

公社債投信の制度改革と MMF

——MMF に関するノート——

内 田 ふじ子

要 旨

わが国の MMF は、1971年に開発されたアメリカの MMF を手本にして、1992年に導入された。比較的新しい商品であるが、現在では全投信残高の約三分の一を占め、株式投信全体に匹敵する規模となっている。MMF はアメリカでも依然として大きなシェアをもつ人気商品であるが、同じく MMF と呼ばれる商品であってもわが国のそれとは運用方法などに彼我の差があり、むしろ97年に証券総合口座用に開発された MRF に近い。2000年 8 月に日銀のゼロ金利政策解除で設定来初の金利上昇局面に遭遇し、MMF は年末までに残高が半減した。また、きわめて特殊な要因によるとはいえ、元本を割るものが初めて現れた。今後その商品性から、ペイオフの凍結解除や日本版401kの導入で需要が高まることが予想される一方で、近年の公社債投信の制度改革で運用各社は他の公社債投信との差別化を図ろうとしており、MMF というだけで安全性の高い商品とは言えなくなっている。

目 次

- | | |
|--------------------------|--------------|
| I. はじめに | V. MMF の運用会社 |
| II. わが国における MMF の登場とその背景 | VI. MMF の投資家 |
| III. 公社債の評価方法の変更の影響 | VII. おわりに |
| IV. わが国の MMF | |

I. はじめに

1995年の外為法改正をもって本格的にスタートした日本版ビックバンは、終了のメドとした2001年を迎えた。投資信託については、95年の法律改正を伴わない範囲での改革に始まり、98

年は法律改正を伴う大幅な改革が行われ、さらに2年を経ずして2000年にも法律が改正された。5年間で、運用対象の規制撤廃や銀行等販売チャネルの拡大、会社型投信や私募投信、不動産投信といった商品の多様化、ディスクロージャーの充実などが進められ、わが国の投資信託制度はアメリカと遜色のないものとなった。

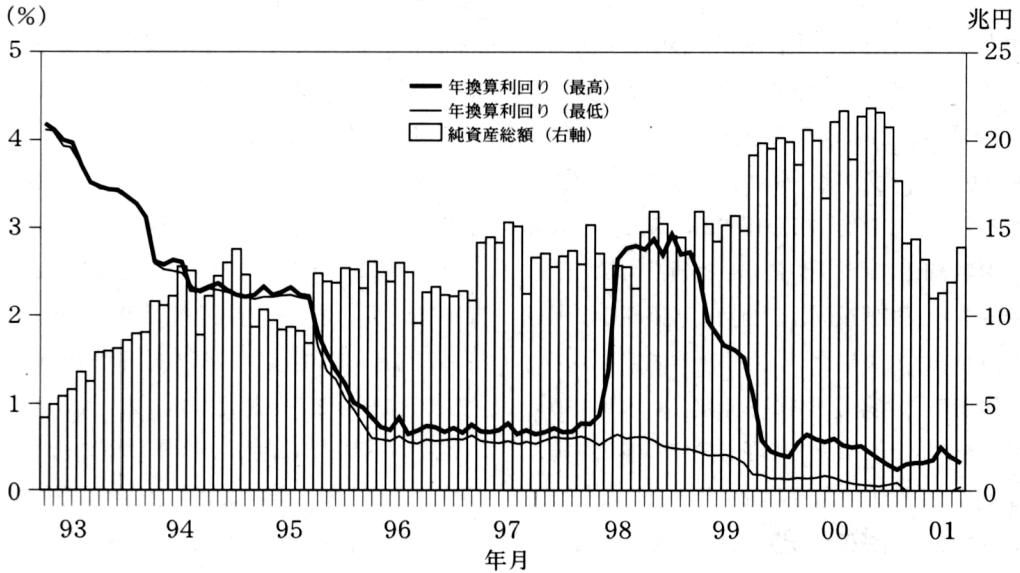
ビッグバンによる投資環境の変化を背景に、投資信託は個人の資産運用の中核を担う商品として大きな発展が予想されているが、現状ではわが国の個人金融資産は銀行等の預貯金が大きな比重を占めており、投資信託は諸外国に比べて比重が小さい。わが国の投資信託は欧米のように投資家のニーズに基づいて自然発生的に生まれたものではないため、50年前の発足時において広く一般に保有されるように貯蓄性を付与された。とりわけ公社債投信においては基準価額の算定方法や収益の分配方法などに欧米の投資信託には見られない仕組みが設けられたため、預貯金に近い感覚で投資できる商品であった。元本は保証されていないが、90年代後半に至るまで元本割れを起こす公社債投信はなかったのである。このような商品が保有されなかったのは、証券会社が販売する商品ということで、実際にはリスク商品としてのイメージが先行していたためであろう。ビッグバンは金融制度におけるさまざまな規制を緩和したが、公社債投信もこれまでの貯蓄類似商品としての性格を失い、本来のリスク商品として変貌せざるを得なくなった。一方、金融機関の経営破綻や2002年4月に予定されているペイオフ凍結解除で預貯金も必ずしも安全な商品と言えなくなる。あらゆる金融商品に、リスクに見合うリターンを生み出せるかどうかが問われるようになった。預貯金と比肩する安全な商品としての評価が定着したMMFのあり方が、投資信託業界の命運を握っていると言えよう。

II. わが国におけるMMFの登場とその背景

わが国でMMFが発売されたのは1992年で

ある。当時のアメリカで個人投資家の人気商品であったMMFを手本にして導入されたものだが、枠組みは同じでも基本的に異なった商品である。ちなみに、アメリカのMMFはマネー・マーケット・ファンドの略称であり、わが国のはマネー・マネジメント・ファンドの略称である。アメリカのMMFは1971年11月に開発された。経済成長の鈍化で株式投信の人气が凋落し、国債の増発で債券市場が拡大していた。コンピューターの発達でこれらの債券のファンド化を容易にし、不確定時代のニーズに合った短期で利便性の高い商品として人気を得た。その後、銀行等の競合商品MMDA (Money Market Deposit Account) や株式・債券ファンドの活況によって一時低迷したが、メリルリンチ社の証券総合口座CMA (Cash Management Account) のようなMMFを組み込み、各種のサービスをひとつにまとめたパッケージ商品の開発により、1980年代以降のMMFの爆発的な成長がもたらされた。わが国のMMFが本格的に導入されるのはアメリカで開発されてから20年後であるが、1980年1月に登場した中期国債ファンドも、70年代後半に増発された中期利付国債の円滑な消化という政策的要請を受けて、アメリカのMMFを参考に流動性と好利回りを提供する短期運用資産として開発されたものである。毎日手数料なしで買付・解約が可能という流動性の高さ(購入・換金の容易さ)と毎日決算、毎日分配で複利効果が得られることが注目され人気商品となった。中期国債ファンドは募集時にファンドの運用収益とは関係なくその時どきの金利水準や他の金融商品の金利水準を勘案して予想分配率が提示される仕組みとなっていて、実際に予想通りの分配金が支払われたので事実上確定利付き

図1 MMF の利回りと残高
1992年9月～2001年3月



商品であった。予想分配率は運用各社で一律に決められていたが、93年6月の定期預金金利の完全自由化に併せて弾力化された。バブル崩壊による株式市場の低迷と金利低下を背景に、92年5月にMMFが導入された。基本的な仕組みは中期国債ファンドと同じだが、MMFは運用実績に応じて分配金が支払われる点が異なっていた。MMFはバブル崩壊後安全志向が強まった投資家に受け容れられ、不振の株式投信に代わって投資信託の主力商品となった。(株式投信のシェアは89年末の77.7%から92年末は48.7%に低下した。)導入後も最低預け入れ単位の引き下げやキャッシング限度の引き上げなど利便性を高める変更が次々に行われ、法人資金の流入や98年12月に解禁された銀行等金融機関の窓口販売により2000年初めには残高が20兆円台に乗せた。わが国でも97年10月に証券総合口座が開設されたが、そのベースとなる商品はアメリカのように既存のMMFが使われず、新たに専用の短期公社債投信MRF(マネー・

リザーブ・ファンド)が開発された。MRFには安全な運用をすべく業界の厳しい自主ルールが課せられている。

2000年8月の日銀のゼロ金利政策解除でMMFはスタート以来初めての金利上昇局面に遭遇した。預貯金金利の上昇で資金が流出し、2000年末は残高が10兆9,700億円まで減少した。2001年2月に日銀が量的緩和政策をとったため、再び短期金利が低下し、MMFへ資金が戻りつつある(図1)。

Ⅲ. 公社債の評価方法の変更の影響

わが国では未上場で残存期間が1年以上の債券は取得価額で評価されてきた。そのため運用の実態が不透明であるとかねてから指摘されていた¹⁾。98年6月19日付けで投資信託協会から「非上場債券の時価評価の実施要項」が発表され、公社債投信に組み入れられている残存期間1年を超える全債券を、99年7月1日から9月

30日の間に時価評価に移行することとされた²⁾ 時価評価移行後は証券取引所に上場されていない債券は、原則として①日本証券業協会発表の店頭基準気配値段、②証券会社、銀行等の提示する価額（ただし、売気配相場は使用しない）、③価格情報会社の提供する価額、のいずれかから入手した価額で評価する、こととされた。中期国債ファンドや長期公社債投信など予想分配型の公社債投信は、当初「時価評価の例外商品」とされていたが、日本証券業協会が債券の調整売買（実勢価格から乖離した水準での売買）を禁止したことで、予想分配率方式を維持することが難しくなり、2001年4月にそれらの商品にも時価評価が義務づけられるとともに実績分配型に変更されることになった。

これまでは、高金利時代に組み入れた公社債の含み益を利用した運用が可能であったため、安定した収益をもたらす預貯金なみの安全な商品という公社債投信の商品性が形成された。また、予想分配型ファンドにおいては、募集時に提示された予想分配率を実際に支払うことができた。時価評価後は、市場の動向やファンドの運用能力が直接運用成績となって反映されるという、リスク商品としての性格があらわになる。現在の税制では、決算期に元本割れとなった追加型公社債投信は追加設定ができないことになっているため³⁾、元本割れを避けるために極力リスクを抑える運用がなされると思われる。追加型公社債投信にも2002年4月までに個別元本方式が導入されることが決まっており、個別元本方式導入以降は基準価格が1万円を割っても追加購入や新規設定が可能となる。運用サイドでは元本割れを回避する強力なインセンティブがなくなるため、公社債投信にも元本割れリスクをとってハイリターンを目指すファ

ンドが増加し、安全性を重視するが、利回りはMMF（ないしMRF）に収斂するファンドと併存することになろう。公社債投信の“安全神話”は過去のものになろうとしている。

99年6月18日に投資信託協会は、ファンドに組み入れられている非上場債券のうち満期まで保有することを前提とした債券については、10%を上限に時価で評価しなくてもよい⁴⁾ という2001年3月末までの時限措置を発表したが、MMFだけは、2001年4月以降も純資産全体の15%までひき続きこれを容認することとなった（ただし、満期までの期間が3年以下の債券が対象）。MMFの元本割れがもたらす影響の大きさを考慮し、それを避けるための例外措置であろう。

IV. わが国のMMFの現状

投資家向けの金融商品ガイドブックによれば、MMFは、“1円から購入することができ、購入後30日以上経過すればいつでも500万円までなら解約手数料なしで解約できる。30日未満であっても、元金1万円につき10円の手数料（信託財産留保額）を支払えば解約できる。収益の分配は毎日行われるが、1カ月分をまとめて月末に元金に自動再投資する「1カ月複利の商品」。収益の分配は「実績分配」であり、運用方法によって分配金に差がつく。残存期間が短い（1年未満）国内外の公社債や譲渡性預金（CD）など短期金融商品（短期国債などの債券、コール、CD、CPなど短期金融市場の商品）を中心に運用するきわめて安全性・流動性（利便性）に優れた商品”と記されている。MMFの目論見書に記載されている信託約款によれば、運用の基本方針としてどれも共通して

(1)内外の公社債を中心に投資、(2)安定した収益確保を目指し、安定運用を行う、と謳われている。証券投資信託協会〔2000〕では、MMFの運用制限として、私募債等の流動性の低いものおよび証券化関連商品の組み入れは行わないこと、先物取引等はヘッジ目的での利用に限ることがあげられているだけである。(それらの運用制限は中期国債ファンドも共通である。)証券総合口座専用ファンドの MRF については以下のような厳しいルールがある。(1)投資対象は、2社以上の指定格付機関から長期格付けで第2位(AA格相当)、短期格付けで最上位(A-1格相当)とされたもの、(2)それ以外への投資は信託財産の純資産総額の5%以内とする、(3)個別組み入れ証券の残存期間は1年以内のもの、それらの平均残存期間は90日以内とする。(4)外貨建て証券やデリバティブの組み入れはしない、など。このことから、MRFとの比較において、わが国のMMFの運用には、「安定した収益の確保を目指す」限りにおいて、格付けの低い債券を組み入れることで信用リスクを、残存期間の長い債券を組み入れることで金利変動リスクを、外貨建て債券を組み入れることで為替リスクをとるなどで、運用者の裁量余地があることになる。スタンダード&プアー社やムーディーズ社は運用会社の依頼を受けてファンドの格付けを行っているが、MMFの格付けは、パフォーマンス(利回り)の評価ではなく、運用の透明性や市場環境への感応度合い、潜在的なリスクの存在など投資元本の安全性が評価基準となっている。

アメリカのMMFは、手数料、投資対象証券、投資のスタンス、さらにデリバティブの使用(主としてオプション)などの点で、ファンドは様ではない。しかし、証券総合口座に組み

込まれ、決済に使われているために、組み入れ有価証券の残存期間、信用度、分散投資、評価規定などさまざまな分野にわたる詳細なルールが証券取引委員会(SEC)によって定められており、SECはつねにその運用状況を監視している⁹⁾。昨年9月18日に米国系の主要運用会社が加盟している在日米国商工会議所(ACCJ)が、日本のMMFに、組み入れ証券の残存期間、信用度、分散投資、時価評価といった課題に対処できる厳格なガイドライン作成を勧告する意見書を金融庁と投資信託協会に提出している。

V. MMFの運用会社と利回り

MMFは導入された92年末の15社15銘柄が99年末まで運用されており、その間新規参入も償還もなかった。2000年1月にユニバーサル投信がパートナーズ投信(現UFJパートナーズ投信)に併合され、また、同年4月に新和光投信と太陽投信が合併し新光投信となったが、それぞれのMMFは併合されずに存続している¹⁰⁾。2001年に農林中金全共連アセットマネジメントとトヨタアセットマネジメントが新規参入したことにより、2001年3月末現在で15社17銘柄が運用中である。

全MMFの平均実績利回りは、運用開始後の短期金利の低下に合わせて、低下し続けている。銘柄ごとの利回りは97年前半までほとんど差がなかったが、97年11月の三洋証券と山一証券の経営破綻がきっかけとなって格差が生じ始めた。三洋証券と山一証券それぞれの系列の投信会社である三洋投信委託と山一投信委託(現在のUFJパートナーズ投信)が運用する投資信託が大量に解約され、MMFの残高も三洋投信は10月の1,152億円から翌11月は243億円へ、

図2 大和投信のMMF

1992年7月～2001年3月
年換算利回りと残高

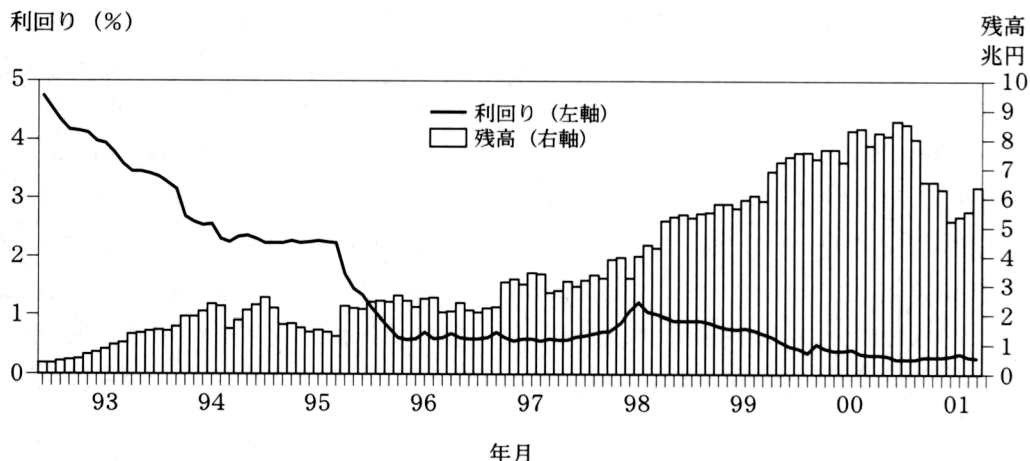
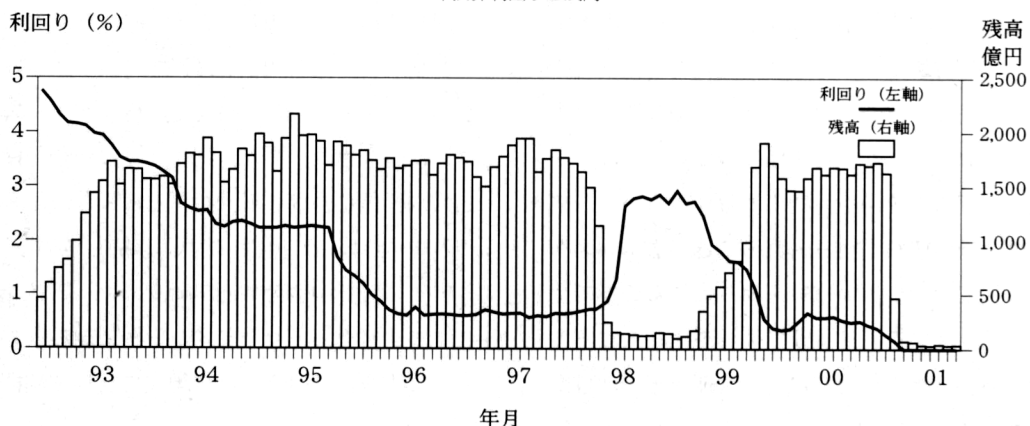


図3 三洋投信のMMF

1992年7月～2001年3月
年換算利回りと残高



山一投信は1兆3,258億円から4,914億円へ激減した。三洋投信のMMFの場合、この大量解約に対処するための保有債券の売却で含み益が実現益となり利回りが急上昇した⁷⁾。三洋投信のMMFの利回り上昇は特殊要因によるとしても、97年後半から利回りが上昇した銘柄は多い。金利低下期においては、安全性を優先して短期金利に連動した低利回りに甘んじるか、MRFとの差別化を図るため、今後の金利に対する運用者の相場観に従ってリスクを取った運

用をするかの選択を迫られることになる。運用方針で「安定運用を行う」ことを謳っているMMFは前者を選択すべきであるが、99年半ばまでの期間は多少のリスクを受け容れる運用を行ったファンドがあったことを示している。非上場債券が時価評価に移行した99年7月以降利回り格差は0.5%以下(1カ月間の分配金総額の年換算利回りを比較)で推移している。2000年8月の日銀のゼロ金利政策解除で国内金利が上昇し始めているときに、三洋投信のMMF

が MMF 史上初の元本割れとなった。同社の大株主が詐欺事件（クレアモント事件）を起こすというさわめて特殊な事情があったとはいえ法人中心に大量解約にみまわれたためである。図 2 は典型的なパターンとしてもっとも残高が大きい大和投信の MMF について、図 3 は三洋投信の MMF について、設定以来の残高と利回りの推移を図示したものである。

今後は時価評価導入や短期金利の低下による新たな運用手腕とで各社の利回りに格差が生じてくる可能性もある。

VI. MMF の投資家

中期国債ファンドなど他の公社債投信が個人中心に販売され、保有されているのに対して、MMF は法人投資家のシェアが大きく、金額ベースではほぼ 70% 以上を占めている（図 4）。図 5 は MMF の設定額と解約額であるが、毎年 3 月に解約額が増え、4 月に設定額が多いという特徴がある。これは、年度末の資金需要の手当のための MMF 解約と新年度になってからの余裕資金での MMF 購入という法人投資家の行動パターンによるものであり、また、

2000 年 8 月の日銀のゼロ金利政策解除後の解約激増や三洋投信のクレアモント事件にもみられたように法人の資金は同時に同じ反応を示す傾向がある。したがって、流動性（換金性）が高く法人投資家の多い MMF の資金は容易に不安定化する。資金の不安定性は一貫性のある投資戦略の実行を困難にする場合があり、大きなリスクを抱えているといえることができる。

中期国債ファンドも発足時には、銀行の一般個人預金の吸収を自粛するという観点から、当局の指導により販売対象を意図的に中小法人および大口個人投資家に限定していた。しかし、同ファンドの貯蓄商品としての基本的性格を維持し、金融の繁閑などに影響されにくい個人資金を中心とした安定資金の導入に重点をおくことが必要という見解から、84 年 5 月以降証券会社の営業政策が大口資金を排除する方向に変わり、募集調整により法人に対して販売抑制策をとった。85 年 8 月に法人向け・大口個人向け中期国債ファンドとして、FFF（フリー・ファイナンシャル・ファンド）が創設されたこともあって残高は減少したものの、84 年 4 月末に全体の 60% を超えていた法人による保有比率は、85 年末にはおよそ 20% にまで低下し、80% が個

図 4 法人投資家の比率
1997 年 5 月～2001 年 3 月、金額ベース

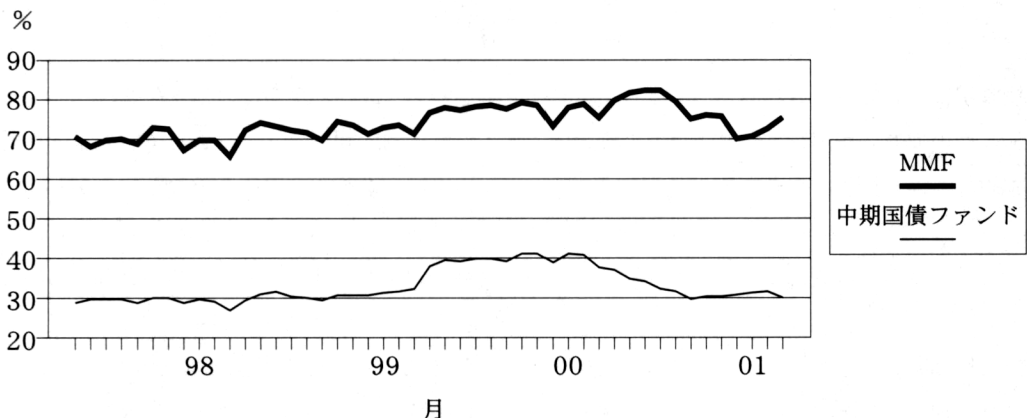


図5 MMF 設定額と解約額

1992年5月～2001年3月

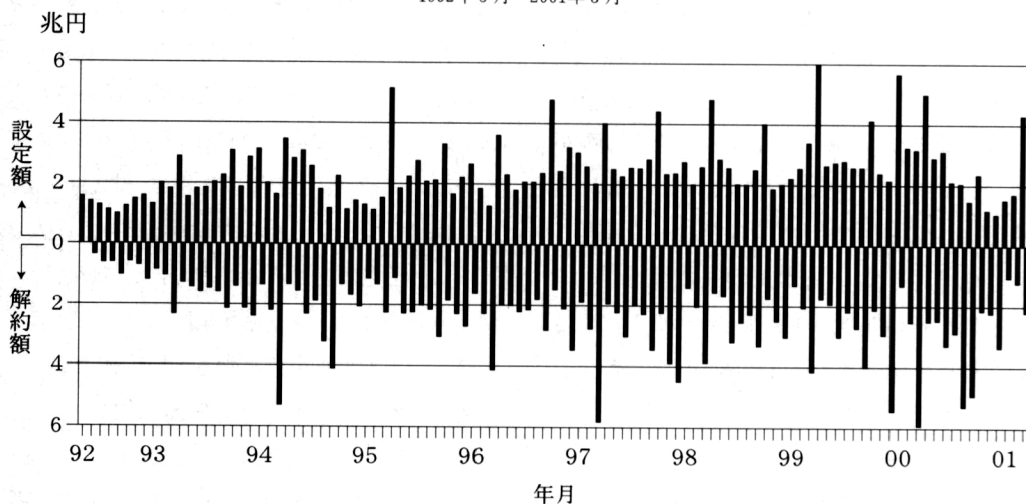
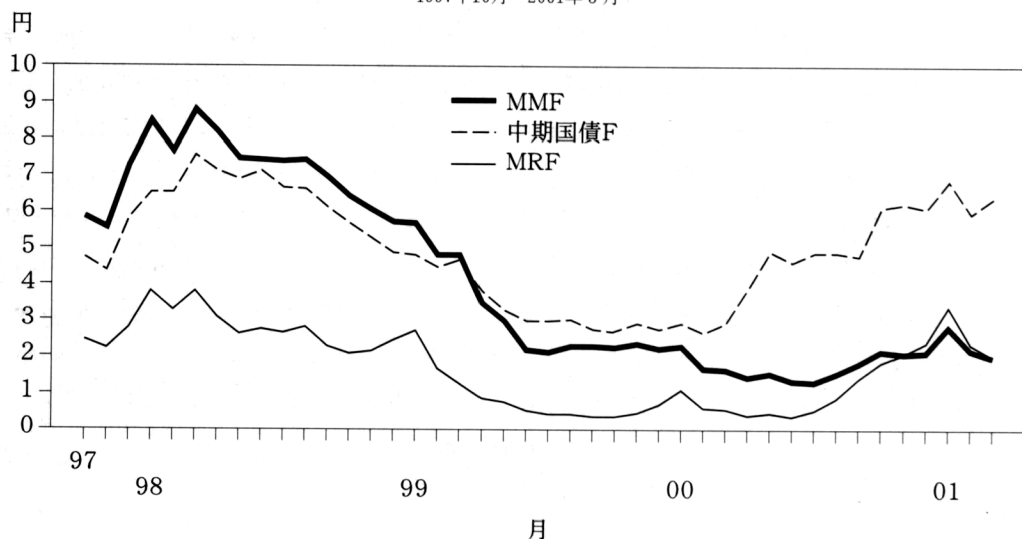


図6 平均分配金 (1万口当たり、月額)

1997年10月～2001年3月



人投資家によって占められることになった。MMFについても、安定的な発展のために資金の基本的な性格を見直すべきであろう。

VII. おわりに

MMFは発足後しばらくは中期国債ファンドより高い利回りをあげていたが、99年になって

逆転し、2000年からその格差が広がっている。これは中期国債ファンドが実績分配型へ移行するまでの過渡的な現象と予想されるが、2001年4月以降はMMFと中期国債ファンドは仕組みも商品性もほとんど同じ商品となるため、両者をどう差別化するかが両方を設定している運用会社にとっての課題となろう⁸⁾。また、MRFの利回りが2000年半ばから上昇し、年後半か

らMMFを上回った。超低金利下とはいえ証券総合口座専用の商品として、もっともリスクの小さい運用がなされているMRFより低いリターンしかあげられないMMFのあり方が問われているようである。今回の改革を機に、“貯蓄性”を失った公社債投信は整理統合され、ファンドの運用方針や投資対象に応じたりスクリターンで明確な差別化が図られることになるであろう。

諸外国の先例にみると、確定拠出型年金の導入やペイオフ解禁は投信へのニーズを高めることになろう。流動化する個人資産の受け皿として、投資信託の代表的な商品であるMMFの動向は今後も注目されることになろう。

注

*図はすべて『投資信託』（投資信託協会）のデータを用いて作成した。

- 1) 1997年に、運用内容に関する情報開示が不十分であるとの理由で、公社債投信の解約されたりファンド間で違法な利益の付け替えが発覚するなど、公社債投信における非上場債券の評価方法の不透明性が原因となる事件が相次いで起こった。
- 2) 満期まで1年以内の債券については、償却原価法（アモチ・アキュム法）で評価する。償却原価法とは、償還価額と簿価（取得価格）の差を、満期までの期間に応じて日割りで一定額ずつ減額あるいは増額していくことで、簿価を修正する評価方式である。
- 3) 現在の税制では、一律に基準価額1万円を課税上の「みなし元本」としているため、元本1万円を超える部分に対して課税される。したがって、投資家間の課税上の不公平性を避けるため、追加型公社債投信は1万円の基準価額でしか追加設定できない仕組みになっている。追加型株式投信には2000年4月から個別元本方式が導入されている。
- 4) ただし、取得価額ではなく、償却原価法で評価する。
- 5) 1940年制定法では、組み入れ有価証券の残存期間を最長で397日とし、ポートフォリオの平均残存期間を90日以内と制限している。リスクを抑えるための分散投資についても、①運用資産の95%以上を最も安全性の高いカテゴリー（A-1およびP-1）の証券に投資する、②一つの民間企業の証券への投資は取得時で、運用資産総額の5%以下とする、③リスクの高いカテゴリー（A-

- 2およびP-2）の証券への投資は1%以下とする、としている。また、時価評価を原則としており、償還価格1ドルに対して時価評価が99.5セントを割った場合は、ただちにSECに報告し、対応策を提示しなくてはならない。（スコット・ギルマン「投信スコープ」『日経金融新聞』2000年10月31日および田村威 [1995]）
- 6) 複数のファンド間で保有有価証券を現物のまま移管することが認められず、資産を移すにはいったん売却して現金化せねばならなかった。2000年10月に新和光投信と太陽投信の合併の際にそれぞれが運用してきたMRFを統合した例があるだけである。2000年末になって金融庁が現物移管を容認する方針を発表したため、とくに長期公社債投信などで運用効率の向上を狙ってファンドの統合が増えそうだという。（『日経金融新聞』2000年12月8日）
- 7) 購入後30日未満の解約者から徴収する信託財産留保額が信託財産に組み入れられたことも利回りの上昇に少なからず貢献したと思われる。山一投信のMMFの利回りに目立った変化がなかったのは、購入後30日未満の解約者が少なかったこと、売却された債券に含み益が少なかったこと、短期金融資産などのキャッシュポジションが高かったことなどが想像されている。（『日経マネー』98年2月号参照）
- 8) 野村アセットマネジメント、日本投信委託、明治ドレスナー・アセットマネジメントの3社は、商品性が大きく変わることを理由に中期国債ファンドの運用を中止することになった。

参考文献

- 証券投資信託協会 [1987], 『証券投資信託三十五年史』。
- [2000], 『定款・諸規則集』, 平成12年8月。
- 田村威 [1995], 「アメリカにおける投資信託の制度改正の最近の動向（続）」『証券投資信託月報』1月号, 証券投資信託協会。
- [2000], 『投資信託改訂基礎と実務』経済法令研究会。
- 北條裕雄 [1989], 「急成長する米国MMMF～その背景をさぐる～」『証研レポート』6月号, 日本証券経済研究所。
- （当所東京研究所主任研究員）