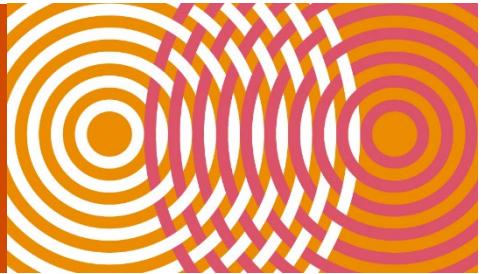


# ファンドニュース

## ファンドにおける流動性リスク管理態勢整備



2020年10月

### はじめに

証券監督者国際機構(IOSCO)から提言<sup>1</sup>された公募集団投資スキームを運用している主体に対する流動性リスク管理態勢の強化を踏まえ、2020年6月4日に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(以下「流動性規制」)を整備する「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」<sup>2</sup>が公布された。

また、2020年6月11日に自主規制機関である一般社団法人投資信託協会は、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、流動性リスク管理態勢に関する具体的な内容を規定する「投資信託等の運用に関する規則」、「投資信託等の運用に関する規則に関する細則」、「交付目論見書の作成に関する規則」(以下「投信規則」)を一部改正<sup>3</sup>した。本内閣府令および「投資信託等の運用に関する規則」等は2022年1月1日より施行される。

今回、日本のオープンエンド型投資信託において流動性規制が求められる背景は、ストレス時において投資家がファンド持分を換金できないリスクを回避するという投資家保護目的とストレス時においてファンドによる資産の投げ売りに伴うシステムリスクを防止するという資本市場安定化目的という二つの側面がある。これは銀行における流動性規制が、個々の銀行における取付けに伴うリスクを減少させることを目的とし、また金融システム全体を保護することを目的とすることと同じ趣旨である。<sup>4</sup>

このニュースレターでは、流動性規制のうち投資の流動性分類、ストレステストの規制内容を紹介し、米国規制、EU規制との違いを明らかにし、今後の検討課題について考えてみたい。なお、文中の意見にわたる部分は筆者の私見である。

<sup>1</sup> 詳細は金融庁およびIOSCOホームページ参照

[IOSCOによるファンドの流動性リスク管理改善のための提言およびグッドプラクティスの公表について](#)

<sup>2</sup> 詳細は金融庁ホームページ参照

<sup>3</sup> 詳細は投資信託協会ホームページ参照

<sup>4</sup> 銀行における流動性規制の意義については、ジョン・アーマー／ダン・オーレイ／ポール・ディヴィス／ルカ・エンリケス／ジェフ・リー・N・ゴードン／コリン・メイヤー／ジェニファー・ペイン(2016)「金融規制の原則」第15章を参照

## 投資の流動性分類

流動性規制の下、委託会社は、個々の公募投資信託の保有資産について、流動性の程度に応じて階層に分類し(原則として以下の階層分類)、最も流動性が高い階層の閾値の下限と最も流動性の低い階層の閾値の上限を定める必要がある。

その上で委託会社は、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(取締役会や運用委員会等)の適切な報告先に報告するとともに、必要に応じてさら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が求められる。

下の表は日本における流動性規制と米国ミューチュアルファンドに適用される流動性規制<sup>5</sup>を比較したものであり、概ね日本の規制は米国規制と類似している。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が要求されている。

カテゴリー	投信規則における定義	米国ミューチュアルファンド
高流動性資産	マーケットインパクトを考慮しても売却可能日数が最大3営業日以内と合理的に判断されるもの	現金および現在の市場環境で、著しい市場価格の変化なしに、3営業日以内に現金化できる投資
中流動性資産	マーケットインパクトを考慮して売却可能日数が4営業日から7営業日以内と合理的に判断されるもの	現在の市場環境で、著しい市場価格の変化なしに、3日超7日以内に現金化できる投資
低流動性資産	マーケットインパクトを考慮して売却可能日数が8営業日以上かかると合理的に判断されるもの	現在の市場環境で、著しい市場価格の変化なしに、7日以内に売り手をみつけることが合理的に期待できるが、決済に7日以上かかると期待される投資
非流動性資産	売却可能日数が8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と合理的に判断されるもの	現在の市場環境で、著しい市場価格の変化なしに、7日以内に売り手をみつけることが合理的に期待できない投資

ここで、高流動性資産の下限保有率、非流動性資産の上限保有率をどのように設定するかが論点になるが、米国の規制が参考になるであろう。米国規制において、高流動性資産への投資割合の下限をファンドの実態に合わせ適切に決定し、ファンドの取締役会が承認すること、ファンドは非流動性資産に対する投資割合が純資産額の15%の額を上回ることができないことが要求されている。

しかし、米国規制は原則として2019年6月1日より適用開始(非流動性資産の上限等は2018年12月1日より適用開始)、純資産額10億ドル未満のファンドについては2019年12月1日より適用開始(非流動性資産の上限等は2019年6月1日より)で始まったばかりである。テクノロジーを利用してどのように大量にあるデータを効果的にファンドの取締役会に報告するかという実務上の課題<sup>6</sup>が既に挙がってきているが、引き続き今後の課題について注視する必要がある。なお、EU規制ではこのような数値基準はない。

<sup>5</sup> 米国規制の詳細は [1940年投資会社法セクション 270.22e-4 参照](#)

<sup>6</sup> PwC 米国法人が実施したサーベイ結果はリンク先 1.4 参照 [Current developments for mutual fund directors](#)

## ストレステスト

流動性規制の下、委託会社は、公募投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、証券会社、登録金融機関等の販売取扱い窓口の属性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を定める社内規則を策定し、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、適切な対応を取る必要がある。

ここで、ストレステスト実施を定める社内規則をどのように策定するかが論点になるが、EU規制が参考になるであろう。欧州証券市場監督局(ESMA)が作成したガイドライン<sup>7</sup>において、流動性ストレステストはファンドのリスク管理フレームワークの一環として実施すること、流動性ストレステスト方針を策定すること、最低でも年次に(四半期以上を推奨)流動性ストレステストを実施すること、仮説および過去のシナリオを利用すること、データの利用可能性に留意すること(安易な仮定を置かないこと、第三者モデルの信頼性を確保すること、専門家による定性判断を含めること)などが求められている。特にESMAガイドラインにおいて、過去のシナリオの具体例として2008年から2010年のグローバル金融危機、2010年から2012年の欧州債務危機をあげている点や仮説の具体例として金利上昇、信用スプレッドの広がり、政治イベントをあげている点は大いに参考になるであろう。

もともとEU規制におけるストレステストの実施は私募ファンドの形態が多いAIF<sup>8</sup>は必須で、公募ファンドであるUCITS<sup>9</sup>は必要に応じて実施することになっている。しかし、ESMAのガイドラインは2020年9月30日より適用されることから、今後の実務上の課題について注視する必要があり、また公募ファンドであるUCITSへの適用の広がりにも留意する必要がある。なお、米国規制ではこのようなストレステストの規制はない。

## まとめ

このニュースレターでは、流動性規制のうち投資の流動性分類については先行導入されている米国規制との違いを考察し、ストレステストについては先行導入されているEU規制との違いを考察し、グローバルにおけるファンドの流動性規制の動向を注視する重要性を明らかにした。

最後に今後の流動性規制の課題を二点挙げたい。第一は、システムリスクへの対応である。流動性規制の目的の一つは金融システム全体を保護することである。今回の流動性規制は委託会社を対象にした規制となっており、委託会社が流動性リスク管理態勢を強化することで投資家保護を図ることを主な目的としている。もう一つの目的である金融システム全体の安定化を図るという目的を達成するために、当局はファンドおよび他の機関投資家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金融システム全体に関するストレステスト導入の是非について継続的な議論が必要であろう。例えばEUではファンドのさまざまなデータが当局報告を通じて収集され、2019年9月ESMAは「投資ファンドのストレスシミュレーション」と題して報告書を公表している。<sup>10</sup>地域金融機関や機関投資家による私募投資信託を含めたファンド投資のプレゼンスが高まっていることを考えると、当局は金融安定保護装置としてのマクロプルーデ

<sup>7</sup> EU 規制の詳細は [ESMA ガイドライン](#) を参照

<sup>8</sup> Alternative Investment Fund (AIF) の規制は [リンク](#) 先第 16 条参照

<sup>9</sup> Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) の規制は [リンク](#) 先第 40 条参照

<sup>10</sup> [Stress simulation for investment funds 2019](#)

ンス政策を有効に行うために、広範囲にデータを収集し、意味のある方法で分析し、その結果を公表する仕組みを検討する必要があると考えられる。<sup>11</sup>

第二は、私募投資信託への範囲の拡大である。現行の流動性規制は、流動性の低い資産に投資する私募投資信託についても、商品説明書面において、流動性リスクの説明および流動性リスク管理体制を目立つように表示することが求められている。一方で、地域金融機関は複雑なリスクプロファイルを有する投資信託に多数・多額の投資をするなど、複雑な商品の運用態勢・リスク管理態勢に課題が見られる点が指摘<sup>12</sup>されている。米国の流動性規制は公募のミューチュアルファンドを対象としているが、EUの流動性規制は私募ファンド形態が多いAIFの方が公募ファンドであるUCITSよりも詳細な流動性リスク管理の規定が設けられている。例えば、AIFを管理するマネージャーは資産の中に占める非流動性資産の割合や流動性リスク管理に関する新たな施策を定期的に投資家へ報告すること、またAIFを管理するマネージャーは毎年ストレステストの結果を当局へ報告することになっている。<sup>13</sup>日本においても商品説明書類における開示面だけでなく、流動性規制の範囲を私募投資信託にも広げるべきか継続的な議論が必要であろう。

PwC あらた有限責任監査法人  
第三金融部(資産運用)  
パートナー 久 保 直 翔

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、起こされなかつたことによって発生した結果について、PwCあらた有限責任監査法人、およびメンバーフーム、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。

© 2020 PricewaterhouseCoopers Aarata 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](http://www.pwc.com/structure) for further details.

<sup>11</sup> ストレステストにおける情報収集と分析の重要性については、ジョン・アーマー／ダン・オーレイ／ポール・デイヴィス／ルカ・エンリケス／ジェフリー・N・ゴードン／コリン・メイヤー／ジェニファー・ペイン(2016)「金融規制の原則」第19章を参照

<sup>12</sup> 詳細は[金融庁ホームページ](#)参照

<sup>13</sup> [リンク](#)先第23条、第24条参照