

SECによる金融市場改革： MMFへの大きな影響



米国証券取引委員会（以下、SEC）は先日、金融危機の際に発生したMMFの投資家による“取付騒ぎ”が生じるリスクを低減し、投資家にリスクの透明性を高めるためのルールを採択しました。「変更は、全てのMMFに重大な影響を与える可能性があり、特に機関投資家向けプライムMMFに対する影響が大きい」とKPMG LLP（以下KPMG）の監査パートナー、ガジーロ氏はコメントしています。

SECの改革の要であり、最も広く公表されている変更は、機関投資家向けMMFに投資資産の公正価値を反映するようにファンドの株価に相当する一口当たり純資産額（以下、NAV）を“変動”させることを求めるものです。これは、通常全てのMMFがNAVを1ドルに安定させる現行制度からの重大な変更です。

「このMMFの改革は、金融危機の際に多くのファンドはスポンサーからのサポートを受けてNAV＝1ドルを維持したのに対し、あるMMFは“NAV＝1ドルを維持できなかった”という問題に起因するものである」とガジーロ氏は述べています。

ガジーロ氏は「事実上これはSECの金融市場改革第2フェーズである。フェーズ1は2010年に始まり、Rule 2a-7のリスク制限条項の厳格化、MMFの保有するポートフォリオのSECへの報告要求、1ドルを割ったファンドの解約停止許可が行われた。こうした最近のSEC規則は長いプロセスを経て導入されている」と続けました。

変動NAVへの変更に加え、SECの規則には他にもいくつかの重要な規定が含まれます。

“取付騒ぎ”を防止するための規則が
重要な業務変革を要求

- 払戻手数料および解約制限: ファンドの取締役会は、“払戻手数料”と“解約制限”を課すかもしれない。場合によっては課さなければならない。
- 開示内容の追加: 流動資産のレベル、資産のフロー、時価に基づくNAV、どのような場合にスポンサーによるサポートが行われるかをファンドのウェブサイトに掲載すること、一定の重要な事象に関して新しいフォームの提出が求められる。

SECのルール変更に合わせて財務省は報告要件を簡素化し、MMFの取引に関する“入替売買”の規則を変更しました。

「これらの規則は公正価値に関する追加ガイダンスを含むことから、事業開発会社だけでなく個人投資家向けおよび機関投資家向けを含む全てのファンドにも影響を与える可能性があり、全ての投資会社に適用される」とガジーロ氏は付け加えました。「規則は特に償却原価法の使用、取引の少ない有価証券の公正価値、時価提供サービスの利用について対処するものだ。ファンドの役員や管理職は、追加ガイダンスを検討し、既存の方針や実務に対する影響を評価・分析していく可能性がある。」

全ての変更は時間をかけて段階的に行われ、変動NAV、払戻手数料および解約制限に関する規則は2016年10月に発効されます(4ページの発効日の表を参照)。

変更点の詳細

1. 変動NAV: 現行では、MMF一口当たりの価値に相当するNAVは一定の基準を満たす限り1ドルに維持されています。新しい規則では、機関投資家向けプライムMMFは“変動NAV”としなければなりません。つまり、ファンドの一口当たりの価値は有価証券の市場価格に基づいたものとなり、投資資産の市場価格によって変動することになります。

重要な点: 変動NAVは、個人投資家向けMMFおよび政府系MMFには適用されません。

KPMGの見解: 「変動NAVは機関投資家向けに適用され、個人投資家向けには適用されない。それは金融危機に陥るとファンドの多くを保有している機関投資家が、まず先に資金を引き上げると想定されることをSECが懸念したためである」とKPMGのパートナーであるルッソ氏は述べています。「ここでの懸念は、これによって包括的な金融システムが損なわれ、個人投資家が損失を負担させられる可能性があることである。」

ルッソ氏は次のように言います。「機関投資家は、ファンドの資産が劣化し始めていることを個人投資家よりも速く把握するリソースと能力を持っている。金融危機の時には機関投資家が多額の資金を引き上げ始め、もしファンドのスポンサーや政府がMMFを支えるために介入していなかったら、事態はより悪化していたかもしれない。」

2. 払戻手数料と解約制限: ファンドの取締役会は、ファンドの週次の流動資産が総資産の30%を下回る場合、解約に際して2%までの手数料を課す、または一時的な解約の停止もしくは90日間のうち10日を限度として解約制限を課す可能性があります。更に週次の流動資産が総資産の10%を下回る場合には、それがファンドの利益にとってベストな措置ではないと取締役会が決定しない限り、全ての解約に対して1%の払戻手数料を課すことが求められるでしょう。

注: 払戻手数料と解約制限の規定は、政府系MMFには適用されません。ただし、取締役会が、ファンドの利益にとってベストであると判断すればそのような措置が取られる可能性があります。

KPMGの見解: 「これらの措置もまた投資家のMMFに対しての取付騒ぎを防ぐように考えられたものである」とルッソ氏は述べています。「更に、払戻手数料は流動性を供給するコストを、解約によってファンドにそのようなコスト発生させた投資家に割当てるものである。」

3. 開示の強化:規則により、日次や週次での流動資産レベル、資金の流れ、市場価格に基づくNAVの開示強化や、ウェブサイトへのスポンサー支援の有無の掲示など、MMFに係る透明性の向上が求められます。更には、改定されたForm PFおよびN-MFPにおけるレポートニングの向上も求められます。

また、ファンドは以下のいくつかの重大な事象を、新しいForm N-CRにおいて開示しなければなりません。

- ポートフォリオ内の証券のデフォルト
- スポンサー支援の利用
- 払戻手数料や解約制限の賦課および撤廃
- ファンドの市場価格に基づく1口当たりNAVの0.9975ドル以下への下落¹

KPMGの見解: MMFスポンサーおよび関連会社による自発的な支援は、いくつかのファンドが安定した価格を維持することを助ける役割を担ってきましたが、そのようなスポンサー支援は、全ての状況において与えられるものではない、というのがSECの見解です。

「このスポンサー支援は、投資家のMMFに対するリスク認識を低下させる影響があったかもしれない」とルッソ氏は分析します。また、「新たに必要とされる開示は、投資家にこのスポンサー支援を報告することを目的としており、MMFに提供する金融支援の種類や頻度に関するファンドスポンサーの方針に影響を与えるかもしれない」ともルッソ氏は述べています。

機関投資家向けMMFとは何か？

「機関投資家向けMMF」に明確な定義はありません。むしろ、ガジーロ氏が述べているように、「そうでないものにより定義づけられる。つまり、個人投資家向けファンドでも政府系ファンドでもないファンドであると言える。」

「政府系ファンドは、米国債、政府系債券および連邦政府機関発行証券などの証券を保有している²。また、個人投資家向けファンドであるためには、法人や年金ファンドのような機関投資家向けではなく、「自然人」にのみ販売されていることを確認するための合理的な規程等が整備されていなければならない」とガジーロ氏は述べています。

「よって、もし個人投資家向けファンドと言えず、また、政府系ファンドでもないのであれば、機関投資家向けファンドということになる」とガジーロ氏は結論付けています。

4. 税務および会計上の変更:財務省および内国歳入庁によると、変動NAVを利用するMMFは、税務報告において個々の売買取引を追跡することの必要性を省けるなど、簡便な会計処理をすることができます。また、内国歳入庁は、変動NAVを利用するMMFへの「入替売買」規則の適用を緩和する予定であり、投資家は現行の税法では可能ではなかった損金算入ができるようになります。

更には、税務上、解約に係る払戻手数料は、解約手数料と同じように扱われるようになります。つまり、解約時の実現損益と相殺され（投資口保有者の利益の減少、または、損失の増加）、ファンドに対する税金への影響はありません。

¹ この規則は個人投資家向けファンドと政府系ファンドにのみ適用されます。

² SEC 規則の適用上、政府発行証券は州や市が発行した証券を含みません。言い換えれば、多くの免税 MMF により保有される地方債ファンドは含まれません。

KPMGの見解:「取引報告要件の変更は、変動NAVルールにより発生することが見込まれていた多大なコストの削減につながるだろう」とガジーロ氏は述べています。「内国歳入庁は、個々の売買取引の追跡を求めるのではなく、MMF投資家が年間の損益をネットベースで判断することを許容するだろう。同時に、ファンドのスポンサーは、何千もの取引を記録し報告する時間と労力を被らなくてよくなる」ともガジーロ氏は述べています。

短期金融市場の運用者が考慮しなければならない点

ルッソ氏は「業界は現在新しい規則を吟味しており、潜在的な影響の把握に努めている」と述べています。「特に機関投資家向けファンドの変動NAVの算出に係る変更は、ファンドの運営方法の大きな変更を必要とするもので、重大な懸念がある。しかし、当該変更の効力発生日は**2016年10月14日**であるため、ファンドは複数の代替案を考慮するための時間の余裕がある」とも述べています。

しかしながら、将来を見据えたMMFは、来るべき変更に備えて今から準備しなくてはならないステップがあります。「意見交換をした多くのファンドは、ファンドの再編成を考えている。例えば、スポンサーは、個人と機関投資家向けのマルチクラスファンドを、個人投資家向けファンドと機関投資家向けファンドの2つに分割するかもしれない」とルッソ氏は述べています。

「もう1つの例として、ファンドのスポンサーは、やむを得ず現状では個人と機関投資家の両方に販売されているシングルクラスファンドを解約しなくてはならないかもしれない」とルッソ氏は付け加えています。「そして、もし(変動NAVに関する)個人投資家向けファンドの例外の利用を考えているのであれば、ファンドを販売する際の仲介業者の見極めも必要になる。例えば、仲介業者のシステムを理解することが必要であり、最終投資家が機関投資家ではなく「自然人」であることを保証する管理態勢となっていることを確かめなければならない」とルッソ氏は述べています。

先手を打つために、ルッソ氏とガジーロ氏はMMFに以下を考慮することを提案しています。

- 運営されているファンドが、機関投資家向けファンドなのか、個人投資家向け／政府系ファンドなのか、それとも2者の組み合わせなのかという点について把握する(3ページ目の「機関投資家向けMMFとは何か?」を参照)。
 - － 投資家が「自然人」であるかの判断を当初において、そしてそれ以降にわたり、どのようにするつもりなのか。
 - － 商品の販売方法やストラクチャーの変更の必要性を考慮する。
- 機関投資家向けファンドを運営している場合、以下の点を考慮する。
 - － どのような方法で、マネー・マーケット商品をより定期的に評価するつもりなのか。
 - ・ もし投資家が日中にファンドを買ったり売ったりすることが許されるようになれば、1日1回ではなく1日に数回もポートフォリオを評価しなければならないという、運営上の課題が生じる。どのような追加の管理態勢やリソースが必要になるか。
 - ・ SECの新たな評価ガイダンスは、償却原価で評価されている満期まで60日未満の商品の「シャドープライス³」にどのような影響を与えるのか。

3 CP や CD といった短期マネー・マーケット商品は、すぐに参照が可能な市場価格を欠いている場合が多いです。結果、それらの商品は「公正価値」(現在売ることができる合理的に見込まれる価格)に基づいて評価されます。ほぼ全ての MMF は、この公正価値即ち「シャドープライス」の決定のために、独立した評価サービスに依拠しています。

- 償却原価を使い続ける個人投資家向けファンドと政府系ファンドも同様にSECの評価ガイダンスがシャドープライスにもたらす影響を考慮すべきである。
- 第3者のベンダーから価格情報を入手しようとする場合、以下の点を考慮する。
 - － 利用しようとする情報はどれほど信頼性があるのか。
 - － 第3者の評価サービスベンダーから入手しようとしている情報を理解できているか。「盲目的にベンダーによる評価に依拠してはいけない」とルッソ氏は述べている。
- この価格情報を取締役にどのように提示するかについて検討する。投資口価格と公正価値が一致していることを保証するという取締役会の責務は委譲できないため、以下の点を理解しなければならない。
 - － 評価サービスはどのようなもので、そのプロセスはどのように働いているか。
 - － 価格が算出される時間と価格が提供される時間のインターバル。タイミングは適切か。
 - － もし「算定された買呼値」を入手するのであれば、取締役会は、それらが公正価値とほぼ同等であると結論付けられるだけの合理的な根拠を持たなければならない。
- 払戻手数料や解約制限を設けるかどうか、また、払戻手数料はどのくらいの水準であるべきかを決定する際に、どのような要素を取締役会が利用すべきか、考慮する。「SECは、これらの決定を下す際に取締役会が考慮すべき点に関するガイドラインを提供している。このガイドラインが、議論の出発点となるべきである」とガジーロ氏は述べている。
- 口座所有者が自然人であるかどうかを、ファンドを売るために利用する仲介業者が証明できることを確認するためには、どのような規程等が必要になるか考慮する。

金融市場改革規則の効力発生日

SECによる金融市場改革規則の主要な効力発生日は以下の通りです。

NAVの価格評価方法	2016年10月14日
払戻手数料と解約制限	2016年10月14日
広告宣伝や目論見書の開示 (変動NAVや払戻手数料/解約制限に関するもの)	2016年10月14日
Form N-MFP	2016年4月14日
Form N-1A、PF、N-MFPIに係る開示の改定	2016年4月14日
ウェブサイトにおける開示 (Form N-CRに関しては、2015年7月14日)	2016年4月14日

結論

SECによるMMFに関する改正規則は、MMFの運営方法を、間違いなく根本的に変えてしまうものになるでしょう。更には、規則にある公正価値ガイダンスは、多くの登録投資会社に影響を及ぼす可能性があります。規則は総じて段階的に施行され2016年まで効力が発生しますが、今こそ移行への計画を始め、どのような新しいポリシー、規程およびテクノロジーが改正規則に準拠するために必要になるか検討し始めるべきです。

編集・発行

有限責任 あずさ監査法人

KPMG ファイナンシャルサービス・ジャパン

financialservices@jp.kpmg.com

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降における正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

©2015 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

この文書は KPMG インターナショナルが2014年12月に発行した「SEC's Money Market Reform will have big impact on money funds」をベースに作成したものです。

翻訳と英語原文間に齟齬がある場合は、当該英語原文が優先するものとします。