

米国の MMF（マネー・マーケット・ファンド）とその規制

2001 年 11 月 29 日、米国のエネルギー企業エンロンの経営危機をきっかけとして、同社の発行するユーロ円債を資産として組み入れていた日興アセットマネジメント、日本投信、UFJ パートナーズ投信、スミセイグローバル投信の 4 社が運用する MMF（マネー・マネジメント・ファンド）が、元本割れを起こすという事態が生じた。本レポートは、これを機に関心が高まっている米国の MMF（マネー・マーケット・ファンド）の現状について運用規制を中心に整理したものである。

1. 個人向け金融商品として定着した米国 MMF

米国では、短期財務省証券（TB）、コマーシャル・ペーパー（CP）、譲渡性預金（CD）といった短期金融商品に投資し、安全性と換金性に優れたミューチュアル・ファンド（オープン・エンド型の投資信託）である MMF（マネー・マーケット・ファンド）が、個人にとっての身近な資金運用手段として定着している。

MMF が登場したのは、1972 年のことである。当時、連邦準備制度理事会のレギュレーション Q による預金利上限規制が維持される中で市場金利が急上昇し、TB の利回りが銀行預金を大幅に上回るという事態が生じていた。しかし、TB は最低投資単位が 1 万ドルと高く、小口の個人投資家が運用対象とすることは難しかった。そこで、投資信託という仕組みを通じて、TB や市場金利型の大口定期預金などへの投資を可能にしようというアイデアが生まれたのである¹。

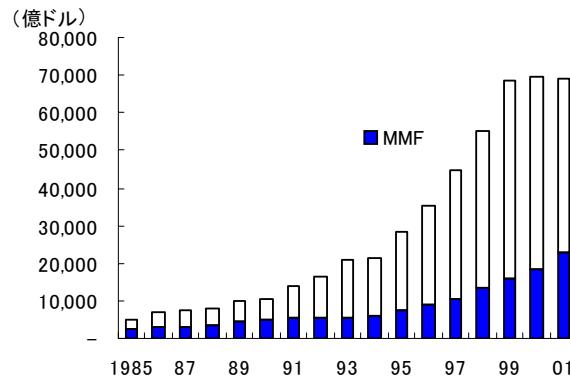
その後、小切手を振り出すことのできる MMF 口座（メリルリンチの CMA を始めとする証券総合口座の原型）が登場するなど、MMF は利回りだけでなく利便性の点でも銀行預金に匹敵する商品へと成長していった。1982 年には、預金利が自由化されて MMF への対抗商品とも言うべき MMDA（マネー・マーケット・デポジット・アカウント）が登場したが、その時までに MMF は、銀行預金に代わる金融商品として十分に受け入れられるようになっていた。

1990 年代に入ると、不良債権問題で体力を弱めた銀行が、無理な金利競争を行わなくなつた結果、MMF と銀行預金の利回り格差が定着したことなどから、MMF の残高は順調に増加した（図 1）。近年は、個人の保有する MMF の残高が、現金や当座預金を上回るなど、

¹ ジョセフ・ノセラ（千野忠男監訳）『アメリカ金融革命の群像』（野村総合研究所、1997 年）第 4 章参照。なお、最初の商品は、MMF ではなく「リザーブ・ファンド」と呼ばれた。

いわば最も身近な「お財布代わり」の存在と位置づけられるようになってきている(図 2)。

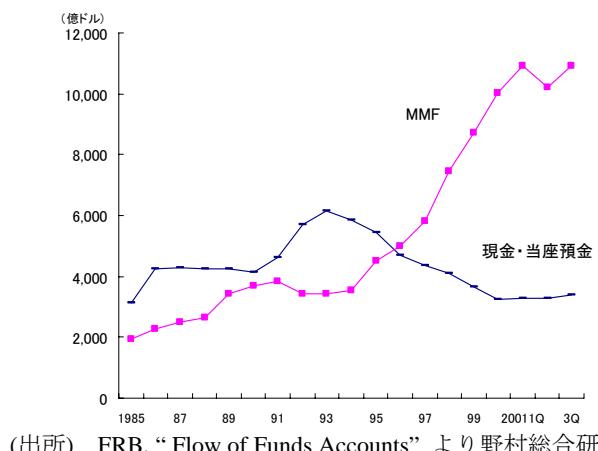
図 1 米国のミューチュアル・ファンド純資産残高推移



(注) 残高は各年末。但し、2001 年の計数は 11 月末現在。

(出所) ICI 資料より野村総合研究所作成

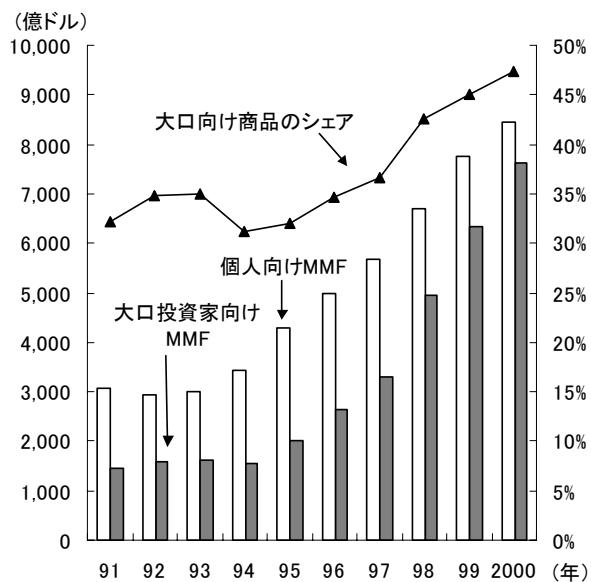
図 2 米国の個人が保有する MMF と現金・当座預金の残高推移



(出所) FRB, "Flow of Funds Accounts" より野村総合研究所作成

米国では、MMF の残高が増加する中で、最低投資単位が数千ドルと小さい個人投資家向けのファンドとは別に、最低投資単位が 100 万ドルといった機関投資家や事業法人向けのファンドを設ける動きも現れている。1990 年代後半には、事業会社が MMF をキャッシュ・マネジメントに積極的に活用し始めたことなどから大口投資家向け MMF が残高を伸ばし、MMF 全体に占めるシェアも 1994 年の 31% から 2000 年の 47% へ上昇した(図 3)。

図 3 MMF のタイプ別資産残高の推移



(注) 地方債のみに投資する非課税 MMF は除く
(出所) ICI 資料より野村総合研究所作成

2. 米国の MMF に対する規制の概要

1) 投資対象に関する規制

このように現在では完全に定着している米国の MMF だが、当初は、何が MMF であるかすら明確に定義されないまま販売されていた。しかし、「安全で好利回り」という MMF のイメージだけが独り歩きすることを恐れた証券取引委員会 (SEC) が規制の導入を検討し始め、1983 年に 1940 年投資会社法規則 2a-7 が制定された。同規則は、「マネー・マーケット」、「キャッシュ」、「リキッド」、「マネー」、「レディー・アセット」など、主として短期金融市場に投資し、換金が容易で流動性が高いといったイメージを想起させる名称を用いるミューチュアル・ファンドに対する組み入れ資産の制限などを定めたものである。当初は、米ドル建てで満期まで 1 年以内の短期資産に限定し、平均残存期間を 120 日以内にすることなどが規定されていた。

その後、1980 年代後半の CP 市場における格付け低下やデフォルトの増加、1994 年に発生したカリフォルニア州オレンジ郡の破産に伴う自治体発行短期証券のデフォルト、といった経験を経て、MMF に対する規制の強化が図られた。現行の規則 2a-7 は、1991 年と 96 年に大幅な改正を受けたものである。それによれば、MMF の運用対象は、①米ドル建ての金融商品であり、②一定の格付けを取得しているといった条件を満たしておりファンドの取締役会 (MMF は会社型投信である) によって信用リスクが最小であると判断されたもの

で、③ファンドが取得した際に「適格証券」であること、の三つの要件を満たさなければならぬ²。

なお、ここでいう「適格証券 (eligible securities)」とは、満期までの期間が 397 日 (13 ヶ月) 以内で、複数の格付け機関で上位 2 位以内の短期格付け (P-1, P-2) を獲得しているものを指す。短期格付けがなされていない証券の場合は、ファンドの取締役会がその適格性を判断する。但し、当該証券の満期がもともと 397 日を超えるもので長期格付けが付与されている場合、上位 3 位以内 (AAA, AA, A) の長期格付けを獲得していなければ適格証券とはみなされない。この他、デフォルト時の保証 (信用状、金融保証保険、無条件買い取り請求権等) が付されている証券は、適格証券に該当する。

2) 運用規制

米国における MMF は、投資対象証券を上述の規制に適合するようにした上で、一定のルールを遵守しながら、運用を行わなければならない。

MMF に関する運用規制は、組み入れ証券の残存期間と特定の証券の組み入れ比率に関して設けられている。

第一に、MMF は、組み入れ証券の満期までの平均残存期間 (ドル加重平均) を 90 日以下としなければならないとされる。これは、1991 年の規則改正で 120 日以内から短縮されたものである。

第二に、適格証券を「第一分類 (first tier)」(二つ以上の格付け機関で最上位格付けを取得しているもの) とその他の「第二分類 (second tier)」とに区分し、「第二分類」銘柄の組み入れ比率は全体で純資産総額の 5% 以内にしなければならないとされる。

第三に、同一銘柄の組み入れ比率は、「第一分類」銘柄の場合、純資産の 5% 以内、「第二分類」銘柄の場合、1% もしくは 100 万ドルのいずれか少額の方以内に抑えなければならない。但し、「第一分類」銘柄については、取得から 3 営業日以内に処分するのであれば、特定の発行者が発行する同一銘柄を純資産の 25% まで保有することができる。

なお、組み入れ証券に対する格付けが引下げられ、運用規制に触れる状況となった場合、当該証券を 5 営業日以内に売却することが求められている。また、組み入れ証券がデフォルトに陥った場合には、市場の状況を見ながら、可及的速やかに当該証券を売却しなければならないとされる。純資産総額の 0.5% 以上を構成する証券がデフォルトに陥った場合には、直ちに SEC にその旨を報告し、その後とった対応を通知しなければならないものとされる。

² 以上の要件を満たしていれば、デリバティブを組み入れることも可能である。但し、1994 年にデリバティブに投資していた MMF が元本割れの危機に陥った経験から、現在では、SEC が、MMF への組み入れに適していないデリバティブ商品のリストを作成している。

3) 元本割れの危険に対する対応

米国では、MMF は安全性の高い商品とされ、通常は、毎日の基準価額が 1 ドル（額面金額）を下回ることがないように運用されている。上述の規制の目的も、高い安全性を担保することである。とはいえ、現実には、組み入れ証券の格下げやデフォルトによって元本割れの危険にさらされることもある。

事実、1994 年には、コロラド州デンバーに本拠を置いていたコミュニティ・アセットマネジメント社が運用する「コミュニティ・バンカーズ政府債 MMF」の基準価額が元本を割り込む 94 セントとなって清算されるという事態が生じた。モーゲージ債券での運用失敗などが原因であったとされる。これは、1983 年に規則 2a-7 が制定されて以降、唯一の MMF による元本割れ事例とされる。

しかし、元本割れには至らないまでも、差し迫った危険が生じたという例は少なくない。例えば、1994 年にカリフォルニア州オレンジ郡が、資金運用担当者による投機的取引の失敗が原因でデフォルトに陥った際には、同郡の発行する証券を保有していた 10 以上のファンドが、元本割れの危険にさらされた。

法令上、MMF の運用会社は、元本割れを回避するために、次のような手段を講じることが認められている。

- ① 1940 年投資会社法規則 17a-9 にもとづき、デフォルト等によって適格証券でなくなった証券を運用会社が MMF から買い取る³。買い取り価格は償却原価と経過利息の合計額とし、現金で買い取らなければならない。実際に組み入れ証券のデフォルトが発生した場合には、この方法が最も頻繁に利用されている。
- ② 運用会社が現金を投入して損失を補填することも可能。
- ③ 運用会社が、MMF の株式を投資家から買い取る。
- ④ 運用会社が、問題の証券が一定の状況になったら償却原価と経過利息の合計額で買い取る契約 (Put or Standby Commitment) を結ぶ。SEC は、非公式にこのような契約の履行期日は格付けの引き下げ等から 90 日以内とされるべきとの見解を示している。
- ⑤ 運用会社が、第三者の金融機関に、デフォルト証券の満期時に償却原価と経過利息の合計額で買い取るという内容の信用状を発行してもらう。

なお、適格証券でなくなった組み入れ証券の買い取りについて定めている規則 17a-9 は、1996 年に制定された比較的新しい規則だが、それ以前から、MMF の関係会社が個別に SEC のノー・アクション・レターを取得してデフォルト証券を買い取るということが行われていた。SEC は、1940 年投資会社法規則 2a-7 が適格証券に該当しなくなった証券に関する適切な処置を MMF に求めていることを根拠として、関係会社が問題証券を買い取ることは

³ 1940 年投資会社法 17 条(a)は、運用会社を始めとする投資会社の関係者等が、投資会社の資産を買い取ることを原則として禁じている。規則 17a-9 は、この禁止規定に対する例外を定めたものである。

合理的かつ公平で、MMF の投資家の利益になると判断していた。

米国の MMF が元本割れの危機に瀕した最近の事例としては、次のようなものがある。

- ① 1989 年夏にデフォルトに陥った Integrated Resource 社の CP をポートフォリオに組み込んでいた Liquid Green Trust や、1990 年秋にデフォルトに陥った MNC Financial 社の CP に投資していた複数の MMF が影響を受けた。いずれの場合も、運用を担当していた投資顧問会社が、デフォルト CP を償却原価と経過利息の合計額で買い取り、MMF の投資家に実質的な影響は及ばなかった。
- ② 1994 年に PaineWebber Managed Investments Trust の Painewebber Short-Term U.S. Government Income Fund が投資していた資産担保証券の価格が市況の悪化を受けて下落した。このため、同ファンドの運用会社が、価格の下落した証券を買い取った。
- ③ 1997 年に Mercury Finance 社の CP がデフォルトに陥り、数社の MMF が元本割れの危機に直面し、一部のファンドでは証券の買い取りが行われた。

3. わが国への示唆

わが国においても、エンロン債を組み入れていた MMF が元本割れを起こしたことをきっかけに、MMF に対する規制のあり方が議論され始めている。業界の自主規制機関である投資信託協会でも、組み入れ資産に関する格付け規制や残存期間規制の導入が検討されている⁴。こうした規制の強化により、安全性の高い商品としての MMF に対する信頼が回復されるものと期待される。とはいえ、超低金利が継続しているわが国では、無リスク資産のリターンそのものが非常に低くなってしまっており、少しでもリスクをとると、すぐにマイナス・リターンに陥ってしまうという現実があることも忘れてはなるまい。

もっとも、本レポートで紹介したように、かなり厳格な規制を設けてきた米国においても、過去には MMF の元本割れが生じている。そこで、元本割れを回避するために、デフォルト証券の買い取りなどが行われてきたわけである。

わが国では、MMF を始めとする契約型投資信託については、委託会社（運用会社）自らが投資信託財産との間における取引を行うよう受託者（信託銀行）に指図をすることは原則として禁じられている（投信法第 15 条 1 号）。この禁止規定については、「受益者の保護に欠けるおそれがないと認められる取引として政令で定めるもの」は例外であるとされているが、今のところ、米国の規則 17a-9 にあたるような規定は政令にも設けられていない（投信法施行令第 16 条）。

もちろん、政令では、「受益者の保護に欠けるおそれのないものとして金融庁長官の承

⁴ 『日本経済新聞』2002 年 1 月 18 日付け。なお、わが国には、証券総合口座専用ファンドという制約はあるものの、米国の MMF に対する規制とほぼ同じ内容の運用規制を受けている MRF（マネー・リザーブ・ファンド）が既に存在する

認を受けて行う取引」についても、法による禁止の例外であるとしており、仮に投資信託委託会社が金融庁長官の承認を受ければ、組み入れていたデフォルト証券を買い取ることも理論上は可能である。しかし、実際に買い取りを行うとなると、買い取り価格の設定次第では、委託会社の責任が改めて問われかねないといった問題が残っている。その点、米国の規則 17a-9 は、買い取り価格についても明確な規定を置いている。今後、わが国においても、法令レベルでの対応を検討する必要があるのではなかろうか。

(大崎 貞和、平松那須加)