

## 米国証券取引委員会による MMF 規制改正案

岩井 浩一

## ■ 要 約 ■

1. 2013年6月5日、米国証券取引委員会（SEC）が米国 MMF の規則改正案を公表し、90日間のパブリック・コメントの募集を開始した。SEC が MMF の規制改正に着手したのは、2008年以降の金融危機時に発生した MMF への取付けリスクが未だに存在しているという懸念があるからである。今般の改正案は SEC にとって最終的な MMF 対策と位置付けることができる。
2. 改正案では、MMF の新しい規制枠組みとして、①これまで MMF の価格評価手法として利用されてきた安定的 NAV に代わり、変動 NAV を採用する（変動 NAV レジーム）、②一定の条件下における解約に対して手数料を課すと共に、解約を一時的に停止することを可能にする（流動性手数料・解約制限レジーム）、という2つの体系が示された。また、ポートフォリオの分散要件、開示・報告要件、ストレス・テスト要件も適宜に改正されている。
3. 変動 NAV レジームでは、CP 等の短期証券を主たる投資対象とするプライム・インスティテューショナル MMF に関して、償却原価法とペニーラウンド法の両者を禁止し、変動 NAV での取引を求めることになる。その他の MMF は安定的 NAV を維持することが認められる。
4. 流動性手数料・解約制限レジームでは、全ての MMF に対してペニーラウンド法を用いて安定的 NAV を維持することを許容する一方で、プライム・インスティテューショナル MMF とリテール MMF については、保有資産の流動性が一定基準を下回った場合に、投資家の解約に対して2%の手数料を課すことを求める。また、一時的な解約制限を導入することも可能とする。
5. 2つの規制枠組みのうち、変動 NAV レジームの方が MMF 市場や運用会社への影響は限定的となろう。流動性手数料・解約制限レジームについては、投資家の投資意欲を減退させる可能性が指摘される等、その影響には注視する必要がある。いずれにせよ、今後策定される最終規則の内容がどのようになるのか、また、投資家や市場に不測の混乱が生じないか等、今後の動向が注目される。

## はじめに

米国証券取引委員会（SEC）が 2013 年 6 月 5 日に、MMF の規則改正案を公表した<sup>1</sup>。規則案は、主に 1940 年投資会社法（以下、投資会社法）の規則 2a-7 を修正し、2 つの新しい規制枠組みを提示するものである。一つ目の方向性は、これまで MMF の価格評価法として利用されてきた安定的 NAV（Stable Net Asset Value）<sup>2</sup>を廃止し、代わりに、変動 NAV（Floating Net Asset Value）を導入するものである。二つ目は、MMF の保有資産の流動性が一定基準を下回った場合に、MMF の投資家に対して解約手数料を課すと共に、解約を一時的に停止する措置を認めるものである。

SEC が規則改正に乗り出したのは、2008 年以降の金融危機時に発生した MMF への取付けリスクが今なお存在しているという問題意識によるものである<sup>3</sup>。MMF に取付けが発生する理由については、危機以降、様々な議論が展開されてきた。SEC を含む金融当局は、その理由として、現行の安定的 NAV の下では、投資家が他の投資家よりも早く解約するインセンティブを持つこと、機関投資家が MMF 投資に際して流動性を最重視していることが多いため、極めてリスク回避的な行動を取りがちであること、多くの投資家が、MMF に元本割れが発生しても、政府等による支援が期待できると考えていること<sup>4</sup>、等が主因であると考えている。

SEC は今般の規則提案に際して、こうした MMF の脆弱性に対処するために、2010 年の規制改革で実現できなかった改正も含めて、抜本的な規制改正を目指している。この意味では、今回の規制改革案は、2008 年の金融危機時における MMF 市場の混乱に対して SEC が出した最終的な対策と位置づけられる。

## 規制改革の内容

今般の規則案の主要な内容は、変動 NAV の採用、流動性手数料及び解約制限の採用、ポートフォリオ分散要件の厳格化、ストレス・テスト要件の明確化、開示・報告要件の厳格化から成る。MMF の新しい規制枠組みとして、変動 NAV を利用した体制（レジーム）と流動性手数料及び解約制限を利用したレジームの 2 つの提案をしているのが最大の特徴である。いずれのレジームを採用するかによって多少の違いはあるが、ポ

<sup>1</sup> Securities and Exchange Commission, “Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF,” 17 CFR Parts 210, 230, 239, 270, 274 and 279, Release No. 33-9408。官報掲載日（2013 年 6 月 19 日）から 90 日間の意見募集が開始されている。

<sup>2</sup> Stable Net Asset Value には定まった訳語はないように思われ、「固定 NAV」と呼称されることもある。

<sup>3</sup> 2008 年の MMF の元本割れやそれを受けた 2009 年以降の規制改革動向については、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」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号、同「SEC による米国 MMF 規制改革案の提示」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号ウェブサイト版、同「米国で実施された MMF 規制の包括的な改革」『資本市場クォーターリー』2010 年春号を参照。

<sup>4</sup> 例えば、フィデリティが自社の顧客に行ったアンケート調査では、回答者の 10%が、政府が危機時に MMF 価格を保護するように支援すると考えているほか、同 47%が MMF は銀行預金と同程度のリスクしか持たないと認識していること等が確認されている。今般の規則案のなかでも、こうした調査結果が引用されている。

トフォリオの分散、開示・報告内容、ストレス・テストについて、既存制度の見直しを併せて行っている。

なお、規則案では、MMF を、リテール MMF、ガバメント MMF、プライム・インスティテューショナル MMF の 3 つに大別している。リテール MMF とは、投資家が一営業日に 100 万ドル強の解約をすることを認めない MMF を指す<sup>5</sup>。ガバメント MMF とは、ポートフォリオの最低 80% を、現金、政府債券 (government securities)、政府債券を担保とするレポに投資する MMF を指す<sup>6</sup>。プライム・インスティテューショナル MMF とは、主に機関投資家に提供される MMF で、銀行やその他企業及び米国政府が発行する短期証券や ABCP 等に投資をするものを指す。規則案では、ガバメント MMF とリテール MMF に該当しない MMF と位置付けられている<sup>7</sup>。

## 1. 変動 NAV の採用

現行制度では、全ての MMF は償却原価法 (amortized cost valuation) とペニーラウンド法 (penny-rounding pricing) を用いて、安定的 NAV を維持することが認められている<sup>8</sup>。しかしながら、2008 年以降の金融危機時における MMF 市場の混乱の一つの理由として、MMF が安定的 NAV を用いていることが指摘されてきた。

規則案で提案されている一つ目の規制枠組みは変動 NAV レジームである。即ち、全ての MMF に関して償却原価法の利用を原則禁止<sup>9</sup>すると共に、プライム・インスティテューショナル MMF に関して、追加的に、ペニーラウンド法も利用できない扱いとし、その代わりにベーススラウンド法<sup>10</sup>を採用する<sup>11</sup>。なお、リテール MMF とガバメント MMF に関しては、ペニーラウンド法が引き続き利用できる扱いとされている。SEC がリテール MMF とガバメント MMF を適用除外にしたのは、これら MMF が歴史的にみれば

<sup>5</sup> SEC によれば、リテール MMF の残高は 2013 年 2 月末時点で 6,950 億ドルであり、MMF 全体の 26% を占めるとされる。なお、大部分の地方債 MMF はリテール MMF に含まれるとされる。

<sup>6</sup> ここでいう政府債券は投資会社法 2(a)(16) に定義される証券であり、政府支援企業が発行する証券、政府による買戻し合意 (government repurchase agreements)、米国政府の“instrumentalities”が発行する証券等から構成される (なお、州・地方政府の発行証券は含まれない)。規則案によれば、Treasury MMF (総資産の 80% 以上を財務省証券及び財務省証券を担保とするレポに投資する MMF) は (実質的に) ガバメント MMF に含まれる。また、ガバメント MMF は約 9,100 億ドルの運用残高であり、MMF 全体の約 40% を占めるとされる。

<sup>7</sup> 例えば、Davis Polk, “SEC Proposes Amendments to Money Market Fund Rules,” June 11, 2013 を参照。

<sup>8</sup> 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て組入証券の価格を算定し、これら証券価格を基に MMF の基準価額を決定する方法である。ペニーラウンド法とは、一般的な投資信託と同様、MMF の保有証券の市場価格を可能な限り反映して基準価額を算定したうえで、その価格を 1 セント単位に四捨五入して、最終的な価格を決定する方法を指す (投資会社法規則 2a-7(c) を参照)。

<sup>9</sup> 厳密には、その他の投資信託に関して償却原価法の利用が許容されている状況に限って、MMF も償却原価法を利用することができる。具体的には、ファンドの取締役会が、残存期間 60 日以内の負債証券に関して、その公正価値が償却原価であると決定した場合には、MMF は償却原価法を利用できる。

<sup>10</sup> 例えば、一株当たりの NAV を 1 ドルを目標に運用する MMF では、小数点第 5 位を丸めて、\$1.0000 表示する (一株当たりの NAV が 10 ドルの MMF では、小数点第 4 位を丸めて \$10.000 表示する)。

<sup>11</sup> SEC によれば、既に幾つかの大手運用会社 (フィデリティ、ブラックロック、JP モルガン) は、ベーススラウンド法による時価情報を公表済み、あるいは、公表する方針にある。

取付けが発生しにくい性質を有してきたこと、また、投資家に安定的 NAV を利用する MMF への投資機会を残しておく必要があるという判断もあったとされる。

変動 NAV レジームを採用する場合には、安定的 NAV を前提としてきた既存制度は適宜修正される。例えば、変動 NAV では価格変動リスクが安定的 NAV よりも大きくなるので、この点を投資家に明示的に開示することが求められる。具体的には、法定開示資料の要約部分及び販売資料に以下の諸点を箇条書きで記すことになる。

- 安定的な価値を求める投資家は当該ファンドに投資すべきではない。
- 保有証券の価格は様々な要因から上下する。

このほか、変動 NAV レジームの下では MMF の価格が頻繁に変動し得ることに伴い、投資家の損益に関して納税義務等の情報を内国歳入庁に報告することが必要になる。また、取締役会が解約制限を決定できる条件が変更される。即ち、現行制度では、償却原価で算出した NAV と市場価格 NAV が大きく乖離する場合等に、取締役会の判断を経て解約制限が実施できる扱いになっているが、変動 NAV を採用した場合には、週次流動性資産（weekly liquid assets）<sup>12</sup>が総資産の 15%を下回った場合（以下、流動性基準<sup>13</sup>）に、取締役会の判断を経て、解約停止を行うことになる<sup>14</sup>。

## 2．流動性手数料及び解約制限の採用

二つ目の規制枠組みは、全ての MMF に対してペニーラウンド法を用いて安定的 NAV を維持することを許容する<sup>15</sup>一方で、プライム・インスティテューショナル MMF とリテール MMF に対して、流動性基準を下回った状況において後述する「流動性手数料」と「一時的な解約制限<sup>16</sup>」を課すものである<sup>17</sup>。

### 1) 流動性手数料

流動性手数料とは、投資家がある特定の状況の下で解約をする際に負担しなくてはならない手数料を指す。即ち、流動性基準に抵触した場合<sup>18</sup>、MMF は、取締役会が流動性手数料はファンドの最善の利益に繋がらないと判断する、あるいは、より低位の手数料が最善の利益に叶うと判断する場合を除き、基準抵触日の翌営業日から全て

<sup>12</sup> 週次流動性資産は、(1)現金、(2)米国政府の直接的な債務、(3)5営業日以内に満期を迎える、あるいは、買取り請求をした場合にその支払が受けられる(demand feature)証券(以下、要求払い性のある証券)、(4)投資会社法 2(a)(16)に定義される政府証券(government securities)を指す。

<sup>13</sup> SECによれば、2007-2008年の危機時において、多くのMMFが当該基準に抵触していたとされる。

<sup>14</sup> 変動NAVを採用しても、関係人等によるMMF保有証券の買い取りに係る規則(規則17a-9)は保持される。

<sup>15</sup> 但し、MMFが規則2a-7の内容に従っていることが必要である。他方、このレジームの下でも、変動NAVレジームと同様に、償却原価法は原則認められない。

<sup>16</sup> 規則案では“gates”と呼称されている。

<sup>17</sup> 投資会社法は原則として、流動性手数料と一時的な解約制限を禁じている(前者は同法22(c)に、後者は同法22(e)に反する)ため、SECは投資会社法6(c)の権限を用いて、MMFを同法から適用除外する扱いを取っている。

<sup>18</sup> 取締役会がファンドの最善の利益に叶うと判断する場合には、SECの定めた流動性基準以外の基準を用いて流動性手数料を課すことも出来る。

の解約に対して 2%の手数料を課す義務を負う<sup>19</sup>。この流動性手数料は、週次流動性資産が総資産の 30%にまで回復した場合には自動的に解除される。なお、SEC は取締役会が流動性手数料を課すかどうかを判断する際に考慮すべき事項として、以下を例示している。

- 週次流動性資産が何故低下したのか。解約が増加したことが主因か、あるいは、個々の理由により幾つかの大口解約が予想外に発生したことが主因か。
- 週次流動性資産の低下が MMF の市場価格ベース NAV (シャドープライス) の低下と同時に発生しているかどうか。
- 週次流動性資産の低下がごく短期間のものかどうか。

流動性手数料が課された場合、投資家は流動性手数料を支払って解約を行うか、あるいは、流動性手数料が解除されるのを待つかを選択することになる。流動性手数料が課されるのは、MMF の資産価値が毀損している場合と考えられるので、前者の選択肢の場合には、投資家は手数料を支払って損失を確定させることになるのに対して、後者の場合には、投資家は損失が確定するのを先延ばしすることになる。SEC は、行動経済学の議論<sup>20</sup>を踏まえ、傾向として、投資家は後者を選択することになるだろうと述べている。

## 2) 一時的な解約制限

規則案は流動性基準に抵触した場合、取締役会に対して、一時的な解約制限を実施する権限を付与する<sup>21</sup>。但し、一時的な解約制限を課した MMF は 30 日間以内に当該措置を解除しなくてはならない<sup>22</sup>ほか、如何なる 90 日間のうち 30 日を超えて解約制限を課すことは認められない。

一時的な解約制限は、流動性手数料では投資家の取付けを抑制するのに不十分な状況 (システムミック危機) 等において利用されることが期待されている。実際、SEC は、解約制限ではなく流動性手数料を第一の対応と位置付けている。これは、流動性手数料の方が MMF の株主や短期調達市場への悪影響が小さいという判断によるものである。但し、制度上は、取締役会の判断があれば、流動性手数料を課す前に解約制限を課すことも可能とされる。なお、SEC は解約制限の狙いとして、(1) 投資家に対して MMF の存続可能性を評価する時間を与える、(2) 市場の混乱が鎮静化するまでの時間を得る (サーキット・ブレーカーとしての役割)、(3) 保有証券の満期

<sup>19</sup> 規則案では、取締役会が 2%よりも高水準の手数料を課すことは想定していない。その理由として、2%を超える手数料を課すと、MMF を投資会社法上の償還可能証券として見なせなくなる事情があるとされる。

<sup>20</sup> 行動経済学の研究によれば、投資家は確定した損失よりも、(仮にその金額が遥かに大きい可能性があっても) 不確実な損失を好む傾向があるとされる。

<sup>21</sup> 現行制度では、MMF が解約を停止できるのは、(1) SEC から適用除外を得た場合、(2) 規則 22e-3 に従って、取締役会が元本割れになりそうであることを決定した場合に限定されている。

<sup>22</sup> 但し、SEC に適用除外申請を行い、30 日以上に亘り一時的な解約制限を課すことは可能である。SEC は、適用除外申請を受け付けた後、公共の利益、投資家保護等の観点から申請の可否を判断する。

到来を通じて MMF の流動性資産の水準が上昇することを挙げている。

ガバメント MMF は流動性手数料と一時的な解約制限の適用除外とされている。但し、取締役会が当該措置を導入する権限を有することを目論見書に記載すれば、取締役会の判断で、これらの措置を導入することはできる。なお、SEC がガバメント MMF を適用除外にしたのは、投資家に対して、流動性手数料と一時的な解約制限に服さない MMF へ投資する余地を残す必要があると判断したためである<sup>23</sup>。

流動性手数料・解約制限レジームを採用する場合も、変動 NAV レジームと同様に、投資家にとっての MMF 投資のリスクが大きく変わることになるため、様々な追加的な措置がとられることになる。即ち、流動性手数料あるいは解約制限を利用する可能性のある MMF は、当該レジームに付随するリスクを販売資料及びウェブサイト、法定目論見書の要約部分に箇条書きで記載することが求められる。SEC は以下の諸点を記すことを求めている。

- MMF が顕著なストレス下に置かれた場合には、投資主が MMF シェアを解約する際に、手数料を課す場合があること。
- MMF が顕著なストレス下に置かれた場合には、投資主が MMF シェアを解約する際に、一時的に解約が停止される場合があること。

現行制度でも、解約に係る如何なる制約も登録書類に記載しなくてはならないが、流動性手数料・解約制限レジームでもこれに従うことが求められる。また、流動性手数料や解約制限が適用される条件や流動性基準に抵触した過去の事例等を目論見書に記載することも必要となる。その他にも、以下の措置が求められる<sup>24</sup>。

- 流動性手数料や一時的な解約制限の採用やその解除に関する情報を、後述する新たな報告書類（Form N-CR）に記載すると共に、ウェブサイトにも公表する。
- Statement Additional Information（SAI）において、過去 10 年間に於いて流動性基準に抵触した事例、及び、その際に流動性手数料や一時的な解約制限を採用したか、取締役会が流動性手数料や一時的な解約制限を検討した際の分析結果の概要を開示する。

なお、税制面では、流動性手数料は、現行の解約手数料に係る税制上の取扱い<sup>25</sup>と同様の措置がとられることになると考えられている。

### 3) 変動 NAV と流動性手数料・解約制限の併用

変動 NAV レジームが投資家の流動性を確保する一方で元本確保を放棄する方策で

<sup>23</sup> 具体例として、スウィープ勘定を愛好する投資家のように、即時の流動性が不可欠となる投資家を挙げ、こうした投資家に対して、流動性手数料や解約制限に服さない MMF への投資機会を提供する必要性を示唆している。

<sup>24</sup> 但し、流動性手数料が稀にしか発生しないはずのものである点に鑑みて、開示書類における手数料表の「解約手数料」には流動性手数料を含める必要はない。

<sup>25</sup> 現行制度では、投資信託の購入時点から 7 日以内に解約した場合には解約手数料が課され、当該手数料は投資家の投資損益に通算される扱いになっている（規則 22c-2）。

あるのに対して、流動性手数料・解約制限レジームは流動性を犠牲にしつつ元本確保を目指す手法である。SEC は、両レジームのこうした違いを捉え、両者には補完的な側面があると考えている。そのため、第三の案として、両レジームを併用することも展望している<sup>26</sup>。

但し、SEC は併用した場合に懸念される論点も明示している。即ち、両レジームを併用すると、MMF スポンサーや関連業者にとって事務対応負担が高くなり過ぎる可能性があるほか、流動性手数料の水準をどのように設定するのが望ましいかを検討する必要があるとして、これらの点について意見募集を求めている。

### 3. ポートフォリオ分散要件の厳格化

現行の規則 2a-7 では、適格ティア 1 証券への投資額を MMF 資産の 5% 以内に抑制する（以下、5% 基準）、要求払い性のある証券や保証の付いた証券への投資額を MMF 資産の 10% 以内<sup>27</sup>に制限する（以下、10% 基準）、等の投資制限が課されている。SEC は、金融危機時の MMF の投資行動を詳細に検証したうえで、今般の規則案において、現行のポートフォリオ分散要件が機能していないと判断し、以下の措置を提案している。

#### 1) 関係会社の取扱い

現行制度では、前述の 5% 基準を判断する際に、互いに関係会社の関係にある複数の企業への投資額を集計する必要性はない。その結果、例えば、MMF が銀行グループへ投資する場合、持株会社の発行証券と傘下銀行の発行証券に対して、合計で 5% を超えて投資することができる。SEC は、金融危機時の MMF による AIG グループへの投資を引き合いに出し、金融グループ全体への投資が 5% を超えることに警鐘を鳴らすと共に、今だに、グループ全体への投資を集計した場合に、5% の制限を超える投資を行っている MMF が存在していると指摘している。

そこで今般の規則案では、互いに関係会社の関係にある企業を一つの発行体として取扱い、前述の 5% 制限を適用することにしている。ここで、「互いに関係会社の関係にある」とは、一方の会社が他方を支配（議決権が 50% 超）する場合、あるいは、両者が共通の支配下に置かれている場合とされる。

#### 2) Asset Backed Securities (ABS) スポンサーの取扱い

SEC は、金融危機の経験を踏まえ、ABS の信用力が ABS に保証を提供するスポン

<sup>26</sup> 併用する場合には、ガバメント MMF は両レジームの対象外、リテール MMF は流動性手数料・解約制限レジームだけが適用、プライム・インスティテュショナル MMF は両レジームが適用される。なお、両レジームが適用される MMF において、ベニーラウンド法とベースラウンド法のいずれが適用されるのかは、規則案では必ずしも明確にされていない。また、SEC は、流動性手数料と解約制限のうちいずれか一方だけを変動 NAV と併用する案や、変動 NAV レジームと流動性手数料・解約制限レジームのいずれか一方を MMF が選択する案も採用する可能性があるとし、そのメリット・デメリット等に関して、意見募集を求めている。

<sup>27</sup> 但し、10% の制限を受けるのは、MMF の総資産の 75% の資産までとされる。

サーの信用力に依存することは明白であると述べ、ABS 投資は実質的に ABS スポンサー（多くの場合は銀行）へのエクスポージャーに近いと考えるべきであると指摘している。しかしながら、ABS を発行しているのがスポンサーでなく特別事業体（special purpose entities）であり、スポンサーによる支援が現行制度上は、多くの場合、上記 10%基準で言う「保証」や「要求払い性のある」に該当しない。このため、MMF が、実質的に、特定のスポンサーへのエクスポージャーを高めてしまう状況が発生したとされる<sup>28</sup>。

そこで今般の規則案では、ABS に保証を提供するスポンサーへのエクスポージャーを制限するために、取締役会が、MMF による ABS 投資が ABS スポンサーの財務力や流動性、信用供与の意思に頼るものではないと判断をしない限り、ABS（含む ABCP）のスポンサーを保証人として取扱い、上記の 10%基準を適用することを提案している。

### 3) 「25%バスケット」の廃止

現行制度では、ある企業からの保証が付いている証券や要求払い性のある証券を総資産の 25%まで投資することが許されている（「25%バスケット<sup>29</sup>」と呼称される）。金融危機時には、MMF が一部のモノライン会社や銀行の信用力を裏付けにした証券に 25%の投資をし、当該金融機関の信用力の悪化を契機に、資産売却に走る等の問題が発生した。こうした経験を踏まえ、今般、SEC は、25%バスケットを廃止することを提案している<sup>30</sup>。

## 4 . ストレス・テスト要件の明確化

現行制度では、取締役会は、MMF のポートフォリオが安定的な基準価額（NAV）を維持できるかどうかについて、定期的なストレス・テストを通じて評価することが求められている<sup>31</sup>。しかし、2010 年にストレス・テストが導入されて以降、SEC は検査等を通じて、MMF によってストレス・テストの内容や精度に格差が発生していることを確認してきた。また、SEC は、2011 年の欧州危機等に際して、頑健なストレス・テスト手続きを確立している MMF の方がリスク管理を適切に実施してきたと認識している。こうした点を踏まえ、今般の規則案のなかで SEC は、変動 NAV レジームと流動性手数料・解約制限レジー

<sup>28</sup> SEC は 2009 年に、ABS 投資に伴うこうしたリスクに関して意見募集を行った経緯があるが、規制強化に対して十分な支持が得られずにいた。

<sup>29</sup> 但し、この 25%までの投資は支配関係にないパーソンのティア 1 証券である必要がある（規則 2a-7(c)(4)(iii)）。

<sup>30</sup> SEC は規則案のなかで、2013 年 2 月時点では、金融危機時と比べて、25%バスケットを利用する MMF が減少しており、25%バスケットを廃止しても、MMF 市場全体に悪影響を与えることはないと言及している。市場への悪影響がない現状を捉えて当該措置を廃止し、将来、2008 年の金融危機時のような事態が発生するのを回避することを企図している。

<sup>31</sup> ストレス・テストに利用されるシナリオには、短期金利の変化、株主の解約請求の増加、保有証券のデフォルト及び格下げ、金利スプレッドの拡大等が含まれる。なお、ストレス・テストを実施するのは、取締役会ではなく、MMF のアドバイザーである。

ムのそれぞれについて、ストレス・テスト要件の修正と高度化を求める提案をしている<sup>32</sup>。

#### 1) 変動 NAV レジームにおけるストレス・テスト要件

変動 NAV レジームが採用された場合には、規制上、MMF 資産の流動性への影響に関するストレス・テストだけを求める。具体的には、週次流動性資産が総資産の 15% を下回る事態を回避できるかどうかについてストレス・テストを実施することを提案している。なお、変動 NAV レジームの適用除外となるガバメント MMF とリテール MMF に関しては、この流動性基準に関するストレス・テストに加えて、安定的な NAV を維持できるかどうかをストレス・テストで検証することも求める。

このほか、ストレス・テストを実施する際に、以下の諸点を考慮するよう求めている。

- 保有証券価格の相関関係やストレス・イベントが同時に発生することを勘案する。
- ある保有証券のデフォルトや格下げが別の保有証券に与える影響を考慮する。
- 解約の増加というストレス・イベントに関して、ファンドが解約に対してどのように対処するかを、過去の解約への対処方法や保有証券の相対的な流動性等も考慮して評価する。

また、ストレス・テストの具体的内容を明瞭にするために、以下の取扱いに従うことを明確にしている。

金利の変化ではなく、金利の上昇についてだけストレス・テストを実施すればよい。

保有証券が連動する幾つかの金利指標を識別し、これら金利指標間のスプレッドに関して、スプレッドの拡大と縮小の両方の状況を想定してストレス・テストを実施する。

ストレス・イベントとして、金利の平行シフト及びノン平行シフト等、ポートフォリオの保有証券に影響を与える可能性のある幾つかの金利変化を想定する。

この他にも、それぞれのファンドの特性を踏まえて、流動性基準に抵触する事態に陥る可能性のあるイベントについて慎重に検討することが求められている。更に、ストレス・テストを実施するアドバイザーが取締役会に対して、ストレス・テストに関する十分な情報を提供しなくてはならないとしている<sup>33</sup>。

<sup>32</sup> ドッド・フランク法 165(i)(2)条は、連邦当局に対して、連結総資産 100 億ドル以上の金融会社に係るストレス・テスト要件を策定することを求めている。このため、SEC は、同条に該当する所管先 (MMF や投資会社等) について、ストレス・テスト要件を定める必要がある。今般の規則案において SEC は、同条に基づくストレス・テスト要件についても意見募集を行っている。

<sup>33</sup> 取締役会がストレス・テストを評価するうえで必要となる情報を提供することを求めている。

2) 流動性手数料・解約制限レジームにおけるストレス・テスト要件

流動性手数料・解約制限レジームを採用した場合には、流動性基準に抵触するかどうかに関するストレス・テストに加えて、安定的な NAV を維持できるかどうかに関するストレス・テストも実施することが提案されている。このほかにも、変動 NAV レジームのストレス・テストで求められた諸事項 — 例えば、保有証券の相関関係等を考慮することや、前記 ~ のストレス・テスト要件の明確化 — も求められる。

## 5 . 開示・報告要件の厳格化

今般の SEC の規則案では、規則 2a-7 と Form N-1A を大幅に修正し、SEC への報告書の改善とウェブサイトを通じた開示を進めることが目指されている。とりわけ、(1) スポンサー等による金融支援の内容、(2) MMF の流動性資産や保有証券に係る情報、(3) MMF の価格情報について開示や報告を厳格化することが企図されている。

主要な開示強化策として、以下のような取組みを提案している。

- 法定開示資料の要約部分及び販売資料に、スポンサーが支援を行う義務がないことを明記する。
- 一定のイベント（保有証券のデフォルト、スポンサー等による金融支援、その他重要なイベント）を新しい報告書類（Form N-CR）を通じて SEC に報告する<sup>34</sup>。また、スポンサーあるいは関係人による金融支援実績（過去 10 年間）を SAI において開示する<sup>35</sup>。
- Form N-CR に記載する情報と同様の情報をウェブサイトに明瞭に掲載する。掲載時点は、Form N-CR の提出から 1 営業日以内とする。
- ウェブサイトにおいて、以下の情報を明瞭に、日次ベースで公表する<sup>36</sup>。

前営業日終了時点の時価ベースの NAV<sup>37</sup>。NAV は小数点 4 桁に丸めたものを利用する。変動 NAV レジームの適用免除となるガバメント MMF 及びリテール MMF も対象となる。

<sup>34</sup> Form N-CR は SEC への提出と同時に EDGAR を通じて一般に公表される。なお、現行制度では、保有証券のデフォルトやスポンサーによる証券買取りによる支援に関しては、SEC に email で報告することが求められている。

<sup>35</sup> 具体的には、金融支援の性質、金融支援額、金融支援の発生日、金融支援の対象となった証券及び当該証券の金融支援時点の価格、金融支援の理由、金融支援の条件、金融支援に係る契約の制限を開示することが求められる。なお、「金融支援」には、(1) 資本提供、(2) 規則 17a-9 に基づく証券の買取り、(3) デフォルトした証券及び価値の毀損した証券の元本買取り、(4) ファンド株式の買取り、(5) 信用状の実行、(6) 資本支援契約、(7) パフォーマンス保証、(8) ファンドの価値を回復させるためのその他の措置、が含まれることとされている。

<sup>36</sup> ウェブサイトでの情報提供に関する現行制度上の仕組みとしては、過去 6 カ月に亘るポートフォリオ保有証券に関する情報をウェブサイト上で保持することが求められている（規則 2a-7(c)(12)）。

<sup>37</sup> 現行制度では、Form N-MEP に月末時点のシャドウプライスが開示されているが、開示情報は 60 日間のラグがある。なお、既に 2013 年 1 月以降に、大手運用会社（ブラックロック、チャールズ・シュワブ、フェデレイティド・インベスターズ、フィデリティ・インベストメント、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、リッチ&タン<Reich & Tang>、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ）が日次のシャドウプライスをウェブサイトにおいて公表している。また、規則案では、Form N-MEP の開示頻度を週次にすることも提案している。

資産に占める日次流動性資産及び週次流動性資産の比率<sup>38</sup>。  
 純資金流出入額（前営業日終了時点）。  
 これらの情報の過去6カ月間の情報（チャートやグラフ）。

現行制度では、MMFはポートフォリオの保有証券の情報を月末から5営業日以内にForm N-MFPを通じて報告し、また、保有証券の大部分をウェブサイトに月次で公表することが求められている<sup>39</sup>。今般の規則案では、Form N-MEPとウェブサイトで公表するデータの内容を調和させるために、ポートフォリオのカテゴリー分類、保有証券のマチュリティ情報等について修正を行うことも提案されている。更に、ポートフォリオ証券の情報開示頻度を引き上げるべきかについて意見を募集している。

他方、SECがMMFのリスクを的確に把握できるようにするために、以下の通り、SECへの報告内容の拡充等も提案されている。

- 安定的NAVを利用するMMFに対して、時価ベースのNAVが、目標とする安定的なNAVから顕著（0.25%以上）に乖離した場合には、その翌日にForm N-CRにその旨を記載しSECに報告することを求める<sup>40</sup>。
- 前述の通り、流動性手数料・解約制限レジームにおいて流動性基準に抵触した場合には、Form N-CRに、流動性手数料や一時的な解約制限を導入したかどうか、また、その理由を記載してSECに報告することを求める。同様に、流動性手数料や解約制限を解除した場合にも報告を求める。
- 現行制度では、MMFは毎月末から5営業日以内に、保有証券情報等を記載したForm N-MFPを報告しているが、以下の情報を追加して報告を求める<sup>41</sup>。

（現状の報告内容であるCUSIPに加えて）Legal Entity Identifier（LEI）情報。

保有証券が米国会計基準（US GAAP）におけるレベル1、レベル2、レベル3のいずれに該当するか。

保有証券の詳細な価格等の情報（購入日、購入時の利回り、等）。

保有現金。

## 6. コンプライアンス適用開始時点

コンプライアンス適用時点は、変動NAVレジームに関する提案については、関連する規則の発効日から2年経過後、流動性手数料・解約制限レジームに関しては1年後、その

<sup>38</sup> 日次流動性資産とは、現金、米国政府の直接的な債務、1営業日以内に償還する証券等を指す。日次流動性資産及び週次流動性資産の週次ベースの情報は別途、Form N-MEPを通じて月次で報告する必要がある。SECは、ウェブサイトを通じた日次の情報開示はForm N-MEPを通じた開示を補完するものとなる、と位置付けている。

<sup>39</sup> 但し、60日間のタイムラグがある。

<sup>40</sup> 変動NAVレジームが採用された場合について言えば、ガバメントMMFとリテールMMFが対象となる。

<sup>41</sup> 報告情報を追加するのに合わせて、Form N-MFPの書式も変更される。新しい書式として、（1）一般的情報、（2）ファンドの各シリーズに関する情報、（3）ファンドの各（シェア）クラスに関する情報、（4）ポートフォリオ保有証券に関する情報の4つの区分を設ける。

他は 9 カ月後とされる。変動 NAV の 2 年間の猶予期間の間は、償却原価法とペニーラウンド法を用いて安定的 NAV を維持することが許容される。

## 今後の注目点

SEC は今般の規則案のほぼ全ての改正事項について意見募集を行っている。そのなかには、リテール MMF の定義等、規則の根幹に係る内容も含まれている。従って、今後、最終規則がどのような内容になるのかが何よりも注目される。

しかしながら、SEC が MMF の制度改革の方向性として、2 つの案に絞った点は意義深い。変動 NAV レジームについては、既に大手運用会社が自主的に市場価格ベースの NAV (シャドープライス) を公表し始めていることから窺えるように、MMF 運用業界にとっては、相対的に受け入れやすい内容になっているように思われる。これに対して、流動性手数料・解約制限レジームは、SEC 自身が規則案で紹介しているように、1%の流動性手数料であっても多くの投資家が MMF 投資を取り止める可能性が指摘されている<sup>42</sup>。低金利局面で MMF の運用利回りが低位にあり、ただでさえ、規制対応コスト等、新しい制度への移行に伴うコストが投資家に転嫁される可能性があるなか、2%の流動性手数料が採用された場合には、MMF 市場に対して大きな打撃を与える可能性がある。

また、相対的に影響が小さいとみられる変動 NAV レジームについても、安定的 NAV の MMF が変動 NAV に移行するに伴って、大量の解約が発生するとの指摘もある。SEC はこうした事態を回避するために、移行期間を 2 年間と長めに設定してはいるものの、規制改革を契機に、MMF を巡るマネーフローが変化する可能性もある。

米国 MMF は米国短期金融市場の一翼を担ってきただけに、今般の SEC による規制改革を通じて、米国金融システムの安定化が図られるのか、また、規制の狙いとは逆に、MMF 市場に混乱が発生し、金融システムがむしろ一時的にでも不安定化することになるのか、今後の SEC の対応と市場の動向が注目される。

<sup>42</sup> 規則案で紹介されているアンケート調査によれば、1%の流動性手数料が課された場合、43%の個人投資家は MMF 投資を取り止めると回答している。