

SEC による米国 MMF 規制改革案の提示

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2009年6月24日、SECは米国MMFの規制改革案を発表した。その背景には、一般的に安全性の高い投資信託として投資家から認知されているMMFにも、2007年後半以降の一連の金融危機の影響が波及したことがある。
2. 今回の改革案の主なポイントとしては、まず、MMFの運用ポートフォリオに対して、流動性に関する基準が設けられたことが挙げられる。そのほか、適格証券に求められる安全性や償還年限などに関する基準がより厳格化され、ポートフォリオへのストレス・テストも定期的実施するとされている。加えて、運用会社やその親会社などによるMMFへの資本注入に関する要件を緩和する方針も打ち出されている。
3. 今回の提案で打ち出されたMMF規制の厳格化の方向性は、おおむね受け入れられるものと思われる。ただし、MMFの基準価額の算定方法については、現段階では相反する見解が関係者より示されている。これについては、今後の米国資本市場、投資信託市場におけるMMFの位置づけに大きく影響しうる論点として、引き続き議論を呼ぶことになるものと考えられる。

I. 提案の背景

2009年6月24日、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）は、米国MMFの規制改革案を発表した。今後、9月8日まで同提案に対するパブリック・コメントが募集された上で、最終的な制度改革へと移ることとなる予定である。

今回のSECによる制度改革の提案の背景には、流動性資金の運用先として米国において広く普及しているMMFが、一般的に安全性の高い投資信託（ミューチュアル・ファンド）として投資家から認知されていたにもかかわらず、2007年後半からのサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機、特に2008年9月のリーマン・ショック以降の金融市場の混乱の影響を免れることができなかったことがある。リーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）の破綻直後には、史上二度目となる元本割れ事例が発生し、また複数のMMFで、機関投資家などから大量の解約が相次ぎ、運用会社やその親会社などによる資金注入が行われる

事態へと発展した¹。

こうした状況は、米国財務省による MMF 一時保証プログラム (Temporary Guarantee Program for Money Market Funds) や、連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board, FRB) による MMF への流動性供給プログラムの創設といった緊急対応が即座に採られたことにより、事態の悪化が食い止められ、むしろ 2008 年 10 月以降は、株式ファンドや債券ファンドなどから流出する資金の受け皿としての役割を果たすこととなった²。

しかし、その一方で、ポートフォリオに組み入れることができる証券の信用リスクや償還年限などに関して、他の投資信託とは別途、より厳格な規定が設けられているにも関わらず、今回のような事態が生じたことに対して、MMF 規制を改革する必要性についての認識が関係者間で共有されることとなった。例えば、2009 年 1 月 15 日に、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) が、今後の金融市場規制のあり方についての提言の中で MMF 規制改革について言及したほか³、同年 3 月 17 日には、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) が組織した検討委員会である MMF ワーキング・グループ (The Money Market Working Group) が、MMF 規制についての包括的な改革提言を含む報告書を作成・公表した⁴。

また、2009 年 6 月 17 日に、米国財務省より公表された包括的な金融規制改革案である「金融規制改革 新たな基盤：金融監督規制の再構築 (Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation)」は、SEC に対して MMF 規制の枠組みを強化することを求めている⁵。加えて、大統領金融市場ワーキング・グループ (The President's Working Group on Financial Markets) に対して、システムリスクにより直接的に対処するためにどのような改革が必要となるかを検討するレポートを作成することを求めているが、その中で MMF 規制についても触れられるべきとしている。

¹ 米国 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。

² 2008 年の金融危機を受けた米国 MMF に対する政策対応について詳しくは、注 1 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。また、米国投資信託市場の資金純流入動向については、同「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 —」同 2009 年春号など参照。

³ 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「金融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。

⁴ 同提言について詳しくは、三宅裕樹「米国 MMF の制度改革をめぐる議論の現状 — ICI の MMF ワーキング・グループによる提言 —」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。

⁵ 同案について詳しくは、小立敬・ロザノ容子「オバマ政権が提示した米国の金融制度改革案」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年夏号 (ウェブサイト版) 参照。

Ⅱ. 提案の主な内容

今回の SEC による MMF 規制改革案は、こうした流れを受けて打ち出されたものである。その内容の主なポイントは、以下の通りである。

- ① MMF の運用ポートフォリオに対して、流動性に関する基準を設ける。具体的には、まず、通常の市場環境であれば 7 日以内に償却原価法により算定される価格にほぼ相当する水準で売却ないし換金できる「流動性を有する証券 (Liquid Security)」のみを MMF の投資対象とする。そしてさらに、1 営業日以内、および 5 営業日以内に償還を迎える、もしくは買い取りを請求した場合にその支払いを受けられる (Demand Feature) 資産のポートフォリオへの最低組み入れ比率を、機関投資家向け MMF と個人投資家向け MMF のそれぞれに対して設定する。
- ② MMF のポートフォリオに組み入れられている証券の平均償還年限の上限を引き下げ、現行の 90 日から 60 日とする。加えて、変動利付き債の「償還年限」を、金利水準が次に変更されるまでの期間ではなく、固定利付き債と同様、元本が償還されるまでの期間として計算された「平均満期年限 (Weighted Average Life Maturity)」を新たに算出することとし、その上限を 120 日とする。
- ③ MMF のポートフォリオに組み入れることができる証券、すなわち適格証券に関して、最上位の短期格付けを得ていること、あるいはそれと同等の信用力を有することを条件とする。すなわち、現行規定ではポートフォリオの 5% まで、複数の大手格付機関から上位 2 位以内の短期格付けを与えられていれば、仮にそれが最上位の格付けでなくとも組み入れることができるとされているが (ティア 2 証券 (second tier security))、この規定を廃止する。
- ④ MMF のポートフォリオに対してストレス・テストを定期的実施し、市場環境が悪化した際の影響について検討することを MMF の取締役会に求める⁶。
- ⑤ MMF のポートフォリオを構成する銘柄を SEC に毎月報告すること、および運用会社のウェブサイトにもその内容を掲載することを MMF の取締役会に求める。
- ⑥ 運用会社やその親会社などによる MMF への資本注入に関する要件を緩和する。これまで、運用会社などによる MMF からの証券の買い取りは、同証券が格下げなどによって適格証券としての条件を満たさなくなった場合にのみ制度的に認められていた。そして、これ以外の場合に買い取りを受ける際には、SEC よりノーアクション・レターを得る必要があった⁷。今回、適格証券でなくなった場合に加えて新たに、適格証券としての条件を引き続き満たしている証券についても、買い取りを行った運用会社などが、その後、同証券を転売して利益を得た際には買取価格との差額分を MMF に支払うとされる場合にも、運用会社などによる買い取りを認める。

⁶ 米国では、一般に投資信託は投資会社 (Investment Company) の形態を採っている。

⁷ これについて詳しくは、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。

- ⑦ 額面割れを起こし、清算することを決定した MMF について、ファンドの資産の清算を秩序立って行う間、投資家の解約請求に応えなくてもよいとする猶予を認める。

その上で、SEC は、特に以下の 3 つの論点について意見を募集している。

- ⑧ MMF も、一般の投資信託と同様に基準価額 (net asset value, NAV) を算出することとする、すなわち MMF の基準価額を現行の「安定的 NAV (stabilized net asset values)」から「変動 NAV ("floating" net asset values)」に変更すべきか (詳しくは後述)。
- ⑨ 一定以上の資金解約請求に対して、現金ではなく現物で支払うことを可能とするべきか。
- ⑩ MMF 規制において格付けに依存している現状について、どのような代替的な方法がありうるか。

III. 今後の注目点

今回の SEC の改革提案は概ね、これまでに現行の MMF 規制において改革の必要があると指摘されてきた点に対応する内容となっている。

例えば、先に述べた ICI の MMF ワーキング・グループの提言では、①MMF のポートフォリオにおける流動性の確保、②MMF の安全性のさらなる向上、③投資家や規制当局に対する情報開示の拡充という 3 点が、MMF 規制改革に求められるポイントとして挙げられていた。特に、①流動性の確保については、現状では特段の規定が設けられていないが、今回の金融危機下で起きた MMF の元本割れやその懸念の高まりが起きた背景の一つとして、ポートフォリオに組み入れられている証券のデフォルトや信用リスクの上昇だけではなく、投資家からの大量の資金解約請求に応えるべく、MMF の運用会社が組み入れ証券の投売りを余儀なくされたことがあったとの指摘から、新たに MMF 規制に盛り込む必要性が認識されるようになった点である。

SEC の提案では、ICI ワーキング・グループの提言で挙げられている三つのポイント全てに対して、規制改革の具体的な内容が盛り込まれている。それゆえ、これらの点については改革が実施・強化されることとなる可能性が高いと考えられる。一部では、こうした MMF 規制の強化により、利回り水準が低下することへの懸念を示す向きもみられるが⁸、MMF の安全性を確保する上ではある程度やむをえないとする見解が、例えば ICI の Paul Schott Stevens 会長からも示されている⁹。

その一方で、今後、引き続き議論を呼びそうな論点として、SEC 改革提案の中で見解を

⁸ SEC は、改革により MMF の利回りが 2~4bp (ベース・ポイント、0.01%) 低下する可能性を指摘している。Kara Scannell and Eleanor Laise, "SEC Commissioners Talk Money Funds," *The Wall Street Journal*, 06/25/2009 参照。

⁹ ICI の Paul Schott Stevens 会長は、SEC の提案に対して、「提案により、利回りが一定、犠牲となることは疑いない。しかし、MMF の投資家の多くの関心は、安全性と利便性という点にあるものと思われる。」と述べている。Tara Siegel Bernard, "Rewriting Rules to Protect Money Funds," *The New York Times*, 06/25/2009 参照。

募集するとされた⑧MMF の基準価額の算定方法が挙げられる。というのも、これは、元本が確保される、それゆえ基準価額は1ドルの水準を維持する可能性が高い投資信託として、市場からの信頼を得ている MMF の特性を左右しかねないポイントであるからである。

現行の1940年投資会社法 (the Investment Company Act of 1940) (以下、「法」) の規定では、MMF の基準価額の算定に際して、一般の投資信託とは異なる方法を採用することが認められている。

一般の投資信託の場合、ポートフォリオに含まれている各証券について、市場価格が容易に入手できる場合はそれを参照して、入手が容易でない場合は MMF の取締役会が決定する公正な水準に基づいて価格が求められ、これに基づいて基準価額が算定される (法第2条41項、法規則2a-4・22c-1) (先述の「変動 NAV」)。

しかし、MMF の場合は、ポートフォリオの安全性や償還年限などに関する一般の投資信託よりも厳しい規定を満たす限りにおいて、償却原価法 (the Amortized Cost Method) か、セント単位調整法 (the Penny-Rounding Method) のいずれかの方法で基準価額を算定することが認められている (法規則2a-7-c) (先述の「安定的 NAV」)。償却原価法とは、取得原価を基準として、取得時点でのプレミアムの上乗せ分を償却したり、あるいは価値の割引分を加算したりして適当な調整を行って組み入れ証券の価格を算定し、これをもとに基準価額を求めるという方法である。ただし、償却原価法による基準価額が、市場価格を可能な限り用いて算定を行った場合のそれと0.5%超乖離する際には、MMF の取締役会は迅速に適切な対応を採らなくてはならない。また、セント単位調整法とは、投資信託一般と同様、市場価格を可能な限り反映して基準価額を算出した上で、その価格を0.1セント単位で四捨五入して、最終的な水準を決定するという方法である。

こうした安定 NAV を用いることが認められていることにより、MMF の基準価額は、市場の変化に一々反応して変動することがある程度抑えられることとなる。つまり、例えばセント単位調整法が採られる場合、市場価格に基づいて算出される基準価額が99.5セント以上100.5セント未満の範囲に収まっていれば、基準価額は一貫して1ドルの水準を維持することができるのである。

MMF の現行規制をめぐる議論の中では、MMF に対してこうした安定的 NAV の算定が認められていることを批判する見解が、例えば G30 などから示されている。すなわち、安定的 NAV が用いられることが、実際には運用会社などによる保証が付されているわけではないにもかかわらず、MMF が市場の変化にほとんど左右されることなく安定的に元本を維持する投資信託であるとの信用を投資家の間に生み出す一因となっている。そしてこうした投資家の「過度の」信用が、一旦ある MMF で元本割れが生じたり、あるいはその懸念が高まることによって裏切られると、一気に資金の解約が生まれ、MMF 市場、ひいてはコマーシャル・ペーパー (Commercial Paper, CP) 市場など短期金融市場全般に広く影響が及ぶこととなる、すなわちシステムック・リスクが顕在化することとなると指摘されているのである。そうした見解に立てば、MMF についても他の投資信託と同様、市場価格

に基づく基準価額の算定、すなわち変動 NAV を利用することとして、MMF の基準価額も変動するものであるということを投資家に認識させるべきということになる。

これに対して、ICI は、引き続き安定的 NAV を用いることを認めるべきとの主張を変えておらず、むしろより MMF の元本割れリスクを抑えるための規制強化を進めるべきとの見解を有している¹⁰。

今回の SEC の提案では、この点については関係者の見解を募集するとして、具体的な見解は示されなかったが、今後の米国資本市場、投資信託市場における MMF の位置づけに大きく影響する論点といえよう。それゆえ、この点について、最終的に SEC がどのような判断を下すこととなるのかについては、特に関係者の注目が集まるものと思われる。

¹⁰ 2009 年 3 月の ICI の MMF ワーキング・グループの規制改革の提言、および SEC の提案を受けて発表された ICI のプレスリリース (http://www.ici.org/pressroom/news/ci.09_news_mmf_regs.print) 参照。

図表 SECによるMMF規制の改革提案の主な内容

現行規定	SECによる提案	
		コメントを募集
ポートフォリオの組み入れ証券の信用力に関する規定		
①MMFは、ティア1証券とティア2証券の双方に投資できる(適格証券)。 ・ティア1証券とは、2社以上の格付機関より最上位の短期格付けを得ている、もしくはそれと同等の信用力を有すると判断される証券、MMFの発行証券、および政府債。 ・ティア2証券とは、ティア1証券以外の適格証券。	①ティア1証券のみを投資対象とする。	
②資産担保証券 (ABS) については、①償還を要求した場合、397日以内に元利払いを受けられること、②格付機関1社以上から格付けを得ていること、などの条件を満たすことが必要条件とされる。		②について、修正の必要はあるか、あるとすれば、どのような修正が適当か。
ポートフォリオの組み入れ証券の償還年限に関する規定		
①ポートフォリオの平均償還年限 (Weighted Average Maturity) の上限を90日とする。	①平均償還年限の上限を60日とする。	
	②平均満期年限 (Weighted Average Life Maturity) という概念を新たに設け、この上限を120日とする。	
ポートフォリオの流動性に関する規定		
特に規定なし。	①MMFは、流動性を有する証券のみを投資対象とすることができる。 「流動性を有する」とは、通常の市場環境において、7日以内に償却原価法で算出される価格で売却ないし換金することができることとされる。 ②一日単位での流動性をもつ資産の保有について、ポートフォリオの5% (個人投資家向け) ないし10% (機関投資家向け) という下限を設ける。ただし、免税MMFは対象ではない。 「一日単位での流動性をもつ資産」には、現金 (レボ含む) や米国財務省証券、あるいは一営業日以内に償還を迎える、ないし要求した場合にその支払いを受けられる証券が含まれる。 ③週単位での流動性をもつ資産の保有について、ポートフォリオの15% (個人投資家向け) ないし30% (機関投資家向け) という下限を設ける。免税MMFも対象に含まれる。 「週単位での流動性をもつ資産」には、現金や米国財務省証券のほか、5営業日以内に償還を迎える、ないし要求した場合にその支払いを受けられる証券 (レボ含む) が含まれる。 ※機関投資家向けMMFと個人投資家向けMMFの定義を行う。 ④償却原価法を採るMMFについて、ポートフォリオに対するストレステストを定期的実施する義務を課す。	
ポートフォリオの分散		
①ティア1証券の場合、同一発行体が発行する証券の保有上限を5%とする。 ②ティア1証券の場合、買取請求の相手先、あるいは保証主体が同じ証券の保有上限を10%とする。		①や②をより厳格化する必要があるか。
レボ取引		
特に規定なし。	①担保資産が現金、あるいは政府証券である場合にのみ、レボ取引を行うことができる。 ②MMF取締役役会などに対して、取引相手の信用力を評価することを義務付ける。	
ポートフォリオに関する情報開示		
①一般に対する情報開示については、特に規定なし。	①一般向けに、ポートフォリオに関する情報を毎月、ウェブサイトにて公表することを義務付ける。 開示項目は、組み入れ証券の発行体や銘柄名、元本、現在の償却原価法に基づく価格など。 開示期限は、翌月2営業日以内 (no later than) とする。その後、12ヶ月以上は開示し続ける。	
②SECに対して、四半期に一度、ポートフォリオに関する情報を提出しなくてはならない。	②SECに対して、①以上に詳細な情報を毎月、提出することを求める。報告より二週間後に公開することを予定する。	
設定・解約に関する事務処理		
特に規定なし。	①MMF取締役役会において、その時点で算定しているNAVで、投資家からの持分設定要求や解約請求に応えられるかを、年に一回以上、投資家の立場に立って誠実に判断することを義務付ける。	
MMFからの資産買取に関する規定		
①組み入れ証券が適格証券としての規定を満たさなくなった場合、MMFの運用会社やその親会社などによる買い取りを受けることができる。	①組み入れ証券が適格証券としての規定を満たさなくなった場合、MMFの親会社などからの買い取りを受けることができる。	
②組み入れ証券が適格証券の場合でも、SECよりノーアクション・レターを得られれば、運用会社などによる買い取りを受けることは可能となる。	②組み入れ証券が適格証券であったとしても、MMFより買い取りを行った運用会社などが、その後、同証券をMMFからの購入価格よりも高い価格で売却した際に、その差額分を適切にMMFに支払うのであれば、買い取りを受けることが認められる。	
	③親会社などから買い取りを受けた場合には、その旨をSECに対して報告することを義務付ける。	
ファンドの清算		
①原則として、投資家からの解約請求には7日以内に応えることを求める。	①秩序だった清算を進めるため、投資家からの解約請求に対する支払いを一時中止する権限を認める。	
		②清算時以外にも、投資家への支払いを中止する権限を認めるべきか。

(出所) SEC 資料などより、野村資本市場研究所作成