

米国 MMF の安全性向上に向けた議論の現状 —新たに注目される流動性リスクへの対応—

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2009年3月、米国投資会社協会（ICI）が組織したMMFワーキング・グループが、米国MMFの現行規制が抱える課題の検討結果と、制度改革の提案をまとめた報告書を公表した。本報告書の提案は、今後のMMF制度改革におけるたたき台として、大きな位置づけが与えられるものと予想される。
2. 提案の内容は、①MMFのポートフォリオにおける流動性の確保など、投資家からの資金の引き出し請求が相次いだ場合に備えた対応、②MMFの安全性のさらなる向上、および③投資家や規制当局に対する情報開示の拡充という、大きく3つのポイントに分けられる。
3. MMFワーキング・グループの提案に対しては、運用会社やSECなどからは肯定的な評価が与えられている。ただし、MMFの元本保証をめぐる例え、例えばG30（Group of Thirty）の見解など、本提案に対して批判的な見方も存在するものと考えられる。

I はじめに

2009年3月26日、ガイトナー財務長官は下院住宅金融サービス委員会で証言を行い、米国金融システムの規制の枠組みの包括的な改革に向けて、その基本方針を示すとともに、特にシステミック・リスクに対処するための5つの改革の柱を挙げた¹。この中で最後の柱に掲げられたのが、MMFに対する新たな基準の創設である。米国では、2008年9月に史上二度目の元本割れが起きるなど、安全性の高い投資信託として広く普及しているMMFの信用を揺るがしかねない状況が生じた²。その影響は、MMF市場だけにとどまらず、コマーシャル・ペーパー（Commercial Paper, CP）市場を介してMMFから資金を調達していた民間企業の資金繰りにも波及した³。こうした事態を受けて、米国資本市場にお

¹ <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg71.htm>、および <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg72.htm> 参照。

² MMFの元本割れ事例について詳しくは、三宅裕樹「米国MMFの元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

³ MMF市場とCP市場の連関性について詳しくは、三宅裕樹「変化の兆しがみえる米国資金循環と今後の展望—個人金融資産、MMF・CP市場の動向を中心に—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年冬号参照。また、MMFを対象とした政策対応については、同「米国MMFを対象とした政策対応の現状」同号参照。

いて MMF はシステミック・リスクの重要な発生源の一つであるとの認識が共有されることとなった。

現時点では財務省の具体的な MMF 制度改革案は明らかとされていないが、ガイトナー財務長官の発言では、MMF の信用力をさらに高めることと同時に、これまで制度的な対応がほとんど採られてこなかった MMF のポートフォリオにおける流動性確保という課題に対処する、新たな規制・制度を設けることが必要と指摘されている。

米国 MMF の現行制度が抱える課題と、今後の改革のあり方については、ガイトナー財務長官の証言にさかのぼること約 1 週間前の 3 月 17 日に、MMF ワーキング・グループ (The Money Market Working Group) が報告書を作成・公表した⁴。同グループは、米国投資信託市場の業界団体である米国投資会社協会 (Investment Company Institute, ICI) が 2008 年 11 月に組織した検討委員会であり、バンガード (The Vanguard Group) のジョン・J・ブレナン会長を議長に、大手運用会社の経営者ら 11 名で構成されている。約 4 ヶ月にわたる検討の成果として ICI に提出された本報告書でも、やはり現在の MMF 規制が抱える課題として、信用リスクと流動性リスクの双方が指摘されており、ガイトナー財務長官の認識と基本的に一致している。このことからしても、本報告書の具体的な提案は、今後の MMF 制度改革におけるたたき台として、大きな位置づけが与えられるものと予想される。

本稿では、MMF ワーキング・グループの制度改革案の内容を紹介するとともに、それに対する関係者の反応をみることにする。

II MMF ワーキング・グループによる提言の内容

1. MMF のポートフォリオにおける流動性の確保

MMF ワーキング・グループによる改革提言は、十の項目から成る (図表 1)。その内容は、①MMF のポートフォリオにおける流動性の確保など、投資家からの資金の引き出し請求が相次いだ場合に備えた対応、②MMF の安全性のさらなる向上、および③投資家や規制当局に対する情報開示の拡充という、大きく 3 つのポイントに分けられる。

まず、①の投資家からの資金引き出し請求に対して十分に応えるための対応についてであるが、このような提案が行われた背景には、2008 年 9 月以降の金融危機下における米国 MMF 市場の混乱を振り返ると、MMF が保有する証券の信用リスクが高まったこともさることながら、MMF の安全性に懸念を抱いた投資家などからの資金の引き出し請求が相次いで寄せられたことが、MMF の運用にマイナスの影響を与えたという反省があったものと考えられる。つまり、MMF から大量に資金が引き出されると、MMF の運用マネージャーとしては、ポートフォリオの相当割合を現金化する必要が生じるため、仮に信

⁴ http://www.ici.org/pdf/ppr_09_mmmwg.pdf。

図表 1 ICIによるMMF規制改革提言の概要

		制度改革の提言		新たな規制か 現行規制の強化か
ポイント		具体的内容		
1	ポートフォリオの流動性の確保	1.1	課税MMFについて、資産の5%以上は1日以内に現金化可能な証券で保有するといった、日次ベースでの流動性に関する最低限の水準を設ける	新たな規制
		1.2	全てのMMFについて、資産の20%以上は7日以内に現金化可能な証券で保有するといった、週次ベースでの流動性に関する最低限の水準を設ける	新たな規制
		1.3	全てのMMFについて、ポートフォリオの信用リスク、資金引き出しや金利変動に対してどの程度対応することができるかを測るストレステストを実施する	新たな規制
2	ポートフォリオの平均の償還年限	2.1	ポートフォリオの加重平均償還年限の上限を90日から75日に引き下げる	現行規制の強化
		2.2	「スプレッドWAM」（変動利付き債についても、固定利付き債と同様、元本償還までの期間を用いて、平均償還年限を計算）を120日以内に抑える	新たな規制
3	信用リスク分析の拡充	3.1	MMFの運用会社（投資顧問業者）は、ポートフォリオに組み入れる前段階で、新たな金融商品について、それが投資対象として適切であるかを分析する委員会を創設する。同委員会は、投資後も、定期的に再評価を行うこととする。	新たな規制
		3.2	MMFの運用会社（投資顧問業者）は、MMFの投資対象が満たすべき最低限の信用力の水準について、ベスト・プラクティスを検討し、適切と判断した場合にはそれに従う	現行規制の強化
		3.3	1940年投資会社法規則2a-7において格付機関（NRSROs）についての言及を残し、MMFの投資対象となりうる金融商品の重要な判断基準として、MMFの運用会社（投資顧問業者）が格付けを引き続き利用することを可能とする	現行規制の維持
		3.4	MMFの運用会社（投資顧問業者）は、MMFの投資対象としての的確性を判断するために参照する格付機関を最低3社指定し、投資家に公表する	新たな規制
4	保有者構造に関するリスクの評価	4.1	MMFは、投資家からの資金引き出し請求の期待値、及び確保すべき流動性について把握するため、あるいはまた、そうした情報が入手できない場合に、不確実性に伴う影響を和らげるため、MMFの保有者構造を把握し、特定の投資家層が保有できる上限を定めるなど、一定の手続きを定める	新たな規制
		4.2	MMFは、保有者構造、及びその偏りに伴うリスクについて、毎月ウェブサイトで情報を開示する	新たな規制
5	資金引き出しへの対応	5.1	MMFの取締役会等は、差し迫った環境下においては、元本割れを回避するべく適切な対応を採るため、5営業日の間、投資家の資金引き出しを差し止める権限を有する。MMFは、その間に支援を求めたり、恒久的に資金引き出しを差し止めて清算を行うといった判断を行う。	現行規制の修正
		5.2	SECは、MMFが清算を行うための準備として、資金の引き出しを差し止めるなどの対応を採ることができるよう、制度的な手当てを行う	現行規制の修正
6	MMFに関する投資家・市場の混乱の解消	6.1	MMFは、元本割れの可能性など、リスクについての情報開示のあり方を再評価し、必要に応じて改善を行う	現行規制の強化
		6.2	MMFは、ポートフォリオに含めている金融商品について、毎月ウェブサイトの情報開示を行う	新たな規制
		6.3	SECは、MMFとして登録されていないものの、MMFとほぼ同様のファンドとして認識されているファンドについて、投資家の混乱・誤解を解消するよう、同ファンドの投資顧問業者に求める規定を設ける	新たな規制
7	政府の監督体制	7.1	MMF業界は、適切な政府当局と協力し、非公式な情報提供・報告システムを拡充する	新たな規制
		7.2	SECは、明らかに利回りが高すぎるとと思われるMMFについて、また適当に選んだ10のMMFについて、毎月監視を行うというプログラムを運営する	現行規制（権限）の強化
8	MMFからの証券買い取り		SECは、MMFの運用会社、ないしその親会社が、MMFより証券を買い取ることを認める場合を増やす、あるいは対象証券の範囲を広げる	現行規制の修正・強化
9	政府の政策プログラム	9.1	米国財務省のMMF一時保証プログラムの期限を2009年9月18日まで延長する	現行規定の延長
		9.2	SECは、MMFが保有する証券の評価方法について、減価償却による評価額の算定を認めるノークション・レターの発行をスタッフに認める	新たな規定
10	今後の取り組み	10.1	ティア2証券を、MMFが保有することが認められる適格証券の定義から外す	現行規定の修正
		10.2	MMFの取締役会の監督に関する役割についての規定をより適切なものとする	現行規定の修正

(出所) The Money Market Working Group, "Report of the Money Market Working Group," 03/17/2009 より、野村資本市場研究所作成

用リスクが低く MMF の投資対象として魅力が高い証券であったとしても、流動性が枯渇した証券流通市場で売却せざるをえない状況に追い込まれてしまう。この結果、投売り状態となり、MMF の損失のさらなる拡大につながる、という事態が起きたのである。

例えば、実際に元本割れに至ったりザーブ社 (The Reserve) のプライマリー・ファンド (Primary Fund) においては、元本割れの直接の原因は、保有していたリーマン・ブラザーズの関連債券の評価額がゼロとなったことであるが、リーマンの経営破たん直後から

投資家からの資金引き出し請求が大量に寄せられ、わずか2日間で純資産残高の半分近くに相当する273億ドル以上が引き出されたことも、元本割れの一因となったものと思われる⁵。

MMF ワーキング・グループは、こうした経験を踏まえて、以下の4つの改革を提案している。一つは、MMF のポートフォリオについての基準を定めた1940年投資会社法規則2a-7（以下、「規則2a-7」）に、新たに流動性に関する規定を設けるというものである（提言1）。具体的には、1日以内に市場で売却するなどして現金化することが可能な証券をポートフォリオの5%以上、1週間以内に現金化可能な証券を同20%以上保有することといった基準を盛り込むよう提言している⁶。MMF ワーキング・グループは、これにより MMF のポートフォリオの流動性を日次ベースと週次ベースで確保できるとしている。

二つ目は、MMF のポートフォリオの平均償還年限に関するものである（提言2）。現状では MMF が保有する証券の平均償還年限の上限は90日とされているが、これをさらに短縮して75日とすることが提言されている。また、変動利付き債については、現行制度では、金利変動リスクを管理する観点から、金利水準が次に変更されるまでの期間を計算上の「償還年限」としている。しかし、こうした計算方法は、MMF のポートフォリオの流動性を確保する観点からは、リスクを見過ごす可能性があるとして、この方法とは別途、変動利付き債についても元本が償還されるまでの期間を「償還年限」としてポートフォリオの平均償還年限を計算し、これを120日以内とすることを求めることも提案されている。

三つ目としては、各 MMF の運用会社が、当該 MMF の保有者構造に関する情報を把握すること、および流動性を確保する観点から、特定の投資家、ないし投資家層に保有が偏らないよう、例えば投資家層の保有に一定の上限を設けるような枠組みを整えることが提案されている（提言4）。投資家層によって、MMF に資金を入れたり、引き出すといったキャッシュフローの大きさが異なることは、容易に予想されることである。実際、個人投資家向け MMF と機関投資家向け MMF との間で、資金純流出入の大きさには差が認められる。各 MMF の純資産残高の増減率を2008年以降、週次ベースで見ると、一般に機関投資家向け MMF の方が個人投資家向け MMF よりも比較的大きく変化している（図表2）。MMF の場合、純資産残高の変化のほとんどは資金純流出入によって説明されることから⁷、これより、機関投資家は概して個人投資家と比べて資金の出し入れを行っているといえる。また、両者の間では、同じ週でも流出か流入かが異なることもしばしばある。それゆえ、MMF の運用会社が、投資家からの資金引き出しの大きさを予測して流動性を確保する上で、投資家層の現状を把握することは意義のあることと考えられる。

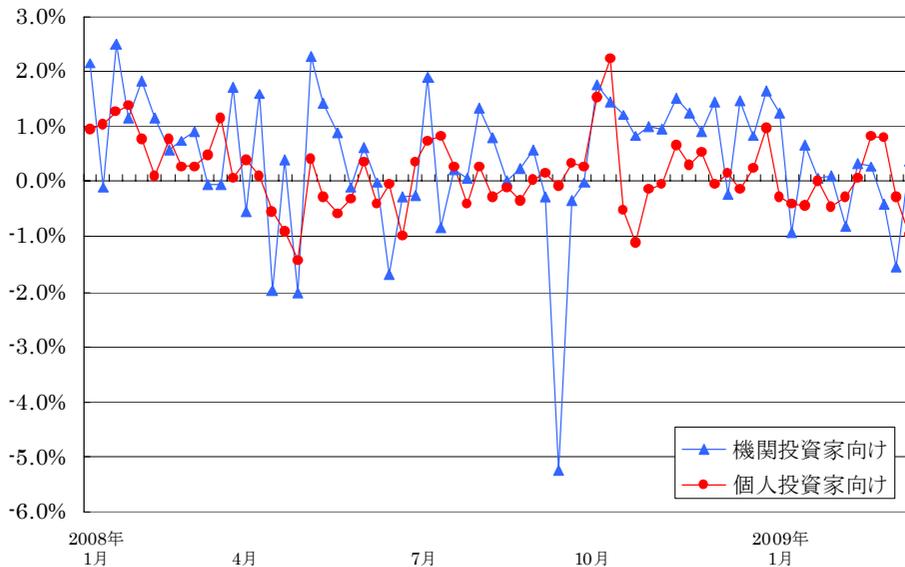
四つ目は、以上のような対応にもかかわらず、資金の引き出し請求が過多に寄せられ、

⁵ 同 MMF 年次報告書、およびリザーブ社プレスリリース参照。

⁶ 1日以内に現金化可能な証券のポートフォリオ規制については、米国地方債で主に運用される MMF（免税 MMF）を除いた MMF（課税 MMF）のみを対象とした規定として、提案されている。

⁷ 三宅裕樹「2008年米国投資信託市場の回顧 —株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰の可能性—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

図表 2 各種 MMF の純資産残高の増減率の推移（週次ベース）



（出所）ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

投売りを余儀なくされるような場合には、引き出しを一時的に差し止める権限を MMF の取締役会などに認めるというものである（提言 5）。現行制度でも、こうした権限は認められているものの、例えば基準価額の算定が困難となるような「緊急の場合」に例外的に行使できるものとされている（1940 年投資会社法 22 条、同法規則 22c-1）。MMF ワーキング・グループは、「緊急の場合」を、元本割れの懸念が認められる場合というように、より幅広く解釈することを提案している。

2. MMF の安全性のさらなる向上

MMF ワーキング・グループは、第二のポイントとして、MMF の安全性をさらに高めるべく、①ポートフォリオに組み入れる証券の信用リスクに対する規制と、②運用会社やその親会社による MMF からの証券の買い取りに関して、改革を提案している。

このうち、①については、現行制度（規則 2a-7）において、格付けに基づくかなり厳格な制限が設けられている⁸。具体的には、MMF が投資できる証券（「適格証券（eligible securities）」）には、複数の格付機関より上位 2 位以内の短期格付けを得ていること、あるいはそれと同程度の信用力を有していると判断されることが条件とされている。

MMF ワーキング・グループの提言では、まず、MMF が新たな金融商品をポートフォリオに含めるべきか否かを判断する際には、必ずしも格付けだけに頼るべきではないとして、専門の委員会を設け、そこで運用対象としての適切性を検討することを MMF の運用

⁸ 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。

会社（投資顧問業者）に求めるべきとされている。

その一方で、現行の規則 2a-7 において、格付けに基づいて、MMF の運用マネージャーのポートフォリオ運用において最低限満たすべき基準が設定されていることについては、基本的に肯定的な評価を与えている。それゆえ、MMF 規制が今後、改革されたとしても、ポートフォリオへの組み入れ証券に関する格付けに基づいた規制は、引き続き維持されるべきとの見解が提示されている。この点は、現在、規則 2a-7 から格付けに関する言及を取り払うことを提案している米国証券取引委員会（Securities and Exchange Committee, SEC）とは意見が異なっている⁹。

ただし、提言では、格付けに基づき「適格証券」の範囲を定めることを支持しつつ、これまで以上に高い信用力を適格証券に求めるべきとされている。現状、適格証券は、複数の格付機関より最上位の短期格付けを得ている、あるいはそれと同程度と考えられる「ティア 1 証券（first tier security）」と、ティア 1 証券よりは信用力が劣ると考えられる「ティア 2 証券」とに分けられる。現行制度では、MMF はティア 1 証券に投資することが基本とされているものの、ポートフォリオの 5% を上限として、ティア 2 証券での運用も認められている。しかし、MMF ワーキング・グループは、今後は、ティア 1 証券のみを適格証券とし、ティア 2 証券は適格証券から除外するべきと主張している（提言 10）。

また、②については、米国 MMF の場合、運用会社やその親会社が、信用力が低下した証券を MMF から買い取ることが制度的に可能である。ただし、運用会社などは、本来は MMF を含め、投資信託から証券を買い取るとは認められていない（1940 年投資会社法 12 条・17 条）。それゆえ MMF からの証券買い取りは、運用会社が SEC からノーアクション・レターを得た上で行われる場合が多い¹⁰。MMF ワーキング・グループの提言は、運用会社などによる MMF からの証券買い取りを、より幅広い場合で認めるよう SEC に求めている。

3. 情報開示の拡充

MMF ワーキング・グループによる提言の三つ目のポイントは、投資家や規制当局に対するより充実した情報開示である。

具体的には、まず、MMF のポートフォリオに含まれている証券に関する情報について、月次ベースでウェブサイトにおいて公表することを求めている（提言 6）。また、元本割れリスクなど当該 MMF が抱えるリスクについて、情報開示のあり方をより充実させるべく、運用会社がそれぞれ検討を行い、必要に応じて改善を図るべきとしている。特に、先に述べた MMF の保有者構造、およびその偏りに伴うリスクについては、ポートフォリオの構成と同様、月次ベースでの情報提供を要求している（提言 4）。

また、SEC など規制当局に対しては、非公式な形で、上述した一般向けに開示される

⁹ <http://sec.gov/rules/proposed/2008/ic-28327.pdf>.

¹⁰ 注 8 参照論文。

情報をより詳細に、あるいはまた、公表されない情報についても必要に応じて報告するような体制が整えられるべきとも提言している¹¹（提言7）。

III MMF ワーキング・グループによる提言に対する評価と今後

MMF ワーキング・グループの提言に対して、運用会社からは肯定的な評価が寄せられている。例えば、JP モルガン・アセット・マネジメント（J.P. Morgan Asset Management）が、同提言の内容を全面的に指示する旨を表明しているほか¹²、インヴェスコ（Invesco）も、同提言は、「流動性や年限、信用力の水準、投資家との関係、情報開示の課題に対処することで MMF の品質を包括的に高めるものである」として評価している¹³。

また、MMF の規制・監督当局である SEC も、すでに言及したとおり、MMF のポートフォリオ規制において格付けに基づく基準を引き続き採用するかなど、論点によっては見解が異なるものの、大筋では MMF ワーキング・グループの提言を支持しており、今後の MMF 規制の改革においても多くの提言を採用することとなるだろうとの報道が、関係者のコメントとしてなされている¹⁴。

一方、MMF ワーキング・グループの提言に批判的な見方も存在しえよう。例えば、世界の有識者で構成される非営利のシンクタンクである G30（Group of Thirty）は、2009 年 1 月に、今後の金融市場規制のあり方についての提言を発表したが、その中で MMF 規制についても言及している¹⁵。G30 は、MMF が、元本を維持しながら、投資家に決済サービスを提供するという、商業銀行の預金口座と類似する商品となっているにもかかわらず、十分な規制・監督の下に置かれておらず、またセーフティ・ネットの枠組みにも組み入れられていないとして、引き続き MMF がそうした商品性を維持するのであれば、特別目的銀行（special-purpose banks）として、適切なプルーデンス規制・監督の下に置かれるべきであると主張している（G30 提言 3）。

これに対して、MMF ワーキング・グループは、投資家の中には、米国 MMF に対して運用会社などによる暗黙の保証が付されているとの捉え方があることを特段、解決すべき課題としてみているわけではない。むしろ、そうした投資家からの安全性に対する信用

¹¹ なお、具体的にどの金融当局が MMF を規制・監督するべきかについては議論の余地がある。これに関して、ICI は、MMF ワーキング・グループの今回の提言に 2 週間先立って、「金融サービス規制改革：議論と提言（Financial Services Regulatory Reform: Discussion and Recommendations）」と題する報告書を公表し、その中で引き続き SEC が、あるいは SEC と商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）の機能を統合して新設するべきとする「資本市場レギュレーター（Capital Markets Regulator）」が、MMF の基本的な監督当局となるべきとしている。詳しくは、三宅裕樹「ICI による米国金融システムの規制・監督体制の改革提言」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

¹² <http://finance.yahoo.com/news/JP-Morgan-Supports-Money-prnews-14675384.html>.

¹³ http://www.invesco.com/media/press_releases/2009_03_18.pdf.

¹⁴ “Industry Expects SEC To Follow ICI Money Fund Advice,” *fund action*, 03/23/2009 参照。

¹⁵ Group of Thirty, “Financial Reform – A Framework for Financial Stability,” 01/15/2009。なお、同提言について詳しくは、小立敬「システム安定化の枠組みのための金融改革に関する G30 提言」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

に応えられるようなファンドとするべく、MMF の信用リスクをさらに抑え、加えて流動性も確保するという方向で改革を進めるべきとの見解が採られている。

こうした MMF の元本保証をめぐる議論は、今後の MMF 規制改革を根本的に方向付ける重要な論点といえよう。実際の MMF 市場・制度の動向をみると、リーマン・ショック以後、短期金融市場の流動性が急速に逼迫したことを受けて、流動性資金の運用手段として投資家の間で広く普及しており、また CP 市場との関連性も強い MMF が新たな市場の混乱を生み出す震源とならぬよう、財務省が MMF の元本保証を行うプログラム（Temporary Guarantee Program for Money Market Funds）が創設された。現状では、金融危機に対する緊急避難的な措置ということもあり、MMF に対して投資家から非常に安全性の高い投資信託としての信用があるという状況を踏まえた、現実的な対応が採られているといえる¹⁶。

今回の MMF ワーキング・グループによる提言なども踏まえて、今後、米国 MMF をめぐる制度改革がどのような方向性で実際に進められていくこととなるのか、注目される。

¹⁶ これについて詳しくは、注 2 参照論文、および三宅裕樹「米国 MMF を対象とした政策対応の現状」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年冬号参照。