

シャドー・バンキングとしての MMF への規制強化をめぐる議論 —米国 SEC におけるラウンドテーブルの開催—

神山 哲也、三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2011年5月10日、米国証券取引委員会（SEC）で「MMFとシステムミック・リスク」と題するラウンドテーブルが開催された。開催の背景には、2008年9月以降のグローバル金融危機において MMF がシステムミック・リスク顕在化の要因となったことがある。
2. 米国では、2010年5月に改革の第一弾として、新たな MMF 規制が施行された。現状、明示的な期限をもって、さらなる MMF 規制改革の実施や提案が米国で予定されているわけではない。とはいえ、今後の方向性を見極める上で、今回のラウンドテーブルは、2010年10月に大統領金融市場ワーキング・グループ（PWG）から打ち出された提言書と並んで、大きな意味をもつ会合であったといえよう。
3. 今回のラウンドテーブルで、規制当局側からは、「MMF は元本割れしない」という投資家からの過剰な期待を解消することが、MMF のシステムミック・リスクへの対応として必要とした上で、いっそうの MMF 規制強化を求める主張がなされた。具体的には、①一般の投資信託と同様に、市場価格など公正価格による組入証券の評価額を基にした変動 NAV を算定すること、②そうでなければ、銀行と同様の規制を MMF に対して課すこと、という案が改めて示された。
4. これに対して運用業界側からは強い反発が示された。彼らからは、①取得原価を基準とした組入証券の価格を基にした、あるいは市場価格を基準に NAV を算定した上で 0.1 セント単位で四捨五入する安定的 NAV の算定を引き続き容認すること、②MMF から拠出される保険料と FRB からの公定歩合での融資などを原資に、金融危機時に MMF にキャッシュを提供する民間緊急流動性供給ファシリティーを創設すること、という提案がなされた。

I はじめに

2011年5月10日、米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）において「MMFとシステムミック・リスク」と題するラウンドテーブルが開催され、錚々た

るメンバーが一堂に会して議論が行われた。米国金融システムの包括的な監督機関である金融安定監督カウンスル（Financial Stability Oversight Council, FSOC）からは、SEC のメアリー・シャピロ委員長をはじめ、連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）のシーラ・ペアー総裁（当時、2011年7月に退任）、連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System, FRB）のダニエル・タルーロ理事、米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）のゲーリー・ゲンスラー委員長などが出席した。また、MMF の運用業界関係者としては、フィデリティ（Fidelity Investment）など大手運用会社や米国投資信託協会（Investment Company Institute, ICI）の代表者が参加した。そのほか、ポール・ボルカー元 FRB 議長や、イングランド銀行（Bank of England, BOE）のポール・タッカー副総裁も加わった。

II ラウンドテーブル開催の背景

1. グローバル金融危機下でシステミック・リスクの源泉の一つとなった MMF

今回のラウンドテーブル開催の背景には、2008年9月以降のグローバル金融危機において MMF がシステミック・リスク顕在化の要因の一つとなったことがある¹。すなわち、リーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）の経営破綻により MMF の元本割れへの懸念が高まり、特に機関投資家を中心に MMF への資金解約請求が殺到した。これに対して MMF の運用会社の中には、必ずしも十分なキャッシュを用意していなかったために、組入証券の投売りを余儀なくされたところもあった。その結果、リザーブ社（The Reserve）のプライマリー・ファンド（Primary Fund）が米国史上二度目となる元本割れを起こし、その他の MMF でも運用会社が元本割れ回避策を採らざるをえない事態が生じた²。さらに、MMF が最大の投資家となっているコマーシャル・ペーパー（Commercial Paper, CP）市場にも影響が及び、事業会社や州・地方政府、あるいはストラクチャード・インベストメント・ヴィークル（Structured Investment Vehicle, SIV）を通じて資産担保 CP を発行していた金融機関などで、短期資金を調達することが困難となる事態が起きたのである。

2. SEC による MMF 規制改革の実施とさらなる強化に向けた議論

こうした一連の混乱を受けて 2009 年以降、MMF 規制改革に向けた動きが本格化した。米国財務省は、2009 年 6 月に公表した包括的な金融規制改革案の中で、SEC に対して

¹ MMF とシステミック・リスクの連関について詳しくは、淵田康之「システミック・リスクと金融規制・監督」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号、同「市場型システミック・リスクとセイフティ・ネット」同 2010 年秋号参照。

² 2008 年 9 月の米国 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」同『資本市場クォーターリー』2008 年秋号参照。

MMF 規制の枠組みの強化を、また大統領金融市場ワーキング・グループ（The President's Working Group on Financial Markets, PWG）に対して MMF のシステミック・リスクに対応した規制のあり方の検討を、それぞれ求めた³。

そして翌年 1 月、SEC はさっそく、各ファンドに対して流動性の高い証券をポートフォリオに一定以上組み入れることを要求する事項などを盛り込んだ新たな MMF 規制を決定し、同年 5 月より施行した⁴。ただし、SEC は同改革を「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」として、その後も引き続き追加的な規制改革の検討を進める方針を示していた。

また、2010 年 10 月には、PWG より「MMF 改革の選択肢（Money Market Fund Reform Options）」と題するレポートが公表され、その名の通り、今後のさらなる MMF 規制改革において採りうる選択肢が列挙されるとともに、それぞれの利点と課題が指摘された⁵。

今回のラウンドテーブルは、以上のような流れの中で開催されたものである。今後、さらなる MMF 規制改革の実施や、規制当局からの新たな規制改革の提案が、明示的な期限をもって予定されているわけでは、現時点では特段ない。以下に述べるよう、規制当局と運用業界関係者の間での意見の隔たりも依然として大きい。

また、グローバル・レベルでの金融規制改革をめぐる議論においては、2010 年 11 月に開催された G20 ソウル・サミットにおいて、金融安定理事会（Financial Stability Board, FSB）に対して、MMF など「シャドー・バンキング」に対する規制・監督の強化に向けた検討・提言を、2011 年半ばを目処に行うよう指示が出た。これを受けて FSB では、翌 2011 年 4 月に、同時点での検討状況についてのレポート「シャドー・バンキング：論点の詳細な検討（Shadow Banking: Scoping the Issues）」を公表するとともに、同年 7 月の FSB 総会での提言案の検討、同年秋の G20 サミットへの提言の提出、という予定を示した。ただし、現時点では、MMF を含むシャドー・バンキングに対する規制・監督対応について、FSB からは具体的な方向性、案は示されていない。

こうした MMF 規制改革に向けた議論の流れの中で、今回開催されたラウンドテーブルは、PWG のレポートと並び、今後の米国 MMF 規制改革の方向性を見極める上で、大きな意味をもつ会合であったといえよう。

³ 「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）」。同案について詳しくは、小立敬「オバマ政権が提示した米国の金融制度改革案」同 2009 年夏号ウェブサイト掲載版参照。

⁴ 同規制について詳しくは、三宅裕樹「米国で実施された MMF 規制の包括的な改革」同 2010 年春号ウェブサイト掲載版参照。

⁵ 同レポートについて詳しくは、三宅裕樹「米国における今後の MMF 規制改革の方向性 ー大統領金融市場ワーキング・グループによるレポートの公表ー」同『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号参照。

III ラウンドテーブルにおける議論のポイント

1. いっそうの MMF 規制強化を求める規制当局側からの主張

今回のラウンドテーブルにおいても、一般の投資信託と同様の基準価額（Net Asset Value, NAV）の算定方法の採用、もしくは銀行と同様の規制の創設を求める規制当局側と、現行の NAV 算定方法の容認の継続、および民間緊急流動性供給ファシリティ（Private Emergency Liquidity Facility for Money Market Funds）の創設による MMF のシステミック・リスクへの対応の有効性を主張する運用業界側との間で見解が対立し、双方の議論に歩み寄りは見られなかった。

前者の規制当局側の立場からは、MMF のシステミック・リスクの背後には、「MMF は元本割れしない」という投資家からの過剰な期待があり、こうした「フィクション」（ベアーFDIC 総裁（当時））を解消するための規制改革が必要、という指摘がなされた。

その上で、具体的な改革案として、第一に一般の投資信託と同じく、市場価格など公正な価格による組入証券の評価額をもとに NAV を算定すべき、という提案が改めて示された（変動 NAV（Floating NAV））。現行制度のもとでは、MMF の NAV は、①取得原価を基準とした組入証券の価格に基づいて NAV を算定する、ないし②市場価格など公正な価格で組入証券を評価した上で、最終的には 0.1 セント単位で四捨五入して NAV を算定する、という二つの方法のいずれかを選択することが容認されている（安定的 NAV（Stable NAV））。どちらの方法も、市場価格で NAV を算定すれば 1 ドルを下回る場合でも、その差額がわずかであれば安定的 NAV は 1 ドルとなる。規制当局などは、このことが MMF の安全性に対する過度の期待を生み出す一因となっているとみており、安定的 NAV という MMF だけに認められている措置を廃することで、MMF も一般の投資信託と同様に、元本保証が付されていない金融商品であることが投資家に認知され、「フィクション」の解消につながる、と規制当局関係者は指摘した。

また、仮に上記の改革案が採用されずに、安定的 NAV を維持するとなった場合の改革案として、銀行と同様の規制を MMF に対して課す、という提案も行われた。これは、今回のラウンドテーブルにも参加していたボルカー元 FRB 議長が代表を務める非営利のシンクタンクの G30（Group of Thirty）が 2009 年 1 月に公表した、今後の金融市場のあり方についての提言の中で最初に打ち出されたものである⁶。同提案の背景には、元本確保を第一の運用目的として、かつ決済サービスを投資家に提供するという点で、銀行預金と MMF は類似した金融商品であるにも関わらず、それぞれに対する規制・監督が異なるため、規制間のアービトラージが生まれる余地があることへの問題意識がある⁷。「中央銀行の流動性や公的セクターの信用保証へのアクセスなしに、満期変換・信用変換・流動性

⁶ 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」同『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

⁷ 注 1 参照論文。

変換を行う金融仲介機関」⁸としてのシャドー・バンキングである MMF に対して、銀行と同様の厳しい規制を課すべきとの見解が打ち出されている。

ただし、「銀行と同様の規制」の具体的な内容は必ずしも明らかではない。PWG のレポートでも、①MMF に運用の損失を吸収する準備金を積むことを求め、②これを前提に FRB からの公定歩合での直接的な融資や預金保険の対象への包含を認める、という考え方は示されているものの、それ以上に詳細な規制内容については言及されていない。

2. 運用業界側から提案されている民間緊急流動性供給ファシリティ

上記の主張に対して、運用業界関係者からは、安定的 NAV の採用を引き続き容認すべきとの主張がなされた。その根拠としては、①MMF が一般の投資信託と同様、元本割れのリスクを有していることは投資家の間で十分認識されていること、②NAV が 1 ドルで維持されやすいという商品性がなくなれば、投資家の MMF での資金運用ニーズが減退する可能性があること、③②により CP 市場に供給される資金が減少すれば、企業や金融機関などの短期資金調達に大きな影響が及びうること、④仮に変動 NAV を採用したとしても、実際には 1 ドルからほとんど乖離しないこと⁹、といった点が挙げられた。同見解に対しては、MMF の主要投資家としてラウンドテーブルに出席した州・地方政府の公金運用担当者などからも、同調する意見が表明された。

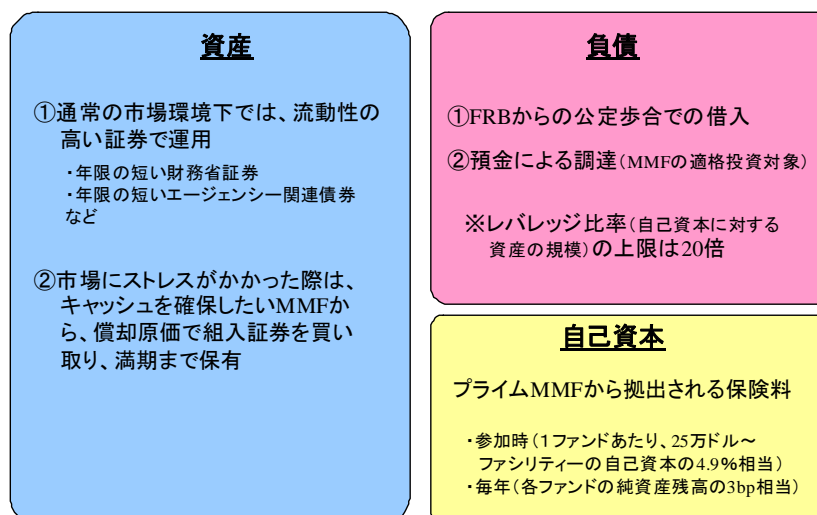
その上で、ICI の出席者からは、MMF のシステムック・リスクへの対応策として、民間緊急流動性供給ファシリティの創設に向けた検討を進めているとの旨が報告された。このファシリティは、MMF の流動性確保の問題に対して、2010 年に施行された MMF 新規制で手当てされた個別のファンド・レベルでの対応に上乘せする形で、業界としても別途、対応する措置として想定されているものである。

2011 年 1 月に ICI が PWG のレポートへのコメントとして SEC に提出した資料をみると、現在 ICI が検討しているファシリティの大枠は次のようになる（図表）。ファシリティは、州法銀行等の形態を採り、社債・CP など民間発行の短期証券に主に投資するプライム MMF 全てがその創設に参加する。MMF は、参加時、および毎年、ファシリティに対して保険料を支払う。ファシリティは、MMF からの拠出金のほか、FRB からの公定歩合での借入、および預金を通じて資金を調達し、平常時はこれらの資金を年限の短い財務省証券やエージェンシー関連証券で運用する。そして、市場にストレスがかかると、MMF から償却原価で証券を買い取って MMF にキャッシュを供給する。買い取った証券は満期まで保有し、元利償還金を受け取る。創設当初のファシリティの規模につ

⁸ Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky, “Shadow Banking,” Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, No.458, July 2010.

⁹ 2010 年より施行された新たな MMF 規制において、MMF の運用会社は、市場価格を基準とした運用ポートフォリオの評価額をもとに算定した基準価額（シャドーNAV (Shadow NAV)）の情報を SEC に提出することが義務付けられた。SEC は、これを 60 日遅れでウェブサイトを通じて公表する取り組みを、2011 年 1 月より開始している。

図表 ICI が検討する民間緊急流動性供給ファシリティーの概念図



(注) MMF から拠出される保険料など具体的な数値をはじめ、2011年1月段階で ICI が検討中の考えとして示した内容に基づき、作成。

(出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

いては、自己資本が 3.5 億ドル程度になると ICI は試算している。これと、レバレッジ比率の想定上限が 20 倍とされている点を踏まえれば、総資産は最大で 70 億ドルとなる計算である。なお、2011年3月末時点のプライム MMF の純資産残高は 1.6 兆ドルである。

こうした民間緊急流動性供給ファシリティーの創設構想に対しては、ラウンドテーブルにおける議論において、あるいは PWG のレポートの中で、①個々のファンドの運用において流動性リスクの管理が不十分になってしまうというモラル・ハザードが起きる可能性や、②ファシリティーはあくまで、流動性不足に伴う MMF の元本割れのみを回避することを目的としているが、これと組入証券のデフォルトなど信用リスクの顕在化に伴う元本割れとを区別することの困難さ、といった課題が指摘されている。

3. タッカーBOE 副総裁の参加

今回のラウンドテーブルには欧州よりポール・タッカーBOE 副総裁も参加し、発言を行った。同氏は、米国 MMF は、欧州の金融機関に短期資金を供給する主体として重要な位置づけを占めており、米国における MMF 規制改革は、欧州、ひいてはグローバル金融市場にも少なからず影響を与えるものと指摘した。

その上で、安定的 NAV を維持するとなれば、元本確保に対する保証を究極的に提供できるのは事実上中央銀行だけであり、中央銀行が、自らの規制監督下に置いていない MMF に対しても直接的に支援を行う役割を果たすことが適当か、という問題提起を行った。そして、ボルカー元 FRB 議長などが主張する変動 NAV の採用による「暗黙の保証」の廃止や、銀行と同様の規制の導入について、肯定的な見解を示した。

IV 要人の主な発言

1. MMF が市場全体にシステミック・リスクを顕在化させる可能性

Paul A. Volcker (元 FRB 議長)

—MMF が、金融危機に際して多額の解約請求を受けた場合に、それにもちこたえる術をもたないことが明らかとなった。つまり、銀行のように資本規制を受けず、公的な流動性支援のプログラムも整備されていないといった、MMF の構造上の欠陥が浮き彫りとなった。MMF は、決済性預金に対して金利の支払いを禁じる規則を利用した規制アービトラージから生まれた金融商品にすぎない。MMF は規制のギャップを埋める役割を果たすシャドー・バンキングではなく、決済性預金に金利を支払い、資本規制と流動性支援を受ける正規の銀行になるべきだ。

Paul Tucker (イングランド銀行副理事)

—MMF は利点をもつ一方で、多額の解約請求が発生した際には、その影響が幅広い範囲に及ぶ。金融危機の発生時に、MMF に対して保証を提供できるのは中央銀行のみである。

—当局にとって究極の課題は、いかにして暗黙の保証を取り除くか、もしくは銀行と同様の規則を適用して明瞭な保証を提供する規制の枠組みを構築するかである。

Shiela Bair (FDIC 総裁)

—規制当局は、金融危機に際して MMF の安定的 NAV を維持するために政府が介入することに伴うモラル・ハザードを懸念すべきである。銀行は、環境の良し悪しに関わらず、常に預金への保証に対して保険料を支払っている。

—MMF が保有する証券がリスク・フリーとは限らないことが実証された。

—MMF を通じて金融資産の運用先が短期金融商品に集中することによって市場における資産配分に歪みが生じていることは問題である。

Gary Gensler (CFTC 委員長)

—MMF の安定的 NAV は、いわば“Free Put”である。MMF 業界は発足当初から大きく変化している。MMF は、現在では欧州やアジアの銀行にとって便利なドル建て預金の媒体となっており、リスクは倍増している。実際、リザーブ・ファンドの元本割れの際にも 60 億ドルにのぼる資産の凍結が発生した。CFTC は従来から、こうした危機の連鎖について警告してきた。

John D. Hawk (Arnold & Porter LLP、元通貨監督局長)

—MMF は発足以来一貫して優れた実績を挙げている。質の高い短期証券を資産として

保有する MMF において発生する多額の解約請求は、銀行預金の大量引き出しとは異なる。

－史上二度目の元本割れを引き起こしたリザーブ・ファンドの問題は流動性であり、対応すべき課題は、非常時の急激な流動性資金に対するニーズの高まりへの対応である。

Robert P. Brown (フィデリティ・マネジメント&リサーチ)

－リザーブ・ファンドの元本割れを受けて、フィデリティの機関投資家向けプライム MMF は 7 日間で 40% の資金流出を記録したが、その原因は透明性の欠如であった。SEC が 2010 年に施行した新 MMF 規制の中で、情報開示の強化についても対応が採られた。

Brian Reid (ICI チーフ・エコノミスト)

－MMF を媒介せずに短期の金融商品への投資需要を満たすことは、公共政策上の難題である。過去 2 年半で決済性預金に流れた資金は 1,200 億ドルにすぎない。個人投資家と異なって大手機関投資家は、受託者責任を果たす立場からも、銀行預金に利回りを依存することはできない。

Kathryn Hewitt (メリーランド州ハートフォード郡)

－州・地方政府の公金運用において、安定的 NAV で基準価額が算定される MMF は欠かせない。MMF を通じて、専門家の分析に基づいた分散投資が可能になると同時に、日々のキャッシュ・マネジメントのニーズが満たされる。

Lance Pan (Capital Advisor Group)

－変動 NAV は、会計・税務上の処理の事務作業などをこれまで以上に煩雑にする。
－機関投資家は一般的に MMF を利回り追求のための運用商品ではなく、流動性資金の運用先と捉えている。機関投資家が銀行預金に代わる、NAV が安定した媒体を求める心理は、個人投資家と大差ない。
－ただし、MMF の純資産残高は 2.7 兆ドルと大きい。この運用資金は、欧州の銀行で財務懸念が浮上するとカナダの銀行やレポ市場に一斉に流れるといったように資金の動きに波があり、市場に与える影響も小さくない。多額の資金が一斉に動くに伴うリスクは警戒を要する。

2. 変動 NAV の有効性

Paul Tucker (イングランド銀行副理事)

－米国 MMF は、欧州の金融機関にとっても短期資金を提供する有力な主体となっており、重要性は高い。米国 MMF の元本割れが起きた際には、欧州の銀行、金融市場に

も影響が及んだ。欧州の金融当局にとっても、米国 MMF 規制は関心の高いテーマである。

- －銀行にとって MMF は、増資をせずに資金を調達できる手段である。預金は保証されているが、銀行自体には保証がない。中でも破綻処理が困難な大型で複雑な銀行のリスクを保証できるのは最終的に中央銀行だけである。
- －MMF は、安定的 NAV を通じて州・地方政府や事業会社に短期資金を提供しており、金融危機の際には連邦政府による MMF への緊急支援も行われた。こうしたことにより、銀行制度に歪みが生じている。価額の変動がわずかでリスクが低く、元本の安全性を政府が保証するような金融商品が、資本の分配方法として最適だとは考えにくい。
- －安定的 NAV から変動 NAV への移行をもたらす最大の変化は投資家の心理であろう。投資家は元本が 1 ドルを割って 90 セント台となるリスクを負う能力があるはずである。
- －政策担当者は、暗黙の保証や、安定的 NAV の採用による短期金融市場への資金の過度な流入といった問題について徹底した対応措置を採るべきである。

Paul A. Volcker (元 FRB 議長)

- －FRB は 2007 年夏から MMF のリスクを懸念していた。実際に、今回の金融危機下において、MMF では多額の解約請求が起きた一方で、商業銀行はむしろ「最も安全な投資先」となった。追加的な規制を必要としない最も簡単な解決策は、MMF の元本保証を止めることである。

David Certner (Legislative Policy for Government Relations and Advocacy)

- －変動 NAV は個人投資家には受け入れられない。個人投資家の間では安定的 NAV の概念が定着しているため、変動 NAV への移行は段階を踏んで行う必要がある。

Travis Barker (HSBC グローバル・アセット・マネジメント)

- －変動 NAV の採用によって投資家の心理が変化すれば、金融危機が起きた場合でも多額の解約請求が防げるとの議論の妥当性については、疑問である。

3. 民間緊急流動性供給ファシリティー

Brian Reid (ICI チーフ・エコノミスト)

- －2009 年に財務省が打ち出した金融規制改革案で示された考え方に基づいて MMF 運用業界内で考案したもの。危機に際して市場参加者に代わって流動性を供給する民間の機関。①銀行の形態を採り (FRB からの公定歩合での資金借入れが可能)、②定期預金による資金調達も行き、③通常の市場環境においては、流動性の高い財務省証

券やエージェンシー関連債券をバランスシートに保有する、という形態を考えている。

Shiela Bair (FDIC 総裁)

—2008年に政府が採ったMMF元本保証という救済措置はあくまでも非常手段であり、今後の対応の模範とすべきものではない。当局はむしろ、MMFのシステミック・リスクを認識し、それを排除するべく、対応を採らなくてはならない。ファシリティーのようなアプローチは、金融危機に際しての政府による救済を制度化してしまう恐れがある。

Paul A. Volcker (元FRB議長)

—いかなる形であれ、MMFが外部から流動性の支援を受けることとなれば、MMFは事実上、銀行としての規制を受けることになるであろう。NAVの算定方法を変更する方が簡単であろう。