

フランス金融市場庁（AMF）による MMF 規制改革

齋田 温子

■ 要 約 ■

1. 世界第二の規模を有するフランスの投資信託市場では、MMF が残高全体の 4 割程度を占めている。ここ数年は一般的な MMF に加え、高格付けの証券化商品に投資する、いわゆるエンハンスド MMF が投資家の人気を集めていた。
2. しかし 2007 年下半期には、一部のエンハンスド MMF の解約停止をきっかけに、MMF から資金が大量に流出するといった事態が生じた。これは、そもそもフランスを含む欧州での MMF の定義が曖昧であったこと等が背景にある。
3. そこでフランス金融市場庁は、MMF の定義の厳格化と透明性を高めることを目的とした規制改革案を 2009 年 2 月 24 日に公表した。改革案には、①MMF の投資対象基準の厳格化、②投資家への情報開示方法の明確化、及び③マーケティング基準の厳格化の 3 項目が盛り込まれている。
4. この規制改革案に対しては、MMF 市場の透明性が促進されるとの評価がある一方で、運用資産の制約条件の厳格さに欠けるといった指摘もなされている。

I 背景：フランスの MMF 市場

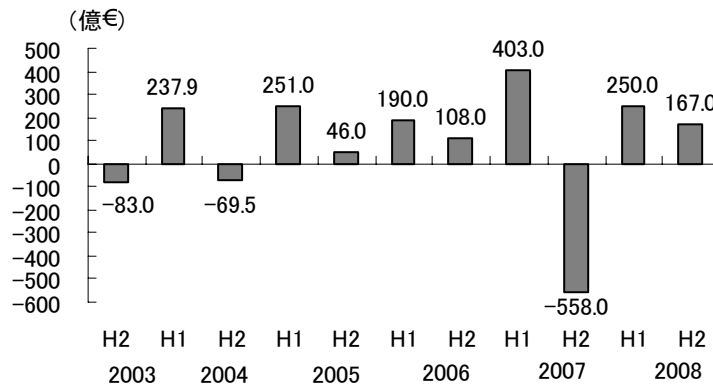
フランスの投資信託市場は 2008 年末時点の純資産残高が約 1.3 兆ユーロで、米国に次いで、世界第二位の規模である¹。フランスの投資信託を種類別に見ると、MMF が残高全体の 3~4 割と高い比率を占めているのが特徴である。

MMF は近年、マネー・マーケット商品で運用されるタイプに加え、高格付けの証券化商品に投資する、いわゆるエンハンスド MMF（もしくはダイナミック MMF）が、投資家の人気を集めていた。しかし 2007 年下半期には、BNP パリバ等による一部のエンハンスド MMF の解約停止をきっかけに、MMF から資金が大量に流出するといった事態が生じた（図表 1）。その後、2008 年の純販売額はプラスに転じている。これは運用会社が MMF への流動性支援措置²を講じていることや、投資家の安全性重視の傾向が強まっていることなどが要因とみられている。

¹ ファンドの登録地として利用されるルクセンブルクを除く。フランスの投資信託市場の概要に関しては、井上武「世界第二の規模を誇るフランス投資信託市場」『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

² 例えば、ソシエテ・ジェネラル傘下の SGAM は 2008 年上半期に複数のダイナミック・マネーマーケット・ファンドへの流動性支援を行った。これ以外でも大陸欧州の多くの金融機関が、MMF の元本割れを回避するために、こうした措置を講じていると見られている（Societe Generale Group “2009 Registration document”, “HSBC: Quiet support for money market fund under pressure”, FT.com, 03.29.2009）。

図表 1 フランスの MMF 純販売額 (半期累積)



(注) フランス籍の UCITS ファンドのデータ。

(出所) EFAMA 資料より野村資本市場研究所作成

こうした現象の背景には、そもそもフランスを含む欧州における MMF の定義が曖昧であったこと、そしてサブプライム問題を機に、ABS 等の証券化商品を組入れた、運用リスクの高い一部の商品で元本割れや解約停止が生じ、MMF に対する投資家の信頼が揺らいだことなどがあった。

それゆえフランス金融市場庁 (以下、AMF) は、MMF の定義の厳格化と透明性を高める制度改革に踏み切った。まず AMF は、2007 年終盤に、国内の主要なアセット・マネージャー及びフランス投資信託協会により構成されるワーキング・グループを立ち上げ、そこでの検討結果と機関投資家や監査機関等からのヒアリング内容を踏まえ、2009 年 2 月 24 日に MMF 規制改革案を公表した。

II MMF 規制改革案の骨子

議論の過程では、MMF の分類を組入れ資産の残存期間に応じ、2 種類に分類すべきとの要望もあったようだが、改革案では分類はこれまでどおり 1 種類とした上で、組入れ可能な投資対象の基準の厳格化及び、投資家への情報開示とマーケティングの改善に関する提案がなされた。改革案の骨子は以下の通りである³。

① MMF の投資対象基準の厳格化：

現行の基準、すなわち a) マネー・マーケット指数に連動していること、b) 金利リスクが限定的であること (デュレーションが 0~0.5)、及び c) エクイティ・エクスポージャーがないことに加え、新たに以下の項目が盛り込まれている。

- ・ MMF の投資対象は残存期間 2 年未満の有価証券のみとする、
- ・ ポートフォリオの平均残存期間は 1 年を上回らないものとする、

³ AMF News Release “AMF launches consultation on regulation of money market funds” 02/24/09、AMF “Regulation & Asset Management No.9” 1st Quarter 2009

- ・クレジット・リスクへのエクスポージャーは、MMF のリスク水準に適合していることとする。

なお、残存期間の規定を適用するにあたっては、経過措置も提案される。

② 投資家への情報開示方法の明確化

MMF がターゲットとする投資期限が、ファンドによって平均で数日から数ヶ月と多様なことを考慮して、MMF のタイプの違いを識別できるよう、投資家への情報開示方法について以下のような提案がなされている。

- ・投資家が短期投資に適したファンドを容易に識別できるようにするため、目論見書には標準化された情報が記載されるべきである、
- ・目論見書には、ファンドの利回りの源泉、もしくは関連リスクを見極める材料として不必要な一般情報は盛り込むべきではない。

③ マーケティング基準の厳格化

- ・MMF の販売においては、AMF による「マネー・マーケット」の定義及び分類が重要な判断基準となる。そのため、「マネー・マーケット」という用語は AMF の基準を満たしたファンド以外は使用すべきではない。
- ・情報は公平且つ明確であるべきであり、誤解を招くような内容であってはならない。この観点から、MMF を無リスク商品として扱ってはならない。すなわちマーケティングにおいては、リスクのないリターンは存在しないという説明を省略すべきではなく、推奨投資期間において、短期金利を上回るリターン（運用手数料控除後）の達成を目指すファンドは、短期金利並みのリターンを目指すファンドに比べ、必然的にリスクが高くなることを明示しなくてはならない。

III 関係者の反応

この MMF 規制改革案に関して、AMF は 2009 年 2 月 24 日から 4 月 15 日の期間でパブリックコンサルテーションを行っている。

格付け会社フィッチは、改革案が資産残高 5,100 億ユーロのフランス MMF 市場の透明性を促進する内容であると評価している。その上で、クレジット・リスクに関する規定についてはリスク管理を可能にするような指標が示されていないため、曖昧であるとの指摘も行っている⁴。また ING IM 等の資産運用会社からは、運用資産の残存期間の規定が最長 2 年では長すぎるといった意見も出されている⁵。

⁴ “Fitch backs French AMF money market funds proposals” Global Investor Magazine, 03/13/09

⁵ “French money market fund reform under scrutiny” IGNITES EUROPE, 03/17/09