

欧州委員会による MMF 規則案の公表

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 欧州委員会は 2013 年 9 月 3 日、MMF 規則案を公表した。金融危機の再発防止に向けたシャドー・バンキング規制を巡るグローバルな議論の一環に位置付けられるものである。
2. MMF 規則案は、成立すれば欧州規則として各国に直接効力が生じる。内容としては、分散投資義務や流動性確保義務、MMF による自発的な格付取得の禁止、安定基準価額（NAV）の MMF に対するバッファの導入などが盛り込まれている。
3. このうち、最大の争点となっているのがバッファに関する規定である。欧州 MMF の半分を占める安定 NAV の MMF に厳格な要件が課されることにより、MMF 市場全体が縮小し、短期金融市場における資金調達が支障を来す可能性が指摘されている。
4. 今般の MMF 規則案がこのまま最終採択されるかは予断を許さない状況にある。政治日程上も、2014 年 5 月に欧州議会選挙があり、現在の体制で議論できる日程はタイトになっており、議論の行方が注目される。

I これまでの経緯

欧州委員会は 2013 年 9 月 3 日、MMF 規則案を公表した¹。MMF は一般的に、銀行預金と同程度に安全視されているものの、一旦その安全性に疑義が生じると、投資家による大量・同時解約が発生する。それにより MMF が保有する資産の売却を余儀なくされ、システミック・リスクの顕在化に繋がるとして、MMF の健全性強化が議論の俎上に載ったわけである。

MMF への規制強化は、金融危機の再発防止に向けたシャドー・バンキング規制の一環で議論されている。2011 年 11 月のカンヌ・サミットでは、金融安定理事会（FSB）の提

¹ 翌日に開催されたサンクトペテルスブルグの G20 首脳会議でシャドー・バンキングのリスクへの対処が共同声明に盛り込まれており、それに間に合わせる形で公表されたものとみられる。なお、欧州委員会は同時に、シャドー・バンキングに関するコミュニケーション（Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Shadow Banking – Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector）を公表している。その後半が今後の課題に充てられており、その中で今般の MMF 規則案についても言及されている。

案に基づき、シャドー・バンキング規制・監視強化の方向性が決定された。FSB は、シャドー・バンキングについて検討すべき 5 つの分野の一つとして MMF の規制改革を挙げ²、変動基準価額（net asset value、NAV）への変更を求めることや、安定 NAV の MMF には資本・流動性規制を課すことを検討課題とした（変動 NAV、安定 NAV については後述）。これを受けて証券監督者国際機構（IOSCO）は 2012 年 10 月、MMF に関する政策提言を公表し³、①MMF が投資家を把握するための方針の策定、②一定の流動性資産の保有義務、③定期的なストレス・テストの実施、④市場の急変や大量解約に対応するための手段の準備、⑤安定 NAV の MMF の条件強化や変動 NAV への移行、⑥信用リスクの内部評価の強化と外部格付けの安易な利用の回避、など 15 の提言を示した。

上記はグローバルな議論であるが、欧州レベルでは、2012 年 3 月のシャドー・バンキングに関するグリーン・ペーパー⁴や同年 7 月の UCITS に関するコンサルテーション⁵を経て、MMF に関する情報収集が図られた。また、2012 年 12 月には、欧州システミック・リスク理事会が MMF に関する勧告⁶を公表している。そこでは、基本的に IOSCO の政策提言に沿いつつ、変動 NAV への移行義務付けや、MMF のポートフォリオにおける日々・週次の満期要件の導入などが盛り込まれた。これにより、安定 NAV の MMF について何らかの規制が欧州レベルで導入されることがほぼ既定路線になったと言えよう。

以下では、今般欧州委員会により公表された MMF 規則案の概要と、同規則案を巡る論点について紹介する。

II MMF 規則案の概要

1. 法的性質と欧州投資信託規制における位置付け

欧州委員会が今般公表した MMF 規則案は、欧州規則の形態を採るため、欧州指令と異なり加盟国における国内法化の手続きを経ることなく直接効力が発生する。これは、MMF の投資適格資産や分散投資義務といった健全性を確保し、システミック・リスクの顕在化を防止するためには、加盟国に裁量の余地のない欧州規則の形態がふさわしいと判断されたためである。

欧州レベルの投資信託規制としては、UCITS 指令と AIFMD（オルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令）がある。これらとの関係について、MMF 規則案は、投資信託

² MMF の規制改革以外では、シャドー・バンキング・エンティティと銀行の関係に関する規制、その他のシャドー・バンキング・エンティティ規制、証券化規制、証券貸借及びレポに関する規制、が挙げられている。詳細については、小立敬「カンヌ・サミットで合意されたシャドーバンキング規制・監督強化の方針」『野村資本市場クォーターリー』2012 年冬号参照。

³ なお、米国証券取引委員会（SEC）の多数派委員は本報告書の公表に反対した。後述するように、SEC の MMF 規制改正案では、安定 NAV の MMF に係るバッファーの導入も見送られている。

⁴ Green Paper: Shadow Banking, European Commission, March 19, 2012

⁵ Consultation Document: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) Product Rules, Liquidity Management, Depository, Money Market Funds, Long-term Investments, European Commission, July 26, 2012

⁶ Recommendations of the European Systemic Risk Board of 20 December 2012 on money market funds (ESRB/2012/1)

の一類型である MMF に係る特則と位置付けることができる。即ち、UCITS 指令および AIFMD は MMF にも適用されるが、これに加えて、MMF 固有の要件について MMF 規則の適用も受けることになる。なお、MMF の認可については、UCITS として組成された MMF は UCITS 指令が適用されるが、オルタナティブ投資ファンドとして組成された MMF の場合、AIFMD にはファンドの認可に関する規定がないため、MMF 規則が適用されることになる⁷。

2. 投資方針

MMF が投資することのできる適格資産としては、短期金融市場商品、銀行等預金、金融デリバティブ、リバース・レポ、の4つが規定されており、各々に要件が定められている。他方、MMF が禁止される活動としては、上記適格資産以外に投資すること、短期金融市場商品の空売り、株式やコモディティへの直接もしくは間接のエクスポージャーを持つこと、証券貸借ないしレポ取引を行うこと、現金の貸借を行うこと、が規定されている。

ABCP などの証券化商品については、当初、禁止取引とする案が検討されていたが、欧州委員会の最終案では認められることとなった。代わりに、その要件として、対象資産が普通社債のみであること（住宅ローンは不可）、信用品質と流動性が高いこと、法的満期と残存満期が397日未満であることが規定された。また、リバース・レポで受け入れる担保資産についても、上記 MMF の適格資産に限定する案が検討されていたが、欧州委員会の最終案では、原則として適格資産としつつ、①信用品質が高く加盟国の政府や中央銀行等によって発行・保証されている、②EU 域外の政府や中央銀行が発行し、かつ、下記の内部格付で最上位の2格付を得ている、という条件を満たす証券化商品も認められている。

内部格付は、非デフォルト発行体の6段階とデフォルト発行体の1段階からなり、少なくとも年一回見直しを行うこととされる。また、内部格付に影響を与え得る重大な変化が生じた場合も見直すこととされており、格付機関が上位2段階の格付から引き下げた場合などが該当するとされる（格付機関の格付けを参照することは禁止されていない）。

MMF 規則案では、MMF の資産運用における分散義務と集中排除義務についても定められている。分散義務では、原則として、MMF 資産の5%以上を単一発行体の証券もしくは単一の銀行等の預金に投じてはならないと規定されている⁸。また、集中排除義務では、単一の発行体が発行する証券の10%以上を保有してはならないと規定されている。

3. リスク管理

MMF 規則案では、MMF の種類として、標準（standard）MMF と短期（short-term）

⁷ 欧州の MMF は、資産ベースで約80%が UCITS として組成されている。また、MMF 規則に規定されたオルタナティブ投資ファンドとして組成される MMF に係る認可の規定は、UCITS 指令に沿ったものとなっている。

⁸ 証券化商品については、単一の MMF における証券化商品の合計が10%を超過してはならないとされている。

MMF が規定されている。名称とは裏腹に、短期 MMF が一般的な MMF であり、標準 MMF がより長期の運用で収益向上を図る MMF を指す。いずれにおいても、その日に満期を迎える資産が資産全体の 10%以上、その週に満期を迎える資産が資産全体の 20%以上を占めなければならない点は同じである。他方、短期 MMF では加重平均満期 (weighted average maturity、WAM) が 60 日以内、加重平均残余期間 (weighted average life、WAL) が 120 日以内であるのに対し、標準 MMF では WAM が 6 か月以内、WAL が 12 か月以内となっている⁹。また、標準 MMF は、前記 5%の分散義務の例外として、資産の 10%まで単一発行体の短期金融市場商品に投資することができ、また、当該投資と当該発行体への預金、OTC デリバティブにおける当該発行体へのカウンターパーティー・エクスポージャーを合算して MMF 資産の 15%まで投じることができる (後掲図表 1)。

MMF からの急激な資金流出を予期する手段として、MMF 規則案は、MMF の運用会社に顧客熟知 (know your customer) 義務を課している。具体的には、投資家の数やその保有額、投資行動などを把握するよう求めている。運用会社はとりわけ、①単一投資家の保有残高がその日に満期を迎える資産の価値を超過しないこと、②特定の投資家の解約が MMF の流動性の状態に重大な影響を与えないこと、を確保しておかなければならない。また、MMF が急激な流動性や信用リスクの変化、金利変動や解約などに耐えられるか、ストレス・テストを少なくとも年 1 回行うこととされる¹⁰。

更に、MMF もしくはその運用会社は、当該 MMF の格付を格付機関に要請したり、その支払いをすることを禁止される。欧州委員会は、これにより、格下げによる急激な資金流出を防止できることに加え、金融債が格下げされた場合に MMF が自らの高格付けを維持するために金融債の投げ売りをする誘因を除去できると説明している。

4. バリュエーションと基準価額

MMF 資産の評価は毎日行われなければならない、品質の高いデータに基づいて、可能な限り時価評価で行うことが求められる。時価評価が不可能な場合はモデルに基づく評価も認められる。また、MMF の NAV も毎日算出されなければならない。

MMF 規則案は、NAV の計算法において、安定 NAV の MMF という区分を欧州レベルの規制として初めて設けている。安定 NAV の MMF は、NAV が変動しない MMF を指し、そのために、資産を償却原価法で評価するか、NAV がパーセンテージ・ポイント単位で四捨五入することを認められる。安定 NAV の MMF でなければ (即ち変動 NAV の MMF であれば)、償却原価法を使用できず、また、ベース・ポイント (bp) 単位で四捨五入することになるため、NAV が変動することとなる¹¹。なお、安定 NAV の MMF になれる

⁹ WAM は法的満期もしくは次の金利リセット日までのより短い方を各資産ごとに加重平均したもの、WAL は各資産の法的満期までの期間を加重平均したもの。

¹⁰ ストレス・テストの各シナリオの参照パラメータについては、ESMA が指針を策定することとされている。

¹¹ 例えば、NAVI ユーロの MMF において、安定 NAV の場合は 0.01 ユーロ刻みで値動きを NAV に反映すれば良いのに対して、それ以外の MMF の場合は 0.0001 ユーロ刻みで反映することが求められる。

のは短期 MMF のみで、標準 MMF では認められない（図表 1）¹²。

安定 NAV の MMF として、こうした特別な取扱いを受けるためには、NAV バッファークを設けることが条件とされる。NAV バッファークは、安定 NAV と実体との乖離を調整するために用いられ¹³、MMF 総資産の 3% を常に維持しなければならない。但し、移行期間が定められており、規則施行後 1 年後までに 1%、2 年後までに 2%、3 年後までに 3% を積み立てることとされている¹⁴。

NAV バッファークに求められる特性としては、①現金のみにより構成される、②MMF の NAV に算入されない、③金融機関の口座に分別保管される、といったことが規定されている。また、NAV バッファークが 3% を割り込んだ場合、不足分は補填されなければならない、補填の責任を負う機関は開示されなければならない。3% を 10bp 以上割り込む期間が 1 か月以上継続した場合、当該 MMF は自動的に安定 NAV の MMF ではなく、償却原価法による評価やパーセンテージ・ポイント単位の四捨五入を認められなくなる。また、この場合、直ちに投資家に通知しなければならない。

なお、第三者からの資金注入や高値での買い取りといった外部支援は、安定 NAV の MMF の場合は NAV バッファーク経由でのみ認められる。他方、変動 NAV の MMF は、外部支援を受けることは原則認められない。但し、金融システムへの影響や市場環境の急変といった正当化事由が当局に認められれば、変動 NAV の MMF であっても外部支援を受けることが可能となる。

図表 1 MMF 規則案における MMF の分類

	標準 MMF	短期 MMF
安定 NAV	—————	<ul style="list-style-type: none"> ・WAM60 日以内、WAL120 日以内 ・減価償却法/パーセンテージ・ポイントで四捨五入が可能 ・NAV バッファーク必要
変動 NAV	<ul style="list-style-type: none"> ・WAM6 か月以内、WAL12 か月以内 ・減価償却法不可/bp で四捨五入 	<ul style="list-style-type: none"> ・WAM60 日以内、WAL120 日以内 ・減価償却法不可/bp で四捨五入

（出所）野村資本市場研究所作成

¹² ここでも標準 MMF は、一般的な MMF よりもリスクを取って収益向上を図るものと位置付けられている。

¹³ 例えば、設定時の安定 NAV が実体より高ければ差額はバッファークに組み入れられ、低ければバッファークから補填される（解約時にはその逆の扱いになる）。

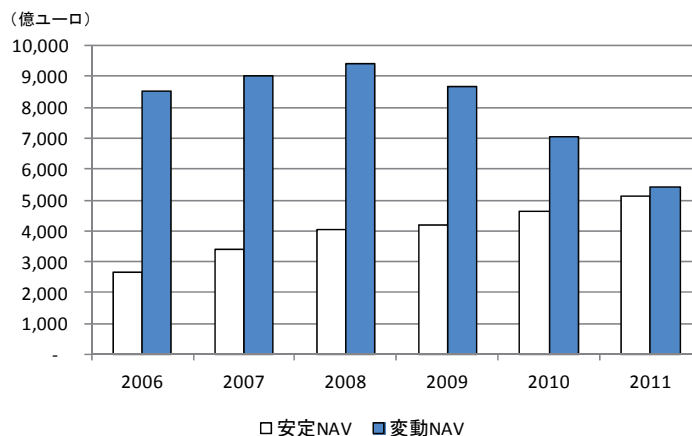
¹⁴ この移行期間の規定は、NAV バッファークに対する業界からの反対を受け、欧州委員会による最終規則案公表の直前に挿入されたとみられる。

III MMF 規則案の論点

欧州 MMF の資産残高は約 1 兆ユーロであり、そのうち、金融債が 85%、政府債が 10%、企業債が 5%を占める。他方、発行体からみると、政府債・企業債の 22%、金融債の 38%を MMF が保有している。投資家としては、主に事業会社などの法人投資家が短期の余剰資金を運用する先として用いている。このように欧州では、MMF が短期金融市場における重要な資金の出し手となっている。こうした環境下で、欧州委員会の MMF 規則案で最大の争点になっているのが、NAV バッファである。NAV バッファの導入は米国でも議論されていたが、米国証券取引委員会 (SEC) が 2013 年 6 月に公表した MMF 規制改正案では見送られている¹⁵。その限りでは、欧州委員会の MMF 規則案は、米国における新たな MMF 規制案より厳格なものとなる。

欧州では、フランス、アイルランド、ルクセンブルグ籍の MMF が全 MMF の 95%を占めているが、アイルランド、ルクセンブルグの MMF が安定 NAV を採用しているのに対し、フランスでは変動 NAV が採用されている。他方、安定 NAV と変動 NAV の MMF の資産残高推移をみると、2009 年以降、変動 NAV の MMF が減少傾向にあり、安定 NAV の MMF が一貫して増加傾向にある (図表 2)。これは、金融危機後、欧州の銀行が金利引き上げなどで預金獲得競争を強化した結果、より金利を重視する変動 NAV の投資家が銀行預金に流れたためと説明されるが¹⁶、同時にフランス籍の MMF から資金流出が生じたことを意味する。こうした背景もあり、フランスは自国 MMF 市場を保護・強化するべく、欧州システミック・リスク理事会の勧告 (本文冒頭) に従って安定 NAV を禁止することを求めており、今般の規則案発表直前には、ドイツと連名で、欧州委員会のミシェ

図表 2 安定 NAV と変動 NAV の MMF の資産残高推移



(出所) 注 16 参考文献より野村資本市場研究所作成

¹⁵ 米 SEC の MMF 規制改正案の詳細については、岩井浩一「米国証券取引委員会による MMF 規制改正案」『野村資本市場クォーターリー』2013 年夏号参照。

¹⁶ EFAMA Fact Book: Trends in European Investment Funds 10th Edition (2012)

ル・バルニエ委員（域内市場・サービス担当）に対してその旨の書簡を送ってもいる¹⁷。しかし、欧州委員会の最終案では、禁止はしないものの、厳しい規制を課すことで、いわば中間をとった形になっている。

もっとも、市場関係者の大勢は、NAV バッファには批判的である。そのポイントは、安定 NAV の MMF の縮小により短期金融市場における資金の出し手が減少する恐れがあるところにある。まず、昨今の低金利下では、3%のバッファを用意するのは運用会社として費用対効果が合わない可能性が高い。例えば、格付機関のフィッチは、NAV バッファによる MMF の追加コストは年間 15~30bp と試算する¹⁸。それが投資家に転嫁されることになれば、投資家として投資妙味が減ることになる。また、機関投資家の税会計の観点からも、安定 NAV の MMF でなければ投資しづらいとする見方もある¹⁹。例えば、米国会計基準では、安定 NAV の MMF は国債などと同じく現金同等物と扱うことが認められている。また、税制上は、安定 NAV の MMF では売却益がないため、売却益課税が生じることもない。実際、NAV が安定的に算出される MMF に投資することを投資ガイドラインで定めている機関投資家も多い。ゆえに、NAV バッファが導入されると、安定 NAV の MMF の供給継続が細ることになると同時に、全ての投資家の変動 NAV へ単純に移行できるわけではないため、欧州における MMF 市場の縮小、ひいては短期金融市場における資金調達の困難化が生じる恐れがある。実際、NAV バッファについては、ビジネス・ロビイング団体である英国産業連盟（CBI）が、注意深く進めるよう警告を発しており、グローバルな資産運用業界団体 ICI グローバルも、経済的にフィージビリティがなく、オペレーションが複雑で、現実的ではない、と批判している²⁰。

NAV バッファ以外では、MMF による格付取得の禁止に対する批判もある²¹。例えば、ムーディーズは、市場の透明性を監督に代替することで欧州におけるリスクに関するメッセージを統制しようとしている、としており、スタンダード&プアーズは、投資家やファンド・マネージャーが適切と判断するツールを自由に使えなければならない、としている。また、発行体が格付付与に関して格付機関に対価を支払う「発行体支払いモデル」について、欧州委員会が 2016 年 1 月に調査報告書を公表することになっているが、MMF 規則案における MMF の格付取得の禁止が同調査報告書の結論を先取りしてしまっているのではないかと、との批判もある。

このように、今般の欧州委員会の MMF 規則案がこのまま最終採択されるかは予断を許さない状況である。特に、NAV バッファを巡っては、今後も各方面から反対論が寄せられる可能性は高く、紆余曲折が予想される。欧州委員会も規則案において、本規則については施行後 3 年目までに見直しを行うこととしているが、特に見直しの対象として、

¹⁷ “Schauble verlangt scharfere Regeln für Schattenbanken” *Süddeutsche.de*, September 4, 2013

¹⁸ “Fitch Comments on EC’s Proposed Regulatory Changes to Money Market Funds” Fitch Ratings, September 11, 2013

¹⁹ “Money Market Funds and Regulatory Reform: A Business Model Hangs in the Balance” Moody’s Investor Service, May 13, 2013、注 18 フィッチのリリース。

²⁰ “EU clamps down on money market funds” *Financial Times*, September 4, 2013

²¹ “Money market ratings ‘outlawed’” *Financial Times*, September 9, 2013

NAV バッファを挙げている²²。

また、EU の政治日程も今後の議論に影響を与える可能性がある。今般の MMF 規則案は、欧州委員会の原案であり、今後、欧州議会及び欧州連合理事会との合意形成が必要となる。しかし、欧州議会選挙が 2014 年 5 月に予定されており、その直前数か月は準備期間、その直後数か月は新体制の発足に使われるとみられる。そのため、現在の欧州議会および欧州委員会の体制で本件が議論されるのは 5 か月ほどしかなく、それまでに最終化できなければ、2014 年 5 月以降の新体制の下で議論されることになり、そうすると、抜本的な変更が加えられる可能性も否定できなくなる²³。今後の議論が注目される。

²² 規則案では、加盟国が発行もしくは保証する債務にポートフォリオを集中するようになる安定 NAV の MMF への影響についても検討するとされている。

²³ 欧州議会の今会期中に最終採択されなくとも、欧州議会で第一読会（欧州委員会の法案に関する最初の審議）を済ませていれば、廃案にはならない。