

## 欧州 MMF をめぐる最近の規制動向

### — efama・IMMFA による MMF 制度提案 —

三宅 裕樹

#### ■ 要 約 ■

1. 2009年7月、欧州投資信託協会（efama）と、トリプル A 格の MMF を提供する運用会社の業界団体である IMMFA は共同で、欧州域内で提供される MMF の制度を新たに提案した。
2. 背景には、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機が深刻化する中で、欧州の MMF が、株式ファンドや債券ファンドから流出する資金の受け皿としての役割を果たすことができなかつたことから、MMF の定義、および運用基準を欧州レベルで規定し、商品性一般についての情報の不透明性を解消することの必要性に対して、関係者の間で認識が高まったことがある。
3. 提案は、欧州の MMF として短期 MMF と一般 MMF という二つの類型を認めた上で、各々に対してポートフォリオの運用基準の具体的な数値基準を設定することで、MMF の商品性に一定の多様性を許容しつつ、その安全性に関して一定の水準を担保することが図られている。米国における SEC による MMF 規制改革提案と比較すると、流動性リスクに留意して対応が採られている点など、共通する点も多い一方で、二つの MMF の類型が制度的に認められている点は欧州独自の特徴といえよう。
4. 今回の efama・IMMFA の提案は、欧州投資信託市場の制度的なインフラの質の向上に資する試みと評価することが可能であろう。今後、欧州において投資信託市場における MMF の位置づけが変わってくることとなるのが注目される。

## I. 欧州における MMF 規制の現状と efama・IMMFA 提案の背景

2009年7月、欧州投資信託協会（European Fund and Asset Management Association, efama）は、格付機関よりトリプル A 格を得ている MMF（以下、「トリプル A 格 MMF」）を提供する運用会社の業界団体である IMMFA（Institutional Money Market Fund Association）と共同で、欧州域内で提供される MMF の定義、および MMF が満たすべき基準についての制度の提案を行った<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> efama and IMMFA, “Recommendation for a European Classification and Definition of Money Market Funds,” 07/08/2009。

そもそも欧州における MMF を対象とした規定としては、①2007 年に施行された欧州金融商品市場指令 (Markets in financial instruments directive, MiFID) における「適格 MMF (qualifying money market fund)」(Directive 2006/73/EC Article 18) や、②IMMFA が定める「行動規範 (Code of Practice)」があるが、①は投資サービス会社 (investment firm) が顧客より預かった資産の運用対象として認められる MMF を、②はトリプル A 格 MMF を対象としたものであり、欧州の MMF 一般が対象とされているわけではない。それゆえ、欧州の MMF のポートフォリオ構成やリスク許容度といった商品性には多様性がみられ、中にはエンハンスド MMF (enhanced MMF) と呼ばれる、元本の確保よりも利回りの追求を重視する投資信託も「MMF」として提供されていた。

こうした状況に対して、サブプライム・ローン問題の影響から 2007 年 7 月から 8 月にかけて BNP パリバ (BNP Paribas) などが運用する一部のエンハンスド MMF で解約停止措置が採られる事態が起きたこともあり<sup>2</sup>、MMF に関して一定の基準を欧州レベルで設け、投資家が MMF の運用方針や商品の性格を理解しやすくするようにするべきではないか、との見解が、関係者の間で広がった。こうした中、例えば efama が 2008 年 6 月に欧州投資信託の類型化を行い、MMF の商品性ないし特徴を示すといった動きもみられた<sup>3</sup>。

ただし、この efama の取り組みはあくまで現状で販売されている MMF の分類を行ったものであり、MMF の定義、満たすべき基準を新たに示したものではなかった。また、IMMFA は、少なくとも 2008 年 5 月まで、トリプル A 格 MMF については MMF の元本確保に対する信用を投資家より引き続き得ていると主張しており、制度改革に向けた具体的な議論は進んでいなかったといえる<sup>4</sup>。

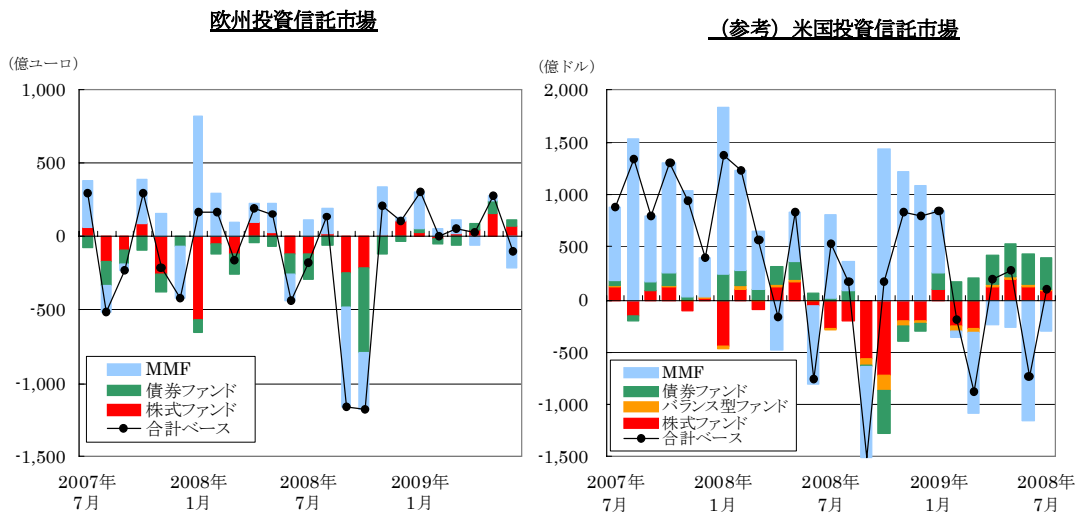
しかし、リーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) の経営破たんを契機とした金融危機の深刻化を受けて、状況は大きく変わる事となった。2008 年の金融危機下において、欧州の MMF は株式ファンドや債券ファンドから流出する資金の受け皿としての役割を果たすことができなかつたためである。欧州投資信託市場の資金純流出入の状況を見ると、2008 年 9 月・10 月と、MMF からは 685 億ユーロ・397 億ユーロの資金が純流出し、その結果、投信市場全体では各月 1,000 億ユーロ以上の資金が純流出することとなった (図表 1)。金融危機下において MMF からも資金が流出した背景には、先述のエンハンスド MMF などのように資産担保コマーシャル・ペーパー (Asset-Backed Commercial Paper, ABCP) など証券化商品で運用を行っていたものがあるなど、欧州の MMF の商品性一般についての情報が不透明であり、投資家が MMF の安全性に懸念を抱いたことがあったと考えられる。株式ファンドや債券ファンド、MMF から流出した資金は銀行預金のほか、一部は政府債を中心に運用され、マネーマーケットで運用される MMF (図表 2) より安全性が高いとされ

<sup>2</sup> 井上武「世界第二の規模を誇るフランス投資信託市場」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号など参照。

<sup>3</sup> efama, “The European Fund Classification”。

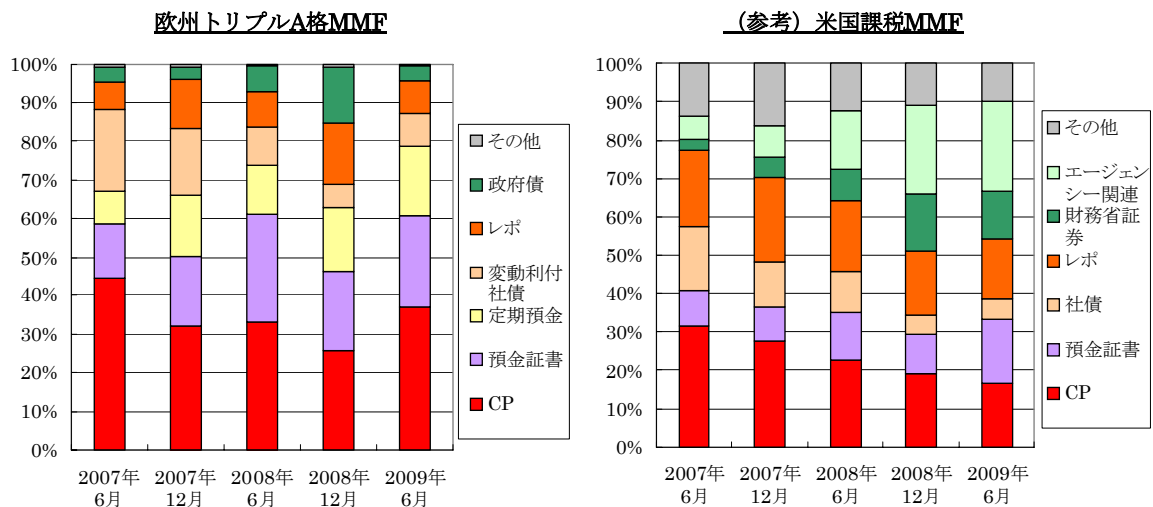
<sup>4</sup> Paul J Davies, “Money market funds defy crisis,” *Financial Times*, 05/14/2008 参照。

図表1 欧州投資信託市場の資金純流入額の最近の推移



(注) 統計の制約上、欧州は株式ファンド・債券ファンド・MMFに限った推移。  
 (出所) リッパー社 (Lipper)、および米国投資信託協会 (ICI) 資料より、野村資本市場研究所作成

図表2 欧州MMFのポートフォリオの構成



(注) 欧州はトリプルA格MMFを、米国は課税MMF（地方債に主に投資するMMF以外）を対象とする。  
 (出所) 国際資本市場協会 (International Capital Market Association, ICMA) (原データはS&P)、IMMFA、およびICI資料より、野村資本市場研究所作成

たキャッシュETF (Cash ETF) と呼ばれる新商品に流れたともいわれている<sup>5</sup>。

こうした経験を踏まえて、欧州のMMF制度を整備する必要性に対する認識が、関係者の間でこれまで以上に高まることとなった。例えば、欧州の資本市場関係者が集まる自主規制機関である国際資本市場協会 (International Capital Market Association, ICMA) は、欧州

<sup>5</sup> キャッシュETFについて詳しくは、齋田温子「流動性資金の投資先として、欧州で注目を集めるキャッシュETF」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。また、今回の金融危機が欧州投資信託市場全体に与えた影響については、三宅裕樹「2008年欧州投資信託市場の回顧」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年夏号ウェブサイト版参照。

の MMF 市場に関する定量的な調査を行い、2 回に分けてレポートを公表すると共に、欧州の MMF の定義を創設してファンドの透明性を向上させることの必要性などを指摘している。また、2009 年 2 月にジャック・ド・ラロジエール (Jacques de Larosière) 氏を議長とするハイ・レベル・グループによる欧州金融制度改革に関する提言でも、欧州で共通の MMF の定義、および MMF の運用資産に関するより厳格な規定を設定することの必要性が指摘されている<sup>6</sup>。

今回、efama・IMMFA により打ち出された欧州の MMF 制度の提案は、こうした流れを受けて打ち出されたものである。両組織に属する運用会社などによって認められれば、早ければ 2010 年 1 月にも実施に移される見通しである<sup>7</sup>。

## II. efama・IMMFA 提案の内容のポイント

### 1. MMF の類型化

efama・IMMFA は、今回の提案において、欧州の MMF として短期 MMF (short-term MMF) と一般 MMF (regular MMF) という二つの類型を認めた上で、それぞれのポートフォリオの運用基準を具体的に設定することで、MMF の商品性に一定の多様性を許容しつつ、MMF の安全性に関して一定の水準を担保することを図っている。

提案ではまず、MMF の運用目的を元本の確保・流動性・利回りの追及という三つに整理し、これらの比重の置き方の観点から、欧州域内で現在提供されている MMF を短期 MMF・一般 MMF・エンハンスド MMF の三つに分けている (図表 3)。このうちエンハンスド MMF は、利回りの追求を元本の確保や流動性よりも重視する MMF とされ、元本確保を最も重視する短期 MMF や一般 MMF とはこの点で大きく異なり、一般的には運用におけるリスクもその分高い MMF とされている。

efama・IMMFA は、今後は短期 MMF と一般 MMF のみを MMF として認めることとし、エンハンスド MMF については、当面の間は「その他 MMF (Other MMF)」という形で MMF として暫定的に認めるものの、早ければ 2012 年 7 月より MMF の範疇から外すことを提案している。efama は、現状で MMF として提供されているファンド 1.35 兆ユーロ (2008 年末時点) のうち、この措置によって MMF の基準を満たさなくなるものは約 1,000 億ユーロにのぼると推計している<sup>8</sup>。

<sup>6</sup> その他、各国レベルでは、フランスで MMF 規制改革に向けた動きが比較的早くから進んでいる。これについて詳しくは、齋田温子「フランス金融市場庁 (AMF) による MMF 規制改革」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

<sup>7</sup> Thao Hua, "Group want to redefine money market funds," *Pensions & Investments*, 07/27/2009 参照。

図表3 efama・IMMFAによる欧州MMF規制提案の内容

	efama・IMMFAによる新たな提案	現行の欧州MMF関連規定	
		MiFIDの 適格MMFに関する規定	IMMFAによる トリプルA格MMFの行動規範
運用目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>①元本の維持、②流動性の確保、③競争的な利回りの提供</li> <li>運用目的の優先順位に基づき、短期MMFと一般MMFに分類 短期MMFは、①=②&gt;③ 一般MMFは、①&gt;②=③</li> <li>エンハンスドMMF (③&gt;①&gt;②) は、MMFの分類から外す (2012年7月以降)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>元本の維持</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>元本の維持</li> <li>利回りの提供も目的ではあるものの、元本の維持よりも重要性は低い</li> </ul>
組入証券の信用力の規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>取得時点での短期格付けが最高位 (短期MMF) ・投資適格水準 (一般MMF) 、ないしそれと同等の長期格付けを得ていること</li> <li>デフォルトないし格下げが起きた場合には、投資家の利益に最も適う対応を採ること</li> <li>株式やコモディティ、外為取引でのエクスポージャーを取ってはならない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>格付けの取得</li> <li>得ている全ての格付けが最高格付け</li> </ul>	
組入証券の償還年限に関する規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>残存期間は397日以内</li> <li>変動利付債については、原則として、満期までの期間が2年以内のものにのみ投資可能。ただし、短期MMFの場合は、満期までの期間が1~2年の変動利付債の投資をポートフォリオの最大10%までとする。一般MMFの場合は、満期までの期間が2~5年の変動利付債も、ポートフォリオの最大10%までであれば投資可能。</li> <li>WAMは60日以内 (短期MMF) ないし1年以内 (一般MMF)</li> <li>WALは0.5年以内 (短期MMF) ないし1.5年以内 (一般MMF)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>残存期間 (変動利付債の場合は次回の金利設定日までの期間) は397日以内</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>WAMは60日以内。格付機関の要求水準がそれ以上の場合はそれに従う。</li> </ul>
流動性に関する規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家の属性や集中度合い、市場環境などに照らし、内部規定を設定し、遵守すること</li> <li>短期MMFの場合、ポートフォリオの5%以上を、現金、財務省証券、その他1日以内で現金化できる証券ないしレポ取引のポジションとすること</li> <li>短期MMFの場合、ポートフォリオの20%以上を、現金、財務省証券、その他7日以内に現金化できる証券とすること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家からの解約請求に対して、翌日までに応えられること</li> </ul>	
基準価額の算出	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期MMFの場合、安定的NAVでも変動NAVのいずれでも可</li> <li>一般MMFは変動NAV</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>安定的NAVの算出</li> <li>ポートフォリオの時価評価を、1週間に1度以上、定期的実施</li> <li>時価評価に基づくNAVと安定的NAVとの間に乖離が生じる場合、段階的な対応を採る。乖離が50bp以上となった場合は速やかにIMMFAに報告する。</li> </ul>
開情示報	<ul style="list-style-type: none"> <li>目論見書や販売時に用いる資料に、MMFの分類を示すこと</li> <li>投資家に販売する際、運用目的やリスクの属性について改めて示すこと</li> </ul>		

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

## 2. 短期MMF・一般MMFに求められる運用基準の主なポイント

その上で、efama・IMMFAによる提案では、主に①ポートフォリオに組み入れることができる証券の信用力、②償還年限、および③ファンドの流動性の確保という三点から、短期MMFと一般MMFのそれぞれについてポートフォリオの運用基準を設定している。各

<sup>8</sup> Steve Johnson, "Money funds face qualifying criteria," *Financial Times*, 07/12/2009 参照。

項目において、短期 MMF にはより厳しい基準の遵守が求められる一方、一般 MMF は相対的に基準が緩く、その分リスクを取って、より高い利回りを追求する余地が認められている。

まず、①組み入れ証券の信用力については、短期 MMF の場合は取得時点での短期格付けが最高格付けのもの、あるいはそれと同等の水準とされる長期格付けを得ているものに限られる一方、一般 MMF の場合は投資適格水準にあればよいとされている。

次に、②組み入れ証券の償還年限に関して、まず、個別証券の残存期間（変動利付き債の場合は次回の金利設定日までの期間）の上限は 397 日とされている。変動利付き債については別途、満期までの期間が 2 年以内であることといった基準も設けられている。

また、ポートフォリオの平均償還年限に関しては、変動利付き債の「償還年限」を金利水準が次に変更されるまでの期間として算定される WAM (Weighted Average Maturity) と、「償還年限」を元本償還までの残存期間とする WAL (Weighted Average Life) の二つの指標で測るとされている。そして、短期 MMF の場合は WAM を 60 日以内、WAL を 0.5 年以内、また一般 MMF の場合は、各々 1 年以内、1.5 年以内とすることが求められている。

現行の欧州の MMF に関連する規定をみると、MiFID における適格 MMF の基準では、組み入れ証券個々の残存期間の上限を 397 日とし、また、ポートフォリオの平均償還年限については、WAM の上限が 60 日とされている。IMMFA によるトリプル A 格 MMF を対象とした行動規範でも、WAM の上限を原則 60 日とするとの規定がある。今回の efama・IMMFA の提案の内容は、こうした規定が短期 MMF の基準としてほぼそのまま適用された上で、ポートフォリオ規制の新たな指標として WAL が導入されている。

③ファンドの流動性については、現行の MMF 関連の規定では、MiFID の適格 MMF についての基準で投資家からの解約請求に対して翌日までに応えられること、とされるにとどまっていたが、今回の efama・IMMFA による提案では、より踏み込んだ内容が取り入れられている。すなわち、まず、短期 MMF と一般 MMF の双方に対して、各 MMF の投資家構造やその属性、市場環境に照らして各運用会社が内部規定を設定することが求められている。これに加えて、短期 MMF の場合にはさらに、ポートフォリオの 5%以上を、現金、財務省証券、その他 1 日以内で現金化できる証券ないしレポ取引のポジションとすること、またポートフォリオの 20%以上を、現金、財務省証券、その他 7 日以内で現金化できる証券とすること、といった具体的な数値基準も設けられている。

### 3. 米国 SEC による MMF 規制改革案との比較

MMF 制度をめぐっては、欧州のみならず、米国においても、今回の金融危機を受けて抜本的な規制改革に向けた動きが進んでいる。2009 年 3 月に米国投資信託協会 (Investment Company Institute, ICI) の傘下で検討を進めていた MMF ワーキング・グループ (The Money Market Working Group) により提案がなされると、その内容をも踏まえた形で 2009 年 6 月に米国証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) が、MMF 規制の包

図表 4 efama・IMMFAによる欧州 MMF 規制提案と SEC の米国 MMF 規制改革案の内容の比較

	欧州MMF		米国MMF	
	efama・IMMFAによる提案	現行規定	SECによる提案	
組入証券の信用力に関する規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>取得時点での短期格付けが最高位（短期MMF）・投資適格水準（一般MMF）、ないしそれと同等の長期格付けを得ていること</li> <li>デフォルトないし格下げが起きた場合には、投資家の利益に最も適う対応を採ること</li> <li>株式やコモディティ、外為取引でのエクスポージャーを取ってはならない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>適格証券を、①複数の格付機関より上位2位以内の短期格付けを得ている、あるいはそれと同等の信用力を有する証券、と規定</li> <li>ティア1証券を、複数の格付機関より最高位の短期格付けを得ている、あるいはそれと同等の信用力を有する証券と規定。ティア2証券は、それ以外。</li> <li>ティア2証券はポートフォリオの5%以内</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ティア1証券のみを投資対象とする</li> </ul>	
償還する年証券の期限規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>残存期間は397日以内</li> <li>変動利付債については、別途規定</li> <li>WAMは60日以内（短期MMF）ないし1年以内（一般MMF）</li> <li>WALは0.5年以内（短期MMF）ないし1.5年以内（一般MMF）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>残存期間は397日以内</li> <li>WAMは90日以内</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>残存期間は397日以内</li> <li>WAMは60日以内</li> <li>WALは120日以内</li> </ul>	
流動性に関する規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家の属性や集中度合い、市場環境などに照らして、内部規定を設定し、これを遵守すること</li> <li>短期MMFの場合、ポートフォリオの5%以上を、現金、財務省証券、その他1日以内で現金化できる証券ないしレポ取引のポジションとすること</li> <li>短期MMFの場合、ポートフォリオの20%以上を、現金、財務省証券、その他7日以内に現金化できる証券とすること</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>投資対象を、通常の市場環境において7日以内に流通市場で売却することが可能な証券に限ること</li> <li>ポートフォリオの5%（個人投資家向け）ないし10%（機関投資家向け）以上を、現金、財務省証券、その他1営業日以内で現金化できる証券とすること</li> <li>ポートフォリオの15%（個人投資家向け）ないし30%（機関投資家向け）以上を、現金、財務省証券、その他5営業日以内で現金化できる証券とすること</li> <li>ポートフォリオに対するストレステストの定期的な実施</li> </ul>	
価額基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期MMFの場合、安定的NAVでも変動NAVのいずれでも可</li> <li>一般MMFは変動NAV</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>安定的NAVの算出を引き続き認めるか、変動NAVへの変更を実施するかについて、コメントを募集</li> </ul>	
開示情報	<ul style="list-style-type: none"> <li>目論見書や販売時に用いる資料に、MMFの分類を示すこと</li> <li>投資家に販売する際、運用目的やリスクの属性について改めて示すこと</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SECに対して、四半期に一度、運用ポートフォリオに関する報告を実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SECに対して、一ヶ月に一度、運用ポートフォリオに関する詳細な報告を実施</li> <li>一般に対して、ウェブサイトで一ヶ月に一度、情報を開示</li> </ul>	

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

括的な改革案を発表した<sup>9</sup>。

今回の efama・IMMFA による欧州の MMF 規制提案は、こうした米国の動向を意識したものであり、提案内容も、SEC による規制改革案を参照して作成されていることから、共通する部分が多い (図表 4)。例えば、MMF の運用において①組み入れ証券の信用力、②償還年限、③ファンドの流動性の確保という三点から基準を設けるという手法は、両者で一致している。特に、③については、米国でも今回の金融危機下において、投資家からの大量の解約請求に対応するために証券の投売りを迫られたことを主因として元本割れのリスクに直面した MMF が相次いだという経験を踏まえて、既存の 1940 年投資会社法 (the Investment Company Act of 1940) 規則 2a-7 に新たに流動性リスクに対応する規定を盛り込むとの提案が SEC によりなされており、③に関して現行の欧州の MMF 関連規定にはなかった具体的な数値基準を導入するとした efama・IMMFA の動きと方向性が一致している点

<sup>9</sup> これについて詳しくは、三宅裕樹「米国 MMF の制度改革をめぐる議論の現状 —ICI の MMF ワーキング・グループによる提言—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号、および同「SEC による米国 MMF 規制改革案の提示」同 2009 年夏号ウェブサイト版参照。

は注目されよう。

他方で、欧州の MMF 制度提案において、短期 MMF と一般 MMF という二つの類型が設けられ、MMF の商品性に一定の多様性が認められている点は、米国 SEC の規制改革案と大きく異なる点である。米国においても、MMF の流動性に関して、個人投資家を主な対象として提供される MMF と機関投資家向けのもので流動性の高い証券の組み入れ比率に差を設けているものの、それ以外の規制項目では同じ基準が設定されている。

### Ⅲ. 終わりに

今回、efama・IMMFA によって提案された欧州の MMF 制度は、自主規制レベルとはいえ、MMF のポートフォリオに一定水準以上の安全性、流動性を確保し、投資家にとってその商品性を理解しやすいものとするという意味において、欧州投資信託市場の制度的なインフラの質の向上に資する試みと評価することができよう。

こうした動きを直接的に促した要因である今回の金融危機を経て、投資信託市場における MMF の位置づけが欧州でも変化することとなるのかが、今後は注目される。

すなわち、MMF は、運用会社による明示的な元本保証が付されていないものの、信用リスクの低い短期の金融商品で運用されており、また元本割れの可能性が高まった場合は運用会社やその親会社によって資本注入が行われることも実際には多いことから、きわめて安全性が高い金融商品として認識されていた。欧州においても MMF は、主に機関投資家の流動性資金の安全な運用先の一つとして、純資産残高が 1.1 兆ユーロの水準に達するまで普及していた<sup>10</sup> (2008 年末時点)。

こうした MMF の位置づけを、MMF のポートフォリオ運用に関する基準を整備する、あるいは強化することで引き続き維持するのか、あるいは安全性を重視した運用が行われるものの、元本割れの可能性もある、その意味で他の投資信託と同様の金融商品とするべく、投資家の認識を変えていく方向に向かうこととなるのかが、大きな論点となってこよう。

この点に関しては、欧州の MMF の基準価額として、証券の取得原価を基準とした償却原価法によって算定される安定的 NAV (constant NAV) と、ポートフォリオに組み入れられている証券の市場価格を反映して算定される変動 NAV (fluctuating NAV) のいずれが普及するのかが注目される。安定的 NAV の場合、市場の短期的な動向に大きく左右されることなく、安定的に水準を維持することができるため、MMF の元本確保の可能性も高まる。他方、変動 NAV の場合には、市場の動向が即座に基準価額の算定に反映されるため、ポートフォリオに関する情報の透明性が高まるというメリットが投資家にはある。

これまでの欧州の MMF 関連の規定では、IMMFA のトリプル A 格 MMF を対象とする行動規範において、安定的 NAV の算定が規定されていた。これに対して、今回の efama・IMMFA による提案では、短期 MMF については安定的 NAV と変動 NAV の双方を認める

<sup>10</sup> リPPER社資料参照。



一方、一般 MMF では変動 NAV のみを認めるとしている。こうした措置を講じることで、元本割れのリスクを可能な限り抑えたいとする投資家と、ポートフォリオの市場価値に関する情報の透明性を求める投資家のそれぞれに選択の余地を認めるという、柔軟な対応を採っているといえよう<sup>11</sup>。

今後、こうした制度内容に基づいてどのような MMF が市場から求められ、欧州において普及していくこととなるのかが注目される<sup>12</sup>。

---

<sup>11</sup> この点に関する米国における議論については、注9 参照論文を参照のこと。

<sup>12</sup> 運用会社大手のバンガード (Vanguard) は、米国で提供する MMF では引き続き安定的 NAV を算定する一方で、欧州で提供する MMF については、投資家が運用ポートフォリオに関する情報の透明性をより強く求めているとの考えから、変動 NAV の算定に切り替えるとの方針を打ち出した。欧州 MMF の運用で変動 NAV に切り替える動きは、アヴィヴァ・インベスターズ (Aviva Investors) に続くものである。Steve Johnson, "Vanguard goes variable NAV," *Financial Times*, 08/02/2009 参照。