

ファンドニュース

流動性規制の動向



はじめに

金融安定理事会（FSB）は、2023年12月20日、最終報告書「オープンエンド型ファンドにおける流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応にかかる政策提言（改正版）」（以下、FSB 政策提言）を公表した。併せて、証券監督者国際機構（IOSCO）は、「希釈化防止のための流動性管理ツール:『集団投資スキームの流動性リスク管理に関する提言』の有効な実施のためのガイダンス」（以下、IOSCO ADT ガイダンス）を公表した。当該2つの報告書は、2022年11月にIOSCOから公表された「流動性リスク管理に関するテーマレビュー」および2022年12月にFSBから公表された「オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチに対する2017年の政策提言の有効性評価」の結果を受けた追加的な取り組みの一環であり、2023年7月の市中協議文書に寄せられた意見を踏まえ最終化されたものである。

さらにIOSCOは、2025年5月27日に「集団投資スキームの流動性リスク管理に関する提言」の改訂版（以下、IOSCO 提言）および「流動性リスク管理に関する提言の効果的な実施のためのオープンエンド型ファンド向けガイダンス」（以下、IOSCO ガイダンス）を公表した。IOSCO 提言とIOSCO ガイダンスは、FSB 政策提言の改訂の内容を反映し、IOSCO ADT ガイダンスを取り込み、直近の流動性リスク管理に関するグッドプラクティスおよび市場イベントを反映したものとなっている。

FSB 政策提言およびIOSCO 提言などの公表を受け、オープンエンド型ファンド（以下、OEF）の流動性リスク管理を強化する観点から、希釈化防止流動性管理ツール（以下、希釈化防止 LMT）について一段の活用余地等が見込まれる。本ファンドニュースにおいて、FSB 政策提言およびIOSCO 提言などの概要を解説し、今後の流動性規制についての示唆を示す。

FSB 政策提言の概要

FSB は2016年に「資産運用業の活動からの構造的な脆弱性に対応する政策提言案」を公表した。FSB は当該政策提言のうち、「ファンド投資とファンドユニット解約に係る契約条件間の流動性ミスマッチに関する提言」の内容の改訂につき、2023年7月に市中協議文書を公表し、2023年12月に最終化した。

FSB 政策提言の改訂は、資産の流動性に基づいてOEFの解約条件をより明確にするとともに、ファンドの設定と解約に関する流動性コストを設定投資家と解約投資家に課すことで、OEFの構造的な流動性のミスマッチおよび潜在的な先行者利益を緩和することを主たる目的としている。具体的には、ファンドを投資対象資産の流動性に応じて主に3つの区分（高流動性ファンド、低流動性ファンド、非流動性ファンド）に分類し、低流動性ファンドについて希釈化防止LMTを用いた流動性リスク管理を要求すること、非流動性ファンドについて長期間の解約停止期間や解約代金受渡期間を設定すること（カテゴリーアプローチ）などの提言がなされている。改訂後のFSB 政策提言（全体）の内容は以下の通り。

カテゴリー	提言の内容
情報の適切性と透明性	規制当局は、OEFの流動性リスクをモニタリングおよび評価するために、運用会社からデータを収集すべきであり、既存の報告要件が十分に詳細かつ適切であるか、報告頻度が十分であるかについて確認を行うべきである（提言1）。また規制当局は、ファンドの流動性リスクおよび流動性リスク管理ツールの利用可能性に係る透明性を確保するため、既存の投資家への開示項目を評価すべきである（提言2）。
ファンド設計時および継続的な流動性リ	OEFの投資戦略および資産の流動性は、約款に定める償還条件と整合している必要があり、また、保有資産の流動性に応じて、平常時およびストレス時の双方における償還条件を提供すべきである（提言3）。規制当局は、平常時およびストレス時の双方における広範なLMTの利用可能性を確保すべきである（提言4）。また規制当局は、解約の先行者利

ファンドニュース

流動性規制の動向



リスク管理の適切性	益を減らすために OEF の希釈化防止 LMT を確保することが要求されている。希釈化防止 LMT には、償還を行う投資家に対する資産の売却が市場に与える重大な影響を含めた明示的、黙示的なコストを加味すべきである（提言 5）。さらに規制当局は、金融安定化リスクを軽減させるために個々の OEF に対するストレステストに係るガイダンスを提供すべきである（提言 6）。
流動性リスク管理ツールおよびストレスのある市場環境に対処するための方針の適切性	規制当局は、特にストレス時において OEF が数量基準の LMT やその他の流動性管理手段を利用する際の明確な意思決定プロセスの構築を促進すべきである（提言 7）。また規制当局は、特にストレス時において OEF が数量基準の LMT やその他の流動性管理手段の利用に関するガイダンスを提供すべきである（提言 8）。
市場流動性に関する追加考慮事項	規制当局は、ファンド等による一括売りの影響を潜在的に把握することができるよう金融システム全体のストレステストの導入を検討すべきである。

なお、2023 年 7 月に公表された市中協議文書からの大きな変更点として、以下の点があげられる。

- ・ カテゴリーアプローチについてさらなる明確化（カテゴリー間の再分類に関する説明の追加（日中または非常に高い頻度での再分類は想定していない）、分類にあたっての閾値については各国当局の裁量に委ねる）
- ・ 特に低流動性ファンドに対する希釈化防止 LMT の使用拡大および使用に関する一貫性の向上が焦点であることを明確化

IOSCO ADT ガイダンスの概要

IOSCO は、改訂後の FSB 政策提言を実施面で補足し、希釈化防止 LMT に関する詳細なガイダンスを提示するために IOSCO ADT ガイダンスを策定した。改訂版の FSB 政策提言は、具体的な内容について IOSCO ADT ガイダンスを参照していることから、FSB 政策提言と IOSCO ADT ガイダンスは 1 つのセットとして組み合わせて読むものとされている。IOSCO ADT ガイダンスの内容は以下の通り。

カテゴリー	提言の内容
希釈化防止流動性管理ツール	流動性リスク管理の枠組みの一環として、運用するファンドごとに適切な流動性管理ツールを選択、使用すべき
流動性コストの適切な調整	希釈化防止流動性管理ツールにおいて、流動性コストは明示的成本（例：売買手数料、取引税、決済費用）と暗黙的成本（例：ビッドアスク・スプレッド、マーケットインパクト）の双方を課すべき

ファンドニュース

流動性規制の動向



閾値	ファンドに重要な希釈化の影響をもたらさないように、希釈化防止流動性管理ツール適用開始の閾値は適切であるべき
ガバナンス	希釈化防止流動性リスク管理ツールの使用に関する明確な意思決定プロセスを含む、流動性リスク管理プロセスに関する十分かつ適切なガバナンス体制を構築すべき
投資家への開示	投資家が投資判断に流動性コストを適切に組み込み、導入に伴う潜在的な悪影響を緩和できるように、希釈化防止流動性管理ツールの設計、適用等を明確に開示すべき

IOSCO ADT ガイダンスにおいて示されている希釈化防止 LMT は以下の 5 類型に分類される。

類型	手法
スイング・プライシング (Swing Pricing)	ファンドの基準価額を、純募集または純償還から生じる流動性コストを反映したスイング・ファクターを適用して調整する（追加解約に関するコストを当該請求をした投資家にチャージする仕組み）
ビッドまたはアスク価格での評価 (Valuation at Bid or Ask Prices)	仲値での評価から、資金のネットフローの方向性に応じてビッド/アスク価格の評価に切り替える（ネット解約超の場合は流動性コストを差し引いた NAV を算出。ネット出資超の場合は売値で NAV を計算する仕組み）
デュアル・プライシング (Dual Pricing)	評価ポイントごとに 2 つの基準価額を計算する（既存の投資家を保護するために、追加解約に関するコストを固定手数料として当該請求をした投資家にチャージする仕組み）
希釈化防止賦課金 (Anti dilution Levy)	変動する賦課金/手数料をファンドの基準価額に上乗せ/から差し引き、設定投資家が支払う最終価格を引き上げたり、解約（償還）投資家が受け取る価格を引き下げたりして、流動性コストを転嫁する（大量の追加解約に関するコストを当該請求をした投資家にチャージする仕組み）
申込手数料/解約（償還）手数料 (Subscription/Redemption Fee)	申込/解約（償還）の際、ファンドの基準価額に一定の賦課金/手数料を加算/控除する。不動産仲介手数料や公証人手数料など、取引手数料が固定の資産に投資するファンドや、取引コストの変動が少ないファンドに適する（解約者に流動性コストを手数料として賦課する仕組み）

なお、2023 年 7 月に公表された市中協議文書からの大きな変更点として、以下の点があげられる。

- ・ 希釈化防止 LMT の利用 (IOSCO ADT ガイダンス 2)
「運用するファンドごとに少なくとも 1 つの希釈化防止 LMT を利用すべき」としていたものを、「運用するファンドごとに適切な希釈化防止 LMT を利用すべき」に変更
- ・ マーケットインパクトを考慮した見積り、プロラタアプローチ (IOSCO ADT ガイダンス 3)
マーケットインパクト：見積りにある程度の不確実性があることを考慮し、以下のような事項が追加された。
 - マーケットインパクトを合理的に見積ったことを当局に証明できるようにすべきであること
 - 重要なマーケットインパクトを流動性コストの調整に組み込むためのフレームワークとプロセスを

ファンドニュース

流動性規制の動向



開発するのには時間がかかる可能性があり、マーケットインパクトの計算に関して業界とのさらなる協力が必要であること

- プロラタアプローチ：比例按分に従ってファンド資産の売買が全ての投資家の最善の利益にならないと判断した場合、ポートフォリオの選択された個々の保有銘柄で取引を行う際に予想される流動性コストをより正確に反映するように、流動性コストの見積りを調整することができること

IOSCO 提言・IOSCO ガイダンスの概要

IOSCO が 2025 年 5 月 27 日公表した、IOSCO 提言の内容は以下の通り。

カテゴリー	提言の内容
ファンドの設計プロセス (提言 1～5)	管轄区域の流動性要件に準拠した効果的な流動性リスク管理プロセスを策定すべきである（提言 1）。集団投資スキームの解約義務およびその他の負債に応じた適切な流動性閾値を設定すべきである（提言 2）。OEF の投資戦略と資産の流動性を、ファンドの設定および解約を規定する条件と整合させ、運用資産の大部分を流動性の低い資産に投資する OEF を組成する際には少ない解約頻度や長期の通知期間等の適用を検討すべきである（提言 3）。販売チャンネルに関連する流動性を考慮すべきである（提言 4）。流動性リスク管理に関連する情報にアクセスまたは効果的に見積もることができることを確かめるべきである（提言 5）。
流動性リスク管理ツールおよび措置 (提言 6～7)	運用する個々の OEF に対して、通常時およびストレス下の市場環境の両方において、堅固な流動性リスク管理実務の一環として、現地の法律および規制が許容する範囲において、広範な流動性リスク管理ツール（LMT）および手段を検討し、適用すべきである（提言 6）。運用する OEF における構造的な流動性ミスマッチから生じる重要な投資家の希釈化および潜在的な先行者利益を軽減すべきである。投資家がファンドの設定および償還に関連する流動性コストを負担することを確保すべきである。希釈化防止 LMT の使用に一貫したアプローチを取るべきである。希釈化防止 LMT により、設定および償還を行う投資家に対して、償還に対応するための資産売却による市場への影響を含む、設定および償還の明示的および暗黙的なコストを課すべきである（提言 7）。
ストレステスト (提言 12)	ポートフォリオに保有されている資産の流動性を定期的に評価すべきである（提言 8）。投資決定に流動性管理を組み込むべきである（提言 9）。流動性リスク管理プロセスは、事前に流動性不足を特定できるべきである（提言 10）。流動性リスクについて包括的な見通しが立てられるよう関連データを流動性リスク管理プロセスに組み込むべきである（提言 11）。
ガバナンス (提言 13～15)	流動性リスク管理プロセスに関して十分かつ適切なガバナンス体制を整備すべきである（提言 13）。適用可能な LMT および流動性管理措置が必要に応じて使用され、発動された場合は迅速かつ秩序立った方法で実行されることを確かめるために、コンティンジェンシープランを策定し、定期的にテストすべきである（提言 14）。流動性リスク管理プロセスの実施に関して適切な記録を保持し、関連する開示を行うべきである（提言 15）。

ファンドニュース

流動性規制の動向



投資家開示と 当局報告（提 言 16～17）	流動性リスク管理プロセスを、投資家および潜在的投資家に効果的に開示すべきである（提言 16）。希釈化防止 LMT、数量ベースの LMT およびその他の流動性管理措置の目的および運用に関する明確な開示を行うことにより、潜在的な悪影響の引き金を軽減すべきである（提言 17）。
------------------------------	--

IOSCO が 2018 年に公表している提言からの主な改訂内容は、冒頭で示している通り以下の 3 点である。

- ・ FSB 政策提言の改訂の内容の反映
- ・ IOSCO ADT ガイダンスの取り込み
- ・ 直近の流動性リスク管理に関するグッドプラクティスおよび市場イベントの反映

FSB 提言の改訂と同様、カテゴリーアプローチに関連する改訂が注目されている。IOSCO 提言および IOSCO ガイダンスにおいては、資産の流動性分類とポートフォリオレベルでのカテゴリーの分類について、詳細なガイダンスが示されている。

資産の分類においては、資産が①市場に大きな影響を与えずに容易に現金に換金できるかどうか、②これが通常の市場状況とストレスのかかった市場状況で異なるかどうかの 2 つの要素を考慮して分類することとされている。3 つの資産の分類が示されており、それぞれの区分の資産の特徴は以下の表の通り。IOSCO ガイダンスにおいては、米国やスペインのルールにおいて、上場株式についても取引量や価格のボラティリティを考慮することや直近のデータを利用して分類判定を実施することが要求されていることなどが紹介されている。

分類	資産の特徴
流動性資産	<ul style="list-style-type: none">・ 通常の市場状況でもストレスのかかった市場状況でも、大きな市場への影響なく容易に現金に換金できる資産
低流動性資産	<ul style="list-style-type: none">・ 流動性が市場状況に左右されるものの、通常の市場状況においては、市場に大きな影響を与えることなく容易に現金化できる資産・ ストレスの掛かった市場状況においては、大幅な割引なしに容易に現金化できない可能性があり、その評価額を確実に評価することがより困難になる可能性がある資産
非流動性資産	<ul style="list-style-type: none">・ 流通市場での取引がほとんど、あるいは全く行われず、通常の市場環境下でも売買が困難で時間を要する資産（例えば、数日ではなく数週間または数カ月）・ 非流動性資産の個々の取引は、市場価値に影響を与える可能性が高い

ポートフォリオレベルでのカテゴリーの分類においては、区分別の投資対象資産の割合などに応じて、3 つのカテゴリーに区分することが提案されている。各カテゴリーのポートフォリオの特徴と要求事項などは以下の通り。クリフエッジ効果（例えばカテゴリーが変わり、解約期間が日次より長くなることで投資家に大きな影響を与えること）を抑制するため、カテゴリーの変更の頻度は低くおさえるべきとされている。そのため、3 つの主要カテゴリの 1 つに明確に当てはまらない場合は、3 つのカテゴリーに適用されるどの取扱いを適用するかを決定する際に、慎重なアプローチをとるべきとされている。

ファンドニュース

流動性規制の動向



分類	ポートフォリオの特徴・要求事項
1（高流動）	主に（例示：50%超）流動性資産に投資しているファンド <ul style="list-style-type: none">流動性資産は、通常およびストレス下に著しい市場価格の変化なしに現金化可能日次流動性を許容流動性リスク管理の強化を要求
2（低流動）	主に（例示：50%超）低流動性資産に投資しているファンド <ul style="list-style-type: none">希釈化防止流動性リスク管理ツール（LMT）の利用を条件に日次流動性を許容希釈化防止 LMT 利用の適切性は当局に証明できること
3（非流動）	非流動性資産に重要な割合で（例示：30%超）投資しているファンド <ul style="list-style-type: none">日次流動性より低頻度の追加・解約請求を要求長期の解約通知期間、解約代金受渡期間の導入を要求クローズドエンド型ファンドの検討

おわりに

FSB と IOSCO が最終報告書を公表したことで、各管轄区域は今後、カテゴリーアプローチの適用の検討、希釈化防止 LMT に関する流動性規制の整備実施段階に移行する。日本においては、投資信託の制度・税制に関する専門委員会の下に「流動性規制に関する検討部会」を設置し、流動性に応じたファンドのカテゴリーをどのように行うか、希釈化防止 LMT としてどのような方法が考えられるかが検討されており、今後の議論の進捗について注視していく必要がある。特に低流動に分類されるファンドについては、希釈化防止 LMT の利用を条件に、日次流動性が許容されることとされている点に留意が必要である。

IOSCO ガイダンスにおいて、小型株や新興国株ファンドについては日次取引の OEF として設計することはガイダンスと整合しているが、希釈化防止 LMT の利用を検討すべきとされている。したがって、日本で運用されている OEF について、一定程度のファンドは IOSCO 提言に定められている低流動ファンドに区分される可能性がある。本ファンドニュース執筆時点において、日本の資産運用業界における希釈化防止 LMT の利用は、信託財産留保金の利用が考えられるが、本ツールは固定額で設定されている事例が多く、FSB および IOSCO が求める希釈化防止 LMT の基準に合致しない可能性があり、変動型の信託財産留保額の導入などが検討されている。

既存の信託財産留保額に代わり、新しい希釈化防止 LMT を導入する必要性が生じた場合、関連規制等の再整理や実務慣行の見直しが必要となると考えられる。投資資産および OEF の流動性分類を行うにあたって、分類基準の整理やシステム対応などが必要となってくる可能性も十分に考えられる。

欧州、英国においては、長期投資目的の機関投資家が自らの投資価値の保全を図るために資産運用業者に希釈化防止 LMT の利用を求めたため、希釈化防止 LMT の利用に関する実務が発展している。既に希釈化防止 LMT の性能の優劣が資産運用業者の市場競争力、投資家層拡大の重要要素となっている。日本においても、機関投資家におけるオルタナティブ投資等、流動性が低い資産へ投資するファンドへの投資が増加していること、投資信託における未上場株式の組み入れも可能となり、流動性リスク管理の重要性は今後高まっていくも

ファンドニュース

流動性規制の動向



のと考えられ、海外における実務も参考にし、日本の資産運用会社においてもアセットクラスに応じた流動性リスク管理が必要になってくると考えられる。

内容にご質問などございましたら、以下のお問い合わせフォームからご連絡いただければと思います。文中の意見にわたる部分は筆者の私見であることを申し添えます。

PwC Japan 有限責任監査法人
金融事業部 資産運用グループ
ディレクター 若本裕介

本冊子は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本冊子の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本冊子に含まれる情報は正確性または完全性を、(明示的にも暗示的にも)表明あるいは保証するものではありません。また、本冊子に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかったことによって発生した結果について、PwC Japan 有限責任監査法人、およびメンバーファーム、職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

© PricewaterhouseCoopers Japan LLC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.