

米国で実施された MMF 規制の包括的な改革

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2010年1月27日、米国証券取引委員会（SEC）は、MMFの包括的な規制改革案を採択した。同年5月5日より施行の予定とされている。
2. 今回の改革の主なポイントとしては、①ポートフォリオの安全性を維持するための基準の強化、②ポートフォリオの流動性を確保するための制度的な手当の実施、③MMFの元本割れ回避策としての、運用会社などによるMMFからの資産買い取りに関する制限の緩和、④投資家・SECへの情報開示、という4項目が挙げられる。
3. 今回のMMF規制の改革に対しては、運用会社などからも基本的に肯定的な評価が与えられている。その背景には、今回の金融危機の影響をMMFも免れえなかったという経験を受けて、MMF市場の関係者の中で規制強化の必要性に対する認識が一定共有されていたことがあるものと考えられる。また、大きな論点の一つとされていた基準価額の算定方法についての改革が先送りされたことも大きいと思われる。ただし、後者については、SECのシャピロ議長が今後、改めて検討を行う方針をすでに示していることなどを踏まえれば、将来、追加的な改革が実施される可能性も十分にあると考えられる。

I. 今回の米国 MMF 規制改革の主な内容

2010年1月27日、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）は、MMFの規制改革案を採択した。これは、2008年9月に史上二度目となる元本割れ事例が生じるなど、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の影響をMMFも免れえなかったことに対する反省から¹、SECが2009年6月に公表したMMFの新たな規制の提案（以下、「当初案」）、およびこれに対して寄せられたパブリック・コメントの内容を踏まえて、最終的に打ち出したものである²。施行は、一部の規定を除いて2010年5月

¹ 米国MMFの史上二度目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 SECのMMF規制改革提案について詳しくは、三宅裕樹「SECによる米国MMF規制改革案の提示」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。

5日からとされている。

1. 適格証券の定義については現行規定をおおよそ維持

今回決定された新たな MMF 規制の内容を、特に現行規定からの変更という観点からみると、①ポートフォリオの安全性を維持するための基準の強化、②ポートフォリオの流動性を確保するための制度的な手当の実施、③MMF の元本割れ回避策としての、運用会社などによる MMF のポートフォリオからの資産買い取りに関する制限の緩和、④投資家・SEC への情報開示、という4項目が主な注目点と考えられる。

このうち、①ポートフォリオの安全性に関する基準では、平均償還年限の上限が引き下げられた(図表1)。具体的には、まず、ポートフォリオの平均償還年限(Weighted Average Maturity, WAM)の上限を現行の90日から60日に引き下げた。加えて、変動利付債の「償還年限」を、金利水準の次回の変更時までの期間ではなく、元本償還までの期間として算出される「平均満期年限(Weighted Average Life Maturity, WAL)」という概念を新たに導入し、これを120日以内に抑えることが求められるようになった。これらは、いずれもSECの当初提案を、数値基準も含めてそのまま踏襲した内容である。

図表1 ポートフォリオの安全性に関する規定

| 現行規定 | SECによる提案 | 新たな規定 |
|---|---|--|
| 1. ポートフォリオの安全性に関する規定 | | |
| (1) 適格証券の定義 | | |
| MMF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)。 適格証券とは、①複数の格付機関(NRSRO)より上位2位以内の短期格付けを得ている、あるいは②複数の格付機関から上位3位以内の長期格付けを得ている、またはどの格付機関からも上位4位以下の長期格付けを得ていない証券で、①と同等の信用力を有すると判断される証券。 ティア1証券とは、複数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。 | ティア1証券のみを投資対象とする。 適格証券の定義における長期格付けに関する規定において、「上位3位以内」を「上位2位以内」とする。 | MMF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)。 適格証券とは、①複数の格付機関(NRSRO)より上位2位以内の短期格付けを得ている、あるいは②複数の格付機関から上位3位以内の長期格付けを得ている、またはどの格付機関からも上位4位以下の長期格付けを得ていない証券で、①と同等の信用力を有すると判断される証券。 ティア1証券とは、複数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。 採用する格付けについては、MMFが事前に4社以上指定する格付機関のものとする。 |
| (2) ポートフォリオの構成に関する規定 | | |
| 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原則的に5%とする。 | 同一発行体が発行する証券の保有上限を原則的に5%とする。 | 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原則的に5%とする。 |
| ティア2証券の組入比率は5%以内とする。 | | ティア2証券については、残存期間が45日を超えるものを組み入れてはならず、その組入比率の上限は3%以内とする。 |
| (3) 平均償還年限 | | |
| 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。 | 平均償還年限の上限を60日とする。 | 平均償還年限の上限を60日とする。 |
| | 平均満期年限(Weighted Average Life Maturity)の上限を120日とする。 | 平均満期年限(Weighted Average Life Maturity)の上限を120日とする。 |

(出所) 野村資本市場研究所作成

もう一つの変更点は、格付機関の利用のあり方である。MMF のポートフォリオに組み入れられる証券（組入証券）の信用力を一定以上の水準とするべく、現行規定では、スタンダード・アンド・プアーズ（Standard & Poor's, S&P）やムーディーズ（Moody's）、フィッチ（Fitch Ratings）という三大格付機関を初めとする「全国的に認知されている統計的格付機関」（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO）が付与する格付けの水準に基づいて、基準が定められていた。今回、最終的に決定された新しい MMF 規制においても、一定以上の水準の格付けを得ている証券を適格証券として認める、という方法自体は引き続き維持された。ただし、その際の格付けは、MMF の取締役会があらかじめ 4 社以上指名する NRSRO が付したものを利用することとされた³。取締役会には、① NRSRO の格付けが適切に証券の信用力を評価しているかを検討し、指名を行うこと、② 指名後も、少なくとも一年に一回以上の見直しを行うこと、③ 指名した格付機関についての情報を開示すること、が求められている。

こうした改革は、今回の金融危機を受けた金融規制の包括的な改革において重要な分野として位置づけられている格付けのあり方をめぐる議論の流れを受けて実施されたものと考えられる。この議論では、NRSRO の付す格付けが現行の金融規制において広く利用されているために、投資家がこれに過度に依存し、自ら信用力の分析を行うインセンティブが阻害されている可能性がある、との指摘がなされている⁴。そしてこれを踏まえて、例えば 2009 年 12 月に米国下院で成立した「2009 年ウォール・ストリート改革および消費者保護法」（Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009）は、SEC を初めとする連邦機関に対して、① 1 年以内に格付けを利用する規制について検討した上で、② 格付けに依存する規定を外し、適当な信用力評価の新たな基準を導入することを求めている。

今回の MMF 規制改革では、引き続き格付けを利用する方法が採られたものの、利用する格付けを提供する NRSRO を MMF の取締役会が選択しなくてはならないという過程を通して、MMF の運用マネージャーらの信用力分析への関わり、および責任を増やすことが図られているといえる。

また、MMF の取締役会が指名する NRSRO が 4 社以上とされている点も注目される。というのも、これによって 3 大格付機関以外の格付機関が 1 社以上、必然的に指名されることとなるからである。こうした規定を設けることで、格付機関の間の市場競争、あるいは新規参入を促すといった狙いがあるものと思われる。

なお、適格証券に求められる信用力の水準や、ティア 1 証券とティア 2 証券の分類については、当初案ではティア 1 証券のみを適格証券とするといった厳格化が提案されていたものの、結果としては現行規定が維持された。ただし、ティア 2 証券については、満期日

³ 米国では、投資信託は一般に会社型の形態を採っている。ここでの「MMF の取締役会」とは、「投資会社（investment company）」としての MMF の取締役会のことを指す。

⁴ NRSRO の制度内容、および今回の金融危機の反省を踏まえた議論について詳しくは、小立敬「米国における格付け機関改革法の成立」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年冬号、同「サブプライム問題と証券化商品の格付け —米国 SEC の格付け機関規制の見直しとその背景—」同 2008 年夏号参照。

までの残存期間が45日以内であることが組み入れの条件とされ、ポートフォリオに占める割合（以下、「組入比率」）の上限も3%と、現行の5%から引き下げられた。

2. 流動性の確保に関する新たな規制の導入

②ポートフォリオの流動性に関する基準は、今回のMMF規制改革において全面的に新たに導入されたものである。

今回の金融危機において、リザーブ社（The Reserve）のプライマリー・ファンド（Primary Fund）が元本割れに至った背景の一つに、投資家からの解約請求が殺到し、それに応えられるだけの流動性資金をファンドが有しておらず、依然として信用力の高かった証券までも投売りを余儀なくされたことがあるとされる。現行のMMF規定では、MMFのポートフォリオにおいて流動性を十分に確保するよう求める定量的な基準が盛り込まれていなかった。それゆえ、MMFの元本割れ事例の再発を防ぐべく、流動性に関する規制を新設すべきとの見解は、SECの当初案のほか、2009年3月に米国投資信託協会（Investment Company Institute, ICI）から出されたMMF規制改革の提言などでも示されていた⁵。

今回決定された内容について具体的にみると、第一に、「流動性の低い証券」の組入比率を5%以下とすることとされた⁶（図表2）。ここで、「流動性の低い証券」とは、通常の市場環境下において7日以内に償却原価法（the Amortized Cost Method）で算出される価格で売却ないし換金できない可能性がある証券と定義されている。SECの当初案では、こうした証券の保有をそもそも認めないとされていたが、決定された新規制においては、利回りの確保の観点、あるいはポートフォリオの運用に過度に制約が生じないようにするためという配慮から、一定の保有が認められることとされた。

第二に、合理的に予想される投資家からの解約請求に十分対応できるように運用を行うべきとされた上で、流動性が特に高い証券の最低組入比率として、一営業日以内、あるいは一週間以内に償還ないし売却などにより現金化できる資産の組入比率を、各々10%・30%以上としなくてはならないとされた。これについては、SECの当初案では、具体的な数値基準を導入するという方針は採られていたものの、「機関投資家向けMMF」と「個人投資家向けMMF」とで異なる基準を設け、前者では多額の資金が一気に引き出される可能性が相対的に高いと考えられることからより厳しい水準を、後者ではその半分の水準を設定する、とされていた。しかし、「機関投資家向けMMF」と「個人投資家向けMMF」の定義、分類が実際には難しいという指摘がパブリック・コメントで寄せられたことなどを受けて、結果としてこの分類は行われなかったこととされ、全てのMMFに対して、当初案で「機関投資家向けMMF」に求められていた基準が適用されることとなった。

⁵ ICIのMMF規制改革提案について詳しくは、三宅裕樹「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―」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。

⁶ ただし、米国地方債（免税債）を主な投資対象とする地方債（免税債）MMFは、この規定の対象ではない。

図表 2 ポートフォリオの流動性に関する規定

| 従来の規定 | SECによる提案 | 新たな規定 |
|---|--|---|
| 2. ポートフォリオの流動性に関する規定 | | |
| (1) 定量的な基準 | | |
| 特に規定なし。 | MMF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。 | MMFは、非流動性証券を保有する場合、組入比率の上限を5%とする（課税MMFのみ）。 「非流動性証券」とは、通常の市場環境において、7日以内にMMFが想定する価値に近い価格で売却ないし換金できない可能性がある証券。 |
| | 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の保有について、ポートフォリオの10%という下限を設ける。 |
| | 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。 | 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30%という下限を設ける。 |
| (2) ファンドの清算に関する規定 | | |
| 1940年投資会社法22条の適用対象 原則として、資産運用会社にファンドの清算の権限は認められない。 | 下記の条件を満たす場合、清算を行うことができる。 ①当該MMFのポートフォリオを時価評価をした際のNAVが、安定的なNAVを下回っていること、②MMF取締役会が、ファンドの清算を承認していること、③事前にSECに対してファンドの清算と支払いの中止を通知することの三つが条件とされる。 | MMFは、その時点での時価評価された価値に基づいて、発行証券を売却ないし償還することができる。 ①当該MMFのポートフォリオを時価評価をした際のNAVと安定的なNAVの差額の大きさを踏まえれば、投資家に対して重要な影響など、不公平な結果が生じかねないと判断されること、②MMF取締役会が、ファンドの清算を承認していること、③事前にSECに対してファンドの清算と支払いの中止を通知することの三つが条件とされる。 |

(出所) 野村資本市場研究所作成

また、MMFのポートフォリオの流動性確保に関連する制度変更として、MMFの運用会社が清算を行う際に、投資家からの解約請求が殺到して、流動性資金が枯渇し、ファンドが保有する証券の投売りを余儀なくされ、清算手続きを秩序立って進めることができなくなる事態を回避するための規定が新たに設けられたことも注目される。現行の1940年投資会社法(The Investment Company Act of 1940、以下、「法」)では、投資信託一般に対して、投資家から解約の請求があった場合には、原則的に7日以内にこれに答えなくてはならない、と定められている(法第22条e)。しかし、今回の制度改正により、MMFについては同項の適用除外規定が設けられた。そこでは、①ファンドの取締役会が、償却原価法で算出される基準価額と市場価格に基づくそれとの間の差を踏まえると、投資家の持ち分が大幅に希薄化される、ないし投資家にとって不公平な結果が生じる可能性があるとして判断して、②ファンドの清算を行うことを承認し、③事前にSECに対して清算の実施、および投資家への支払いの中断を通知すること、という三つの条件を満たすことが条件とされている。これにより、MMFの運用会社は、リザーブ社のプライマリー・ファンドで行われたようにSECからノーアクション・レターを取得せずとも、秩序立った清算を行うために、投資家への支払いを一時中断するとの判断を下すことが可能となった。

図表 3 運用会社などによる MMF からの資産買い取りに関する規定

| 従来の規定 | SECによる提案 | 新たな規定 |
|---|---|---|
| 3. MMFからの資産買い取りに関する規定 | | |
| 組入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。 その場合、①現金で支払われること、および②償却原価法による価格と経過利子の合計か、もしくは市場価格と経過利子の合計か、いずれか大きいほうの価格で買取が行うこと、が条件とされる。 | 組入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。 その場合、①現金で支払われること、および②償却原価法による価格と経過利子の合計か、もしくは市場価格と経過利子の合計か、いずれか大きいほうの価格で買取が行うこと、が条件とされる。 | 組入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。 その場合、①現金で支払われること、および②償却原価法による価格と経過利子の合計か、もしくは市場価格と経過利子の合計か、いずれか大きいほうの価格で買取が行うこと、が条件とされる。 |
| 組入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。 | 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。 | 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。 |
| | 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。 | 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。 |

(出所) 野村資本市場研究所作成

3. 運用会社などによる元本割れ回避策の実施の柔軟化

③運用会社、あるいはその親会社などによる元本割れ回避策の実施に関する規定については、SECの当初案に沿って、制約を大幅に緩和する制度変更が行われた(図表3)。

そもそも、現行規定においては、一般的に運用会社などが投資信託から資産を買い取ったり、保証を提供したりすることは原則的に認められていない。MMFの場合には、その例外規定が別途、設けられていたものの、そこでは、デフォルトなどによって適格証券としての基準を満たさなくなった証券についてのみ、①現金決済で買い取りを行うことと、②買取価格を、償却原価法で算出される価格か、市場価格のいずれか高い方に経過利子を加えた価格とすることという二つの条件を満たすことを前提として買い取りが認められるとされていた(法第17条規則17a-9)。それゆえ、運用会社などにとっては、必ずしも元本割れ回避策を柔軟に講じることが制度上、認められていたわけではなく、実際にはSECよりノーアクション・レターを取得するという方法が採られていた⁷。

今回の制度改正では、適格証券としての基準を満たしている資産についても、運用会社などによる買い取りを認める規定が新たに追加された。そこでは、現行規定での二つの買取条件に加えて、①仮に買い取りを行った運用会社などがその後、当該証券を買取価格以上の値段で売却した場合には、その差額をMMFに支払うこと、および②対象となる証券、取引価格、買い取りの理由について、速やかにSECに報告すること、という要件が課されている。これにより、市場環境の急激な変化に伴って、格付けが維持されつつもデフォルト

⁷ 元本割れ回避策に関する規定、および今回の金融危機下で実際に講じられた元本割れ回避策などについて詳しくは、大崎貞和・平松那須加「米国のMMF(マネー・マーケット・ファンド)とその規制」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2002年冬号、および岩井浩一・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。

図表 4 米国 MMF 規制に関するその他の改正事項

| 従来の規定 | SECによる提案 | 新たな規定 |
|---|--|---|
| 4. 情報開示 | | |
| 一般に対する情報開示については、特に規定なし。 | 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。 | 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、投資カテゴリー (アセットクラス)、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5営業日以内 (no later than) とする。 |
| SEC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。 | SECに対して、より詳細な情報を毎月、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。 | SECに対して、より詳細な情報を毎月、提出することを求める。当該月より60日後に公開することを予定する。 |
| 5. 基準価額の算定 | | |
| 償却原価法とセント単位調整法のいずれかを選択することが可能 | 変動NAVの採用の是非などについて、パブリック・コメントを募集 | 償却原価法とセント単位調整法のいずれかを選択することが可能 |
| | 償却原価法を採る場合、ストレス・テストの実施を要求 | いずれの方法を採る場合でも、ストレス・テストの実施を要求 |

(出所) 野村資本市場研究所作成

などの可能性が高まった証券を運用会社などが買い取って、ポートフォリオの安全性を確保したり、あるいは流動性の低下した証券を買い取って、投資家からの解約請求の殺到に備えるといった対応を、運用会社などが比較的自由に行うことが制度的に可能となった。

4. MMF の運用に関する透明性のいっそうの向上の要求

④投資家、および SEC への情報開示についても、SEC の当初提案にほぼそのまま沿った改革が実施された (図表 4)。

具体的には、まず、投資家向けの報告が新たに義務付けられることとなった。毎月、月末時点のポートフォリオの構成について、各組入証券の発行体や投資カテゴリー (アセットクラス)、CUSIP (Committee on Uniform Securities Identification Procedures、統一証券識別手続委員会) 番号、元本価値、残存期間、利回り、現在の償却原価法に基づく価格、ポートフォリオの平均償還年限、およびその他の情報について、翌月の 5 営業日以内までにウェブサイトを通じて開示することが要求されている。

また、SEC に対しては、一般向けに提供されるものよりもさらに詳細な情報を報告することとされ、その頻度も現行規制での 3 ヶ月に一度から、月次ベースに引き上げられた。SEC への報告が義務づけられている情報の中には、市場価格を反映した時価評価ベースで算出された基準価額 (「シャドー・プライス (Shadow Price)」と呼ばれる) なども含まれている。ここで SEC に提供された情報は、当該月より 60 日後に公表されることが予定されていることから、事後的とはいえ、一般の投資家も、ファンドのシャドー・プライスを把握することが可能になる。

Ⅱ. 関係者の評価と今後の注目点

1. 基準価額の算定方法の改革は先送り

今回、SEC が決定した MMF 規制の包括的な改革は、確かに当初案に比して一部については変更が取り下げられる、あるいはその程度が抑えられたとはいえ、全体的には現行規制を強化する内容となった。しかし、運用会社などからは基本的にこれを評価する声が多いように思われる。例えば、ICI は、ポートフォリオの流動性や平均償還年限、組入証券の信用力などに関しての MMF 規制の強化によって、投資家は大きな保護を追加的に受けることとなり、利益を享受できるだろうとの肯定的な評価を与えている⁸。

こうした評価の背景には、先述の通り、2009 年 3 月の ICI による MMF 規制改革の提言にみられるように、今回の金融危機の経験を踏まえれば、特に流動性の確保などに関して現行規制を強化することの必要性については、運用会社の側にもその認識が共有されていたことがあると考えられる。

加えて、MMF 規制のあり方をめぐる昨今の議論の中で最も注目を集めた論点とも言える、MMF の基準価額の算定方法については、運用会社などからの反発を受けて、現行規制がおおむね維持されたことも大きいと考えられる。

すなわち、投資信託一般の場合には、市場価格を可能な限り参照してポートフォリオに含まれる各証券の価格を算定し、これに基づいて基準価額を求めることとされているが（「変動 NAV (floating net asset values)」）、MMF には例外的に、代替的な方法として償却原価法、ないしセント単位調整法 (the Penny-Rounding Method) を用いて基準価額を算出することが認められている⁹（「安定的 NAV (stable net asset values)」）。

これにより、MMF は基準価額を 1 ドルの水準で維持しやすくなっているが、このことが MMF の安全性に対する過度の期待を投資家に抱かせ、いざ元本割れが生じた際に投資家がパニックに陥るというリスクを生み出す要因となっているとの批判がなされており、SEC もこの点について変動 NAV の算出を MMF に求めるべきかについてのパブリック・コメントを募集していた。しかし、こうした指摘に対して ICI や運用会社などからは、引き続き安定的 NAV の採用を認め、安全性の極めて高い投資信託としての MMF の位置づけを維持するべきとの主張がなされていた。

そして、今回の SEC の改革では、元本を確保できるかどうか、定期的にストレス・テストを実施することが新たに義務づけられただけで、今後とも安定的 NAV に基づき MMF の基準価額を算定することが認められ、結果としてこうした運用会社側の見解が受け入れられた形となった。これについて、MMF の運用会社大手のフェデレイティッド (Federated) は、今回の SEC の決定に対するコメントの中で、「変更された内容よりもむしろ変更されなかった内容について、今回の SEC の改革を歓迎する」との見解を示している。

⁸ ICI の 2010 年 1 月 27 日付プレスリリース参照。

ただし、この点については引き続き留意を要する。というのも、SECのメアリー・シャピロ（Mary Shapiro）議長は、今回の改革を「MMF規制の枠組みを強化するSECの努力における重要な、第一の段階」と位置づけているからである¹⁰。そして、MMF規制改革において今回、積み残した課題として、①MMFにおける変動NAVの導入、②多額の解約請求が寄せられた場合に実物での支払いをMMFの運用会社に認めること、③市場実勢を可能な限り反映した基準価額（シャドー・プライス）のリアルタイムでの情報開示、④MMFに流動性を提供する民間のファシリティの創設¹¹、⑤MMFに二つの類型を設けて各々に合わせた規制を課すことの可能性、などを挙げている。

また、2010年1月に大幅な金融規制強化案（いわゆる「ボルカー・ルール」）を提示するなど、規制改革論議において発言力を強めている大統領経済回復諮問委員会（President's Economy Recovery Advisory Board）のポール・ボルカー（Paul Volcker）委員長も、安定的NAVの算定には否定的な立場を採っている¹²。そこでは、米国資本市場においてMMFが占める位置づけの大きさを踏まえれば、銀行に対するのと同様の厳しい規制をMMFに課す、あるいは基準価額が変動する金融商品であるという性格を明確にするべく、他の投資信託と同様に変動NAVを算出することとするべき、とされている¹³。同委員会では、ワーキング・グループを設けて、SECとは別途、MMFに対する規制のあり方についての検討が現在、進められている。

こうしたことを踏まえれば、現時点では具体的なスケジュールなどは公表されていないものの、基準価額の算定方法も含めて、追加的なMMFの規制改革が行われる可能性は十分にあるものと考えられる。

2. 利回りの低下に苦しむMMFの運用会社

ただし、追加的な改革を待たずとも、ポートフォリオの流動性に関しての定量的な基準の導入などが実現した今回のMMF規制改革により、資産運用会社にとっては運用に大幅な制約が生じうると考えられる。リサーチ会社のクレイン・データ社の試算によれば、今回の改革がMMFの利回りを押し下げる効果は約0.10%とされている¹⁴。

⁹ MMFの基準価額の算定方法に関して詳しくは、注2参照論文。

¹⁰ SECの2010年1月27日付プレスリリース参照。

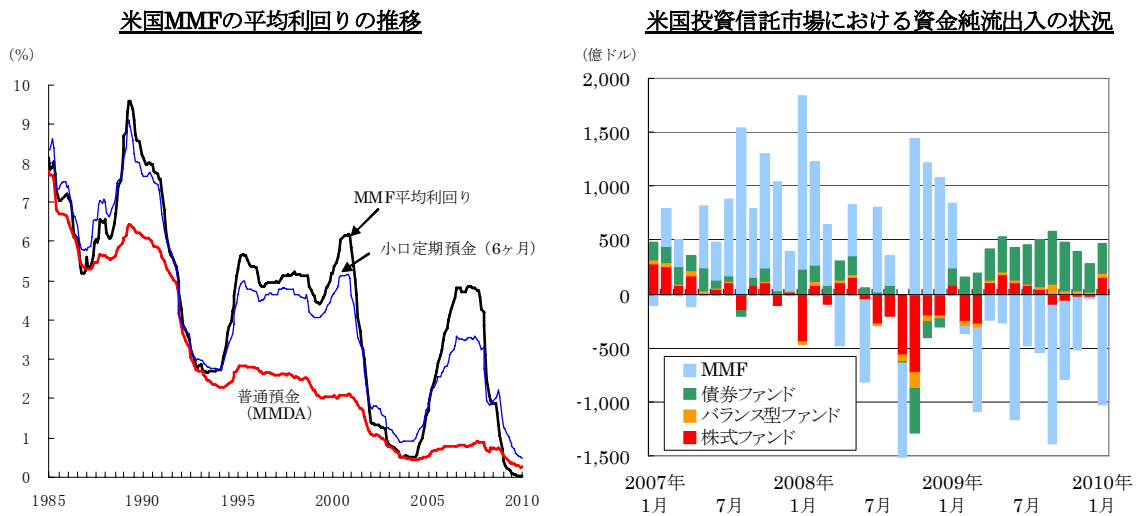
¹¹ これに関しては、フィデリティ（Fidelity Investments）やバンガード（Vanguard）などが、MMFから手数料を徴収して、投資家からの解約請求が殺到した場合に当該MMFに流動性資金を供給する「流動性提供銀行（the Liquidity Exchange Bank）」を創設しようとする動きがあるとの報道がなされている。Christopher Condon, “Fidelity, Vanguard Said to Plan Emergency Bank for Money Market,” *Bloomberg*, 09/19/2009 など参照。

¹² ボルカー氏が提示している金融規制強化案について詳しくは、小立敬「ボルカー・ルールの法制化に向けた動き」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010年春号ウェブサイト版参照。

¹³ Christopher Condon, “Volcker Says Money-Market Funds Weaken U.S. Financial System,” *Bloomberg*, 08/25/2009、あるいはボルカー氏が議長を務めるG30（Group of Thirty）の議論など参照。後者について詳しくは、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。

¹⁴ Jane J. Kim, “SEC: More Changes for Money-Market Funds,” *The Wall Street Journal*, 01/28/2010 参照。

図表 5 米国 MMF の平均利回り、および直近の資金フローの推移



(注) 月次ベース。左図は2010年2月、右図は同年1月まで。
 (出所) The Wall Street Journal、Bank Rate Monitor、およびICI資料より、野村資本市場研究所作成

すでに、米国 MMF 市場においては、今回の金融危機の深刻化への対応として採られた超金融緩和政策の一環として金利が大幅に引き下げられ、これに連動して MMF の利回りの水準も大幅に低下している。2009年1月以降は、定期預金、および普通預金（市場金利型預金、MMDA）の両方の金利を下回るという、1986年以来の状況が続いている（図表5）。そしてこれに伴い、翌2月からは MMF から資金がネット・ベースで流出しており、一時は3.8兆ドルと株式ファンドを上回る水準に達した MMF の純資産残高も、直近では3.1兆ドルにまで低下している。こうした事態を受けて、多くの資産運用会社では、投資家に対して少しでもリターンを提供して運用資産を確保するべく、運用手数料をゼロに引き下げられることを迫られている。例えば、フィデリティ（Fidelity Investments）は、MMF の運用手数料の引き下げによる機会費用は、2009年一年間で3億〜4億ドルに上ると試算している¹⁵。

こうした現状に、さらに今回の規制改革の影響が加われば、少なくとも当面の間、MMF の運用を通じて収益を確保することが難しい状況が続くものと考えられる。それゆえ、今後、MMF 市場において資産運用会社の淘汰がさらに進み、一定以上の運用規模を確保しえた少数の資産運用会社に顔ぶれが絞られてくることになる可能性があるものと思われる。

¹⁵ 注13参照記事。