

2020年5月13日 全7頁

ファンドの流動性規制案、2022年1月適用

ストレス・テストや目論見書での注意喚起、図らずも COVID-19 後に

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

[要約]

- 2020年4月10日、金融庁は、「金融商品取引業等に関する内閣府令及び投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の一部を改正する内閣府令（案）」（内閣府令案）を公表している（意見募集期間は5月11日に終了）。
- 内閣府令案は、証券監督者国際機構（IOSCO）が2018年2月に公表した「集団投資スキームの流動性リスク管理に関する提言」を受け、「投資運用業者における、オープンエンド型公募投資信託の流動性リスク管理についての行為規制を整備するもの」である。
- 金融庁は、内閣府令案では具体的な内容に踏み込まず、実質的に、詳細を投資信託協会の自主規制に委ねている。そこで、投資信託協会は、内閣府令案と同日に、「投資信託等の運用に関する規則」等の改正案（自主規制案）を公表している（意見募集期間は5月8日に終了）。
- 自主規制案は、社内規則による流動性リスク管理態勢（ストレス・テストを含む）の整備や、目論見書への記載による流動性リスクの注意喚起を提案している。ストレス・シナリオには、今回のようなパンデミックを組み込むことが必須となろう。
- 内閣府令案及び自主規制案の適用（予定）は、2022年1月1日である。もっとも、投資運用業者としては、仮に新型コロナウイルス（COVID-19）感染拡大がもたらす流動性懸念が重大ではないのであれば、そのことを市場に示すには、自主規制案の早期適用が望ましいものとする。

1. COVID-19 感染拡大に伴い、ファンドの流動性に懸念

2020年4月10日、金融庁は、「金融商品取引業等に関する内閣府令及び投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の一部を改正する内閣府令（案）」（以下、「内閣府令案」）を公表している（意見募集期間は5月11日に終了）¹。

奇しくも、内閣府令案の公表のタイミングは、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）感染拡

¹ 金融庁ウェブサイト参照 (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200410.html>)

大により、流動性の低い資産に投資しているファンドから多額の資金が引き揚げられ、ファンドの流動性に懸念が生じつつある、とする金融安定理事会（FSB）の報告²と同時期である。ちなみに、少し前の3月18日には、連邦準備制度理事会（FRB）が、MMFの流動性支援を目的とするファシリティ、すなわちMMLF（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）を導入している。

本稿では、「2.」でその背景に言及したうえで、「3.」で内閣府令案の概要を紹介する。

2. 規制当局の目、銀行から資産運用業にシフト

(1) 資産運用業者の資産運用残高（AUM）が拡大

2008年の金融危機以後、2010年から2015年にかけて、グローバルに活動するホールセール銀行は全体のバランスシートを25%から30%程度縮小し、証券市場における仲介機能やマーケットメイキングにおけるその存在感を後退させている³。

その間隙を埋めるような形で台頭してきたのが、資産運用を支えるインフラとして欠かせない、資産運用業者である。全世界の資産運用業者の最大手500社の運用資産残高（AUM）の総計は、2009年末時点では62兆ドル弱であったが、2018年末時点には91.5兆ドル強であり、この間、約47.7%の増加となっている⁴。

こうした資産運用業者の台頭を受けて、FSBは、資産運用業における潜在的なシステミック・リスクの芽を摘むべく、2017年1月、「資産運用業の活動から生じる構造的な脆弱性に対応する政策提言」（以下、「FSB最終報告」）を公表している⁵。

(2) オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチが注視の対象に

① 資産運用業者は「シャドーバンキング」

FSB最終報告の根底には、資産運用業者は銀行類似、すなわち「シャドーバンキング」である、という考え方がある。FSBによると、「資産運用業者は、投資家持分を債券に投資することで信用仲介をしている点」、「資産運用業者は、銀行による（黙示的な）信用補完・流動性補完を受けていることがある点」、「ファンドの『取り付け騒ぎ』は銀行システムに飛び火しうる点」、がこ

² FSB “COVID-19 pandemic: Financial stability implications and policy measures taken” (2020年4月15日) 参照

³ Oliver Wyman “INTERACTION, COHERENCE, AND OVERALL CALIBRATION OF POST CRISIS BASEL REFORMS” (2016年8月9日) Table 5.1 参照

⁴ Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint research “The world’s largest 500 asset managers” (2019年10月28日) 参照

⁵ FSB最終報告の概要については、以下の大和総研レポートを参照されたい。

「資産運用業に対する規制、国際合意へ」（鈴木利光、2017年1月26日）

(https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/regulation/20170126_011637.html)

うした考え方の根拠である。

それを前提として、FSB 最終報告では、14 の政策提言をしているが、中でも重要なのが、うち 9 つを占める、「オープンエンド型ファンド⁶の流動性ミスマッチ」に関するものである。この背景には、資産運用業者の流動性懸念の火に油を注いだ、二つの事例がある。一つは、米国資産運用業者のサード・アベニュー・マネジメントがハイイールド債ファンドの解約に応じなかった事例（2015 年 12 月）である。いま一つは、Brexit（英国による EU 離脱）決定（2016 年 6 月）に呼応して複数の不動産ファンドが解約を停止した事例である。

オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチに関する提言は、大別すると、「“first-mover advantage” 対策」と「ストレス・テスト」に分かれる。

② “first-mover advantage”対策

FSB 最終報告は、オープンエンド型ファンドの償還に際しての先行者利益（“first-mover advantage”）を抑制することを可能とする、流動性リスク管理ツールの導入を提言している。ここでいう“first-mover advantage”とは、具体的には、市場のストレス時に、ファンド価値が下落（償還コストが上昇）する前に真っ先に償還を請求して資金を引き揚げるという投資家のインセンティブをいう。

証券監督者国際機構（IOSCO）が、FSB 最終報告を受けて 2018 年 2 月に公表した「集団投資スキームの流動性リスク管理に関する提言」（以下、「IOSCO ガイダンス」）では、流動性リスク管理ツールの例として、「スイング・プライシング」⁷、「解約手数料」、「解約の全部又は一部の停止」、「サイドポケット」⁸等を挙げている。

③ ストレス・テスト

FSB 最終報告は、個々のオープンエンド型ファンドに対し、流動性リスク管理を促進すべく、ストレス・テストの実施を義務付ける旨提言している。

これを受けて、IOSCO ガイダンスは、ストレス・テストが、規制当局のガイドラインを前提として、様々なストレス・シナリオ（ヒストリカル・データ及びフォワード・ルッキングな仮定に基づき策定）を想定したものであるべき旨提言している。

⁶ FSB 最終報告の定義によれば、「オープンエンド型ファンド」は、公募・私募を問わない。また、ETF を含むが、MMF は含まない。

⁷ ファンドの大量償還を喚起するような不安定な市場環境下において、償還した投資家に適切な償還コストを負担させるべく、当該投資家におけるファンドの純資産価値（NAV）の調整を許容し、その他の投資家の持分希薄化を防止する仕組みをいう。

⁸ 「別勘定」、「別ポートフォリオ」の意で、流動性の低い資産に投資する際に用いられる、投資家からの解約請求に応じないファンド資産をいう。

3. IOSCO ガイダンスの国内実施へ

(1) 府令レベルでは具体的な内容に踏み込まず

内閣府令案は、IOSCO ガイダンスの提言を受け、「投資運用業者における、オープンエンド型公募投資信託の流動性リスク管理についての行為規制を整備するもの」⁹である。

内閣府令案が求めていることは、オープンエンド型公募投資信託に係る運用財産または信託財産の運用に関し、保有する有価証券その他の資産の流動性に係る管理について権利者または受益者の解約の申入れに応ずることができなくなることを防止するための「合理的な措置」を講ずること、にとどまる。

すなわち、府令レベルでは、オープンエンド型公募投資信託の流動性リスク管理に係る「合理的な措置」の具体的な内容に踏み込まない、ということになる。

この点について、金融庁は、「なお、流動性リスク管理体制に関する具体的な内容については、自主規制機関である一般社団法人投資信託協会においても、IOSCO の提言を踏まえた流動性リスク管理のあり方を検討の上、投資信託等の運用に関する規則の改正を予定しており、同協会において、同規則改正案のパブリックコメントが行われております。」¹⁰としており、実質的に、「合理的な措置」の具体的な内容を自主規制に委ねている。

(2) 社内規則で流動性リスク管理態勢の整備へ

2020年4月10日、投資信託協会は、「投資信託等の運用に関する規則」等の改正案（以下、「自主規制案」）を公表している（意見募集期間は5月8日に終了）¹¹。

自主規制案の内容は、図表1のとおりである。

図表1 投資信託協会による流動性リスク管理態勢の整備等（案）

該当規則	項目
「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4、新設	流動性リスク管理態勢の整備 公募投資信託（注1）を設定・運用している委託会社等（注2）は、内閣府令案に定める「合理的な措置」を講ずるため、各号に掲げる事項を踏まえた社内規則を定め、必要な態勢（流動性リスク管理態勢）の整備を行うものとする。
	(1) 流動性リスクの管理プロセス（注3）
	イ) 流動性リスクの評価
	① 公募投資信託の商品設計の段階から償還までのライフサイクルを通じて、投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネル、想定される投資家の特性、設定・解約の条件、ストレス・テストの結果、市場環境等を考慮した上で、個別の公募投資信託の流動性リスクを評価すること。
	② 公募投資信託の財産に、他の投資信託や外国籍投資信託等を含む場合には、必要に応じて、当該他の投資信託または外国籍投資信託等における流動性リスクの管理プロセ

⁹ 前掲脚注1 金融庁ウェブサイトより引用

¹⁰ 脚注9に同じ

¹¹ 投資信託協会ウェブサイト参照 (<https://www.toushin.or.jp/publiccomment/ichiran/21550/>)

該当規則	項目
	<p>スにかかる必要な情報や間接的に保有している原資産の流動性リスクを考慮し、投資信託の流動性リスクを評価すること。</p> <p>ロ) モニタリング</p> <p>① 個別の公募投資信託に係る流動性リスクに基づく保有基準の策定</p> <p>委託会社等が業務範囲として定めている全ての投資対象資産について、流動性の程度に応じて階層に分類し、最も流動性が高い階層の下限保有率と最も流動性の低い階層の上限保有比率を定めること。原則として以下の階層の分類（売却可能日数や条件を勘案した区分）を設けること。なお、委託会社等の判断により以下の分類方法と異なった分類を採用する場合には、その概要について自社のホームページにおいて公表すること。</p> <p>I. 高流動性資産：…最大3営業日 II. 中流動性資産：…4営業日から7営業日 III. 低流動性資産：…マーケットインパクトを考慮して7営業日以上かかるもの IV. 非流動性資産：…7営業日以上かかり、かつ顕著なマーケットインパクトが生じるもの</p> <p>② 個別の投資信託に係る流動性リスクのモニタリング</p> <p>委託会社等は、商品特性や設定・解約の条件等に応じて、各投資信託の各階層の比率について定期的に適切な頻度でモニタリングを実施し、そのモニタリング方法や結果等について証拠を保存すること。</p> <p>③ 上限・下限保有比率超過確認時の報告等</p> <p>委託会社等が行っているモニタリングにおいて、①に基づいて個別の投資信託に設定した保有比率の上限を上回っていること、又は下限を下回っていることが確認された場合には、社内規則で定められた手続き等により、社内において運用指図の執行状況等について監督等を行っている会議体等（取締役会等）の適切な報告先に報告すると共に、必要に応じて更に詳細な流動性分析を実施し、受益者への情報の提供やポートフォリオの変更の検討等、適切な対応を取ること。</p>
<p>「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4、新設</p>	<p>ハ) ストレス・テスト</p> <p>公募投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネルまたは想定される投資家の特性、設定・解約の条件等を勘案した上で、ストレス・テスト実施規定を策定し、この規定に基づいて自社が設定・運用する公募投資信託について、必要に応じてかつ定期的に適切なストレス・テストを実施し、状況に応じて更に詳細な流動性分析を実施し、ポートフォリオの変更の検討等、適切な対応を取ること。</p> <p>ニ) コンティンジェンシー・プラン</p> <p>公募投資信託にかかる流動性に関する緊急時対応策（コンティンジェンシー・プラン）を策定し、その有効性について適宜検証し、必要に応じて新たな流動性リスクへの対応手段の追加等を検討すること。</p> <p>ホ) 流動性リスクの管理プロセスの定期的見直し</p> <p>公募投資信託の流動性リスクの評価と管理につき、これを定めた社内規則等や利用している分析ツール、緊急時対応策等の有効性を少なくとも年に1回以上検証し、必要に応じて改定すること。</p>
<p>「投資信託等の運用に関する規則」第1条の2、新設</p>	<p>(2) 取締役会等による監督</p> <p>流動性リスク管理を適切に実施することを確保し、流動性リスク管理態勢が適切で効果的であるかどうかを評価する流動性リスク管理担当者を任命し、取締役会等に対し、流動性リスクに関する管理の状況と必要に応じて適切に追加的な流動性分析等が実施されているのか等について、定期的に報告させ、自社の管理体制が適切で効果的であることを確認すること。</p> <p>取締役会等で自社の流動性リスク管理態勢が不十分であると判断した場合には、適切に態勢の見直し等を行う等の必要な措置をとることを担当者に指示し、その実施状況を確認</p>

該当規則	項目
	<p>すること。 取締役会等において、自社の流動性リスク管理態勢が適切で有効であることを検証する際には、次に掲げる事項を考慮すること。</p> <p>イ) 追加的な分析・管理ツール等を使用することが必要となった場合において、予算、人員等の十分なリソースが確保されているか。</p> <p>ロ) 関係当局等からの要請に基づいて短期的な対応が必要となった場合において、予算、人員等の十分なリソースが確保されているか。</p> <p>ハ) 社内や監督官庁、受益者に対する報告が状況に応じて迅速に実施される態勢となっているか。</p> <p>ニ) 設定・解約の停止等の各種流動性リスク管理ツールの使用について、これの使用開始等について決定する責任者が定められているか。</p> <p>ホ) 設定・解約の停止等の各種流動性リスク管理ツールの行使方針について、明確に書面化されているか。</p>
<p>「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4、新設</p>	<p>(3) 受益者等への開示 委託会社等は自らが設定・運用している公募投資信託において、投資信託財産で保有している資産の流動性が極端に低下したこと等により追加設定や一部解約を停止した場合には、速やかに自社のホームページその他の方法にて、当該事象が生じていることや今後の見通し等について開示すること。</p> <p>(4) 記録の保存 流動性リスク管理態勢が有効に機能していることを示す証拠を過去10年間分、保存すること。</p>
<p>「交付目論見書の作成に関する規則」第3条第1項第2号②ロ</p>	<p>「流動性リスクに関する事項」の追加 (注4) (注5) ファンドの流動性リスクについて、どの様な状況で顕在化する可能性があるのかに関する説明、及びこれによる投資者（受益者）からの解約請求に対する制約等に関する説明</p>
<p>「交付目論見書の作成に関する規則」第4条の2、新設</p>	<p>流動性の低い資産に投資するファンドに係る注意喚起文言 「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4第1号ロに基づき委託会社等が定める「最も流動性が低い階層に属する資産」が投資信託財産の大半を占めるファンドで、信託期間中に受益者からの解約請求が集中したこと等による繰上償還が困難なファンドについては、次に掲げる措置を講じること。</p> <p>① 交付目論見書の表紙に換金性に欠ける旨を目立つように表示すること</p> <p>② 交付目論見書の「投資リスク」の欄に換金性に欠ける旨（換金性に欠けることとなる可能性が高い旨を含む。）及びその影響を記載すること</p>

(※) 下線部は、IOSCO ガイドンスの提案と照らして、筆者が重要と考える項目。

(注1) 株式等の現物資産を用いて設定・交換を行うものを除く。

(注2) 「投資信託及び投資法人に関する法律」第2条第11項に規定する投資信託委託会社及び同法第47条に規定する委託者非指図型投資信託の受託者となる信託会社等をいう。

(注3) 適用（予定）は2022年1月1日（早期適用可）だが、猶予期間が設けられている。具体的には、委託会社等においてシステムの構築等における自社の状況を踏まえた合理的な実施計画を策定し、当該実施計画に定めた完了期日までに実施することで足りる。

(注4) 適用（予定）は2022年1月1日（早期適用可）だが、猶予期間が設けられている。具体的には、「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4第1号（流動性リスクの管理プロセス）を実施するための社内体制が整った段階から実施することで足りる。

(注5) 信託期間中に受益者からの一部解約請求へ応じることが困難であることが想定される私募投資信託に準用される。

(出所) 自主規制案より大和総研金融調査部制度調査課作成

自主規制案には、IOSCO ガイダンスの提案にあるとおり、ストレス・テストの実施が明記されている（「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4第1号ハ）。ストレス・テストの実施を含む流動性管理態勢の整備は、各投資運用業者の実情を踏まえた社内規則の策定により行う、という落としどころとなっている。ストレス・シナリオには、今回のようなパンデミックを組み込むことが必須となろう。

また、自主規制案には、IOSCO ガイダンスの提案にあるとおり、“first-mover advantage” 対策としての流動性リスク管理ツール（p.3 参照）の導入を想定した対応が明記されている。具体的には、受益者等への開示（「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4第3号）や、交付目論見書への記載（「交付目論見書の作成に関する規則」第3条第1項第2号②ロ、同第4条の2）である。

4. 2022年1月1日からの適用（予定）だが、早期適用が望まれる？

内閣府令案及び自主規制案は、2022年1月1日からの適用を予定している¹²。

もともと、自主規制案によれば、各投資運用業者の判断による早期適用を認めている。投資運用業者としては、仮に新型コロナウイルス感染症（COVID-19）感染拡大がもたらす流動性懸念が重大ではないのであれば、そのことを市場に示すには、自主規制案の早期適用が望ましいものとする。

なお、投資信託協会によれば、「令和2年6月開催予定の自主規制委員会及び理事会において規則等の一部改正等を行うことを目標とする」¹³とあることから、早ければ6月にも内閣府令案及び自主規制案の最終化が行われる見込みである。

以上

¹² さらに、自主規制案の一部については、一定の猶予期間が設けられている（図表1（注3）・（注4）参照）。

¹³ 前掲脚注11 投資信託協会ウェブサイト「【別紙1】『投資信託等の運用に関する規則』等の一部改正等に関する意見募集について」より引用