

米国におけるファンド資産の公正価値評価に関する規制改革

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会は 2020 年 12 月に、登録投資会社（ファンド）の投資対象資産に係る善意の公正価値評価に関する規則（評価規則）を採択した。評価規則は、ファンドのポートフォリオに、低流動性資産等を組み入れた際の公正価値の評価に係る要件を定めている。
2. 評価規則は、ファンドの取締役会または投資顧問業者等のバリュエーション担当者が、善意による公正価値の決定をするにあたって、①バリュエーション・リスクの把握、②公正価値の評価モデルの策定、③プライシング・サービス提供者選定時の考慮事項等の規定を義務付けている。
3. また、評価規則は、1940 年投資会社法が定める「直ちに取得可能な相場価格」が、米国会計基準におけるレベル 1 インプットに該当するとした。そして、地方債等の気配値はレベル 2 インプットに、非上場株式の価格はレベル 3 インプットに該当することから、ファンドの取締役会の善意に基づいて、公正価値が決定される必要があることを明示した。
4. 更に、評価規則は、相場価格を直ちに取得できない有価証券の公正価値の決定をバリュエーション担当者に委託することを容認した。バリュエーション担当者は、組織において、公正価値を評価する者とポートフォリオ構築業務に従事している者が別者であることを明確化し、ファンドの取締役に対して、公正価値の評価プロセスの妥当性及び有効性の評価結果等を報告することが義務付けられた。
5. 近年、ファンドの投資対象資産は多様化しており、投資家に対して多くの資産運用の選択肢が提供されている。日本においても、スタートアップ企業や中小企業等へのリスクマネー供給の観点から、非上場株式等に投資するファンドの組成が注目を集めている。評価規則が規定したポートフォリオの公正価値評価の規制枠組みは、日本の資産運用業界にとって示唆に富むものであると言えるだろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み－自衛力認定投資家の規制緩和を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号。
- ・ 竹下智「上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資－米国ミューチュアルファンドによるプレ IPO 株式投資の実状－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号。

I はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は 2020 年 12 月に、ファンドの投資対象資産に係る善意の公正価値（fair value）評価に関する規則（以下、評価規則）を採択し、連邦官報掲載から 60 日後に施行することを規定した¹。評価規則は、1940 年投資会社法の下にルール 2a-5 を新設するものであり、ファンドが、ポートフォリオに低流動性資産等を組み入れた際の公正価値の評価に係る要件を定めている。ここで言うファンドとは SEC への登録投資会社を指し、オープン・エンド・ファンド（ミューチュアル・ファンド）や、事業開発会社（BDC: business development company）を含むクローズド・エンド・ファンド等に分類される²。

米国のファンドは従来、ASR113（Accounting Series Release 113）及び ASR118（Accounting Series Release 118）という 2 つのガイダンスに基づいて、公正価値を評価してきた³。ASR113 は、SEC が 1969 年に発出した譲渡制限付き有価証券の評価に係るガイダンスであり、ASR118 は、SEC が 1970 年に発出した公正価値評価をする際のファンド取締役会の責任に係るガイダンスである。つまり、米国のファンドは、約 50 年前に策定された要件に基づいて、保有する低流動性資産等の公正価値を評価してきた。

他方で、近年、米国のファンドの投資対象資産は多様化している。一部のファンドは、ユニコーン等の非上場企業⁴やバンクロンに投資したり、バリア・オプションやバリアンス・スワップ等のデリバティブ取引⁵をしている。また、常時、相場価格が提示されていない地方債や社債等に投資するファンドの運用資産総額は 4.5 兆ドルを上回っており、その規模は過去 20 年間で約 5.5 倍増加している。つまり、米国のファンドは、ASR113 及び ASR118 が策定された際には存在しなかった資産に投資したり、当時は一般的ではなかった取引手法を採用したりしている。今般、SEC は、ASR113 及び ASR118 を撤廃し、ルール 2a-5 を新設することで、米国のファンドの取締役会が、低流動性資産の公正価値を評価する際の規制枠組みを近代化した。

本稿では、米国ファンドの評価規則の主な規定事項である、直ちに取得可能な相場価格の定義、バリュエーション担当者（valuation designee）の概要と要件、善意による公正価値の決定要件について整理する。

¹ Release No. IC-34128; File No. S7-07-20, Good Faith Determinations of Fair Value.

² 登録投資会社は、自衛力認定投資家として私募証券への投資が認められている。詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組みー自衛力認定投資家の規制緩和を中心にー」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号を参照。

³ Securities and Exchange Commission Codification of Financial Reporting Policies, Statement Regarding “Restricted Securities,” Investment Company Act Release No. 5847 (Oct. 21, 1969) [35 FR 19989 (Dec. 31, 1970)], Financial Reporting Codification (CCH) section 404.04 (Apr. 15, 1982) (“ASR 113”); Investment Companies, Investment Company Act Release No. 6295 (Dec. 23, 1970) [35 FR 19986 (Dec. 31, 1970)], Financial Reporting Codification (CCH) section 404.03 (Apr. 15, 1982) (“ASR 118”).

⁴ 詳細は、竹下智「上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資ー米国ミューチュアルファンドによるプレ IPO 株式投資の実状ー」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号を参照。

⁵ 詳細は、岡田功太「米国 SEC による投信・ETF のデリバティブ取引規制改革案ーレバレッジド・インバース ETF に対する影響ー」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号（ウェブサイト版）を参照。

Ⅱ 善意による公正価値の決定要件

評価規則は、ファンドの取締役会またはバリュエーション担当者（詳細は後述）が、善意による公正価値の決定をするにあたって、以下の4点の対応を義務付けている。第一に、バリュエーション・リスクの把握である。SECは、バリュエーション・リスクとして、ファンドの取締役会及びバリュエーション担当者とプライシング・サービス提供者（有価証券の相場価格等のデータ提供者）との間の重大な利益相反の他に、図表1が示す6項目を挙げている。例えば、ファンドが保有している相場価格を直ちに取得できない有価証券の流動性や取引高の大幅な変化、取引が突如として停止される可能性、プライシング・サービス提供者のサイバーセキュリティ等である。ただし、評価規則は、図表1が示す6項目以外に、より適切なバリュエーション・リスクがある場合、それを採用することも容認している。

第二に、公正価値の評価モデルの策定である。これは、ファンドの取締役会またはバリュエーション担当者が、相場価格を直ちに取得できない有価証券を評価するにあたって、ディスカウント・キャッシュ・フロー・モデルやブラック・ショールズ・モデルを用いているのか、それらの資産価格評価モデルについて、どのような仮定を置いているのか、あるいは調整を加えているのか等の詳細を指す。また、ファンドの取締役会またはバリュエーション担当者は、公正価値評価モデルの適切性及び妥当性を定期的にテストすることが求められる。仮に、テストを行った結果、ある評価モデルが示す有価証券の公正価値が、市場で観測される価格から継続的に乖離している場合、ファンドの取締役会またはバリュエーション担当者は、差異の要因を精査する必要がある。なお、評価規則は、テストの実施頻度について定めていない。

第三に、ファンドの取締役会またはバリュエーション担当者が、公正価値を評価するにあたって、プライシング・サービス提供者と契約する場合、図表2の6項目を考慮して選定することが義務付けられる。プライシング・サービス提供者は、ファンドの取締役会ま

図表1 バリュエーション・リスクの事例

	概要
1	ファンドが保有している、または保有しようとしている投資案件のタイプ及び特徴
2	バリュエーション担当者に影響を及ぼすような潜在的な市場のショックあるいは価格乖離（dislocation）、その他のタイプの混乱（disruption）
3	それぞれの公正価値評価モデルが、観測不能なインプットを活用している度合い
4	ファンドのポートフォリオのうち、善意による公正価値の評価が行われた割合
5	第三者のインプットに基づく評価モデルを活用するサービス・プロバイダーへの依存度等
6	公正価値の決定及び計算手法が不適切、または一貫性がない場合のリスク

（出所）評価規則より野村資本市場研究所作成

図表 2 プライシング・サービス提供者選定時の考慮事項

	概要
1	プライシング・サービス提供者の資格、経験、実績
2	プライシング・サービス提供者が活用する評価モデルまたはテクニック、インプット及び仮定
3	プライシング・サービス提供者が提供する価格情報の質
4	プライシング・サービス提供者が、どのように価格情報をサービスに反映させているのか
5	プライシング・サービス提供者が有する利益相反と、それを軽減するための措置
6	プライシング・サービス提供者が活用する検証プロセス

(出所) 評価規則より野村資本市場研究所作成

たはバリュエーション担当者との契約を継続するために、敢えて高い評価価格を提示するインセンティブを有していることから、客観性を確保し、利益相反を管理することが目的である。

第四に、書面による公正価値の評価プロセスの規定である。現行規制において、ファンドの取締役会は 1940 年投資会社法のルール 38a-1 に基づいて、投資顧問業者や他のサービス・プロバイダーに係るコンプライアンス規定や手続きを承認している。評価規則は、ファンドの取締役会に対して、ルール 38a-1 に基づいて策定されたコンプライアンス規定や手続きにおいて、上記に加えて公正価値の評価プロセスを規定することも義務付けている。

Ⅲ 直ちに取得可能な相場価格の定義

1940 年投資会社法第 2 条(a)項(41)は、相場価格 (market quotation) が直ちに取得可能 (readily available) である時は、有価証券の市場価値を用いて、ポートフォリオの価値を評価することを義務付けている。他方で、1940 年投資会社法第 2 条(a)項(41)は、相場価格を直ちに取得できない場合、ファンドの取締役会が善意 (good faith) に基づいて有価証券の公正価値を決定し、ポートフォリオの価値を評価する必要があると規定している。

今般、SEC が採択した評価規則は、1940 年投資会社法第 2 条(a)項(41)における相場価格の定義を明確化した。即ち、直ちに取得可能な相場価格とは、ある測定日において、報告会社 (ファンドを含む) がアクセスできる活発な市場 (active markets) における同等な投資案件 (identical investments) の無調整の提示価格であると定義した。これは、米国会計基準 (U.S. GAAP) におけるレベル 1 インプットの定義と整合的である。財務会計基準審議会 (FASB) は、会計基準 (ASC: Accounting Standards Codification) の第 820 号において、公正価値測定の高階層キーとして、レベル 1 インプット、レベル 2 インプット、レベル 3 インプットを定めている (図表 3)。

言い換えれば、評価規則は、1940 年投資会社法第 2 条(a)項(41)が定める直ちに取得可能な相場価格がレベル 1 インプットに該当するとした。そして、証券会社が市場参加者に提示する地方債等の気配値はレベル 2 インプットに、非上場株式の価格はレベル 3 インプッ

図表3 ASC 第820号が規定する公正価値測定の高エラルキー区分

レベル	内容
レベル1インプット	測定日に報告企業がアクセスできる活発な市場における資産または負債の無調整の相場価格
レベル2インプット	レベル1に含まれる相場価格以外で、資産または負債に関する直接または間接に観察可能なインプット
レベル3インプット	資産または負債に関する観察可能でないインプット

(出所) 評価規則より野村資本市場研究所作成

トに該当することから、ファンドの取締役会の善意に基づいて、公正価値が決定される必要があることを明示した。

なお、SECによると、オープン・エンド・ファンドの運用資産総額は約2.3兆ドルで、そのうちレベル1インプットの資産が占める割合は62%（平均値）であった。クローズド・エンド・ファンドの運用資産総額は約3,000億ドルで、そのうちレベル1インプットの資産が占める割合は26%（平均値）であった（2020年9月末時点）。つまり、オープン・エンド・ファンドよりも、クローズド・エンド・ファンドの方が、低流動性資産等の相場価格を直ちに取得できない資産に投資していることが見て取れる。実際、カーライル、KKR、ブラックストーン等は、バンクローンやローン担保証券（CLO）等に投資するクローズド・エンド・ファンドを運用している。また、独立系の資産運用会社であるリバティ・ストリート・アドバイザーズは、フォージ・グローバル（旧シェアーズポスト）が運営する非上場株式取引プラットフォームにおいて値付けされている非上場株式に投資するクローズド・エンド・ファンドを運用している⁶。

IV バリュエーション担当者の概要と要件

1. 公正価値の評価を担う投資顧問業者

1940年投資会社法第2条(a)項(41)は、相場価格を直ちに取得できない場合、ファンドの取締役会が公正価値を決定することを義務付けているが、ポートフォリオ構築等の日々の運用業務を担っているのは投資顧問業者であり、保有銘柄に関する豊富な知識を有している。そこで、評価規則は、相場価格を直ちに取得できない有価証券の公正価値の決定を、バリュエーション担当者に委託することを容認した。バリュエーション担当者とは、ファンドに投資助言する投資顧問業者等を指す。

米国投資会社協会（Investment Company Institute）は、SECが評価規則を最終化するにあたって、バリュエーション担当者にアドミニストレーター（ファンドの計理事務等を担う者）やプライシング・サービス提供者を含めるよう提言した。しかし、SECは、ファンドの投資意思決定を行う投資顧問業者のみを、バリュエーション担当者として規定した。投

⁶ シェアーズポストの詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号を参照。

資顧問業者は、ファンドの取締役会の直接の監督下にあり、同ファンドの投資家に対して受託者責任を負っているためである。

ただし、SECは、評価規則において、ファンドの取締役会及びバリュエーション担当者が、公正価値を評価する際に、アドミニストレーター、プライシング・サービス提供者、サブ・アドバイザー（投資顧問業者に投資助言を行う者）、会計士、弁護士等から助言を受けることについては容認した。要するに、評価規則は、従来から実務的に対応されてきた公正価値の評価プロセスをルールとして明確化したものであり、ファンドの取締役会が、より効率的に投資顧問業者等を監督することを促している。

2. バリュエーション担当者の組織体制と報告義務

評価規則は、バリュエーション担当者の組織について、公正価値を評価する者とポートフォリオ構築業務に従事している者が別者であることを明確化することを求めている。ポートフォリオ構築業務に従事している者は、ファンドの保有銘柄について最も豊富な知識を有しているが、同ファンドの運用実績に応じて報酬を得ていることが多く、公正価値を過大に評価するインセンティブを有している。そのため、評価規則は、ポートフォリオ構築業務に従事している者が公正価値評価プロセスに影響を及ぼすことがないように、バリュエーション担当者の組織体制に関する上記規定を設けた。

その上で、評価規則は、バリュエーション担当者に、ファンドの取締役会に対する報告義務を課している。具体的には、第一に、バリュエーション担当者は、少なくとも四半期毎に、①バリュエーション・リスクの評価及び管理について変更を行ったか否か、②公正価値評価モデルについて変更を行ったか否か、③プライシング・サービス提供者等の選定及び監督のプロセスについて変更を行ったか否かについて、ファンドの取締役会に報告することが義務付けられている。

第二に、バリュエーション担当者は、公正価値の評価プロセスの妥当性及び有効性の評価結果を明記した報告書を、ファンドの取締役会に年に1回提出することが求められている。この報告書には、公正価値評価モデルの詳細や、同モデルの適切性及び妥当性の検証結果、公正価値評価プロセスに割いたリソースが十分であったのかを明記する必要がある。

第三に、バリュエーション担当者は、ポートフォリオの公正価値に「重大な影響を及ぼす可能性がある事項」を把握してから5営業日以内に、ファンドの取締役会に報告することが義務付けられている。ただし、バリュエーション担当者が、ポートフォリオの公正価値に影響を及ぼす事項が重大であると判断できない場合は、把握してから20営業日以内に、ファンドの取締役会に対して、重大性について検証内容の経過報告をする必要がある。なお、「重大な影響を及ぼす可能性がある事項」とは、公正価値決定プロセスにおける欠陥や脆弱性、あるいは、バリュエーション・リスクを変化させるような重大な変更等である。

V おわりに

近年、ファンドの投資対象資産は多様化しており、個人投資家に対して多くの資産運用の選択肢が提供されている。そうした中で、相場価格を直ちに取得できない有価証券の適切な評価は、重要性を増している。投資家の投資判断やファンド・マネージャーの報酬は、適切なポートフォリオの価値評価に依拠しているためである。

ジェイ・クレイトン前 SEC 委員長は、評価規則について、投資家保護の水準を十分に保ちながらも、ファンドの取締役会による効率的な監督を促し、公正価値評価の一連のプロセスを改善するものであると述べている。評価規則の最終化を受けて、今後、米国のファンドは、より一層、非上場企業等に対するリスクマネーの供給者として発展することが期待されている。

現在、日本においても、スタートアップ企業や中小企業等へのリスクマネー供給の観点から、非上場株式等に投資するファンドの組成が注目を集めている。評価規則が規定したポートフォリオの公正価値評価の規制枠組みは、日本の資産運用業界にとって示唆に富むものであると言えるだろう。