

2014年12月11日 全7頁

いよいよ適用開始 投信制度改革 投資信託の運用規制強化

投資信託の運用財産の内容（リスク量）についての制限

金融調査部 主任研究員
鈴木利光

[要約]

- 2014年12月1日より、投資信託制度改革が実施されている。
- 本稿では、当該改革のうち、投資信託の運用規制強化（投資信託の運用財産の内容（リスク量）についての制限）の概要を簡潔に説明する。
- 従来、投資信託の運用財産の内容（リスク量）についての制限としては、内閣府令におけるデリバティブ取引に係るリスクの制限、投資信託協会の規則における投資対象等への一定の制限に限られていた。
- しかし、ファンド・オブ・ファンズの普及等を通じて、商品の複雑化・リスクの複合化が進行しており、さらに、大きな信用リスクを抱えたいわゆる仕組債型の投資信託も存在している状況にあって、このような複合化したリスクや信用リスクを、説明・開示によってあらかじめ投資家に認識させることは困難である。また、そうしたリスクの軽減・分散が不十分な場合には、投資家にとって突発的・不連続な損失が発生し得る。
- そこで、そうしたリスク量をあらかじめ制限するような仕組みを構築する観点から、一般の投資信託制度改革では、投資運用業に関する禁止行為として、その受益証券の取得の申込みの方法が公募の方法により行われている委託者指図型投資信託に係る運用財産に関し、信用リスクを適正に管理する方法としてあらかじめ金融商品取引業者等が定めた合理的な方法に反することとなる取引を行うことを内容とした運用を行うことを追加し、信用リスクの分散を求めることとした。
- 本稿で取り上げた、投資信託の運用規制強化に係る改正は、2014年12月1日から実施されている。
- ただし、「信用リスクの分散」については、2014年12月1日時点で現に運用が行われている運用財産の場合、2014年12月1日から起算して5年間の経過措置が設けられている。

[目次]

■ 1. はじめに	2
■ 2. 投資信託の運用規制強化	2
■ 3. 施行スケジュール	6

1. はじめに

2014年12月1日より、投資信託制度の改革が実施されている。

本稿では、当該改革のうち、投資信託の運用規制強化（投資信託の運用財産の内容（リスク量）についての制限）の概要を簡潔に説明する。

2. 投資信託の運用規制強化

従来、投資信託の運用財産の内容（リスク量）についての制限としては、内閣府令におけるデリバティブ取引に係るリスクの制限、投資信託協会の規則における投資対象等への一定の制限に限られていた（図表1参照）。

図表1 従来の規制等：投資信託の運用財産の内容（リスク量）についての制限

	投資対象	信用リスク集中回避のための投資制限	デリバティブ	その他
法令	<ul style="list-style-type: none"> 主として特定資産に対する投資として運用することを目的とするを要する（※1） 証券投資信託は主として一項有価証券に対する投資として運用することを目的とするを要する（※2） 	<p>—</p> <p>（注1）</p>	<p>合理的方法により算出した「発生し得る危険に対応する額」が運用財産の純資産額を超える場合のデリバティブ取引の禁止（※3）（注2）</p>	<p>—</p>
投資信託協会規則	<ul style="list-style-type: none"> 開示の行われていない株式、一部外国投資信託等の組入規制（※4） ファンド・オブ・ファンズ（FoF）形態の投資規制（※5） MMF・MRFの投資対象の限定（※6） 	<ul style="list-style-type: none"> MMF・MRFに関する有価証券等の投資制限（※7） 投資信託の組入制限（投資信託によるFoFへの投資の原則禁止）（※8） 公募FoFにおける複数ファンドへの投資義務（※9） 	<ul style="list-style-type: none"> 「デリバティブ取引に係る評価損」又は「VaR やストレステスト等を活用して算出したリスク量」の上限界は純資産総額（※10）（注2） 店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に関する勧誘開始基準、注意喚起文書の交付等（※11） 	<ul style="list-style-type: none"> 信用取引、有価証券貸借、空売り、資金借入等の制限（※12） 適合する顧客を想定することができない投資信託の取得勧誘の禁止（※13）

（注1）本稿で取り上げた投資信託の運用規制強化に係る改正で手当てされた部分

（注2）国内投資信託にのみ適用

（※1）「投資信託及び投資法人に関する法律」（投信法）2条1項・2項参照

- (※2) 投信法 2 条 4 項参照
- (※3) 「金融商品取引業等に関する内閣府令」130 条 1 項 8 号・「投資信託及び投資法人に関する法律施行規則」271 条 1 項 8 号参照
- (※4) 「投資信託等の運用に関する規則」(運用規則) 11 条・12 条 1 項参照
- (※5) 運用規則 22 条参照
- (※6) 「MMF 等の運営に関する規則」(MMF 等規則) 2 条・19 条等参照
- (※7) MMF 等規則 6 条・22 条参照
- (※8) 運用規則 12 条 4 項参照
- (※9) 運用規則 23 条参照
- (※10) 運用規則 17 条・「デリバティブ取引に係る投資制限に関するガイドライン」参照
- (※11) 「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に関する規則」(複雑投信規則) 参照
- (※12) 運用規則 15 条参照
- (※13) 複雑投信規則 3 条参照
- (出所) 「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」第 5 回「事務局説明資料」p. 15
ただし、同資料の表中の根拠条文は、大和総研金融調査部制度調査課が加筆等し注(※)で表記

しかし、ファンド・オブ・ファンズ等の普及等を通じて、商品の複雑化・リスクの複合化が進行しており、さらに、大きな信用リスクを抱えたいわゆる仕組債型の投資信託も存在している状況にあって、このような複合化したリスクや信用リスクを、説明・開示によってあらかじめ投資家に認識させることは困難である。また、そうしたリスクの軽減・分散が不十分な場合には、投資家にとって突発的・不連続な損失が発生し得る¹。

そこで、そうしたリスク量をあらかじめ制限するような仕組みを構築する観点から、今般の投資信託制度の改革では、投資信託の運用規制強化に係る改正として、次の(1)(2)(3)のような改正が施されている。

(1) 信用リスクの分散

信用リスクの分散という観点からは、次のような禁止行為が追加されている²。

【信用リスクの分散（法令）】

<投資運用業者の禁止行為の追加>（委託者指図型投資信託）

投資運用業に関する禁止行為として、以下を追加する。

- その受益証券の取得の申込みの勧誘が公募の方法により行われている委託者指図型投資信託に係る運用財産に関し、信用リスク^(※1)を適正に管理する方法としてあらかじめ金融商品取引業者等が定めた合理的な方法に反することとなる取引を行うことを内容とした運用を行うことを追加する^(※2)。

¹ 「投資信託・投資法人法制の見直しに係るワーキング・グループ 最終報告」（2012 年 12 月 7 日）p. 10 参照
(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1.html)

² 金融庁「平成 25 年金融商品取引法等改正（1 年半以内施行）等に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」（2014 年 6 月 27 日）参照
(<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140627-13.html>)

<委託者非指図型投資信託の信託財産の運用に関する禁止行為の追加>

委託者非指図型投資信託の信託財産の運用に関する禁止行為として、以下を追加する。

- ▶ その受益証券の取得の申込みの勧誘が公募の方法により行われている委託者非指図型投資信託の信託財産に関し、信用リスク^(※1)を適正に管理する方法としてあらかじめ信託会社等が定めた合理的な方法に反することとなる取引を行うことを内容とした運用を行うことを追加する^(※3)。

(※1) ここでいう「信用リスク」とは、「保有する有価証券その他の資産について取引の相手方の債務不履行その他の理由により発生し得る危険」をいう。

(※2) 「金融商品取引業等に関する内閣府令」130条1項8号の2参照

(※3) 「投資信託及び投資法人に関する法律施行規則」271条1項9号参照

上記の改正は、図表1でいうと、従来は手当されていなかった、法令による「信用リスク集中回避のための投資制限」に該当する。

上記の改正のうち、委託者指図型投資信託に係る運用財産についての信用リスクの適正な管理の方法（合理的な方法）については、投資信託協会の制定する「投資信託等の運用に関する規則」（以下、「運用規則」）17条の2において、次のような具体的な考え方が規定されている。

【信用リスクの分散（投資信託協会）：

信用リスクの適正な管理の方法（合理的な方法）】^(注1)^(注2)

- (ア)一の者に係るエクスポージャーの投資信託財産の純資産総額に対する比率が、「株式等エクスポージャー」^(※1)、「債券等エクスポージャー」^(※2)、そして「デリバティブ等エクスポージャー」^(※3)といった区分ごとに、それぞれ10%、合計で20%を超えないように運用する方法
- (イ)価格、金利、通貨若しくは投資信託財産の純資産総額の変動等により（ア）の比率を超えることとなった場合に、超えることとなった日から1ヵ月以内に調整を行うことが困難な場合には、その事跡を明確にした上で、出来る限り速やかに当該比率以内に調整を行う方法

(注1) 「証券投資信託の設定当初、解約及び償還への対応並びに投資環境等の運用上やむを得ない事情があるとき」（運用規則17条の2第1項但書き）は、（ア）（イ）によらないことも認められる。

(注2) 運用規則12条2項の規定に従い、投資信託財産の純資産総額の5%の範囲で運用している組入投資信託証券については、この規定は適用しない（運用規則12条2項参照）。

(※1) 株式及び投資信託証券の保有をいう。

(※2) 有価証券（※1に掲げるものを除く。）、金銭債権（※3に掲げるものを除く。）及び匿名組合出資持分の保有をいう。

(※3) 為替予約取引その他の運用規則15条各号に定める取引（信用取引、株式の借入れ、有価証券の貸付、債券貸借取引など）及びデリバティブ取引により生じる債権をいう。

(出所) 運用規則17条の2第1項参照

なお、金融庁は、「各投資信託委託会社が、自らの責任において、信用リスクを適正に管理する方法について、独自に創意工夫を行うこと及び改良を重ねることは、否定されるものではない

い」³としている。

(2) デリバティブ取引を行う場合のリスク量制限

図表1のデリバティブ取引を行う場合のリスク量制限については、投資制限の閾値である「金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動その他の理由により発生し得る危険に対応する額としてあらかじめ委託会社が定めた合理的な方法により算出した額」⁴における「合理的な方法」を、次の3つの方式としている。

【デリバティブ取引を行う場合のリスク量制限（投資信託協会）：「合理的な方法」】

(ア)簡便法：

各デリバティブ取引等の想定元本が投資信託財産の純資産総額を超えないように管理する方法

(イ)標準的方式

金融商品取引業者に対する自己資本比率規制における「市場リスク相当額」の算出方法のうち、標準的方式の市場リスク相当額の算出方法を参考に用いたリスク量が、投資信託財産の純資産総額の80%以内となるよう管理する方法

(ウ)VaR方式

金融商品取引業者に対する自己資本比率規制における「市場リスク相当額」の算出方法のうち、内部管理モデル方式（VaR方式）の市場リスク相当額の算出方法を参考に用いたリスク量が、投資信託財産の純資産総額の80%以内となるよう管理する方法

(出所) 運用規則17条2項、「投資信託等の運用に関する規則に関する細則」6条の2、「デリバティブ取引に係る投資制限に関するガイドライン」3(3)参照

(3) 外国投資信託の持ち込み及び組み込みに対する制限

我が国に持ち込まれる外国投資信託（オープン・エンド型に限り、外国ETFを除く。）又は我が国の投資信託に組み込まれる外国投資信託（外国市場（外国金融商品市場又は外国の店頭市場）に上場または登録されているもの及び外国市場における取引が予定されている場合を除く。）についても、原則として前記(1)(2)の規制が適用される⁵。

ただし、我が国に持ち込まれる外国投資信託については、前記(1)(2)によらないことが認められる場合がある。

³ 金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2014年6月27日）
<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140627-13.html>

⁴ 運用規則17条1項

⁵ 「投資信託等の運用に関する規則に関する細則」3条、日本証券業協会の制定する「外国証券の取引に関する規則」16条（外国投資信託受益証券の選別基準）8・9及び同17条（外国投資証券の選別基準）6・7参照

まず、前記（1）の信用リスクの分散に係る規制については、「外国投資信託受益証券及び外国投資証券の選別基準におけるデリバティブ取引の制限及び信用リスクの管理に係る Q&A」（以下、「外国投信 Q&A」）の Q9 等で国内投資信託と同様の管理方法が例示されているが、管理会社が適当と認めるリスク管理手法により信用リスクを管理することを妨げるものではないこととしている。例えば、EU 域内の国で設定された外国投資信託に関して管理会社等が UCITS に係る EU 指令に準拠した当該国の法令に基づく管理を行うことは基本的には「合理的な方法」（p. 4 参照）と認められると考えられるが、個別の外国投資信託ごとの管理実態を確認する必要があることとされている⁶。

そして、前記（2）のデリバティブ取引を行う場合のリスク量制限については、外国投信 Q&A の Q6・7 で国内投資信託と同様の「合理的な方法」（p. 5 参照）が例示されているが、管理会社等が適当と認めるリスク管理手法により信用リスクを管理することを妨げるものではないこととしている。例えば、EU 域内の国で設定された外国投資信託に関して管理会社等が UCITS に係る EU 指令に準拠した当該国の法令に基づく管理を行うことは基本的には「合理的な方法」（p. 4 参照）と認められると考えられるが、個別の外国投資信託ごとの管理実態を確認する必要があることとされている⁷（Q8）。

また、我が国の投資信託に組み込まれる外国投資信託についても、前記（1）（2）の規制の適用が任意とされる場合がある。

まず、前記（1）の信用リスクの分散に係る規制については、当該外国投資信託におけるエクスポージャーがリスクスルーできる場合であって、かつ、運用規則 17 条の 2 等に従って国内の投資信託証券において信用リスクを管理している場合には、その適用は任意とすることが認められる⁸。

そして、前記（2）のデリバティブ取引を行う場合のリスク量制限については、当該外国投資信託の投資信託財産に関し、日々の基準価額が取得できる等、デリバティブ取引から発生し得る危険を適切に把握できる場合であって、かつ、運用規則 17 条に従って国内の投資信託においてデリバティブ取引を適正に管理している場合には、その適用は任意とすることが認められる⁹。

3. 施行スケジュール

本稿で取り上げた、投資信託の運用規制強化に係る改正は、2014 年 12 月 1 日から実施されている。

ただし、前記 2.（1）の信用リスクの分散に係る規制（前記 2.（3）により我が国に持ち込まれる外国投資信託又は我が国の投資信託に組み込まれる外国投資信託に適用される場合を

⁶ 外国投信 Q&A の Q17 参照

⁷ 外国投信 Q&A の Q8 参照

⁸ 「投資信託の運用に関する規則に関する細則」3 条（2）ヨ但書き参照

⁹ 「投資信託の運用に関する規則に関する細則」3 条（2）カ但書き参照

む。)については、2014年12月1日時点で現に運用が行われている運用財産について、2014年12月1日から起算して5年間の経過措置が設けられている。なお、経過措置期間中であっても、当該運用財産について信用リスクを適正に管理する方法が定められたときは、その時点から改正後の規定が適用される。

以上