

欧州において新たに整備された MMF 規制

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2010年5月、欧州証券規制委員会（CESR）は、欧州域内で提供される MMF が遵守すべき統一的な運用基準を策定・公表した。これは、欧州域内に共通の MMF 規制として初めてのものである。
2. 内容の主なポイントは、①既存の MMF の多様性に鑑みて、「短期 MMF」と「一般 MMF」という二種類の MMF 類型が設定されていることと、②米国における MMF 規制改革をめぐる議論の中でも大きな論点の一つとなった、MMF のポートフォリオの流動性に関しては具体的な数値基準が設けられなかったこと、という二点である。
3. 今回の MMF 規制の施行により、多くの MMF に関しては、少なくとも当面、大きな影響が及ぶことはないと考えられる。ただし、2000年代半ば頃に高いリターンを背景に投資家から人気を集めたエンハンスド MMF については、今後は「MMF」の範疇から外れることとなる。施行は2011年7月1日から開始され、既存のファンドを含めての全面的な施行は2012年1月からとなる予定である。

I. CESR による MMF 規制の公表

2010年5月19日、欧州証券規制委員会（The Committee of European Securities Regulators, CESR）は、欧州域内で提供される MMF が遵守すべき統一的な運用基準を策定し、公表した。

欧州においては、それまで MMF 一般を対象とした運用のあり方に関する域内共通の規制が設けられていなかった。そのため、「MMF」と称する投資信託であっても、例えば元本の確保よりも利回りの追求を重視するエンハンスド MMF（enhanced MMF）と呼ばれるファンドが存在するなど、実際には運用方針や投資対象に多様性がみられた。

このことは、米国サブプライム・ローン問題に端を発する世界的な金融危機が深刻化すると、その影響の違いとなって表面化した。すなわち、非常に保守的な運用を行っていた「MMF」では影響が軽微にとどまった一方で、エンハンスド MMF のようにリスク許容度

が比較的大きかった「MMF」では、元本の確保が難しくなり、解約停止措置を採ったり、運用会社などからの資本注入を受けるファンドが現れたのである¹。

こうした状況を受けて、投資家などに混乱が生じることを回避するべく、欧州域内で統一的な MMF の運用規制を設ける必要性に対する認識が、規制当局など市場関係者の間で広まった。そして 2009 年 7 月には、欧州投資信託協会 (European Fund and Asset Management Association, efama) が、トリプル A 格の格付けを得ている 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、具体的な MMF 規制改革の提案を行った²。

今回、CESR が決定した MMF の運用基準に関する新規制は、こうした流れの中で打ち出されたものである。CESR は 2009 年 10 月 20 日に MMF 規制に関するコンサルテーション・ペーパーを公表しており、これに対して寄せられたパブリック・コメントなどを踏まえて修正を施して、最終決定に至ることとなった。

II. CESR による MMF 規制の主なポイント

1. 二種類の MMF 類型の設定

今回の新たな MMF 規制の内容の主なポイントは、①二種類の MMF 類型を設定することと、②流動性に関する具体的な数値基準が盛り込まれていないことの二点である。

まず、①二つの MMF 類型の設定は、わが国や米国などと異なる、欧州の MMF 規制におけるアプローチの大きな特徴といえる。具体的には、より保守的な運用基準の遵守が求められる「短期 MMF (Short-Term Money Market Fund)」と、運用マネージャーの裁量の余地が比較的大きい「一般 MMF (Money Market Fund)」の二種類がある (図表)。

短期 MMF と一般 MMF の双方とも、元本の維持を最大の運用目標とし、その上で短期金利に見合うリターンの追求を目指すとしてされている。

両 MMF の差異は、ポートフォリオに組み入れることができる証券 (適格証券) の、信用力や元本償還までの残存期間に関する基準、および基準価額 (NAV) の算定方法にある。

短期 MMF の適格証券は、取得している全ての短期格付けが上位 2 位以上であること、ないしこれと同等の信用力と判断されることが必要とされている。他方、一般 MMF の場合には、短期 MMF での条件を満たす証券のほか、欧州の政府機関や中央銀行などが発行・保証する短期金融商品であれば、投資適格水準のものまで運用対象に含めることができる。

また、元利償還までの残存期間に関する条件については、短期 MMF の適格証券の場合には、残存期間が 397 日以内と一律に定められているのに対して、一般 MMF では、変動利

¹ 今回の金融危機下における欧州の MMF 市場をめぐる動向について詳しくは、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、および三宅裕樹「欧州 MMF をめぐる最近の規制動向—efama・IMMFA による MMF 制度提案—」同 2009 年秋号など参照。

² 同提案について詳しくは、注 1 三宅論文参照。

図表 CESR による MMF 規制の最終案の主な内容

	CESRによるMMF規制		(参考)IMMFAの運用規範 (トリプルA格のMMFが対象)	(参考)米国SECによる規制
	短期MMF (Short-Term MMF)	一般MMF (MMF)		
投資目的	<ul style="list-style-type: none"> 主要目的は元本の維持 短期金利に見合うリターンを獲得を目指す 		<ul style="list-style-type: none"> 元本、およびポートフォリオの流動性の維持 その上で、利回りを追求 	
投資対象	<ul style="list-style-type: none"> 指令2009/65/ECに定める短期金融商品の基準に適う金融商品、ないし金融機関の預金 運用会社は、①信用力、②アセットクラスの性質、③仕組み商品についてはその仕組み上のリスクやカウンターパーティー・リスク、④流動性などを分析した上で、高い質の金融商品に投資しなくてはならない 			
信用リスク	<ul style="list-style-type: none"> 格付けを得ている場合、取得している全ての格付けが上位2位以上の短期格付けであること 	<ul style="list-style-type: none"> 格付けを得ている場合、取得している全ての格付けが上位2位以上の短期格付けであること 		<ul style="list-style-type: none"> 複数の格付機関 (NRSRO) より上位2位以内の短期格付けを得ていること
	<ul style="list-style-type: none"> 格付けを得ていない場合は、それに相当する信用力があると運用会社が判断すること 	<ul style="list-style-type: none"> 格付けを得ていない場合は、それに相当する信用力があると運用会社が判断すること 		<ul style="list-style-type: none"> 複数の格付機関から上位3位以内の長期格付けを得ている、またはどの格付機関からも上位4位以下の長期格付けを得ていない証券で、上と同等の信用力を有すると判断されること
		<ul style="list-style-type: none"> 投資適格のソブリン債 (EU加盟国の中央政府・地方政府・中央銀行、および欧州中央銀行やEU、欧州投資銀行 (EIB) が発行ないし保証する短期金融商品) 		<ul style="list-style-type: none"> 上記の二条件のいずれかを満たす証券のうち、①最上位の短期格付けを得ている、もしくはそれと同等の信用力があると判断される証券などをティア1証券、②それ以外をティア2証券と分類し、組入比率などの基準に区別を設けている
償還年限	<ul style="list-style-type: none"> 償還までの残存期間の上限は397日 	<ul style="list-style-type: none"> 償還までの残存期間の上限は397日 	<ul style="list-style-type: none"> 償還までの残存期間の上限は397日 	<ul style="list-style-type: none"> 償還までの残存期間の上限は397日
		<ul style="list-style-type: none"> ただし、変動利付債の場合、次回の金利変更時点が397日以内であれば、償還までの残存期間の上限は2年以内 	<ul style="list-style-type: none"> ただし、政府が発行ないし保証している債券の場合、上限は2年 	
	<ul style="list-style-type: none"> 平均償還年限 (WAM) の上限は60日 	<ul style="list-style-type: none"> WAMの上限は6ヶ月 	<ul style="list-style-type: none"> WAMの上限は60日 	<ul style="list-style-type: none"> WAMの上限は60日
	<ul style="list-style-type: none"> 平均満期年限 (WAL) の上限は120日 	<ul style="list-style-type: none"> WALの上限は12ヶ月 	<ul style="list-style-type: none"> WALの上限は120日 	<ul style="list-style-type: none"> WALの上限は120日
NAV	<ul style="list-style-type: none"> 安定的NAVか変動NAV 	<ul style="list-style-type: none"> 変動NAV 	<ul style="list-style-type: none"> 安定的NAV 	<ul style="list-style-type: none"> 安定的NAVか変動NAV
流動性	<ul style="list-style-type: none"> 具体的な数値基準は特になし 			<ul style="list-style-type: none"> MMFは、非流動性証券を保有する場合、組入比率の上限は5% (課税MMFのみ)
			<ul style="list-style-type: none"> 1日単位での流動性をもつ資産の組入比率は5%以上 	<ul style="list-style-type: none"> 1日単位での流動性をもつ資産の組入比率は10%以上
			<ul style="list-style-type: none"> 5営業日単位での流動性をもつ資産の組入比率は20% 	<ul style="list-style-type: none"> 週単位での流動性をもつ資産の組入比率は30%以上

(出所) 野村資本市場研究所作成

付債に限り、次回の金利変更時点が397日以内であれば、残存期間が2年以内の証券にも投資できるとされている。さらに、ポートフォリオ全体の平均償還年限については、変動利付債の「残存期間」を金利水準の次回の変更時までの期間として算定されるWAM (Weighted Average Maturity) と、元本償還までの期間とするWAL (Weighted Average Life) の二つの指標で規制が設けられているが、短期MMFのWAMとWALの上限は60日・120日であるのに対して、一般MMFでは各々6ヶ月・12ヶ月と、長めに設定されている。

NAVの算定方法に関しては、一般MMFに対しては、他の投資信託と同様に、ポートフォリオに組み入れられている各証券を、原則的に時価に基づいて評価した上でNAVを算出する方法しか認められていない（変動NAV（fluctuating NAV））。他方、短期MMFに対しては、償却原価法に基づいて各証券を評価してNAVを算出するという安定的NAV（constant NAV）の採用が認められている。

変動NAVに比べて安定的NAVは、短期的な市場の動向に応じて水準が逐一変動することがないので、その分元本割れのリスクが低い。ただし、情報の透明性という観点からは、安定的NAVの場合にはNAVの水準がMMFのポートフォリオの時価評価を必ずしも反映していないという課題がある。それゆえ、安定的NAVを採る場合には、特に安全性に関するリスクが十分に低く抑えられていることが制度的に担保されている必要があるといえる。このことが、短期MMFと一般MMFのNAV算定方法に関する規制の違いとなって現れていると考えられる。

なお、以上のような運用基準に関する規定の内容を米国のMMF規制と比較すると、短期MMFの適格証券に関する規制の内容は、米国の規制とおおよそ一致している。

2. 流動性に関する具体的な基準はなし

CESRによる欧州のMMF規制のもう一つのポイントは、ポートフォリオの流動性に関する具体的な規制が盛り込まれなかった点である。

米国では、2008年9月に、リーマン・ブラザーズの経営破たんを発端とする金融危機の深刻化がMMF市場にも直接的に影響し、同国史上二度目となる元本割れ事例が発生した。これに関して、従来のMMF規制の課題として、ポートフォリオの流動性に関する規制が設けられていなかったことが指摘されている。すなわち、運用会社の中には、規制がなかったためにMMFの運用において十分な流動性を確保していなかったところもあった。そのため、リーマン・ショックを受けて投資家からの解約請求が殺到すると、そうしたMMFは、流動性が枯渇した資本市場で、ポートフォリオに組み入れていた証券を投売りすることを余儀なくされた。このことが、大幅な実現損の発生につながり、結果として元本割れに至るMMFが現れることとなった、とされているのである。

こうした反省を踏まえて、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）は、1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）の規則（Rule）2a-7などに定められたMMFに関する運用規制を抜本的に見直した。2010年5月に施行された新規制では、①通常の市場環境下で7日以内に売却ないし換金できない可能性がある証券（「流動性の低い証券」）のポートフォリオへの組入比率を5%以下に抑えることや、②一営業日以内に償還や売却などによって現金化できる資産の組入比率を10%以上、一週間以内に現金化可能な資産の組入比率を30%以上とすることなどが盛り込まれた³。

³ 米国における新たなMMF規制について詳しくは、三宅裕樹「米国で実施されたMMF規制の包括的な改革」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010年春号参照。

このように MMF 規制において流動性に関する基準を盛り込むことの重要性については、欧州の市場関係者にも認識されていたものと考えられる。例えば、先述した 2009 年 7 月の efama と IMMFA による MMF 規制の提案の中でも、①現金や国債など、1 日以内に現金化できる証券ないしレポ取引のポジションの組入比率を 5%以上とすることや、②7 日以内に現金化可能な証券の組入比率を 20%以上とすることを、短期 MMF の運用基準として盛り込むべき、とされていた。また、IMMFA は、加盟する運用会社に対して遵守を求める MMF の運用規範を独自に策定しているが、これを 2009 年 12 月に改訂し、efama・IMMFA の共同提案における流動性基準をほぼそのままの形で実際に盛り込んだ。

しかしながら、今回の CESR による MMF 規制では、組み入れ証券の選定に際して考慮すべき項目の一つとして流動性の高さを挙げるにとどまっており、具体的な数値基準の導入は見送られた。この点に関して、CESR から具体的な見解は公表されていないが、今回の規制は、欧州域内に共通の MMF 規制として初めてのものであるため、最初の段階から詳細かつ厳しい運用基準を設定することが敬遠された可能性が考えられる。

III. 今後の注目点

今回、CESR が新たに策定した MMF の運用基準に関する規制に対して、efama と IMMFA は、同規制の内容を全面的に支持するという肯定的なコメントを共同で発表している。

また、IMMFA の CEO である Gail Le Coz 氏は、インタビューに答えて、CESR の取り組みを高く評価すると言及している。ただし、同時に、IMMFA が策定する運用規範では、流動性に関する数値基準を盛り込んでおり、こうした点などを踏まえれば、CESR による新規制よりも厳しく、より進んだ内容である、とも主張している⁴。

運用会社の間からは、今回の CESR の最終決定案に対して目立った反発の声は聞かれない。そもそも、2009 年 10 月に公表されたコンサルテーション・ペーパーでは、例えば適格証券の信用力に関する基準として最高格付けを得ていることを条件として盛り込むなど、今回の案に比べてより厳しい内容とされていたが、これに対しても、運用会社などからは大幅な修正を求めるといったコメントは特に寄せられなかった。欧州各国レベルでの MMF の運用規制、あるいは先述した IMMFA の運用規範などが存在したこともあり、多くの運用会社ではすでに、独自に定める MMF の運用方針において、CESR が打ち出した規制を上回る基準をすでに盛り込んでいた可能性が考えられよう。

こうしたことを踏まえれば、CESR による新たな運用規制が施行されることにより、例えば既存の MMF の多くが運用方針を大幅に変更するといった影響が起きる可能性は、少なくとも当面は低いと思われる。ただし、比較的高い利回りをあげていたことから、特に 2000 年代半ば頃に投資家からの高い人気を集めていたエンハンスド MMF に関しては、同規制の施行によって「MMF」の範疇から外れることになる。そのため、エンハンスド MMF

⁴ Crane Date, "Money Funds in Europe: Q&A w/IMMFA's Le Coz," *Money Fund Intelligence*, June 2010 参照。

の運用会社においては、同規制に適うよう運用方針を変更するか、短期債券ファンドの分類に鞍替えするか、いずれかの対応が必要となると考えられる。

今回、CESR が最終決定した MMF 規制は、欧州 UCITS 規制の修正案（UCITS Directive 2009/65/EC）の移行措置の期限とされている 2011 年 7 月 1 日に施行される予定であり、これ以降に設定されるファンドは、同規制の内容を満たさなくてはならない。ただし、既存のファンドについては、一部の規定を除いて 2011 年 12 月末までの移行期間が認められており、それゆえ全面的な施行は 2012 年 1 月からとされている。