



近期歐盟對貨幣市場基金改革方向 及加強監理措施簡介

壹、改革源起

監管機構為商業銀行規定了儲戶存款利率上限之後，貨幣市場基金應運而生。由於採取了共同基金的結構，因此規避了利率限制，讓投資人在相當低的風險之下享受到更高或穩定的回報率。自 1983 年美國 SEC 允許貨幣市場基金放棄“按市值計價”(mark to market)的會計方法，把資產淨值固定為每單位基金 1 美元，此後，貨幣市場基金迅速發展。財務主管和投資人把短期現金投入到這些基金中，相信這種“存款”不會貶值。

然而，此種美麗的錯誤認知畢竟經不起現實的殘酷考驗，一旦資產違約或者被下調評級有時候可能讓基金“跌破 1 美元”——不能保持 1 美元的固定價值，貨幣市場基金的結構也使其特別容易引發贖回風潮，因此遭遇“擠兌”。2008 年 Reserve Primary 基金因持有 7.85 億美元雷曼兄弟(Lehman Brothers) 股票而“跌破 1 美元”(broke the buck)，很快引發了投資人“擠兌”，而政府部門則不得不出手干預，以防止其他同類基金連鎖倒閉。該次的危機已暴露出貨幣市場基金的主要弱點，如果母公司無法或不願支持一支陷入困境的基金，該基金的投資人就會迅速贖回他們的資金，引發恐慌並迅速傳播。

因此無論是美國或歐盟均展開對貨幣市場基金的改革，特別是針對固定淨值型貨幣市場基金 (Constant NAV Money Market Funds, CNAV MMF)¹，因該類基金資產採攤銷成本會計基礎(amortised cost basis) 方式評價，即將證券的購入成本配合折溢的價攤提來調整其價值，一直到到期為止，且每日累積的收入可分配予投資人或用來買入更多的基金單位數，以試圖維持不變動面額(如每單位/股 1 美元)的固

¹ **Constant NAV Money Market Funds:** A constant or stable NAV money market fund seeks to maintain an unchanging face value NAV (for example \$1/€ 1 per unit/share). Income in the fund is accrued daily and can either be paid out to the investor or used to purchase more units in the fund. Assets are generally valued on an amortised cost basis which takes the acquisition cost of the security and adjusts this value for amortisation of premiums (or discounts) until maturity.

定淨值。故監管機構擬採取如禁止採用攤銷成本會計方式來維持穩定報酬，允許基金資產淨值浮動而變得更像投資基金，及基金應保留一定比率的流動部位，以作為一旦可能產生損失時之緩衝，而變得更像銀行等措施，以降低發生市場系統性風險的機率，維持金融市場的穩定。

貳、改革內容

歐盟證券監管機構委員會(CESR，ESMA 前身)於 2010 年 5 月 19 月發布第 10-049 號有關貨幣市場型基金一般定義之指令 (CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds)，就貨幣市場型基金定義再區分為二級：短期貨幣市場型基金和貨幣市場型基金，相關規定如下：

一、通則

1. 符合歐盟 2009/65/EC 指令，或受歐盟成員國法律監管且遵從風險散播規定之集合投資計畫均適用之。
2. 以貨幣市場基金名義行銷之集合投資計畫均適用之。
3. 貨幣市場基金於公開說明書、重要投資人須知文件 (KID) 標明其係為短期貨幣市場型基金或是貨幣市場型基金。
4. 貨幣市場基金應提供投資人適當的基金投資組合風險與報酬資訊，俾利其判斷與基金投資策略相關的特別風險。

二、短期貨幣市場型基金

1. 應有基金本金的主要投資目標及配合貨幣市場利率水準所提供的目標報酬。
2. 投資於符合歐盟 2009/65/EC 指令規定貨幣市場工具，或存放於信用機構。非 UCITS 貨幣市場基金應確保資產的流動性和計價也是在相同的評價基礎。
3. 為確保基金公司所決定投資的貨幣市場工具屬高品質，在做投資決定時，基金公司應考量包括 (但不限於) 下列因素：
 - (1) 投資工具的信用等級
 - (2) 代表投資工具的資產等級之本質
 - (3) 若屬結構性財務工具，在交易過程中的運作及交易對手風險。
 - (4) 流動性

4. 依前項(1)款規定，考量貨幣市場工具未屬高品質時，除由負責評等該工具且被認可的信用評等機構所評量後為最高前二級有效短期信用評等者，或該工具未受評等，透過基金公司內部評等程序之結果可視為相等評級。
5. 所投資證券的剩餘到期日不得高於397天。
6. 每日提供淨值、價格計算、申購和贖回單位數。
7. 加權平均到期日(Weighted Average Maturity, WAM)不高於60天。
8. 加權平均年限(Weighted Average Life, WAL)不高於120天。
9. 計算包括結構式金融工具在內的相關證券之加權平均年限，到期日之計算係以屆法定贖回日之剩餘到期日。但當該金融工具同時買入賣權(Put Option)時，法定剩餘到期日可以該賣權的執行日代之，惟須符合下列條件：
 - (1) 基金公司在執行日可充分執行該賣權。
 - (2) 賣權的執行價格須接近該工具在到期日的預期價值。
 - (3) UCITS 投資策略對選擇權運用要求在到期日可被執行的機率要很高。
10. 計算加權平均到期日和年限時，應考慮到衍生性金融商品、存款和資產管理技能效率等因素。
11. 無論有直接或間接就股票或商品做曝險，包括透過衍生性操作，或是僅單純從事衍生性操作，均需依照基金的貨幣市場投資策略辦理。就外匯曝險的衍生性操作僅能以避險為目的，就非基礎貨幣(non-base)證券之投資得就該貨幣完全避險。
12. 不得投資於其他短期貨幣市場型基金。
13. 可以採固定或浮動淨值計算方式。

三、貨幣市場型基金

1. 適用前項第1、2、3、4、6、9、10和11等款。
2. 適用前項第4款之豁免時，得持有具投資等級的主權債券，且須為中央、區域、當地監管機構或歐盟會員國之央行所發行或保證之貨幣市場工具。
3. 須採浮動淨值(must have a fluctuating net asset value)
4. 不得投資於剩餘到期日在2年以下的證券，但持有到下次利率重設時低於397日以內者不在此限，浮息票據應按貨幣市場利率或指數重訂利率。
5. 加權平均到期日(Weighted Average Maturity, WAM)不高於6個月。
6. 加權平均年限(Weighted Average Life, WAL)不高於12個月。
7. 不得投資於其他短期貨幣市場型基金或貨幣市場型基金。

四、過渡時期規定

1. 本指令將自 2009/65/EC 指令之調整期限 (2011.7.1) 起實行。
2. 自 2011 年 7 月 1 日起成立之貨幣市場基金須符合本規定。
3. 貨幣市場基金自 2011 年 7 月 1 日起，其相關新投資須符合本規定，但在此之前已有之投資可有 6 個月的時間來調整至符合前揭規定。

其後，歐盟證券市場管理局(ESMA)於 2013 年 4 月 15 日發表了一份針對業者就前揭 CESR/10-049 號指令執行情形所做的調查報告 (Peer Review- Money Market Fund Guidelines)，其中一項對貨幣市場基金影響較重大的改進建議 (III.3.3 Use of CNAV)，將強制改採浮動淨值計算方式，此舉將改變投資人將固定淨值型貨幣市場基金視為以面額贖回和資本保證的認知，同時可有效避免因投資人擔心基金淨值跌破面額而造成大量恐慌性贖回或產生系統性風險，俾維持市場安定。

事實上，前項建議早在 2012 年 12 月 20 日歐盟系統性風險委員會 (European Systemic Risk Board, ESRB) 的一份建議報告 (RECOMMENDATION OF THE EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD of 20 December 2012 on money market funds) 中已提出過，該分報告中尚提到另一項重要建議，即要求貨幣市場基金提供充分流動性準備，如每日或每週須持有明確的最低流動性資產。

參、小結

綜觀前揭對貨幣市場基金的諸多改革措施，無疑的是要導正長期以來貨幣市場基金一直被兜售成安全但高收益的、傳統銀行賬戶的替代選擇之偏誤認知，以確保不會再出現 2008 年金融危機中跌破面值，引發貨幣市場基金遭遇大範圍擠兌，進而迫使各國金融監管機構提供緊急流動性之情形，以降低發生市場系統性風險的機率，也為維持金融市場穩定的改革進程，邁向新的一頁。

參考資料

- 改革貨幣市場基金刻不容緩- 英國《金融時報》中文網 2012年9月5日 - FT專欄作家加普
- CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds, 19 May 2010 , CESR/10-049
- Peer Review - Money Market Fund Guidelines, 15 April 2013 | ESMA/2013/476
- RECOMMENDATION OF THE EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD of 20 December 2012 on money market funds (ESRB/2012/01)
- 美證監會推貨幣基金改革 固定1美元價格或打破 2013年7月15日 證券時報

※ 對本文若有賜教，請聯繫：
投信投顧公會 業務組 吳梓賢
電話：02-2581-7288#204
電子郵件：Edward@sitca.org.tw