

米国における今後の MMF 規制改革の方向性 —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—

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2010年10月、米国の大統領金融市場ワーキング・グループ（PWG）は、今後の MMF 規制改革に関するレポートを公表した。米国ではすでに、同年1月に米国証券取引委員会（SEC）が MMF の規制改革を実施しているが、今回のレポートでは、さらなる追加的な MMF 規制改革に向けての方向性が示された。
2. PWG における検討では、2008年9月のリーマン・ショック以降の金融危機下で、MMF が資本市場におけるシステム・リスクの源泉の一つとなったことへの問題意識があった。そしてこれを踏まえて、五つのポイントから成る MMF 規制改革の選択肢が示された。すなわち、①MMF を特別目的銀行と位置づけて規制を強化すること、②MMF の元本確保に対する投資家からの過剰な期待を防ぐべく、基準価額の算定方法を一般の投資信託と同様のものとする事、③民間資金による流動性供給ファシリティー、ないし MMF 保険を創設すること、④投資家から多額の解約請求が寄せられた場合に備えて、現金ではなく現物での支払いを義務付けること、⑤規制のアービトラージを回避するべく、MMF と同種の金融商品に対する規制も、MMF 規制と同様に強化すること、という五つである。
3. PWG は、こうした選択肢の全てを導入するべきと主張しているわけではなく、あくまで今後、MMF 規制改革をさらに推し進める場合の論点として提示しているにすぎない。実際、②基準価額の算定方法の変更などには、運用業界から強い反発が寄せられている。また、③流動性供給ファシリティーの創設についても、具体的な制度設計の段階で困難に直面する可能性があるものと考えられる。

I システム・リスクの源泉としての MMF

2010年10月21日、米国の大統領金融市場ワーキング・グループ（The President's Working Group on Financial Markets、以下、「PWG」）は、今後の MMF 規制改革に関するレポートを公表した。

米国の MMF 規制については、2010 年 1 月に米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) が、①ポートフォリオの組入証券の平均償還年限の短縮化など、安全性を維持するための基準の強化、②流動性の高い資産の最低組入比率の設定など、流動性を確保するための基準の新設、③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 つのポイントから成る改革案を最終決定し、同年 5 月より施行している¹。ただし、SEC のメアリー・シャピロ (Mary Shapiro) 委員長は、同改革は「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、さらなる追加的な MMF 規制の改革を実施する可能性を示唆していた。今回の PWG のレポートは、その方向性を示すものとして注目される。

1. PWG の問題意識

PWG には、2009 年 6 月に米国財務省が包括的な金融規制改革案をまとめた「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)」において、MMF 規制の抜本的な改革案の検討が求められていた²。そこでは、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) の経営破綻以降の市場の混乱の中で、MMF がシステミック・リスクの源泉の一つとなったことを受けて、その再発を防ぐ対応策を導出することが期待されていた。

MMF は、運用会社などによる元本保証は付されていないものの、一般の投資信託以上に規制が厳しく、信用力の高い金融商品でしか運用できないとされていることや、2010 年の MMF 規制改革前から信用リスクの上昇した組入証券を運用会社などが買い取ることが可能であったことなどから、元本維持の可能性はきわめて高いとされてきた。

しかし、2008 年 9 月のリーマン・ショックにより、MMF の元本割れの可能性に対する懸念が広まると、投資家が一気に MMF の解約請求に走った。その結果、投資家への現金の支払いに苦慮した MMF が組入証券の投売りを余儀なくされ、リザーブ社 (The Reserve) のプライマリー・ファンド (Primary Fund) において米国史上二度目となる元本割れ事例が起きた³。また、他の MMF でも運用資産が急減したり、投資家から大量に寄せられる解約請求に応えるべく短期証券の売却が進められた結果、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) 市場において投資需要が落ち込み、事業会社や金融機関、州・地方政府の短期資金の調達にも影響が及んだ⁴。

それゆえ、米国財務省は急遽、MMF の元本保証を提供するというプログラムを創設し、

¹ 本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」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掲載版参照。

² 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」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掲載版参照。

³ リーマン・ショックを受けた、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。

⁴ CP 市場における MMF の保有シェアは 2010 年 9 月末時点で 36.7%。FRB, *Flow of Funds Accounts* より算出。

MMF からの資金流出を抑えると同時に、流動性が枯渇している米国資本市場においてさらに状況が悪化する事態を食い止めようと図ったのである⁵。

PWG における議論の背景には、このように MMF が元本確保に関して投資家から過度に信用を得ているために、一度、その信用に懸念が及ぶと、MMF 市場だけでなく、短期金融市場に幅広く影響が波及するというシステムック・リスクの源泉となりうるという現状への問題意識があった。そして今回公表されたレポートでは、米国財務省・連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board, FRB）・SEC・米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）が PWG において 1 年以上に渡って行った議論を踏まえて、今後の追加的な規制改革に向けての政策の選択肢が示されている⁶。

II PWG レポートのポイント

PWG のレポートで提示された具体的な MMF 規制改革の選択肢は、大きく以下の五つのポイントに分けられる。

- ① 平時より MMF への規制を強化し、そもそもシステムック・リスクの源泉となることを防ぐ政策として、MMF を特別目的銀行と位置づけて規制を強化する。
- ② MMF の元本確保に関して、投資家からの期待が過度なものとならないように、基準価額の算定方法を変更する。
- ③ 金融危機の際に、MMF がシステムック・リスクの源泉として資本市場に広範な影響を及ぼすことを防ぐべく、民間資金による流動性供給ファシリティー、ないし MMF 保険を創設する。
- ④ 同じく、金融危機の際に MMF 市場で混乱が起きないように、多額の解約請求に対しては、現金ではなく現物での支払いを義務づける。
- ⑤ 規制のアービトラージを回避するべく、MMF に対して規制を強化する場合には、それと同種の金融商品に対する規制も強化する。

なお、PWG は、これら全てを導入するべきと主張しているわけではなく、あくまで今後、MMF 規制改革をさらに推し進める場合に、どのような案を採りうるのか、という「選択肢」を挙げているにすぎない、という点については留意する必要がある。それゆえ、レポートでは各提案のメリットとともに、検討すべき課題についても併せて指摘がなされている。

1. 特別目的銀行としての MMF 規制

まず、①特別目的銀行としての MMF 規制は、システムック・リスクの源泉となりうる

⁵ 米国財務省の MMF 元本保証プログラムについて詳しくは、注 3 参照論文。

⁶ 2009 年 6 月に公表された「金融規制改革 新たな基盤」は、PWG に対して、2009 年 9 月 15 日までに報告書を提出することを求めていた。今回のレポートは、この当初の期限から 1 年以上遅れて公表されたものである。

MMF に対する規制を、銀行預金と同様のものへと強化する、という提案である。

これは、そもそも 2009 年 1 月に、ポール・ボルカー (Paul Volcker) 氏を代表とする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 30) が行った今後の金融市場規制のあり方についての提言で打ち出されたものである⁷。同提言では、MMF が元本を維持することを運用目的の第一として掲げ、かつ投資家の流動性資金の受け皿として決済サービスを提供するという点で、商業銀行の預金と類似した金融商品であるにも関わらず、銀行預金と同様の十分な規制・監督の下に置かれていない点を、現行の MMF 規制の課題と指摘する。その上で、MMF が引き続きこれまでと同様の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・監督の下に置くべきであると主張している。

PWG のレポートでも、こうした考え方に沿って、MMF に対して特別目的銀行としての規制を課すことが、今後の MMF 規制改革の選択肢の一つとして考えられる、と指摘している。

2. 基準価額の算定方法の変更

1) 安定的 NAV から変動 NAV への移行

②MMF の基準価額の算定方法の変更は、今回の金融危機以降の MMF 規制改革の議論において、常に論点の一つとして挙げられてきたものであり、SEC による 2010 年の改革では現行制度が維持されたものの、今回の PWG によるレポートで、改めて議論の対象として取り上げられた課題である。

現行規制においては、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を市場価格など公正な価格で評価し、これに基づいて基準価額が算定される (変動 NAV)。これに対して、MMF の場合には、(a) 取得原価を基準に組入証券の価格を算定する (償却原価法)、ないし (b) 変動 NAV と同様に基準価額を算定するものの、最終的にその価格を 0.1 セント単位で四捨五入する (セント単位調整法)、という二つのうちのいずれかの方法を採用することが認められている (安定的 NAV)。こうした定義上、安定的 NAV は、変動 NAV に比べて基準価額の水準が安定しやすい、という特徴を有する⁸。

これについて PWG は、安定的 NAV の採用が認められ、MMF の基準価額は 1 ドルで維持されやすくなっていることから、リスク・フリーの投資信託との誤解が生じており、いざ元本割れが起きた場合に、投資家をパニックに陥りやすくしている、と指摘する。また、組入証券の価値が低下し、基準価額を市場価格で算定すると 1 ドルを割る可能性が出てくると、1 ドルに維持されている安定的 NAV との差を狙って、投

⁷ 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『資本市場クォータリー』2009 年春号参照。

⁸ MMF の基準価額の算定方法、およびこれに関する議論について詳しくは、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『資本市場クォータリー』2009 年夏号参照。

資家が MMF から早く資金を引き出そうとする裁定取引へのインセンティブが生じうる、という課題も挙げている。こうした課題に対処する観点からは、MMF についても一般の投資信託と同様、変動 NAV での基準価額の算定を義務付けることが検討に値する、と PWG は指摘している。

ただし、PWG は、安定的 NAV から変動 NAV への移行によって生じうる懸念についても併せて言及している。具体的には、(a) 基準価額が 1 ドルで安定しているという MMF の特徴がなくなるために、投資家にとって流動性資金の運用先としての MMF のメリットが薄れ、MMF を介した短期金融市場への資金供給が減少したり、オフショア MMF など規制の緩い同種の金融商品に資金がシフトする可能性、(b) 一般の投資信託と同様に基準価額が算定されれば、MMF のポートフォリオ運用に対して、より厳しい規制を課す根拠が失われる可能性、(c) 変動 NAV を採用したとしても、安全性の高い短期金融商品でポートフォリオ運用が行われる以上、通常の市場環境下では基準価額はほとんど変わらず、制度変更のメリットが実際には小幅にとどまる可能性、といった点を挙げている。

2) MMF 規制における二類型の設定の提案

また、PWG は、基準価額の算定方法の変更に関連して、全ての MMF について安定的 NAV から変動 NAV への移行を求めるのではなく、安定的 NAV の MMF と変動 NAV の MMF の二種類を規制上、許容する制度とすることも、一案として提示している。具体的には、(a) 安定的 NAV の MMF に対しては、ポートフォリオの運用に関してより厳しい規制を課すことや、(b) 安定的 NAV の MMF は個人投資家向けにのみ提供することとし、運用資金の規模が大きく、また資金移動のスピードも速い機関投資家は、変動 NAV の MMF にしか投資できないようにすること、といった制度案を示している。

ただし、PWG は、2 つの MMF の類型を規制上設けるとした場合の課題として、(a) 投資家が二つの MMF のタイプの違いについて完全に理解することができるのか、(b) 金融危機の際に変動 NAV から安定的 NAV への多額の資金のシフトが起きないか、あるいは (c) 機関投資家と個人投資家を区別することの難しさ、といった点を指摘している。

3. 民間流動性供給ファシリティー・MMF 保険の創設構想

1) PWG・ICIによる流動性供給ファシリティーの創設構想

以上でみてきた、①特別目的銀行としての MMF 規制や②基準価額の算定方法の変更は、事前の対処策として提案されているものである。これに対して、③民間資金による流動性供給ファシリティーや MMF 保険の創設、および④多額の解約請求に対する現物での支払いの義務付けは、今回のような金融危機が起きた際に事後的に、

MMF がシステミック・リスクの源泉として資本市場全体に深刻な影響を及ぼさないように図る規制・制度として打ち出されたものである。

このうち、民間資金による流動性供給ファシリティーは、金融危機の際に投資家からの解約請求が殺到した場合に備えて、流動性を十分に確保するための制度とされている。

MMF のポートフォリオ運用における流動性の確保については、すでに 2010 年 1 月に SEC が最終決定した新たな MMF 規制において、(a) 7 日以内に運用会社が想定する価格で売却ないし換金できない可能性のある「非流動性証券」の組入比率の上限は 5%、(b) 1 日以内で現金化することが可能な資産の最低組入比率は 10%、(c) 1 週間以内で現金化可能な資産の最低組入比率は 30%、という 3 つの数値基準が導入された。

ただし、これはあくまで個々のファンドのレベルでの流動性確保であり、実際の金融危機の際には、ファンドの間で影響の出るタイミングや大きさにばらつきがある以上、こうした規制を遵守していても投資家からの解約請求に対処しきれない MMF が出てくるリスクは一定程度、残存すると考えられる。民間資金による流動性供給ファシリティーは、こうした個々のレベルを超えて MMF 業界全体で追加的に流動性を確保する仕組みを設けてシステミック・リスクに対処する仕組みとして提言されているものである。

民間資金による流動性供給ファシリティーの創設については、すでに米国投資信託協会 (Investment Company Institute, ICI) において具体的な検討が進められている。ICI のポール・スコット・スティーヴンス (Paul Schott Stevens) 議長兼 CEO は、2010 年 3 月の講演において、(a) 非政府債 MMF (国債や地方債以外の短期証券に主に投資する MMF) を対象として、(b) MMF からの拠出金を自己資本とする州法銀行等の形態でファシリティーを創設する、との構想に言及している⁹。(b) 州法銀行等の形態を採ることで、金融危機の際にファシリティーの自己資本が不足する事態となった場合には、FRB から公定歩合で資金を借り入れることが可能になる、としている。

さらに、ICI は、2011 年 1 月に公表した、今回の PWG のレポートに対する包括的な見解を示す文書の中で、より具体的な流動性供給ファシリティーの設計案を提示している。その内容は、(a) ファシリティーの運用開始時点の規模は、レバレッジ比率の上限を 20 倍に維持して、自己資本 3.5 億ドル、総資産規模 70 億ドル、(b) MMF がファシリティーに参加する時点で支払う手数料 (保険料) は、一ファンドにつき最低 25 万ドル、上限はファシリティーの運用開始時点の自己資本の 4.9%、(c) 継続的な保険料は、当該 MMF の運用資産残高の 3bp (ベース・ポイント、0.01%)、(d) さらにファシリティーが資金を必要とする場合は、流動性供給の対象とされている MMF 全体の運用資産残高の 1.3% を上限に預金を集めることもできる、といった点が主なポイントとなっている。

⁹ Paul Schott Stevens, "Weathering the Worst: Making Money Market Funds Even Stronger," 03/15/2010 参照。

2) PWGが指摘する流動性供給ファシリティーの課題

もっとも、PWGのレポートでは、こうした民間資金による流動性供給ファシリティーを創設する際の留意点、ないし課題についても併せて指摘している。

留意点の第一は、流動性供給ファシリティーの支援対象は流動性資金が不足するMMFであって、クレジット・リスクが顕在化して元本割れの可能性に直面しているMMFは対象とされない、という点である。よって、例えばリザーブ・プライマリー・ファンドのような事例は、デフォルトとなったリーマン・ブラザーズの短期債券を保有していたことが発端となった混乱であることから、流動性供給ファシリティーによる支援の対象とはならない、とPWGのレポートは指摘している。ただし、リザーブ・プライマリー・ファンドも、リーマン・ショックの当日、および翌日の二日間で、純資産残高の4割超の解約請求を受けており、その意味では流動性リスクの顕在化が元本割れに及ぼした影響も決して小さくないと考えられる。この点に関して、MMFが元本割れのリスクに直面した際に、具体的にそれが流動性リスクと信用リスクのいずれが顕在化したことによる影響なのかを判断する基準については、レポートでも言及されていない。

PWGは、第二の検討課題として、流動性供給ファシリティーへの参加を全てのMMFに義務づけるのか、自主参加とするのか、という論点を挙げる。前者の場合、規制当局は、同ファシリティーの効率的な運営を保証するべく、一定の関与を行い、責任を引き受けることとなる。他方、後者の場合、参加しないファンドは、ファシリティーへの拠出を行わずに、ファシリティーが創設されることによってMMF市場全体において流動性リスクが逡減するというメリットを享受できることになる。

第三に、モラル・ハザードの問題が挙げられている。MMF市場におけるシステミック・リスクの問題に対処する、という流動性供給ファシリティーの創設目的からすれば、支援の対象範囲はある程度広く捉えられるべき、と考えられる。他方で、それによって個々のファンドのポートフォリオ運用におけるリスク管理が不十分となり、過度なリスクを採ってリターンを追求するファンドも表れる可能性が想定される。それゆえ、モラル・ハザードの問題が起きないように、同ファシリティーへのアクセスの管理も重要な検討課題である、とレポートは指摘する。

3) MMF保険の創設構想

MMF保険は、信用リスクの顕在化に伴って元本割れの可能性が生じたファンドに対する支援プログラムとして提案されている。これは、銀行預金における預金保険制度、あるいは先述の、2008年9月に米国財務省が創設したMMF元本保証プログラムを念頭に置いた提案である。

PWGのレポートでは、MMF保険を創設するとなった場合に検討すべき課題として、(a) 政府が財源の面も含めて関与する公的保険とするのか、MMFの運用会社により支払われる保険料だけで運営される民間保険とするのか、(b) MMFの元本割れは、

発生する可能性はかなり低いものの、そのリスクが顕在化した場合の影響が大きいという特徴をもつが、これに対処できるよう、保険料をどの水準に設定すべきか、(c) 過度なリスクを採るといふ MMF の運用会社におけるモラル・ハザード、あるいは投資家が各 MMF の運用におけるリスク管理の充分性に配慮しなくなるというモラル・ハザードを回避するために、どのような保険制度を設計すべきか、といった点を挙げている。

4. 多額の資金解約請求に対する現物での支払いの義務づけ

④多額の解約請求に対する現物での支払いの義務づけも、金融危機下において流動性リスクに直面しうる MMF への支援措置としての意味合いから提案されている制度改正案である。すなわち、多額の資金を特定の MMF で運用している機関投資家が全額解約を突然行おうとすると、MMF の運用会社としては流動性の低い組入証券をも通常より低い価格で投げ売りすることを余儀なくされ、そのために MMF の元本確保が難しくなり、他の投資家に損失が生じる可能性があるとの懸念から打ち出された提案である。同様の提案は、SEC からもすでに 2009 年に打ち出されている¹⁰。

PWG のレポートでは、この案の課題として、解約請求を行った機関投資家に支払う現物のポートフォリオを、MMF の運用ポートフォリオ全体と同じ構成とすることは現実的に難しい、という点が挙げられている。

5. MMF と同種の金融商品に対する規制の強化

⑤MMF と同種の金融商品に対する規制の強化については、流動性供給ファシリティーの創設による規制コストの上昇や基準価額の算定方法の変更などにより、MMF に魅力を感じなくなった投資家が、MMF と類似した金融商品に資金をシフトさせ、短期金融市場における資金供給主体としての MMF の位置づけが低下する事態を避けるべく、すなわち、規制間の裁定取引を回避するべく、提案されているものである。

III レポートに対する評価と今後の注目点

PWG は、今回発表したレポートで言及した、今後の MMF 規制改革において候補となる新規制・制度について、米国金融安定監督カOUNシル（Financial Stability Oversight Council, FSOC）で検討するよう、指示している。FSOC とは、2010 年 7 月に成立した金融制度改革法（the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）に基づいて創設された規制当局で、システムミック・リスクの把握・対処を行うことを、その役割とし

¹⁰ 注 8 参照論文。

ている¹¹。また、PWG は、同時に SEC に対して、FSOC の検討を支援するべく、パブリック・コメントの募集を行うよう指示を行い、実際に 2011 年 1 月 10 日まで募集された。

今回の PWG のレポートの内容に関しては、先述の通り ICI より、2011 年 1 月に包括的な見解を示す文書が公表された。それによると、ICI は、②MMF の基準価額の算定方法の変更については、これまで通り、流動性資金の運用先として、一般の投資信託とは異なる魅力を MMF にもたせている特質が失われるとして、明確に反対の姿勢を示している。また、安定的 NAV の MMF と変動 NAV の MMF の二つの類型を設ける案についても、詳細な制度設計案を踏まえないと賛否を表明しかねる、ないし実施可能性に疑問がある、といった指摘を行っている。その他、①特別目的銀行としての MMF 規制強化や、④多額の資金解約請求に対する現物での支払いの義務付け、⑤MMF と同種の金融商品に対する規制強化についても、否定的な立場を採っている。

その一方で、③のうち流動性供給ファシリティについては、すでに指摘した通り、ICI は今回のレポート公表前から検討を進めており、2011 年 1 月の文書でも肯定的な立場を示している。個別の運用会社においても、フェデレイティッド (Federated) やバンガード (Vanguard)、フィデリティ (Fidelity) などが、創設構想を基本的に支持している¹²。ただし、ブラックロック (Blackrock) は、信用リスクと流動性リスクをどう区別してファシリティを運営するのか、という点で懸念を示していることなどからしても、ファシリティを具体的に設計していく段階で、困難に直面する可能性もあると考えられる¹³。

¹¹ FSOC について詳しくは、小立敬・磯部昌吾「米国金融安定監督カOUNシルの初会合」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010年秋号ウェブサイト掲載版参照。

¹² Christopher Condon, "Fidelity, Vanguard Said to Plan Emergency Bank for Money Market," *Bloomberg*, 09/19/2009 参照。

¹³ Blackrock, "ViewPoint: Money Market Mutual Funds," 07/13/2010、Christopher Condon, "BlackRock's Fink Opposes Money-Fund Industry," *Bloomberg*, 04/01/2010 参照。