期証券に投資し、連邦所得税の課税が免除される MMF）の両方が、プログラムに参加できるとされている。免税 MMF が同プログラムに参加する場合、免税措置を引き続き受けることができる⁹。

なお、10月8日には、プログラムの対象範囲に修正が加えられ、基準価額を 1 ドル以上に維持する投資方針を 9月19日時点で採っており、現在もその方針を堅持しているファンドであれば、その他の条件を満たす限り、10月10日までに申請を行えば同プログラムに参加することができるとされた¹⁰。

MMF 元本保証プログラムの財源は、為替安定化基金（The Exchange Stabilization Fund）の資金、最大 500 億ドルとされている。同安定化基金は、国際金融市場の安定化を促進することを目的とした準備基金である。それゆえ、今回、同基金が MMF の元本保証プログラムの財源とされたことは、基金の本来の利用目的に適うものといえるか、必ずしも明らかであるとはいえず、緊急対策としての性格を強く反映しているものといえよう。ちなみに、同基金の 2008 年 8 月末時点の総資産は 499.6 億ドルと、わずかながら 500 億ドルには届いていない。

MMF 元本保証プログラムの運用状況を見ると、フィデリティやバンガードなど、大手運用会社の多くが、プログラムへの参加方針を表明している¹¹。

⁸ ホワイトハウスのプレスリリース（<http://www.whitehouse.gov/new/releases/2008/09/20080919-2.html>、<http://whitehouse.gov/new/releases/2008/09/20080919-12.html>）参照。

⁹ “Tax-exempt Money Market Funds – Temporary Treasury Program to Support Money Market Funds – No Violation of Restrictions Against Federal Guarantees of Tax-exempt Bonds Under Section 149(b),” IRS Notice 2008-21.

¹⁰ <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1188.htm>.

¹¹ Sam Mamudi, “Fidelity, Vanguard Join Treasury Program,” *The Wall Street Journal*, 10/08/2008 参照。

また、FRB は、預金取扱金融機関や銀行持ち株会社に対して、MMF から ABCP を購入するための資金として、窓口貸出金利での融資を行うプログラムを、9 月 19 日より、2009 年 1 月 30 日まで実施するとした。同プログラムの融資対象となる買取対象 ABCP は、プログラムの開始以降に MMF から購入されるものであり、かつ規則 2a-7 に定めるティア 1 証券 (First-Tier Securities) であることが条件とされている¹²。同プログラムについては、融資枠は特に設定されていない。FRB は、これに加えて、銀行持ち株会社などに対して課しているレバレッジやリスク・ベース資本に関する規定や、銀行とその子会社との間での取り引きに関する制限を一部免除することによって、銀行による MMF からの ABCP 購入を支援する策も、同日、打ち出した¹³。

こうした対策が、MMF 元本割れの発生からわずか 3 日後に採られた背景には、米国においては、MMF が、流動性が高く、かつ信用リスクの低い資金運用手段として、投資家の間で広く普及しているということがある。実際、米国個人投資家の金融資産の内訳をみると、現金・当座預金の残高が 706 億ドルに対して、MMF の保有残高は 14,108 億ドルにのぼっている¹⁴。また、機関投資家向け MMF も、企業年金や事業会社などによる保有が進んでおり、2008 年 10 月 1 日時点での残高は、個人投資家向け MMF の 1.2 兆ドルに対して、機関投資家向け MMF は 2.1 兆ドルに達している¹⁵。このように MMF が普及している状況に鑑みた場合、元本保証がないとはいえ、元本割れリスクは極めて低いと捉えられてきた MMF の信用リスクに対する不安が広まれば、金融市場の混乱になおいっそうの拍車がかかるとの懸念が、政府当局においてあったものと推察される。

III 今後の展望とわが国への示唆

米国 MMF の史上二度目の元本割れという今回の事態は、MMF に対する投資家の見方に影響を与える可能性があった。2007 年のサブプライム問題の表面化以降、確かに ABCP 市場の混乱や金融保証 (モノライン) 保険会社の格下げなど、MMF の資産状況に大きな影響を及ぼしうる出来事が相次いだ。しかも、今回のプライマリー・ファンドにおける元本割れは、リーマン・ブラザーズの経営破たんという、米国金融市場で 2008 年 9 月に新たに生じた混乱が招来したものであったということもあり、MMF の資金純流出入の動向に与える影響が注目されたのである。

こうした状況に対して、フィデリティなどの運用会社は、自社の MMF の安全性を主張するコメントを相次いで発表した¹⁶。また、米国投資信託協会 (Investment Company

¹² ティア 1 証券とは、満期までの期間が 397 日以内で、かつ格付機関 2 社以上より最高格付けを得ている、あるいはそれと同等の信用力と評価される証券のほか、MMF が発行する証券、政府債が該当する。注 5 参照論文。

¹³ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080919c.htm>。

¹⁴ 2008 年 6 月末時点。FRB, *Flow of Funds Accounts* より。

¹⁵ ICI 統計資料より。

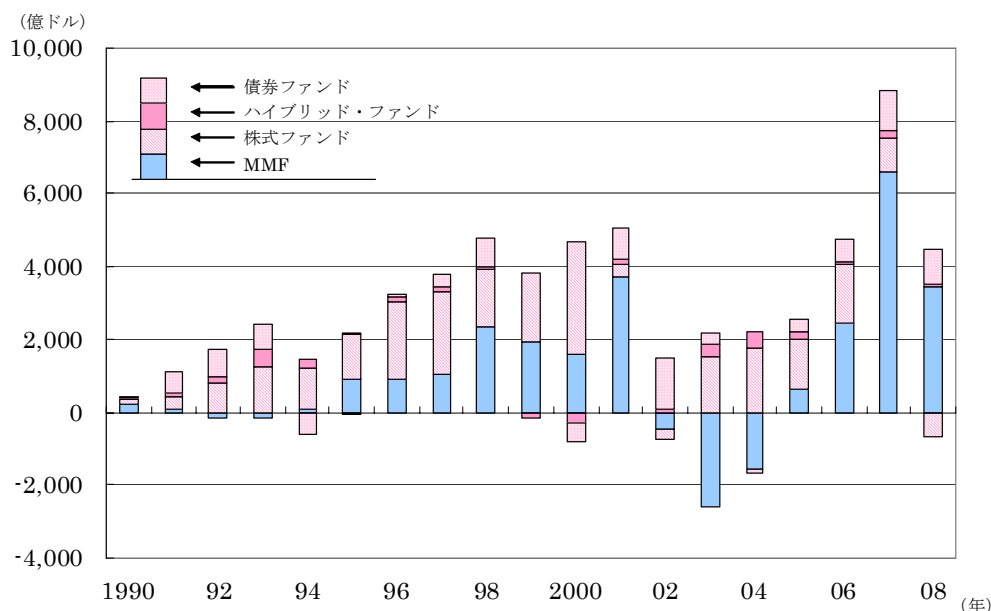
¹⁶ “Vanguard says confident in money mkt funds’ stability,” *Reuters*, 09/18/2008、Muralikumar Anantharaman, “U.S. fund industry says money funds stable,” *Reuters*, 09/18/2008 参照。

Institute, ICI) は、元本割れが起きた 9 月 16 日にコメントを発表し、規則 2a-7 により、MMF の保有証券の信用力や流動性、ポートフォリオの分散については厳格な制限が設けられていることや、運用会社やその親会社が元本割れ回避策を採る手段が存在することを根拠として、MMF の信用力は基本的には引き続き維持されているとの見解を示した¹⁷。

ICI の見解にもあるよう、米国 MMF の場合には元本割れ回避策を採る手段が制度的に認められていることに加え、財務省による MMF 元本保証プログラムや、FRB による MMF からの ABCP 買取促進策が実施されたこと、MMF 元本保証プログラムには大手運用会社の多くが参加したことなどから、少なくとも 2008 年 10 月 1 日時点で、MMF から大量の資金が引き出される事態には至っていない。MMF の資金純流入の状況を見ると、2007 年は 6,601 億ドルの流入と、1990 年以降最大規模の流入額を記録しており、2008 年においても、8 月までに 3,441 億ドルの資金が流入している（図表 1）。また、直近の MMF の資産残高の推移をみても、確かに元本割れを挟んだ 9 月 10 日から 17 日にかけて、機関投資家向け MMF で 1,733 億ドルの純減となったものの、その後は、個人投資家向け MMF、機関投資家向け MMF のいずれも、ほぼ横ばいで推移している（図表 2）。

わが国においては、運用会社などが MMF の元本割れを回避するため、資産を買い取るといった施策を実施することは、法令上、認められない可能性が大きいものと考えられる（金融商品取引法第 42 条 2 (6)）。しかしながら、米国 MMF の昨今の状況、すなわち米国住宅市場問題の深刻化の中で、元本割れ回避策の存在・実施によって、少なくとも 2008 年 8 月までは安全性を求める投資資金の大きな受け皿となってきたこと、そして、

図表 1 米国ミューチュアル・ファンドの資金純流入の推移

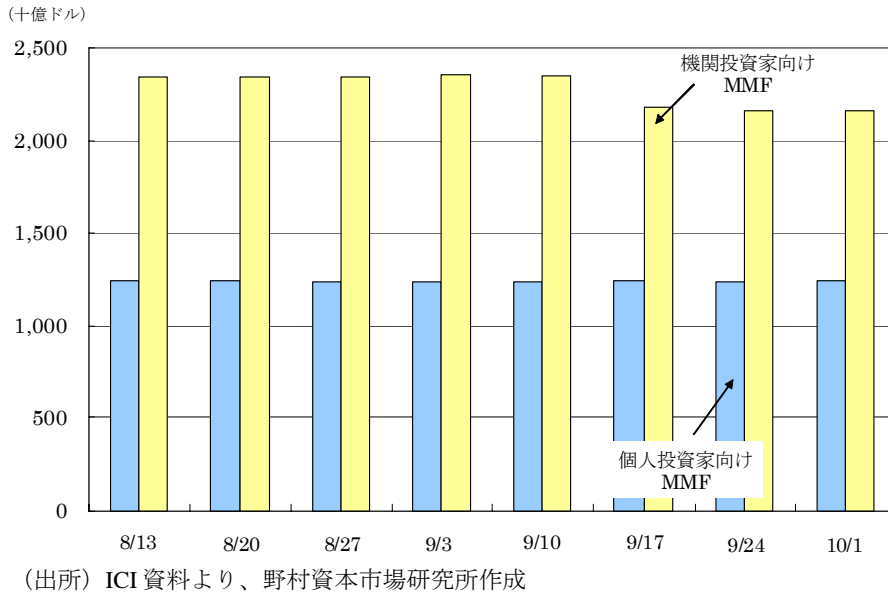


(注) 2008 年は 1 月から 8 月までの値。

(出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

¹⁷ http://www.ici.org/home/08_news_mmmfs.html。

図表 2 直近の MMF の資産残高の推移



元本割れという事態に対して、資本市場における MMF の位置づけの大きさ、重要性を踏まえて、政府による迅速な対応が採られたことに鑑みれば、わが国においても MMF に関する規制の見直し、特に運用会社による元本割れ回避策を法的に規定する必要性について、今後、本格的な議論が求められることとなるのではないだろうか。