

日米におけるMMFの位置付け

(株)野村総合研究所

資本市場研究部

資本市場研究室 ひらまつなすか
平松 那須加

目次

1. 日米で異なる MMF	4. 元本割れの危機と救済
2. 米国における MMF	5. わが国における MMF
3. 米国 MMF 規制の変遷	

1. 日米で異なる MMF

2001年11月、米国エネルギー会社エンロンが破たんした影響で、エンロン債を組入れていたわが国のMMF計5本の基準価額が元本を割り込み、社会的に大きな衝撃をもたらした。そして、元本割れの恐れが小さい投資商品として売り出されてきたMMFのあり方が問い直されることとなった。

一方、米国では、1971年に初めて売り出されて以来、MMFは個人や機関投資家の有力なキャッシュ・マネジメント手段として普及してきた。米国のMMF市場は、過去に大幅な金利変動などの危機を経験してきたが、元本を割った例は1件しかないとさえいわれる。

もともと、わが国のMMF(マネー・マネージメント・ファンド)は、1992年に、米国のMMF(マネー・マーケット・ファンド)を参考として導入された。しかし、日米のMMFの商品性は完全に一致するものではない。両者は、資産の安定的な運用や流動性の高さを特徴とする点では共通している。しかしながら、わが国では、MMFとは別に証券総合口座専用の

MRF(マネー・リザーブ・ファンド)というファンドが、米国のMMFに非常に近い商品として存在する。MMFには最近まで投資対象の格付けや組入れ比率等に関するルールがなかったのに対して、MRFには当初から米国のMMFと同様に厳格な運用ルールが設けられてきた。また、MRFは、米国のMMFのように証券売買の決済機能を果たす口座に用いられている。

元本割れが発生した後、わが国でもMMFの運用に関する業界のルールが作成され、運用規制という面において、わが国におけるMMFとMRFの差は縮小した。しかし、依然としてわが国のMMFと米国のMMFとはその投資商品としての性質が異なるといえる。本稿では、米国におけるMMFをめぐる規制の変遷や投信業界関係者の取り組みを紹介し、わが国の新しいルールと比較することにより、日米におけるMMFの位置付けの違いを明らかにしたい。

2 . 米国における MMF

1) MMF の誕生と発展

米国の MMF は、オープン・エンドの会社型投資信託（ミューチュアル・ファンド）の一種で、その投資対象は、コマーシャル・ペーパー（CP）、譲渡性預金証書（CD）、短期財務省証券（TB）といった短期金融商品である。

MMF が開発された 1970 年代の米国では、急激にインフレが進んで TB の金利が高水準であった一方で、銀行普通預金の利率は、連邦準備制度理事会の規制（レギュレーション Q）で 5 % 前後に制限されていた。そこで、最小購入金額が高い TB や CP に、ミューチュアル・ファンドという仕組みを通じて小口で投資することのできる MMF が、銀行預金に代わるキャッシュ・マネジメント手段として開発されたのである。

MMF の基準価額は 1 ドルに固定され、運用収益を利回りの変動というかたちで投資家に還元するように設計されたため、人々に銀行預金の元本と利息と同じような印象を与えた。また、フィデリティ・インベストメンツの発明で MMF に小切手発行機能が加えられ、MMF は銀行口座に非常に近い金融商品となった。

MMF の純資産は、1977 年から 1982 年にかけて 39 億ドルから 2,066 億ドルへ急激に成長した。このような MMF の成長には、1977 年にメリルリンチ証券とバンクワンが提携して、MMF を利用したキャッシュ・マネージメント・アカウント（CMA）を売り出したことが寄与したとされている。CMA は、投資家が有価証券の売買を行う際に証券会社に開設する証券口座と、MMF 口座、そして銀行の小切手口座を連結させたものである。証券口座の預かり金が自動的に MMF で運用されて利息がつくことや、クレジットカードの決済機能が付け加えられたサービスが人気を呼び、広く普及した。

MMF は、今ではミューチュアル・ファンド

の中心的な存在であり、2002 年 5 月 1 日現在、その純資産は 2 兆 2,550 億ドルに達している。

2) MMF の安全性

MMF は安全性を重視して運用されるが、当然、元本割れのリスクは存在する。銀行預金とは違って、元本を 10 万ドルまで保証する連邦預金保険も適用されない。しかし、投資家の間では、MMF は安全なキャッシュ・マネジメント手段として認識され、銀行預金の代替品とされてきた。

もともと、米国の MMF 業界は数回、大規模な危機を経験してきた。それにもかかわらず、MMF が投資家の信頼を失うことなく成長してきた要因の一つには、証券市場を規制する米国証券取引委員会（SEC）の取り組みがある。

SEC は、米国の投資家は MMF をリスク・フリーの「マネー（現金・預金）」と同等に捉えているとして、MMF の元本割れを防止するための厳格な規制を市場の変化に柔軟に対応しながら築き上げてきたのである。

また、MMF の組入れ有価証券にデフォルトが生じるといった危機に直面すると、MMF の安全性に対する信頼が失墜することを嫌ったファンドの運用会社等が、規制当局の許可の下で、デフォルトによる損失を補填してきたことも大きい。

以下、米国 MMF の安全性を支えた規制当局と MMF 業界関係者の取り組みの詳細を紹介していく。

3 . 米国 MMF 規制の変遷

1) SEC 規則の制定前

米国でも、MMF が登場してからしばらくの間は、その基準価格の算定方法や運用に関する規制は、特に存在しなかった。

一般に米国のファンドは、1940 年投資会社

法 2(a)(41)および SEC 規則 2a-4 に基づき、組入れ有価証券を時価で評価しなければならず、市場価格のない証券については、ファンドの取締役会 (board of directors) が「公正な価格 (fair value)」を算定することが要求されている。SEC は、公正な価格の算出方法は個別の有価証券ごとに異なるとしているが、一般的には、その証券を市場で売却した場合に期待される売値が該当すると説明しているⁱ。

MMF では、組入れ有価証券を評価する際に短期市場金利を参考に公正な価格を算出する方法 (マーキング・トゥー・マーケット方式) を用いるファンドもあったが、「償却原価法 (amortized cost)」が用いられることも多かった。償却原価法とは、組入れ有価証券の取得価格が予定償還価格を上回る場合の差額 (プレミアム) や下回る価格で取得した場合の差額 (ディスカウント) を、償還までの残存日数で按分して日々計上した価格で評価する方法である。

そこで SEC は、MMF の純資産に徐々に増加傾向が見られるようになった 1975 年に、MMF の組入れ資産の評価方法を統一し、ファンド間で利回りを正確に比較できるようにすることを提案したⁱⁱ。そして、その統一の評価方法として、償却原価法ではなくマーキング・トゥー・マーケット方式が望ましいとしたのである。SEC は、償却原価法による基準価額が実勢価額を下回る、あるいは上回っている場合、その基準価額で MMF を販売あるいは償還すると、既存の投資家と新規の投資家の間で不公平が生じることを問題としたのである。そして 1977 年、償還までの残存期間が 60 日を超える証券の公正な価格を評価する方法として、償却原価法は妥当でないという解釈が示された。

しかし、そのように償却原価法を認めない

SEC に対して、MMF の目的や商品性に鑑みて基準価額を安定させることが必要であるとして、例外的に償却原価法の使用を許可することを申請するファンドが相次いだ。

MMF の要請を受けた SEC は、1978 年、そのうちの複数のファンドに対して、1940 年投資会社法 2(a)(41)を適用せず、ファンドの基準価額を 1 ドルにつき 1 セント単位で端数調整することのできる「ペニー・ラウンディング法 (penny-rounding)」を用いることを認める指令 (order) を出したⁱⁱⁱ。ペニー・ラウンディング法では、組入れ資産の評価は時価で行われるが、ファンドの基準価額が 0.99500 ドルから 1.00500 ドルの間にある場合は、その端数をまるめて 1 ドルとすることができる。

また、償却原価法に関しては、SEC が MMF にヒアリングを実施して業界の状況を把握した上で、1979 年にその使用を一定の条件付で許可する指令が出された。90 本以上の MMF が償却原価法の使用許可を申請したとされる。

2) SEC 規則の内容

1983 年、SEC は、MMF に関する 1940 年投資会社法規則 2a-7 を制定した^{iv}。この SEC 規則は、償却原価法もしくはペニー・ラウンディング法の使用を MMF 一般に認めるものである。

SEC は、短期金融商品の公正な価格を算定することが困難で、そのための費用が MMF の負担になっていることに留意した。また、それまでに MMF の大半が償却原価法やペニー・ラウンディング法の使用許可を SEC から取得していたことも、SEC が同規則を制定する要因になったと説明されている。

規則 2a-7 の基本的な枠組みは、MMF が「償却原価法」もしくは「ペニー・ラウンディング法」を用いることを認め、その条件として (1) 投資対象や運用に関する厳格な規制を設けることで安全性を重視した運用を義務付け、

(2) ファンドの取締役会に対して、(1)の規制が遵守されるような内部体制を整備し、償却原価法やペニー・ラウンディング法による基準価額が実勢価格から大きく乖離しないように監督する責任を課している。

(1) 投資規制の変遷

1983年に制定されたMMF規制は、投資対象について残存期間や格付けの条件を定め、組入れ有価証券の平均残存期間を制限した。その後、MMFが短期金融市場の変化や元本割れの危機を経験したことに対応して、1991年、SECは投資対象に関する規制を強化するとともに、運用の分散に関する規制を導入した。

当初の投資規制

1983年の規定では、組入れ資産の償還までの期間が長ければ金利変動によって価格が下落するリスクが高まることを考慮して、投資する時点で残存期間が1年を超える証券に投資することが禁止された。また、ポートフォリオ全体の平均残存期間も120日間以内におさえることが義務付けられた。

さらに、組入れ有価証券のデフォルトリスクを回避するために、MMFの投資対象に信用力の基準が設けられた。すなわち、MMFが組入れることのできる証券は、米ドル建ての金融商品で、(1)その信用リスクが最小であるとファンドの取締役会が判断し、かつ(2)主要な格付け機関によって質の高い(high quality)証券と評価されている、または格付けを取得していない場合には同等の信用力であると取締役会が判断したものとされた。

SECは、(2)の質が高いという条件について、たとえばスタンダード&プアーズ、ムーディーズ、フィッチといった格付けサービス機関のいずれかから、上位2位の短期格付け、あるいはAAAまたはAA相当の長期格付けを取

得している証券が該当するとの解釈を示した。

市場の変化と1991年の規則改正

1983年以降、米国ではCP市場が急速に発達した。CPの発行残高は、1983年の1,800億ドルから、1989年には5,000億ドルを超えるまで増加した。それに伴い、SECによれば、MMFのポートフォリオに占めるCPの割合も、1983年には29%であったのが、1989年末には50%にまで上昇していたとされる。

そのような状況において、1989年の1月から10月にかけてCPのデフォルトが6件も発生し、そのうちの2件において、デフォルトに陥ったCPを組入れていた複数のMMFの基準価額が額面を割る危機に直面した。デフォルトに陥ったCPは、その直前まで、MMFが投資することのできる有価証券の条件を満たしていたとされる。

以上のような短期金融市場の変化と、MMFの元本割れ危機を目の当たりにして、SECは、規則2a-7の投資規制を見直す必要性を認め、最終的に1991年の改正によって投資規制がより厳格な内容へ変更された。

また、MMFもしくはそれに類似した名称を用いるファンドは、償却原価法やペニー・ラウンディング法を用いていなくても、SEC規則2a-7の投資規制に従わなければならないことが決められた。これは、投資家の間でMMFは安全な投資商品であるという理解が浸透している状況下で、資産の安全性を担保する投資規制に従わないファンドがMMFとして売り出されると、投資家の誤解と混乱を招きかねないというSECの配慮によるものであった。

1991年の規則改正²⁾では、第一に、MMFの投資対象について、米ドル建ての金融商品で信用リスクが最小であることに加えて、購入時に「適格有価証券(eligible securities)」でなければならないと規定された。

従来の「質の高い証券」という要件と、新しい「適格有価証券」という要件との違いの一つは、格付け条件が明示された点である。適格有価証券は、満期までの残存期間が13ヶ月以内の証券^{vi}で、二つ以上の主要な格付け機関から上位2位以上の短期格付けを受けているものと定義された。そして、短期格付けを取得していない証券については、同等の信用力であると取締役会が認めれば、適格有価証券とみなすと定められた。但し、購入時点で残存期間が13ヶ月以内の長期証券の場合は、主要な格付け機関から上位3位（A格相当）以上の長期格付けを受けていなければならないとされた。また、1991年の改正では、組入れ有価証券の平均残存期間は従来の120日から90日に短縮された。

1991年改正の二点目は、運用の分散をめぐる規制が導入されたことである。

米国MMFの大半は、分散投資型のミューチュアル・ファンドに分類される。分散投資型のファンドとは、1940年投資会社法5(b)(1)に定義されているように、その純資産の75%については、現金、政府証券、他の投資信託の株券を除く証券の同一銘柄への投資が純資産の5%に制限されているファンドで、残りの25%の資産（25%バスケット）については自由に運用することが認められている。MMFに関しては、規則2a-7がプット・オプションに限り、同様の投資上限が設けていた。

しかし、SECは、当時、1940年法5(b)(1)よりも厳しい投資制限を運用方針とするMMFがあったことに注目し、そのような厳格なルールを全てのMMFに適用することが望ましいと考えて、MMFに投資制限規制を設けることとした。これは、当時、格付けの低いCPを純資産の5%以上組入れていたMMFが少なくなかった^{vii}ことへのSECの対応であったとも考えられる。

運用の分散についてSECは、適格有価証券を、二つ以上の格付け機関で最上位格付けを取得している「第一分類（first tier）」とそれ以外の「第二分類（second tier）」とに区別し、第一分類の証券については同一銘柄への投資をファンドの純資産の5%、第二分類の証券は1%または100万ドルのどちらか大きい方の金額を超えてはならないと規定した。100万ドルという上限を設定したのは、純資産の1%という制限だけでは、小規模のMMFが、最低投資単位が通常100万ドルのCPに投資できなくなる恐れがあると指摘されたからである。また、第二分類銘柄への投資合計額は、ファンドの純資産の5%を超えてはならないとされた。

但し、予想しなかった大量の解約や現金流入に対応するために、一時的に5%以上の資産を高格付けの証券で保有する必要が指摘されたため、SECは、第一分類の証券に限り、3営業日以内であれば同一銘柄への投資制限の適用を除外することとした。その結果、分散投資型のファンドであるMMFは、25%バスケットの考え方に従い、3営業日は、純資産の最大25%まで第一分類の同一銘柄に投資することができることとされた。

当時の大きな論点として、第二分類証券に対する組入れ比率制限が問題とされた。MMFが第二分類証券への投資を控えるようになり、格付けの低い発行者の資金調達コストが高まることを危惧する意見が寄せられた。一方、投資会社協会（ICI）や個人投資家からは、第二分類に該当するような有価証券は短期間に格付けが低下することがあり、基準価額の安定を重視するMMFの投資対象としてふさわしくないといった主張がなされ、元本の安全性を重視する投資家を保護するためにもMMFに第二分類証券の投資を一切認めるべきではないという指摘さえあったようである。

デリバティブ投資の増加と SEC の対応

1991 年の規則 2a-7 の改正で第二分類証券への投資額に上限が設けられると、それまで第二分類に該当する CP を組入れて収益を高めていた MMF は、変動利付債の投資比率を高めるようになった。MMF に関する調査を行っている IBC / Donoghue 社によれば、1990 年 6 月時点で米国 MMF 全体の第二分類 CP の組入れ比率は純資産の 4.2%であったが、規則改正があった 1991 年には 0.4%に低下し、1992 年以降は 0.1%以下にまで引き下げられていった。それに対して、変動利付債の組入れ比率は 1990 年 6 月には 0%であったのが、1991 年には 2.2%に上昇し、1993 年には約 5%に達していたという。

そのような状況において、1993 年末以降、変動利付債に投資した多くの MMF が金利変動の影響で元本割れの危機に陥り、米国で初めて、実際に MMF が元本を割るという事例も発生した。そこで、SEC は 1993 年 12 月、元本の安全を重視する MMF の投資対象として、インバース・フローター、レバレッジド・フローター、CMT フローター、デュアル・インデックス・フローター等の変動利付債はふさわしくないとして、それらデリバティブ証券への投資を禁止する規則改正案を提案した^{viii}。同改正案は通らなかったが、SEC は、投資会社協会 (ICI) に対して、上記したようなデリバティブ証券は MMF に適格ではないとの解釈を改めて通達している。

(2) 取締役会によるガバナンス

投資規制と並んで米国の MMF の安全性を確保する手段として SEC が導入したのが、ファンドの取締役会による監督体制である。

米国の MMF は、いわゆる会社型投資信託であり、ファンドの取締役会が、投資家を代表してファンドの運営を監督する。SEC は、取

締役が必ずしも資産運用に関する専門知識を有していないことを認めながらも、取締役会には投資家の利益を保護する責任があるとしている。

規則 2a-7 は、MMF の取締役会に、MMF の元本の安全性を守るために、マーケットの状況やファンドの運用目的を考慮した合理的な監督手続きを設けることを要請している。具体的には、取締役会は以下の三つの役割を担うこととされている。

第一に、運用会社が投資対象や運用分散規制を遵守して有価証券を購入するように監督すること、第二に、組入れ有価証券が格付けの引き下げやデフォルトに陥った場合に適切に対応すること、そして第三に、償却原価法を用いる場合には時価との乖離幅が不当に拡大しないように監督することである。

運用に対する監督義務

先述したように、MMF は、取締役会によって信用リスクが最小であると判断された有価証券でなければ購入することができないとされている。SEC によれば、取締役会は、証券の発行会社のキャッシュ・フローや最悪のシナリオを想定した場合の短期債務返済能力等の信用リスク分析を行わなければならない。

規制 2a-7 が制定された当時、第 3 者機関による格付けに加えて、取締役会による信用リスク分析を要求する必要はない、あるいは信用リスク分析は運用会社が行うべきであるといった反対意見が、多数寄せられたようである。しかし、SEC は、格付けだけでは判断することのできない、ファンドの個別の運用状況に応じた投資判断が必要であるとして、取締役会による分析を義務付けたのである。

取締役会には、運用会社と投資家との間で利益相反が生じないようにすることが期待されていると考えられる。運用成績に応じて報

酬が支払われるファンド・マネジャーは、残存期間や格付け条件の枠内で最大限のリスクをとることがある。そのような場合、取締役会は、格付けや残存期間の要件だけでなく投資の適格性を包括的に判定することで、元本の安全性を担保するのである。

もっとも、取締役会は、日常的に運用を監督する必要はなく、運用会社にその業務を委託することが認められている。たとえば、取締役会は、独自の信用リスク分析によって適格有価証券の承認リストを作成し、それを運用会社に渡し、当該リストに従ってファンドの資産を運用するように指示することができる。あるいは、投資先の候補となっている証券のリストと、各証券について分析すべき項目を示したガイドラインを渡し、運用会社がそのガイドラインに沿って信用リスク分析を行い、適格性が認められた証券に投資する場合もある。

また、取締役会は、承認リストの日常的な管理についても、運用会社に委託することができる。多くの場合、運用会社では、クレジット・アナリストが日常的な情報収集を行い、ポートフォリオ・マネジャーをまじえた定期的なミーティングで承認リストへの追加や削除を検討し、年に1～4回の頻度でリストの総括的な見直しが行われているという。

但し、いずれの場合においても、取締役会が何らかのガイドラインを示し、事前に投資顧問業者の運用対象を承認し、定期的に組入れ有価証券の適格性やファンドの運用状況を監督しなければならないとされる。事後的に運用対象を承諾するだけでは、取締役会が運用の監督責任を果たしたとは認められない。

組入れ有価証券の格付け引き下げやデフォルト時の対応

1991年の規則改正では、新たに、ファンド

の組入れ有価証券が格付けの引き下げやデフォルトによって適格有価証券ではなくなった場合の、取締役会の役割が盛り込まれた。

まず、格付けの引き下げとは、第一分類の銘柄が第一分類でなくなった場合と、格付けを取得していなかった組入れ有価証券や第二分類の銘柄に、格付け機関が上位2位よりも下の格付けを付与したことをファンドの運用会社が知った場合を指す。そのような事態が発生すると、取締役会は当該証券の適格性を見直し、適切な措置を施さなければならない（規則 2a-7(c)(6)(i)）。但し、当該証券が5営業日以内に満期を迎える、もしくは取締役会と運用会社との取り決めにより、格付けの引き下げがあった場合に当該証券を自動的に売却することが決まっているような場合には、取締役会による評価の見直しは特に必要ない。また、格付け機関が格付けを見直す方針を発表したという事実だけでは、取締役会が特に対応を求められることはない。

一方、組入れ有価証券がデフォルトした場合には、その証券を可及的速やかに売却しなければならないとされる。但し、デフォルト証券をすぐには売却しないことが投資家の利益になると取締役会が判断した場合には、処分する必要はない。たとえば、ファンドが運用会社とデフォルト証券を償却原価と経過利息で買い取ってもらう権利を取得する契約を結んだ場合や、第三者の高格付けの金融機関から融資を受ける契約（letter of credit）を結んだ場合などがあげられている。

取締役会は、ファンドの純資産の0.5%以上を構成する組入れ有価証券がデフォルトに陥った場合には、SECに直ちにその旨を報告する義務を負っている。SECへの報告は、デフォルトの事実を取締役会が知ってから24時間以内に行われるのが通例で、ファックス、電子メール、または郵便でも受け付けている。

時価との乖離に対する監督義務

償却原価法を用いているファンドにおいては、取締役会に、追加的な役割が定められている。それは、償却原価法に基づく基準価額と時価で算定（マーキング・トゥー・マーケット方式）した基準価額との乖離状況を監督するという任務である。取締役会は、償却原価法による基準価額が実勢価額から 0.5% 以上乖離した場合には、速やかに適切な処置を検討する義務を負っている（規則 2a-7(c)(7)(ii)）。

取締役会がとるべき処置について具体的な規定はないが、SEC によれば、配当の調整、満期前の組入れ有価証券を売却してキャピタル・ゲインを発生させたり平均残存期間を短縮させたりする等の選択肢が考えられるという。

また、取締役会は、時価との乖離幅がファンドの株価に重大な希薄化や不平等な影響をもたらす危険があると判断される場合には、それを回避しなければならないとされている。そして、取締役会がとった措置はすべて、SEC に報告されなければならない。

取締役会が時価との乖離状況を算定する頻度は、マーケットの状況に応じて取締役会が合理的であると判断したタイミングと規定されており、取締役会の裁量に任されている。但し、SEC は、相場の変動幅が大きい時期には日次ベースで計算する必要があるかもしれないと説明している。

取締役会には、社内の監督体制として、償却原価法による基準価額と実勢価額とが一定以上乖離した段階で運用会社から警告を受ける手続きや、市況の変化に対応して運用会社が自動的に運用方針を調整するシステム等を整備することが求められている。

4. 元本割れの危機と救済

米国における MMF の安全性は、以上のような厳格な規制に加えて、運用会社による取り組みによって実現されてきた。

米国では、今までに多くの MMF が元本割れの危機を経験してきたが、実際に元本を割って清算された例は 1 件にとどまっているようである。MMF の基準価額が 1 ドルを割り込みそうになると、運用会社など MMF の関係会社が、自主的に損失を補填してきたからである。MMF の関係会社が損失を補填してきたのは、MMF が銀行預金に対抗する投信業界の主力商品であり、元本割れが一件でも生じれば MMF に対する投資家の信頼が一気に失われると恐れられたからである。

運用会社等の取り組みを紹介するにあたって、最初に米国の MMF が経験してきた主要な危機を紹介し、その後、MMF の関係会社が実際に用いてきた救済手段を紹介する。

1) MMF を襲った危機

これまでに米国の MMF 業界が経験した主要な元本割れの危機は、大きく 4 つの時代に分けることができる。第一が 1970 年代後半から 1980 年代の大きな短期金利の変動、第二が 1980 年末に発生した CP デフォルト、第三が 1993 年に発生したデリバティブ危機、そして第四が 1994 年のカリフォルニア州オレンジ郡の地方債デフォルトである。

(1) 1970 年代後半からの短期金利変動

1970 年代後半から 1980 年にかけて、短期金利が大幅に変動し、そのような市場環境の影響で MMF が元本割れの危機に陥った。最初の例は、1979 年のファースト・マルチファンド・フォア・デイリー・インカムである。同ファンドは、長期の CD を大量に組入れていたため、予想以上の短期金利上昇を受けて基準

価額が額面を割り込む危機に直面した。もっとも、同ファンドは MMF として売り出されていたが、当時の MMF 規則に違反して残存期間が一年を超える証券に投資し、組入れ有価証券の平均残存期間も 2 年以上であったことから、その実態は短期公社債投信であったとされている。

また、1980 年の夏には、機関投資家専用の MMF であるインスティテューショナル・リキッド・アセットが、組入れ有価証券の平均残存期間を 70 日間に引き延ばしていた状況で金利が上昇し、機関投資家の資金が一気に流出した。3 日間で 4 億ドルの解約に応じるために組入れ有価証券を売却した結果、200 万ドルの損失が生じ、元本割れの危機に陥った。

(2) 1980 年代末の CP デフォルト

1989 年に CP のデフォルトが立て続けに発生し、そのうちの 2 件において、MMF の基準価額が額面を下回る危機が発生した。1989 年、インテグレイテッド・リソース社の発行する格付けがわずか 3 日間で A-2 から D にまで引き下げられ、その CP を保有していたバリュー・ライン・キャッシュと、リキッド・グリーン・トラストの二つの MMF に多額の損失が発生した。

また、1990 年には不動産投資トラストのモーゲッジ・リアリティ&トラストの CP がデフォルトに陥り、T・ロウイー・プライス・プライム・リザーブを含む最低 7 本の MMF の基準価額が額面を割るような危機に陥った。

このような大規模な危機を経験した MMF 業界では、ポートフォリオの評価体制を見直し、P2 や A2 格相当の CP を一切組入れない方針をうちたてる MMF も現れたといわれている。

(3) デリバティブ危機と初の元本割れ事例

1993 年から 94 年にかけて、COFI やデュア

ル・インデックス・フローター等の変動利付債への投資が原因で、約 40 本の MMF が元本割れの危機に陥ったとされる。

そして、その一つであるコミュニティー・バンカーズ・U.S. ガバメント・マネー・マーケット・ファンドが、1994 年 9 月、とうとう元本割れを回避することができず、基準価額 94 セントで清算された。これは、米国の MMF 史上、基準価額が額面を割り込んで清算された唯一の例といわれている。同ファンドは、政府証券だけに投資する MMF で、地方銀行のキャッシュ・マネジメント手段として用いられていた。ファンドの総資産は 8,200 万ドルで、SEC によれば、その 43% が変動利付債等のデリバティブで運用されていたという。運用を担当していたコミュニティー・アセット・マネジメント社は、他の MMF 運用会社と同様に損失を補填する努力をしたが、資金を調達することができなかったと発表した。投資家の平均損失金額は 52,000 ドルであったが、100 万ドルを超えるケースもあったといわれている。

米国で MMF が初めて元本を割り、その影響が心配された。しかし、コミュニティー・バンカーズ・U.S. ガバメント・マネー・マーケット・ファンドの元本割れの影響はそれ程大きくなかったとされている。その要因として、同ファンドが元本を割る 1 ヶ月程前から、コミュニティー・アセット・マネジメント社が同ファンドの売却先を探しているとの噂がたっていたことと、SEC がデリバティブ証券への投資状況について注視しているファンドの一つともいわれており、投資家の間でその危険性がかなり認識されていたことが指摘されている。

(4) オレンジ郡債のデフォルト

1994 年 7 月、スタンダード & プアーズがカ

リフォルニア州オレンジ郡の発行する地方債がデフォルトに陥ったと発表し、同年12月にはオレンジ郡は破たんした。少なくとも25のMMFが当該債券の買い取り許可をSECに申請したとされる。

2) 元本割れの救済手段

米国における過去のMMF危機において、元本割れの危機に直面したファンドが救済された事例をみると、運用会社は主に、問題証券を買い取る、現金を投入する、あるいは問題証券に対する保証を付与するという三つの救済手段を用いてきたことが分かる。

(1) 証券の買い取り

MMFの救済手段として最も頻繁に用いられてきた方法は、ファンドの運用会社による問題証券の買い取りである。

本来、1940年投資会社法17(a)は、SECによる許可なしに、投資会社の関係者が投資会社の資産を買い取ることを禁じている。しかし、1940年投資会社法規則17a-9が、MMFについては特別に、その組入れ有価証券が適格有価証券でなくなった場合、運用会社などMMFの関係者がそれら証券を買い取ることを認めている。但し、買い取り価格は、償却原価と経過利息の合計額または時価のどちらか高い方の金額で、現金で買い取らなければならないとされている。

規則17a-9は、1996年の規則改正で導入された規定である^{ix}。先述したようなMMF元本割れの危機に際してMMFの運用会社等が個別にSECの許可を得てデフォルト証券を買い取るということが行われてきたことを考慮して、SECが一般的な規則として制定したのである。SECは、規制2a-7が、適格有価証券に該当しなくなった証券を可及的速やかに売却するなど適切な処理をファンドに要請していること、

そして、MMFの関係会社が問題証券を買い取るとは合理的かつ公平で、MMFに投資している投資家の利益に適うと判断したのである。もっとも、規則17a-9は、MMFの関係会社に、ファンドの問題証券を買い取る義務を課すものではないという点に留意する必要がある。

(2) 現金の投入

格付けの引き下げや金利変動の影響で組入れ有価証券の価値が下がった場合、ファンドの関係会社はその損失分をカバーするのに十分な現金をファンドに投入し、元本割れを回避する方法もある。償却原価と経過利息の合計額で買い取る場合よりも、救済する運用会社等が少ない資金で対応することができる点がメリットとされる。但し、証券の価値が下落を続けた場合には、現金の追加的な投入が必要となる。

1980年に金利上昇の影響で元本割れの危機に陥ったインスティテューショナル・リキッド・アカウントの事例では、ファンドの運用を担当していたファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴが100万ドルの手数料を返金した。また、1994年のデリバティブ危機において、フリート・ファイナンシャル・グループが、短期金利が上昇し始めた時点で同社の運用するMMFのポートフォリオを見直し、基準価額が1ドルを割り込まないように現金500万ドルを投入した。

(3) 保証

MMFの関係会社は、格付けの引き下げやデフォルトに陥った有価証券をすぐに買い取ったり、現金を投入したりする代わりに、それら問題証券に対する保証を与えることがある。

その方法には二つあるが、第一に、ファンドに、予め設定した期間内に問題証券をファンドの関係会社に償却原価と経過利息の合計

額で買い取ってもらふ権利を与える方法 (Put or Standby Commitment) がある。

ファンドは、関係会社に買い取ってもらふ権利を取得することによって、問題の証券を償却原価と経過利息で評価することができる。但し、SEC の非公式な見解では、このような契約の履行期日は、通常、問題の証券の価値が格付け等で下落してから 90 日以内でなければならないとされている。また、契約を結んでいても、組入れ有価証券の格付けの引き下げやデフォルトの影響が多大であると SEC が判断した場合には、その問題の証券を処分することが求められる場合がある。

たとえば、1991 年にインテグレイテッド・リソース社の CP デフォルトの影響で元本割れの危機に直面したリキッド・グリーン・トラストは、CP のデフォルトが発生した直後に、運用会社の親会社であるミューチュアル・ライフ・インシュアランス・カンパニー・オブ・ニューヨーク (MONY) から、デフォルトによって発生した損失を補填する契約を取り付けた。しかし、インテグレイテッド・リソース社の CP の組入れ比率が純資産の 4 % と高く、ファンドの基準価額に与える影響が多大であると判断した SEC は、リキッド・グリーン・トラストに対し、問題の CP を売却するか、デフォルトによる損失を基準価額に反映させることを要請した。そこで、ファンドは、MONY から CP の償却原価と経過利息の合計額に相当する現金を受け取って対応した。

第二に、ファンドの関係会社は、格付けの引き下げなどで時価が理論価格を下回った証券の償還日までに、一定の条件下で、その証券の取得価格と利息の合計に相当する融資をファンドが受けられるという融資契約 (letter of credit) を第 3 者の金融機関から取り付けることもできる。この場合、ファンドの関係会社が金融機関にコミットメン

ト・フィーを支払い、実際にファンドが融資を受けた場合の返済を負担する。

5 . わが国における MMF

1) 従来の MMF の位置付け

わが国では、米国の MMF を参考として、1992 年に MMF、そして 1997 年に証券総合口座専用の MRF が導入された。証券総合口座の導入が検討された当時、わが国の MMF は既に純資産総額が 10 兆円を超えるほど投資家に浸透していた。そこで、決済機能を持つ証券総合口座には、新しく MRF という商品が導入されたのである。MMF と MRF は、公社債や短期金融商品で運用されることや、毎日決算であり、分配金が運用実績に応じて変動すること、そして 500 万円以内であれば当日引出しが可能という点では共通している。しかし、MRF には、決済機能を果たす口座に用いられるという性質を考慮して、特別に投資信託協会の規則で米国の規制に相当するような投資規制が設けられた。MRF の投資対象には格付け要件が設定され、それら投資対象は「第一種適格有価証券」と「第二種適格有価証券」とに分けられ、それぞれに組入れ制限が設けられている。また、MRF は、商品の安全性を示すために、任意に格付けを取得している。

一方、わが国の MMF は、2002 年 1 月に投資信託協会の理事会決議がなされるまで、その運用方法に関する詳細な規定は設けられていなかった。投資信託協会の規則が、私募債等の流動性の低い証券、証券化関連商品、抵当証券、不動産、地上権等を組入れないことと、先物取引等はリスク・ヘッジ目的以外に利用しないことが定められていただけで、MMF の運用は基本的に各運用会社の裁量に任されていた。そのため、MMF は流動性の高い商品でありながら、残存期間の長い債券を組入れる

ことのできる商品とされてきた。

また、基準価額の安定性という観点から、MMF は、組入れ有価証券の時価評価に関して例外的な対応が認められてきた。1999 年、投資信託の組入れ債券で残存期間が 1 年を超える債券の評価方法が時価評価に移行された。その際の時限措置として、非上場債券で満期保有のものについては、2001 年 3 月末までファンドの純資産の 10%まで時価評価しなくてもよいとされた。しかし、MMF については例外的に、2001 年 4 月以降も、満期保有目的の債券についてはファンドの純資産の 15%まで時価評価が免除されることとなった。

2) MMF に関する新ルール

投資信託協会が 2002 年 2 月に発表した MMF に関する理事会決議は、現在の米国における MMF 規制やわが国の MRF と類似した構成となっている（次頁の表を参照）。すなわち、投資対象の格付けや残存期間の条件が導入され、組入れ比率や組入れ有価証券の平均残存期間の制限が設定された。しかし、米国における MMF やわが国の MRF に対する規制と比較すると、その内容は若干緩く設定されている。

たとえば、投資対象証券の格付けは、上位 2 位以上の短期格付けという点では共通しているが、長期格付けについて米国の MMF やわが国の MRF では A 格相当以上とされているのに対して、MMF については BBB 格以上とされた。また、組入れ有価証券の平均残存期間は米国 MMF やわが国の MRF が 90 日以内とされているのに対して、わが国 MMF はその 2 倍の 180 日以内とされた。

一方、MMF の新ルールは、委託会社に対して、格付けを取得していない証券の信用力を評価するガイドラインや、組入れ有価証券が格付け条件を満たさなくなった場合の対応に関するガイドラインを作成することを要求し

ている。また、償却原価法を用いた場合にその評価額が時価から著しく乖離した場合には、監査人と協議して適切に対応することが規定されている。米国の MMF において取締役会が担っている役割を、委託会社（運用会社）が担うことが定められたのである。もっとも、具体的にどのような対応をとるのかという点については、各社の裁量に任されている。

なお、格付け条件を満たさなくなった組入れ有価証券に対する措置として、先述したように米国では運用会社が償却原価と経過利息又は時価のどちらか高い金額で購入することが規則で認められている。また、個別に SEC の許可を得て、現金を投入する、あるいは保証を与えることも認められてきた。

それに対してわが国の場合、原則として、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に受託会社に指図することは禁じられている（投信法第 15 条 1 号）が、「受益者の保護に欠けるおそれが少ないと認められる取引として政令で定めるもの」は例外的に認められる（投信法施行令第 16 条）。しかし、運用会社が問題証券を買い取って損失を補填することなどについて、今のところ特に規定は設けられていない。

表 日米の規制比較

		日本		米国
		MMF	MRF	MMF
投資対象の範囲	残存期間	1年以内 (満期保有目的証券は3年以内)	1年以内	13ヶ月以内
	格付け (国債・政府保証債券を除く)	2社以上の指定格付け機関から第2位(P-2、A-2格相当)以上の短期格付け、もしくはBBBフラット又はBaa2格相当以上の長期格付けを受けている証券 格付けを取得していない証券で、委託会社が同等の信用力を有すると判断したもの	1社以上の指定格付け機関から第2位(P-2、A-2格相当)以上の短期格付け、又は第3位(A格相当)以上の長期格付けを受けている証券 格付けを取得していない証券で、委託会社が同等の信用力を有すると判断した証券	2社以上の主要格付け機関から第2位(P-2、A-2格相当)以上の短期格付け、又は第3位(A格相当)以上の長期格付けを受けている証券 格付けを取得していない証券で、取締役会が同等の信用力を有すると判断した証券
組入れ有価証券が適格有価証券でなくなった場合		委託会社がガイドラインを定めて適切に対応		取締役会が、問題の有価証券の適格性を再評価し、適切に対応
投資制限 (国債、政府保証債券を除く)		2社以上の指定格付け機関から最上位(P-1、A-1格相当)の短期格付け、又は第3位(A3、A-相当)以上の長期格付けを受けている証券は、純資産総額の5%以内 それ以外の証券は純資産総額の1%以内 取引期間が5営業日以内のコール・ローンは純資産総額の25%以内	2社以上の指定格付け機関から最上位(P-1、A-1格相当)の短期格付け、又は第2位(AA格相当)以上の長期格付けを受けている証券は、純資産総額の5%以内 それ以外の証券は純資産総額の1%以内 取引期間が5営業日以内のコール・ローンは純資産総額の25%以内	2社以上の指定格付け機関から最上位格付けを受けている証券は、純資産総額の5%以内 (但し3営業日以内であれば25%まで投資可能) それ以外の証券は純資産総額の1%または100万ドルのいずれか少額の方以内
		への投資は合計で純資産総額の10%以内	への投資は合計で純資産総額の5%以内	への投資は合計で純資産総額の5%以内
組入れ有価証券の平均残存期間		180日以内	90日以内	90日以内
組入れ有価証券の評価		原則は時価評価 償却原価法の使用が可能な有価証券： ・ 残存期間が1年以内の債券でP-2又はA-2格相当以上の短期格付け、もしくはA3又はA-相当以上の長期格付けを取得している証券 ・ 満期保有目的の証券	償却原価法	上記の投資対象と投資制限の規制に従えば、償却原価法、またはペニー・ラウンディング法の使用が可能
償却原価法による評価額と時価との乖離		著しく乖離した場合は、委託会社が監査人又は公認会計士と協議して適切に対応する 著しい乖離の判断については、委託会社がガイドラインを作成する		0.5%以上乖離した場合、取締役会はSECにその旨を報告し、適切に対応する

(出所) 野村総合研究所

3) MMF の位置付け

MMF の方向性を考える際のポイントは、MMF を、現金・預金の代替品として元本の安全性を最優先する金融商品として捉えるのか、それとも安全性に留意するが利回りを優先する投資商品として捉えるのか、という点である。そのような MMF の位置付けによって、当然、規制のあり方も変わる。

既に見てきたように、米国では、MMF は「マネー（現金・預金）」と同等のものとして位置付けられ、元本の安全性が最重視されてきた。そのため、規制当局は、基準価額を安定させるために MMF の組入れ有価証券の時価評価を免除し、市場の変化や MMF の元本割れの危機を経験する度に MMF の投資対象や運用分散に対する規制を強化して元本割れの防止に取り組んできた。しかし、そのような厳格な規制の下でも、急激な金利変動や組入れ有価証券の予期せぬデフォルトなどで MMF の元本が割れる危機が発生することはあり、その場合には、運用会社等がその損失を補填して元本割れを回避してきた。また、そのような補填行為が最初は個別に規制当局によって許可され、ついには規則で明示されることとなった。

一方、わが国における MMF は、投資信託協会の決議によって、「マネー」と同等の商品というよりは、むしろ比較的安全な投資信託として位置付けるという方向性が再確認されたといえる。MMF についても、安全性にある程度留意した運用を要請するために、投資対象や組入れ比率に関する制限が設けられたが、MMF と MRF との相違が示され、MRF が米国 MMF のように元本の安全を最優先する商品として存続することも確認されたといえる。

しかしながら、わが国では、投資家の間で MMF と MRF の区別はあまりなされておらず、MMF も元本割れの恐れの小さい、いわゆるお財布代わりの金融商品として認識されてきた

経緯がある。今後、わが国の MMF の位置付けについて正確な理解を促す必要があるだろう。

ⁱ Accounting Series Release No. 118 (December 23, 1970)

ⁱⁱ Investment Company Act of 1940 Release No. 8757 (April 15, 1975)

ⁱⁱⁱ Investment Company Act of 1940 Release No. 10451 (October 26, 1978)

^{iv} Investment Company Act of 1940 Release No. 13380 (July 11, 1983)

^v Investment Company Act of 1940 Release No. 18005 (February 20, 1991)

^{vi} 但し、時価評価法を用いているファンドは、残存期間が最大 25 ヶ月の政府証券を購入することができる。

^{vii} Crabbe, Leland, and Mitchell Post. "Effect of SEC amendments to Rule 2a-7 on the Commercial Paper Market." Finance and Economics Discussion Series, 199, May 1992

^{viii} Investment Company Act of 1940 Release No. 19959 (December 17, 1993)

^{ix} Investment Company Act of 1940 Release No. 21837 (March 21, 1996)