

米国の MMF 最終規則の公表とその影響

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 2014年7月23日、米国証券取引委員会（SEC）は米国の MMF に関する最終規則を公表した。最大の焦点は、価格評価方法に関して従来の安定的 NAV（1口当たり1ドルの固定価格）から変動 NAV に変更することと、MMF が保有する資産の流動性が一定水準以下になった場合、流動性手数料及び解約制限（以下、ゲート条項とする）を課すことである。
2. 変動 NAV は機関投資家向けプライム MMF（主に民間企業が発行する CP 等で運用する MMF）に導入され、流動性手数料及びゲート条項は個人投資家向けを含むプライム MMF に導入される。つまり、最終規則は機関投資家向けプライム MMF を規制することを主眼としているが、これは、2008年9月以降のグローバル金融危機において、特に機関投資家向けプライム MMF がシステミック・リスク顕在化の要因の一つとなったからである。
3. 機関投資家は、如何なる市況においても自由に解約が可能であり、元本確保を目的とした資金運用の手段としてプライム MMF を活用している。事実、機関投資家向けプライム MMF の市場規模は約 9,400 億ドルと、米国の MMF 市場全体の約 35% を占めている。しかし、最終規則の公表を受け、機関投資家は資金の運用手段としてプライム MMF が適切なのか検討せざるを得ないと思われる。
4. プライム MMF から資金が流出すれば、同 MMF の CP 等への投資が減少し、CP の発行体は新たな投資家層の模索を余儀なくされることになる。米国における CP の発行残高は 9,900 億ドルで、そのうち MMF による保有分は 3,500 億ドルと約 35% を占めている。そのため、最終規則が、ドル資金を調達するために CP 等を発行している金融機関等に影響を与える可能性が懸念される。

I. はじめに

2014年7月23日、米国証券取引委員会（SEC）は米国のMMFに関する最終規則を公表した¹。最終規則は、1940年投資会社法の規則2a-7を改正するものである。最終規則における最大の焦点は、機関投資家向けプライムMMF（主に民間企業が発行するCP等で運用するMMFであり、正確な定義は図表1を参照）の価格評価方法が、従来の安定的NAV（1口当たり1ドルの固定価格）から変動NAVに変更される点と、プライムMMFに対して資産の流動性が一定水準以下になった場合、流動性手数料及び解約制限（以下、ゲート条項とする）を課すことである²。最終規則は、連邦官報に開示されてから60日間で有効となり、システムやオペレーションなどを調整する期間として、2年間の移行期間を設けている。

II. 最終規則の概要

1. 米国MMFの分類と定義

最終規則は、MMFを投資対象資産別にガバメントMMFとプライムMMFの2種類に分類している。ガバメントMMFとは、現金、国債、国債を担保とするレポ等にポートフォリオの99.5%以上を投資しているMMFを指す。プライムMMFとは、ガバメントMMF以外のMMFを指す。

また、最終規則は、投資家別に個人投資家向けMMFと機関投資家向けMMFの2種類に分類している。個人投資家向けMMFとは自然人のみが投資可能なMMFを指す。そして、機関投資家向けMMFとは、個人投資家向けMMF以外のMMFを指す（図表1）。

図表1 最終規則における各MMFの定義

分類手法	分類名	定義
投資対象別	ガバメントMMF	現金、国債、国債を担保とするレポ等にポートフォリオの99.5%以上を投資しているMMF
	プライムMMF	ガバメントMMF以外
投資家別	個人投資家向けMMF	自然人のみが投資可能なMMF
	機関投資家向けMMF	個人投資家向けMMF以外のMMF

（出所）SEC資料より野村資本市場研究所作成

¹ “Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF”, SEC, Release No. 33-9616, July 23rd 2014

² 本稿では触れないが、最終規則は、MMFの情報開示、分散投資規制、ストレステスト等に関する要件も強化している。2014年6月5日に公表された規則案においては、「変動NAVの導入」、「流動性手数料及びゲート条項の採用」、「両者の併用」の3つの選択肢が提案されていたが、今般、公表された最終規則においては「両者を併用」を採用した。規則案に関する詳細は、岩井浩一「米国証券取引委員会によるMMF規制改正案」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号を参照。

2. 変動 NAV の導入

従来、全ての MMF は、安定的 NAV（1 口当たり 1 ドルの固定価格）を算出することが認められてきた。その際、償却原価法またはペニーラウンド法による安定的 NAV の算出方法が採用されていた³。しかし、今般、公表された最終規則により、上記分類のうち機関投資家向けプライム MMF の価格評価方法が、安定的 NAV から変動 NAV に変更される。ガバメント MMF 及び個人投資家向けプライム MMF は当該変更対象から除外され、従来通り安定的 NAV を算出する。地方債 MMF は、個人投資家向け MMF と定義されない限り、変動 NAV が導入される（図表 2）。

図表 2 各 MMF の NAV 算出方式（変更後）

分類名	NAV 算出方式
ガバメント MMF	安定的 NAV（償却原価法またはペニーラウンド法）
個人投資家向けプライム MMF	安定的 NAV（償却原価法またはペニーラウンド法）
機関投資家向けプライム MMF	変動 NAV
地方債 MMF	個人投資家向け MMF と定義される場合は安定的 NAV で、それ以外は変動 NAV

（出所）SEC 資料より野村資本市場研究所作成

3. 流動性手数料及びゲート条項

流動性手数料とは、MMF が保有する資産の流動性が、ある一定水準以下になった場合、投資家の解約を抑止するために解約額に対して追加的に課す手数料のことを指す。具体的には、MMF の取締役会の決定により、ポートフォリオのうち週次流動性資産が 30% を下回った場合、全ての解約に対して最大 2% まで課すことができる⁴。ただし、流動性手数料を課すことができるのは、あくまでも MMF の取締役会がファンドにとって最良であると判断した場合に限る。

ゲート条項とは、投資家の解約を一時的に停止するファンドの規約上の条項のことを指す。具体的には、ポートフォリオのうち週次流動性資産が 30% を下回った場合、MMF の取締役会が投資家の解約を一時停止することができる。ただし、流動性手数料と同様に、ゲート条項を発動できるのは、あくまでも MMF の取締役会がファンドにとって最良であると判断した場合に限る。また、ゲート発動期間は過去 90 日間において 10 営業日以内としなければならない。なお、流動性手数料及びゲート条項の導入対象は個人投資家向けも含むプライム MMF であり、機関投資家プライム MMF のみに導入される変動 NAV とは対象が異なる。

³ 償却原価法及びペニーラウンド法の詳細は、岩井浩一「米国証券取引委員会による MMF 規制改正案」『野村資本市場クォーターリー』2013 年夏号を参照。

⁴ 米国の MMF の法形態は、1940 年投資会社法に基づく会社型であり、その取締役会の権限を指す。そして、週次流動性資産とは、現金や国債等、マチュリティーが 60 日以下で、1 週間以内に現金化できる有価証券を指す。

4. 最終規則に対する反応

2014年7月23日に開催されたSECの委員会において、2名の委員が最終規則に反対票を投じた。マイケル・ピウォー委員は、最終規則によってMMFの資金運用手段としての有用性が損なわれ、変動NAVを導入しても金融危機時にMMFからの資金逃避を抑止することはできないという考えから反対した。そして、カーラ・スタイン委員は、変動NAVの導入を支持する一方、流動性手数料及びゲート条項は、むしろ投資家の取付けを助長する恐れがあるとして反対した⁵。

金融サービス業界の反応としては、チャールズ・シュワブは、「全てではないが、基本的な要求は受け入れられた」とし、フィデリティ及び投信業界団体の米国投資信託協会(ICI)は「適切なバランスがとれた改正」であると前向きな評価をした⁶。その一方で、フェデレーテッド・インベスターズは「変動NAVの導入によってMMFの取付けリスクがなくなる証拠はない。変動NAVは運営負担を高め、資金運用手段としての有用性を制限する」として反対した⁷。同社は以前、本規則改正を巡ってSECに対し訴訟を提起する構えを見せたことがあるが、今回はその点についてはコメントを控えている。バンガードは「SECに対する訴訟は業界全体にとって非生産的だ。長引いていた議論を終結させる時が来た」と主張し、ブラックロックは「MMFは引き続き貴重な資金運用手段となる」との声明を発表した⁸。

Ⅲ. 米国 MMF の市場規模及び規制の背景

1. 米国 MMF の市場規模

最終規則によると、変動NAVが導入される機関投資家向けプライムMMFは全体の約30%とされている⁹。Harvard University及びNBER(2014)によると、米国のMMFの運用資産残高(以下、AUMとする)は、約2.68兆ドル(2014年2月末時点)である¹⁰。そのうち、プライムMMFのAUMは約1.46兆ドルで、ガバメントMMFのAUMは約0.95兆ドルである。プライムMMFのうち、機関投資家向けのAUMは約9,400億ドルで、個人投資家向けのAUMは約5,200億ドルである(図表3)。したがって、当該分類において、機関投資家向けプライムMMFは全体の約35%であることがわかる¹¹。

⁵ “New money market fund rules risk backfire”, Financial Times, July 28th 2014 においても流動性手数料及びゲート条項の付与は、むしろ、投資家の取り付けリスクを増大させる可能性が指摘されている。

⁶ “BlackRock, Fidelity back SEC’s money-fund Solution”, Bloomberg, July 23rd 2014

⁷ “Federated reacts to money-fund rule change”, Federated Investors, July 23rd 2014

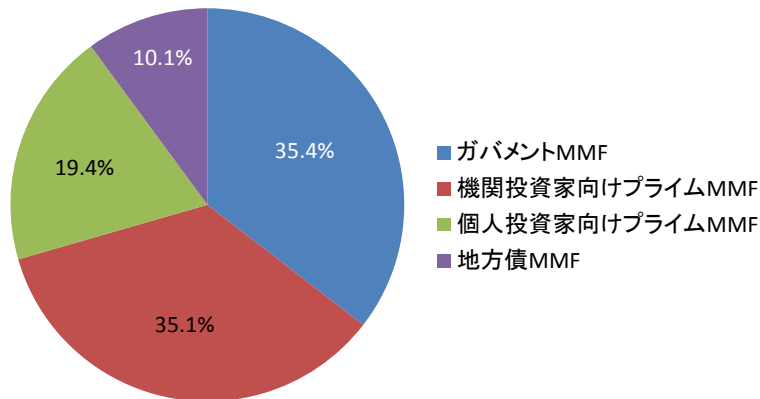
⁸ 前掲脚注7を参照。

⁹ 前掲脚注1を参照。

¹⁰ Harvard University and NBER, “An Evaluation of Money Market Fund Reform Proposals” May 2014

¹¹ SEC最終規則とHarvard University及びNBER(2014)のMMFの分類は、厳密には一致しない。

図表3 米国 MMF のタイプ別 AUM シェア内訳 (2014 年 2 月末時点)



(出所) Harvard University 及び NBER (2014) より野村資本市場研究所作成

2. システミック・リスクの要因となった機関投資家向けプライム MMF

変動 NAV は機関投資家向けプライム MMF に導入され、流動性手数料及びゲート条項は個人投資家向けを含むプライム MMF に導入される。つまり、最終規則は機関投資家向けプライム MMF を規制することを主眼としている。これは、2008 年 9 月以降のグローバル金融危機において、特に機関投資家向けプライム MMF がシステミック・リスク顕在化の要因の一つとなったからである¹²。

当時、経営破綻したリーマン・ブラザーズに対するエクスポージャーを有していたリザーブ・プライマリー・ファンドが MMF としては米国史上 2 度目となる元本割れを起こし、他の MMF に関しても元本割れへの懸念が高まったことで、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¹³。これに対して、MMF の運用会社は急激な解約請求に対応しきれず、組入れ証券を投げ売りすることで流動性リスクが顕在化し、コマーシャル・ペーパー (CP) 等の短期金融市場の機能が一時的に停止した。

世界の金融機関は、ドル建て資金を調達するため CP 等を発行している。そして、プライム MMF は、その CP 等に投資することで資金を運用している。つまり、プライム MMF は資金調達ニーズがある主体と資金運用ニーズがある主体を仲介する重要な役割を果たしている。実際に、プライム MMF の AUM のうち、ドルの短期資金調達のために発行された CP 等は約 35% と推計されている¹⁴。MMF がこのような役割を果たしているがゆえに、MMF の元本割れに端を発する短期金融市場の機能停止は、グローバルな金融システムの問題に発展した。最終規則において、機関投資家向け MMF が主な適用対象とされたのは、機関投資家の方が解約の速度及び規模が大きく市場へのインパクトが大きいと考えられた

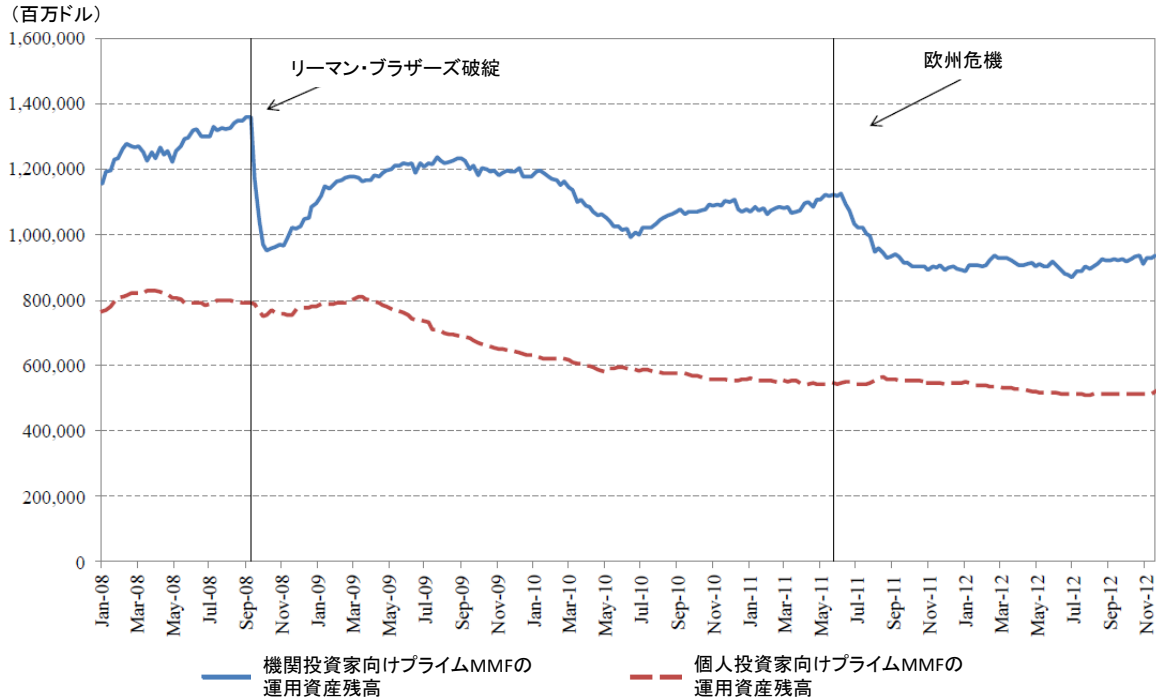
¹² 詳しくは、淵田康之「システミック・リスクと金融規制・監督」『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号、同「市場型システミック・リスクとセイフティ・ネット」同 2010 年秋号を参照。

¹³ 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」『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」同 2009 年夏号、同「米国で実施された MMF 規制の包括的な改革」同 2010 年春号を参照。

¹⁴ 前掲脚注 11 を参照。

からである。事実、2008年以降の金融危機時における機関投資家向けプライム MMF の AUM の推移は、個人投資家向けプライム MMF の AUM の推移よりもボラタイルであり、金融危機時に資金流出していることがわかる（図表 4）。

図表 4 機関投資家向けおよび個人投資家向けのプライム MMF の AUM 推移



(出所) Harvard University 及び NBER (2014) より転載。日本語は野村資本市場研究所が加筆。

IV. 今後の見通し

一般の最終規則は、機関投資家向けプライム MMF に対する規制強化を主眼としているため、米国 MMF による資金運用を行っている金融機関や事業会社等に与える影響が大きいと考えられる。機関投資家向けプライム MMF は変動 NAV への移行を義務付けられ、1ドルの固定価格という性質を放棄することになる。そして、当該 MMF における週次流動性資産がある基準以下になるような市況下においては、流動性手数料が課され、ゲート条項が発動する可能性がある。つまり、如何なる市況においても自由に解約が可能であり、元本確保を目的とした資金運用の手段として MMF を活用してきた機関投資家は、米国 MMF がその手段として適切なのか検討せざるを得ないと思われる。実際、ブラックロック CEO のラリー・フィンク氏は、機関投資家向けプライム MMF からの資金流出が発生することを懸念している¹⁵。そして、その代替となる運用先として、短期デュレーションの

¹⁵ “Fund managers on alert over money market shake-up”, Financial Times, July 21st 2014

債券ファンド、銀行口座、セパレートアカウントなどを挙げている。

また、最終規則は、ドル資金を調達するために CP 等を発行している金融機関等の調達行動に影響を与える可能性がある。米国における CP の発行残高は 9,900 億ドルで、そのうち MMF による保有分は 3,500 億ドルと約 35% を占める（2014 年第 1 四半期末時点）。そして、プライム MMF は、主に世界の金融機関が発行する CP 等で運用されている（図表 5）。つまり、プライム MMF から資金が流出すれば、同 MMF の CP 等への投資が減少し、CP の発行体は新たな投資家層の模索を余儀なくされることになる。最終規則が及ぼす影響については、プライマリー・マーケットにおける金融機関等の調達行動の動向も含め、今後注目される。

図表 5 プライム MMF に組み入れられている短期金融商品の発行体上位 20 社（2012 年 5 月末時点）

ランキング	発行体	発行額（10 億ドル）	プライム MMF の運用資産総額に占める割合
1	パークレイズ	56.8	3.99%
2	ドイツ銀行	52.1	3.66%
3	三菱東京 UFJ 銀行	45.4	3.19%
4	ノバ・スコシア銀行	42.9	3.01%
5	三井住友銀行	42.6	2.99%
6	ナショナルオーストラリア銀行	41.4	2.91%
7	JP モルガン	40.4	2.84%
8	クレディスイス	40.2	2.82%
9	RBC	37.8	2.66%
10	ラボバンク	37.6	2.65%
11	バンク・オブ・アメリカ	37.1	2.60%
12	ウエストパック	28.9	2.03%
13	シティ	28.5	2.00%
14	ING バンク	25.8	1.81%
15	みずほコーポレート銀行	25.7	1.81%
16	RBS	23.5	1.65%
17	GE キャピタル	22.9	1.61%
18	モンテリオール銀行	22.6	1.59%
19	スペインスカ・ハンデルスパンケン銀行	22.4	1.57%
20	オーストラリア・コモンウェルス銀行	21.6	1.52%

（出所）Harvard University 及び NBER（2014）より野村資本市場研究所作成