

OEFの流動性リスク管理に関するIOSCOの市中協議報告書の概要

目次

I. はじめに

II. OEF（オープンエンド型ファンド）の流動性リスク管理での問題

1. OEFの流動性リスク管理と流動性管理ツール（LMT）
2. IOSCOによる指針案の策定を促した要因、経緯
3. 指針の目的と範囲

III. 希釈化防止流動性管理ツール（LMT）のデザインと使用の枠組み、主な要素

1. 希釈化防止LMTのデザインと使用の全般的な枠組み
2. 要素①：希釈化防止LMTの種類
3. 要素②：希釈化防止LMTの流動性コストへの調整（カリブレーション）
4. 要素③：希釈化防止LMTの適切な発動の閾値

IV. 要素④：希釈化防止流動性管理ツール（LMT）使用プロセスの監督（ガバナンス）

1. ガバナンス委員会による監督
2. 勧告／決定のレビュー、経営陣／ボードへの報告、第三者の役割

V. 要素⑤：希釈化防止流動性管理ツール（LMT）の運用の投資家への開示

VI. 希釈化防止LMTの導入への障害と阻害要因を克服する

1. ネガティブな認識
2. 市場全般の構造的及び運営面の障害
3. 可能性がある解決策

VII. 結論に代えて

参考1：IOSCOのLMTに関する指針案に対して市中協議報告書で求められた質問

参考2：IOSCOの“集団投資スキームの流動性リスク管理に関する提言”と実施状況

2023年8月24日

佐志田晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

OE F の流動性リスク管理に関する IOSCO の市中協議報告書の概要

要約

2020年3月の市場混乱では、現金確保のためファンドから急速に資金が流出した。OE F（オープンエンド型ファンド）の構造的脆弱性（流動性ミスマッチ）のため、投資家は先行者利益を意識して解約を急ぎ、資産価格の変動を増幅させたとみられる。FSB と IOSCO は OE F の流動性リスク管理の強化に協調して取り組み、成果を市中協議報告書として公表した。

IOSCO の市中協議報告書は、先行者利益を削減するため、OE F 運営の責任主体に希釈化防止 LMT（流動性管理ツール）使用の枠組み整備や使用を監督するガバナンスの強化、投資家への適切な開示を求めている。指針案は注意すべき要素を具体的に論じているが、特定のツールの使用を促すのではなく責任主体が検討すべき諸要素をまとめたものである。

IOSCO の希釈化防止 LMT に関する指針案の要点（枠組みと 5 つの要素）は以下の通り。

①枠組み：責任主体は、OE F の構造的流動性ミスマッチから生じる希釈化と潜在的な先行者利益の軽減のため、流動性リスク管理の一環として、規制上の要件に従い、希釈化防止 LMT の適切な内部システム、手続き、統制を整備すべきである。

②種類：責任主体は、OE F の構造的流動性ミスマッチによる希釈化と潜在的な先行者利益を軽減するために、各 OE F に対して少なくとも 1 つの適切な希釈化防止 LMT を検討して使用すべきである。

③調整（カリブレーション）：責任主体が使用する希釈化防止 LMT は、投資家に推定流動性コスト（市場インパクトを含む、購入・解約に伴う明示的／暗黙の取引コスト）を課すべきである。責任主体は、ツールの調整が平常時でもストレス時でも適切かつ慎重なことを、当局に示せなければならない。

④発動の閾値：責任主体が希釈化防止 LMT 発動の閾値を設定する場合、閾値はファンドに重大な希釈化の影響を与えないように、適切かつ十分に慎重でなければならない。

⑤ガバナンス：責任主体は、希釈化防止 LMT の使用に関する明確な意思決定プロセスを含め、流動性リスク管理プロセスに関する適切なガバナンス態勢を整備しなければならない。

⑥開示：責任主体は、投資家の認識の向上と投資判断への流動性コストの組入れ、トリガー効果の悪影響軽減のため、希釈化防止 LMT の目的と運用の明確な開示を行うべきである。

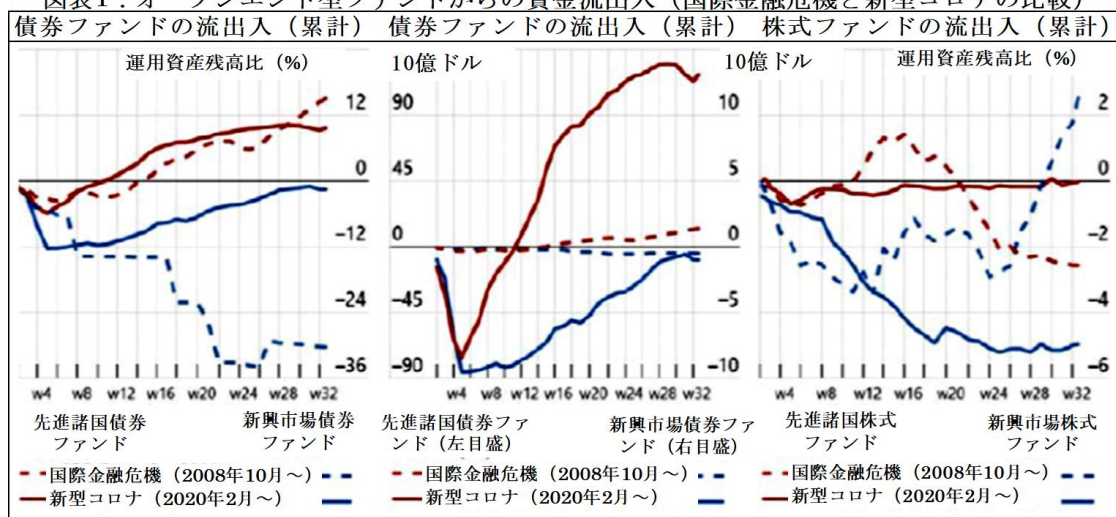
OE F の流動性リスク管理に関する IOSCO の市中協議報告書の概要

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに

2020年3月の新型コロナショックでは、大規模な流動性確保の動き（dash for cash：現金への駆け込み）が発生し、各種のファンドで解約、資金流出が急速に広がった。オープンエンド型ファンド（OE F）には構造的な流動性ミスマッチがあり、解約請求に応じるための資産売却が金融市場混乱を増幅させたとみられる。これを受けて、OE F に流動性リスク管理の改善を促すことが金融規制当局の重要な課題だと認識された。FSB と IOSCO は協議して対処し、各法域での流動性管理に関する提言の実施状況の調査などを行ってきた。

図表1：オープンエンド型ファンドからの資金流入（国際金融危機と新型コロナの比較）



出所：FSB"Holistic Review of the March Market Turmoil", November 2020, Graph 4.2より作成

検討結果を踏まえて IOSCO は、今年 7 月に「希釈化防止流動性管理ツール—集団投資スキームにおける流動性リスク管理の有効な実施のための指針⁽¹⁾」を公表、同時に FSB からは「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：FSB による 2017 年の政策提言の改正⁽²⁾」が公表されている。本稿では IOSCO の流動性リスク管理の実施の指針についての市中協議報告書を紹介する。

II. OE F（オープンエンド型ファンド）の流動性リスク管理での問題

1. OE F の流動性リスク管理と流動性管理ツール（LMT）

流動性リスク管理は、OE F の秩序ある運営と投資家の利益の保護に極めて重要であり、OE F の流動性需要の影響を弱め、システミックリスクの軽減にも重要な役割を果たす。

1 IOSCO : "Anti-dilution Liquidity Management Tools –Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes" July, 2023

2 FSB : "Consultation report on Addressing Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds – Revisions to the FSB's 2017 Policy Recommendations" July, 2023

OEF への投資家は、通常は NAV（純資産）で応募（購入）・解約するが、NAV が常に取引コストを反映するわけではないため希釈化が生じる。結果としてファンドに残る投資家が流動性提供のコストを負担することになりかねず、投資家保護の懸念が生じる。また、金融安定の観点からは、OEF の投資家が“先行者利益”を求めて行動する懸念がある。

低流動性資産に投資し短期間で解約できる OEF は、特に流動性ミスマッチに晒され、投資家に他の投資家より先に解約する動機が生じる。これは過度な解約と OEF のポートフォリオ資産売却を引き起こし、市場変動拡大と資産価格への追加的圧力をもたらしかねない。

こうした懸念に対処するには、OEF の責任主体が効果的に流動性を管理できる枠組みを持つことが重要であり、投資家保護用の流動性管理ツールは金融安定リスクも軽減もできる。IOSCO の指針案は、OEF の購入／解約に伴う流動化コストを投資家に課すことを目的とする希釈化防止 LMT（流動性管理ツール）に焦点を合わせている。これは OEF の全般的な流動性リスク管理枠組みの重要な一部となる。

希釈化防止 LMT を適切に調整すれば、市場インパクトを含めて、取引の明示的及び暗黙のコストを解約する投資家に課して残る投資家を保護し先行者利益を軽減できる。LMT の使用は、平常時の市場状況にもストレス時にも適している。また、LMT をファンドの日々の運営に組み入れて使用を標準化すればクリフエッジ効果が避けられるし、投資家への適切な開示はスティグマ効果やレピュテーション上の懸念への防御になる。

2. IOSCO による指針案の策定を促した要因、経緯

OEF の流動性リスク管理に関して FSB は「構造的な脆弱性（流動性ミスマッチ）への対応」、IOSCO は「流動性リスク管理ツールに関する提言」を公表していたが、2020 年 3 月には多くの OEF が資産評価の変動を経験し、大規模な解約と市場流動性悪化に直面した。

IOSCO の評価委員会は、提言の実施状況をレビューして 2022 年 11 月に報告書⁽³⁾を公表、FSB も OEF の流動性ミスマッチに関する提言をレビューし 2022 年 12 月に報告書⁽⁴⁾を公表している。FSB と IOSCO は、希釈化防止 LMT は活用の余地があるとしている。

その後も FSB と IOSCO はフォローアップ作業を行い、IOSCO の希釈化防止 LMT の指針案と FSB による提言の改訂が準備された。両者は市中協議を経て 2023 年中に最終化の予定である。FSB の提言改訂を踏まえ IOSCO は、流動性リスク管理に関する提言、IOSCO によるグッドプラクティス及び指針を、2024 年に必要に応じて再検討する計画である。

³ IOSCO: “Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations”, November 2022

⁴ FSB: “Assessment of the Effectiveness of the FSB’s 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds”, December 2022

3. 指針の目的と範囲

指針案は、希釈化防止 LMT に関連する IOSCO の流動性リスク管理の提言の効果的な実施の支援を目指し、希釈化防止 LMT のデザインと使用の諸要素、ファンドのボードや経営陣、受託者による監督、投資家への開示、実施への障害の克服を対象としている。

指針案は、①IOSCO の提言を含む、既存の関連する政策提言、②最近の学術文献のレビュー、③希釈化防止 LMT をファンドが使用している法域でみられたグッドプラクティス、④業界の利害関係者や学界との交流、などに基づいて策定されている。

OEF の責任主体は主な責任を負い、流動性の管理に最も適した立場にある。指針案は、各希釈化防止 LMT について特定の調整を規定することや特定のツールの使用を促すものではなく、LMT の使用に際して責任主体が検討すべき、主な運営、デザイン、監督、開示の要素を設定している。なお、OEF 部門は多様であり汎用的な解決策はない。責任主体には投資家の最善の利益のために専門家としての健全な判断の行使が期待されている。

指針案では定量的な LMT やその他の流動性管理手段（取引の一時停止、解約のゲイト、現物での解約、サイドポケットと借入など）には焦点を当てていないが、責任主体は希釈化防止 LMT だけでなく、定量的な LMT を含む広範な流動性管理手段を常に検討し、最も効果的で適切なツールを決定すべきである。なお、ETF や MMF の構造的特性や流動性管理実務は他の OEF とは異なるため、指針案は ETF や MMF には適用されない。

III. 希釈化防止流動性管理ツール（LMT）のデザインと使用の枠組み、主な要素

IOSCO の指針案は、①全般的な枠組み、②LMT の種類、③LMT の調整、④LMT の発動、⑤使用プロセスの監督（ガバナンス）、⑥投資家への開示の 6 項目からなる。市中協議報告書では、各指針案の要点と関連する流動性リスク管理の IOSCO の提言を説明している。なお、市中協議報告書での各指針案に対する質問は、仮訳を本稿末に掲載した。

1. 希釈化防止 LMT のデザインと使用の全般的な枠組み

指針案 1、責任主体は、OEF の構造的な流動性ミスマッチから生じる投資家の希釈化及び潜在的な先行者利益を緩和するため、OEF の日常的な流動性リスク管理の一環として、希釈化防止の LMT の設計と利用に適用される規制上の要件に従い、常に適切な内部システム、手続き、統制を整備すべきである。

・関連する流動性リスク管理についての提言

提言 1：責任主体は、各法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 16：責任主体は、適用される流動性管理ツールが必要に応じて利用でき、発動された場合は迅速かつ整然とした方法で実施できるのを確実にすることを目的として、コンティンジェンシープランを設定し、定期的にテストすべきである。

提言 17：責任主体は、投資家を不公正な扱いから保護し、またはとりわけ CIS がその投資戦略から大幅に逸脱するのを防止するために、各地の法と規制で認められる範囲内で、追加的な流動性管理手段の導入を検討すべきである。

責任主体は、重大な希釈化を軽減して残る投資家を守るために、希釈化防止 LMT を用いて取引する投資家に取引コストを課すべきである。希釈化防止 LMT は、特にストレス時の市場状況下で、低流動性資産の流動化コストを考慮していない高い NAV を得ようとして投資家が先駆けて解約する潜在的リスクを削減できる。

責任主体は、OEF の全般的な流動性管理プロセスの一部として規制要件に準拠する詳細な枠組みを確立すべきで、この要素には、①使用される希釈化防止 LMT の種類、②流動性コストの適切な調整、③適切な発動の閾値、④ガバナンス、⑤投資家への開示を含む。

責任主体は諸要素を十分考慮して内部システム、手順、統制を制定すべきで、ファンドのマネージャーは、この枠組みで希釈化防止 LMT を系統的にデザインし流動性コストを推定、発動状況を日々の流動性管理の一部として評価できる。ガバナンスと継続的なレビューは、希釈化防止 LMT の意図した通りの使用と将来の使用を強化する情報の提供を確保する。投資家への開示は、LMT への認識を高め、流動性コストの投資判断への組み入れを促す。責任主体は、枠組みがどう実施されるかを当局に示せなければならない。

資産評価（バリュエーション）は極めて重要であり、古い資産評価は先行者利益の一因になる。責任主体は、投資家に示される価格の公平さ確保のためファンド資産の公正価値を表し、規制に従うように NAV を算出すべきである。IOSCO はこれに関連する「集団投資スキームの評価に係る原則」を 2013 年に公表している。なお、ストレス時などで公正な資産評価に確信が持てず、流動性コストの妥当な推定ができない場合は、希釈化防止 LMT よりも定量的な LMT などを使用することが適切だろう。

2. 要素①：希釈化防止 LMT の種類

指針案 2. 流動性リスク管理の枠組みの一部として責任主体は、OEF の構造的な流動性ミスマッチから生じる投資家の希釈化及び潜在的な先行者利益を軽減するため、運用している OEF 毎に少なくとも 1 つの適切な希釈化防止 LMT を検討し使用すべきである。

・ 関連する流動性リスク管理についての提言

提言 1：責任主体は、各法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 17：責任主体は、投資家を不公正な扱いから保護し、またはとりわけ CIS がその投資戦略から大幅に逸脱するのを防止するために、各地の法と規制で認められる範囲内で、追加的な流動性管理手段の導入を検討すべきである。

IOSCO は 5 つの希釈化防止 LMT を特定している。流動性リスク管理の提言では、希釈化防止賦課手数料とスイングプライシングが“先に解約するのが有利と投資家が感じる資産にファンドが投資している場合に特に適切”だとしている。また、IOSCO の“グッドプラクティス”ではスイングプライシング、希釈化防止賦課手数料 (levy) とビッド／アスク価格での資産評価に注意を向けている。加えて、デュアル (二重の) プライシングと応募 (購入) /解約手数料を、希釈化防止 LMT として認識している。

①スイングプライシング：ファンドの NAV (通常はミッドプライスで計算) に対してネットの購入・解約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。全ての投資家が、同じスイングプライスを支払うか受領する。

②ビッド／アスク価格での資産評価：ミッドプライスでの資産評価からネットの資金フローに応じビッド／アスク価格での評価に変える。NAV は、資金流出時はビッドプライス、資金流入時アスクプライスで評価される。全ての投資家が同じ価格を支払うか受領する。

③デュアル (二重の) プライシング：2 つの NAV を算定する。一つの導入方法は、資産のアスクプライスとビッドプライスで NAV を計算し、購入する投資家はアスクプライスの NAV を支払い、解約する投資家はビッドプライスでの NAV を受領する。別のやり方では、ミッドプライスで算定したファンドの NAV に“調整可能プレッド”を設定し、解約にはビッドプライス、購入にはオファープライスを適用する。2 つの価格の差は、妥当な機関の推定によるスプレッドで、市場状況に応じた流動性コストを反映する。

④希釈化防止賦課手数料(levy)：変動する賦課手数料をファンドの NAV (ミッドプライスで計算) に加減し、購入する投資は支払う最終価格が上昇、解約する投資家では低下して流動性コストを効果的に賦課する。ネットの資金流入にに基づき全投資家に同じ賦課手数料を課すことも、個々の投資家の資金流入に基づく賦課手数料を課すこともできる。

⑤応募 (購入) /解約手数料：購入／解約に応じて固定の賦課手数料／手数料を NAV に加減する。流動性コストをカバーしファンドが利を得るため、取引する投資家に手数料を課す。不動産仲介手数料や公証料などの固定の取引コストかかる資産に投資するファンドや取引コストの変動が小さいファンドには、とりわけ適切だろう。

希釈化防止 LMT の調整方法や市場状況への応答性は様々であり、ストレス時などの大きな流動性コストには、調整するか他の希釈化防止 LMT の支えが必要なことがある。例えば、応募 (購入) /解約手数料は、大きな流動性コストでの引き上げやネット流出に

応じて調整する段階的アプローチをとるべきだろう。なお、法域毎の OEF 規制や運営環境及び販売チャネルの違いは、LMT の利用可能性や運用の実行可能性に影響する。

責任主体は、流動性コストの投資家への賦課を目指して運用する各 OEF に少なくとも 1 つの適切な希釈化防止 LMT を検討、使用すべきである。なお、下記の指針案 3 で示すように、ストレス時などでは調整や他の希釈化防止 LMT の支援を許容すべきである。

3. 要素②：希釈化防止 LMT の流動性コストへの調整 (カリブレーション)

指針案 3. 責任主体が使用する希釈化防止 LMT は、購入する投資家および解約する投資家に対して推定された流動性コスト、すなわち、購入または解約に伴う明示的及び暗黙の取引コスト（購入または解約に伴う資産の購入または売却が市場に与える大きな影響を含む）を課すべきである。使用される希釈化防止 LMT に関わらず責任主体は、(当局の監督アプローチに沿って) 当局に対して、防止ツールの調整が平常時及びストレス時の市場環境のいずれにおいても、適切かつ慎重なものであることを示せなければならない。

・関連する流動性リスク管理についての提言

提言 16：責任主体は、適用される流動性管理ツールが必要に応じて利用でき、発動された場合は迅速かつ整然とした方法で実施できるのを確実にすることを目的として、コンティンジェンシープランを設定し、定期的にテストすべきである。

提言 17：責任主体は、投資家を不公正な扱いから保護し、またはとりわけ CIS がその投資戦略から大幅に逸脱するのを防止するために、各地の法と規制で認められる範囲内で、追加的な流動性管理手段の導入を検討すべきである。

希釈化防止 LMT は推定された流動性コストを投資家に課するためファンドのマネージャーは流動性コストを推定しなければならない。IOSCO の指針案は、同様な特質のファンドで首尾一貫したアプローチを提供するため、流動性コスト算出の枠組み提供を目指す。

(1) 流動性コストの構成要素～明示的な取引コストと暗黙の取引コスト

通常、推定流動性コストは、ファンドが低流動性資産を含むポートフォリオの全資産のプロラタの 1 部分を売買するときに想定される取引コストされる。ただし、常にプロラタで売買すべきということではなく、ファンドのマネージャーは、投資家全体の最善の利益のために、実際のトレーディング戦略を適切に判断しなければならない。

流動性コストの推定では首尾一貫した算出アプローチを促し、投資家の公平な扱いを目指す。流動性コストは、明示的な取引コストと暗黙の取引コストから成る。明示的に課される取引コストには、仲介手数料、取引手数料、税金、決済手数料が含まれ、これらは通常は安定的で、取引前に定量化できる。責任主体は、各資産に適用される明示的な取引コストを特定し、また、以前の取引やブローカーとの契約、適切な場合は第三者を参照した

確認などを用いて、高いレベルの確実性で概算額を算定できなければならない。

ファンドの資産の取得・処分に間接的に課される取引コストは、ビッド・アスク・スプレッドと市場インパクトが主たる構成要素であり、資産や市場状況で変動する。スプレッドの大きさの範囲は、平常時の先進国市場株式なら 10 ベーシス以下、ストレス時のハイイールド社債では 5%以上になるだろう。ビッド・アスク・スプレッドの透明性は資産や取引施設によって様々で、株式や先物など集中された取引所での取引はより安定的かつ透明であり、社債などの OTC での取引はより変動し透明性が低い。

ストレス時の市場状況などで、責任主体がビッド・アスク・スプレッド決定に使用する情報源の信頼性が低下したときは、妥当な推定を得るために専門家の判断やトレーディングの経験、最善の努力を用いるべきで、全投資家の公平な扱いを目指すべきである。

責任主体は、妥当なインプットのため、適切な商業データベース、直接ブローカーから取得、同等な資産に基づく推定、歴史的データなどで情報を得なければならない。責任主体の中にはプライシングモデルを用いるものもあるが、こうしたモデルは、慎重にかつストレス時は流動性コストが高まることを適切に反映させて調整しなければならない。

(2) 大きな市場インパクト

市場インパクトは、資金フローに応じた取引に課される暗黙の取引コストである。OEF が市場の流動性と比べて規模が大きい取引を行うときは、取引の一部は市場で表示された“スクリーンプライス”外で執行されて市場価格が動く。市場インパクトの推定のインプットには、類似の市場条件での以前の取引を発注時の価格（当初のスクリーンプライス）と最終執行価格の差を比較した分析などがある。

定期的には取引されない固定利付債の場合、スクリーンプライスは執行可能な価格というよりは取引の誘いであり、また、より一般的にストレス時にはスクリーンプライスと実際の取引価格では大きな差がありうる。責任主体は、希釈化防止 LMT の調整に際して流動性のコストの算定に大きな市場インパクトを含めるべきであり、売買の前に取引の規模、資産クラス、市場構造、市場状況を考慮した評価が必要である。

市場インパクトを推定したらファンドのマネージャーは、枠組みに沿ってインパクトの重要性和希釈化防止 LMT の調整に組み入れることが適切かを評価すべきである。市場インパクトの調整は反復的なプロセスである。ファンドのマネージャーが経験を積み、調整を精緻化するための定期的なレビューによって時間と共に改善することが期待される。

(3) 様々な希釈化防止 LMT ではどのようにコストの構成要素を組み入れるか？

希釈化防止 LMT は、取引する投資家に流動性コストを課すことを目指すべきで、原則としては目的の達成を妨げる上限や制約を設けるべきではない。

①スイングプライシングのスイングファクターと希釈化防止賦課手数料は、しばしば定期的に調整され、安定的な明示的な取引コストと市場状況に依存する暗黙の取引コストを組み入れられ、市場状況に流動性が依存する資産に投資する OEF の希釈化防止 LMT として役立つ。責任主体は適切な専門性と利用するための運用面の手配が必要である。

②二重のプライシングやビッド／アスク価格での資産評価は、流動性コストが主にビッド・アスク・スプレッドから成る資産に主に投資する OEF に有用である。ただし、大きな市場インパクトや明示的な取引コストは、NAV の追加的な調整または他の LMT で考慮する必要がある。二重のプライシングが“調整可能スプレッド”アプローチで設定されている場合は、スイングプライシングのように、より変動を大きくして流動性コストを反映できる。なお、この場合も責任主体は専門性と運用面の手配が必要である。

③応募（購入）／解約手数料は、流動性コストの調整は他の希釈化防止 LMT と比べて変化が少ないため、あらかじめ分かっていた明示的な取引コストと安定的な暗黙のコストを捉えるのに適している。応募（購入）／解約手数料は、取引コストが一定か変動が少ない OEF に有用だろう。ただし、調整は保守的に行うべきであり、とりわけストレス時には、より高い流動性コストを反映するため、市場の変化に応じて上方修正できるべきだ。

(4) 流動性コストの範囲の開示

流動性コスト調整の通常範囲を開示する責任主体もあり、これは希釈化防止 LMT の効果への期待の設定を助け、規制当局の開示要件を満たすだろう。範囲の開示は投資家へのコミュニケーションに有益で先行者利益を求めた解約の削減に役立つが、希釈化防止 LMT の目的の達成を妨げる上限や制約と見なされてはならない。必要なら（ストレス時など）開示された範囲を越えた調整を可能にするメカニズムを整備すべきである。

(5) 信頼度に関する期待と推定方法の高度化

ビッド・アスク・スプレッドと市場インパクトは事前には計算できないため、希釈化防止 LMT に組み入れる流動性コストの全体は、最善の努力での推定が期待される。平常時は高い信頼度レベルで流動性コストを推定できるが、ストレス時はより困難になる。利用可能な情報にもとづき不確実性を考慮した専門家の判断に依存すべきだろう。

希釈化防止 LMT の種類に関らず、責任主体は、投資家の最善の利益を考慮し、調整が適切で堅実なことを当局に示せなければならない。これは定期的なバックテストと強固なガバナンスを含む強固な流動性管理枠組みで支えられなければならない。

推定の精巧さは、全般的な流動性管理枠組みとファンドの規模、戦略の複雑さ、資産クラスの種類とその市場の流動性、投資セクター、解約条件など、ファンドの全般的プロファイルに比例することが期待される。また、責任主体は判断と裁量がどう適用されたかを文書化し、継続的に推定を改善するためにモデルを定期的にレビューすべきである。

4. 要素③：希釈化防止 LMT の発動の適切な閾値

指針案 4. 責任主体が希釈化防止 LMT 発動の閾値を設定する場合、閾値は、ファンドに重大な希釈化の影響を与えないように、適切かつ十分に慎重なものでなければならない。

・関連する流動性リスク管理についての提言

提言 8：責任主体の流動性リスク管理プロセスは、強固で効果的なガバナンスによって支えられていなければならない。

提言 16：責任主体は、適用される流動性管理ツールが必要に応じて利用でき、発動された場合は迅速かつ整然とした方法で実施できるのを確実にすることを目的として、コンティンジェンシープランを設定し、定期的にテストすべきである。

投資家は OEF が集団的投資の便益を提供することを認識して、適切なコストも集団的に担うべきであり、取引コストの分担を予期すべきである。なお、希釈化防止 LMT 使用の適切な手順は整備されるべきだが、LMT が常に活用される必要はない。

様々なレベルで希釈化防止 LMT を発動するという設定は適切であり、OEF の規模やポートフォリオの特質、推定流動性コスト、投資家のプロファイル、過去の資金フローを考慮し、高すぎて重大な希釈化の影響が生じないように閾値を設定すべきである。また、低すぎると投資家への不必要なコストを生み出し、NAV の変動性を高めることになる。

ネットでみた応募か解約が事前設定された閾値を越えたときのみ発動する部分的スイングプライシングメカニズムが採用できるだろう。閾値を一定期間の資金フローの累計にもできる。低流動性資産に投資する OEF は、閾値をより保守的に設定すべきだろう。

NAV が事前に設定された複数の閾値と要素で調整される段階的なスイングプライシングモデルもあり、事前設定された資金流入の閾値への抵触に応じて異なるスイングファクターが適用される。応募と解約で異なる要素や、資産クラス、ファンドの規模、市場状況に対応した様々な段階的な要素も使用できる。少ない資金フローでもスイングが使用されることで、投資家がスイングプライシング使用で駆け引きする機会を削減できるだろう。

どちらのアプローチも、希釈化防止賦課手数料など他の LMT の使用時も適用できる。

OEF が投資する資産の推定された流動性コストでの閾値の設定も可能であり、市場ストレス時に、推定流動性コストが事前設定の水準を越えたら、資金フローに関わらず希釈化

防止 LMT を発動することが考えられる。閾値の適切性は、市場状況の変化を考慮した継続的レビューの対象とすべきである

IV. 要素④：希釈化防止流動性管理ツール (LMT) 使用プロセスの監督 (ガバナンス)

指針案 5. 責任主体は、希釈化防止 LMT の使用に関する明確な意思決定プロセスを含め、流動性リスク管理プロセスの適切なガバナンス体制を整備しなければならない。

・関連する流動性リスク管理についての提言

提言 8：責任主体の流動性リスク管理プロセスは、強固で効果的なガバナンスによって支えられていなければならない。

提言 15：責任主体は、流動性リスク管理プロセスのパフォーマンスに関して、適切な記録が保持され重要な開示が行われていることを、確実にすべきである。

提言 16：責任主体は、適用される流動性管理ツールが必要に応じて利用でき、発動された場合は迅速かつ整然とした方法で実施できるのを確実にすることを目的として、コンティンジェンシープランを設定し、定期的にテストすべきである。

流動性リスク管理の提言 8、15、16 は、効果的な流動性リスク管理プロセスのガバナンスの重要性を強調しているが、効果的な希釈化防止 LMT の使用でも同じである。責任主体は LMT の使用が目的達成に効果的なように、調整要素を定期的にレビューし精緻化すべきであり、OEF のガバナンス取決めに以下の指針を組み入れるべきである。

1. ガバナンス委員会による監督

(1) ガバナンス取決め、委員会の構成

責任主体は希釈化防止 LMT の内部ガバナンスについて適正で適切な取決めを持つべきである。取決めの目的は、希釈化防止 LMT が内部手順に従い、変化する市場状況を反映した特別な決定が、特にストレス状態ではファンドの業務管理者や販売業者などの外部の利害関係者を考慮して、適時かつ効率的に行われることを確実にすることである。

内部ガバナンス取決めは、最低限以下を含むべきである。①希釈化防止 LMT の適用の客観的な基準（発動の閾値など）、②希釈化防止 LMT の方法（調整の方法を含む）、③関係者（経営陣、リスク管理、業務管理など）とその機能、責任及び関係者を協調させる方法、④使用する情報とデータ源、⑤実行されるべき管理（希釈化防止 LMT の使用のレビューを含む）とその頻度、⑥希釈化防止 LMT の使用に関する勧告と決定及びその根拠の文書化、⑦対応強化のプロセス及び⑧ガバナンス組織による監督。

取決めは、ファンドのプロファイルに比例し、適切に文書化すべきである。また、不適切な変更がされないように内部手順の適正な承認レベルを想定すべきである。このために

は、ファンドのプライシングの利害関係者を集めたガバナンス委員会が多くの責任主体で適切だろう。委員会は、希釈化防止 LMT の監視に専念することも、より広い責任（流動性リスク管理の全側面の監視、投資家への公平な結果を求める責任）こともあるだろう。

ガバナンス委員会の構成は、利益相反の可能性と運営する OEF の特質を念頭に置いて責任主体の規模と組織に適切であるべきだ。ポートフォリオマネージャーがメンバーでないなら、責任主体は希釈化防止 LMT の使用に関する決定の情報をポートフォリオマネージャーに提供するプロセスを持つべきであり、マネージャーには、投資判断に際してそれを適切に評価するように求めるべきである。

(2) スキル、知識及びデータ

内部ガバナンス委員会は、個々にまたは集団として適正なスキルと知識を持った相応しい上位職者が、希釈化防止 LMT の使用の決定に関与することを確実にすべきである。また、運営する OEF の全ての重要な側面に関して勧告／決定を支えるための情報に基づく理解か、以下のような信頼できるデータを持つべきである。

- ・各ファンドのポートフォリオの流動性プロファイル、特に、取引ボリュームや取引の日数、資産評価の確実性及びビッド・アスク価格を提示する仲介業者の数などの適切な要素の分析に基づいた低流動性や低流動性資産へのエクスポージャー
- ・ファンドの投資家のプロファイル
- ・今までの及び予測された現金の流出入
- ・ビッド・アスク・スプレッドの情報、執行価格と提示されたビッド・アスク価格との差を含む、保有資産の市場の現状
- ・平均的な取引規模か平均を上回る規模の取引で見込まれる市場インパクトの観点での原資産の取引を執行する能力の評価
- ・流動性ストレステストのデータ
- ・責任主体、その代理人や他の販売ネットワークの関係者が、関連する希釈化防止 LMT を適用・調整するための運営面の準備

(3) ガバナンス委員会の勧告と決定

内部ガバナンス委員会の勧告と決定は各 OEF に適切でなければならない。異なる状況の異なる OEF では適用される要素／調整が異なる。また、希釈化防止 LMT 使用に関する内部ガバナンス委員会の全ての勧告と決定は適切に文書化されるべきである。責任主体は NAV の調整が行われた日数、決定の根拠と裏付けとなる文書の記録を保存すべきである。

2. 勧告／決定のレビュー、経営陣／ボードへの報告、第三者の役割

(1) 決定／勧告のレビューと対応措置強化のプロセス

ガバナンス委員会は、希釈化防止 LMT の使用と調整に関して、事前と事後のレビューをするべきであり、リスク管理手順では取決めをレビューする最低限の頻度を設定すべきである。責任主体は、自動的な対応措置の強化のきっかけになるか、レビューの実施を引き起こすようなトリガー事象の閾値を手順で特定することを検討すべきである。

事前のレビューは、LMT が市場状況の頻繁な変化、取引の傾向とポートフォリオ投資の決定を反映できるようにする。監視の取決めが即座に強化されるのを確実にするため、流動性のストレスが高まったときには措置を強化するプロセスがあるべきだろう。

経営陣はデータに基づく決定／勧告の事後的なレビューで LMT が効果的だったか評価し、将来の希釈化防止 LMT の使用を決定できる。事後的レビューには以下が含まれる。

- ・ポートフォリオ資産の取引の執行の質的評価、将来の取引での推定の改善を念頭に置いた調整要素（流動性コストを反映）と実際の取引価格の比較。
- ・ファンドの価値評価プロセスでの希釈化防止 LMT 実施の評価。例えば、NAV の誤りと関連する希釈化防止 LMT の要因のレビュー（不適切なスイングファクター、誤方向への価格のスイング、要素が実施条件を満たした時のスイング適用失敗など）。
- ・投資家を公平に扱うための、投資家の大きな解約の執行の前後のポートフォリオの比較。ポートフォリオの内、最も流動性が低い資産とその価格に特に焦点を合わせる。

(2) 経営陣またはボードへの報告

監督プロセスにより適正かつ適時に経営情報が作成され、責任主体の経営陣／ボードに報告され、ボードは情報を検討し全ての弱点に適切に対処すべきである。

経営情報の内容と量、だれがそれを検討するかについての取決めは、運営する OEF の特質と組織構造内での経営管理のレベルを考慮して適切に決定されるべきである。こうした取決めでは、最上位の経営陣が、プロセスが適切でファンドと投資家の最善の利益のために運営されていることを納得するため、明示的に流動性リスク管理プロセスを定期的に検討し、その際に適切な経営情報を活用していることを確実にすべきである。なお、これは内部監査機能によるレビューレポートでも行えるだろう。

(3) 受託者及び外部監査人の役割

ファンドの受託者や外部監査人などの第三者が、責任主体の価値評価、プライシング、取引プロセスの監視に義務を負う場合、彼らは希釈化防止 LMT の使用のために設定されたプロセスの実効性を定期的に評価すべきである。受託者や監査人にはファンドの価格と関連するガバナンス枠組みを独立して確認する役割がある。リアルタイムで確認する必要はないが、事後的な実施が期待される。第三者のレビューは、サンプルの直接的なレビュー

一や責任主体自身のバックテストへのレビューで行われる。発見事項は、内部管理情報と共に責任主体のボードが検討すべきである。なお、レビューの報告書を責任主体の規制当局と共有することは有益だろう。

V. 要素⑤：希釈化防止流動性管理ツール（LMT）の運用の投資家への開示

指針案 6. 責任主体は、投資家の認識を向上させ、その投資判断に流動性コストをより適切に組み入れ、潜在的なトリガー効果の悪影響を軽減できるようにするため、希釈化防止 LMT の目的及び運用（設計及び使用を含む）に関する明確な開示を行うべきである。

・関連する流動性リスク管理についての提言

提言 7：責任主体は、流動性リスク及び流動性リスク管理プロセスが、投資家及び見込み投資家に対して効果的に開示されていることを確保すべきである。

希釈化防止 LMT の透明性は投資家にとって重要であり、提供される情報の程度とタイミングは、透明性と LMT の有効性のバランスの検討が求められ、投資家が流動性コストをより投資判断に組み入れるのに役立つ、一方で、意図せざる非生産的な効果を避けるための適切なレベルが重要である。これは、投資家保護と金融安定の双方に関連する。

投資家が希釈化防止 LMT の含意を理解できるように OEF への投資前に十分な情報を提供されるべきで、それが流動性コストの投資判断への組み入れを促す。OEF の定款、目録見書で希釈化防止 LMT 運営の根拠や目的、メカニズムの含意を開示すべきである。

開示では、希釈化防止 LMT の主目的が、他の投資家の購入／解約によるコストの負担から残る投資家を保護し、投資家の公平な扱いを促進することを示すべきで、ファンドの文書はコストの構成要素の詳細を提示すべきである。また、開示では平常時とストレス時の市場状況とを区別するべきである。

OEF の中には、投資家の理解促進や法域の開示要件を満たすため、平常な市場状況で適用される調整要素の範囲を開示するものもある。これは投資家とのコミュニケーションに有益で先行者利益を防ぐが、流動性コストを取引する投資家に十分に課すことを制限すべきではなく、必要な場合はこうした範囲を越えることを表明すべきである。

希釈化防止 LMT 使用の定期的な事後的開示は、投資家が OEF の購入、解約の潜在的コストを理解するのに役立つ、当局や他の利害関係者の監視能力を強化する。定期的な開示は、投資ファンドの年次・半期報告やウェブサイトにも含まれる。また、投資家に購入／解約を求めた時点と執行後に、どんな情報を開示するかも検討すべきである。

もつとも、実際に使用した調整要素の公表は、スティグマ効果やフロントランニングで有効性を脅かす懸念もある。過去に適用された調整要素が投資家の選択基準になると予想されたら、流動性コストを反映しない恣意的に低い要素を適用する動機になりかねない。特定の数値ではなく閾値や要素の範囲の開示や遅れての開示でリスクを軽減できる。

VI. 希釈化防止 LMT の導入への障害と阻害要因を克服する

責任主体は、法や規制で許可された LMT を即時にかつ秩序だてて使用する措置を整備すべきである。ただし、希釈化防止 LMT の使用にはいくつかの課題と阻害要因がある。これらはネガティブな認識と市場全般の構造的または運営上の障害 2 つに整理できる。

1. ネガティブな認識

希釈化防止 LMT のデザインや実施がファンドの運営者と投資家との関係にネガティブな影響があることへのスティグマ、レピュテーション、営利的な懸念があるだろう。OEF からは、平常な市場状況での LMT の実施により、以下の二つの理由によって新たな投資家を引き付けることが困難になりかねないと指摘があった。

- ・投資家の中には既存の流動性コストで正当化される以上の賦課によって不利になるのを怖れるものがある。一定の投資家、特に個人投資家は流動性コストを追加のコストと認識し、希釈化防止 LMT を導入したファンドには投資しないことを選好する。
- ・ファンドの価格での希釈化の調整は、OEF のトラッキングエラーを増加させ、ファンドの価格をより変動しやすくする。

こうしたスティグマ効果は、競合相手が導入しなければ、OEF が希釈化防止 LMT を導入することを阻害するだろう。

2. 市場全般の構造的及び運営面の障害

もう一つには、希釈化防止 LMT の使用でのコストと運営面の障害がある。

- ・ファンドのマネージャーは、とりわけ当初のデザインと準備の段階で、希釈化防止 LMT の導入のコストに直面しうる。継続的な固定費用に加えて、ファンドのマネージャーには希釈化防止 LMT の開発コスト関連の前払い費用の負担がある。
- ・一定の希釈化防止 LMT の使用では第三者（業務運営者や会計士）の協力が必要だが、彼らには適切な希釈化防止 LMT の導入を可能にする資源がないかもしれず、オペレーショナルリスクの増加になりかねない。オペレーショナルリスクは運営者のプロセスの自動化で減らせるかもしれないが、第三者の活動から発生しかねない。
- ・一部の法域では、一定の希釈化防止 LMT の包含と使用は、信頼できるネットの資金フローデータを得るなどで現行の販売と発注処理実務の大幅な再構成が必要になるなど、運営面の障害に直面するかもしれない。こうした法域では、仲介業者の現行の業務プロセスが、希釈化防止 LMT の導入を遅れさせるか複雑化させる。

- ・信頼できるビッド・アスク・スプレッドの情報など、関連するデータの欠如もあるかもしれない。こうした障害は、希釈化調整要素の算定を特に困難なものにする。
- ・オペレーショナルな問題は、ストレス時の市場状況ではファンドのマネージャーがより持続的に希釈化防止 LMT を再調整する必要があるためにより表面化しやすい。

3. 可能性がある解決策

各 OEF が少なくとも一つの希釈化防止 LMT を導入し投資家への開示が強化されれば、ネガティブな認識は和らげられる。ファンド運営者の中には、希釈化防止 LMT の適切な使用は、潜在的には OEF のパフォーマンスに利益があるという見方もある。LMT の使用が市場慣行になれば、時が経つと共にプロセスは標準化、自動化していくだろう。これにより手動プロセスに伴うオペレーショナルな障害の一部も削減されうるだろう。

加えて、責任主体は希釈化防止ツールの使用を促す以下のような措置も採用できる。

- ・希釈化防止 LMT と適切な使用の根拠への認識を高めるための更なる投資家教育。
- ・希釈化防止ツールの効果的な導入を可能にするための、仲介業者及びサービス提供者（希釈化防止 LMT の設計での運営者など）との緊密なコミュニケーション。
- ・効果的な使用の改善に情報提供するための希釈化防止 LMT の使用の継続的レビュー。

責任主体と当局との緊密なコミュニケーションも潜在的な課題の特定とその解決策の形成を促進するのに役立つ。市場構造などの市場全般の障害は個々のファンドのマネージャーには克服が難しい。ファンドのマネージャー以外の解決策の導入が求められる。

Ⅶ. 結論に代えて

IOSCO の指針案は、OEF の責任主体に希釈化防止 LMT の使用の枠組みを整備し、必要に応じて使用できる準備を促している。また、5 つの LMT の特徴と流動性コストの推定とそれに応じた LMT の調整で注意すべき点を整理している。

市中協議報告書の公表を受けて関係者が参加したイベントが 7 月 12 日⁵⁾開催されたが、資産運用業界の参加者からは、投資家保護、公平な扱いに同意しつつ、金融安定への影響の程度には慎重な見方もあり、また、スイングプライシングの活用には実務的な難しさがあるとの指摘が少なくなった。市中協議報告書の質問への意見やコメントなどを踏まえた指針の修正や追加の説明に注目していきたい⁶⁾。

以上

5 <https://www.iosco.org/library/pdf/FSB-and-IOSCO-Open-Ended-Funds-Consultations-Launch-Event-12-July-2023.pdf> を参照。

6 本稿の作成に際しては、藤原慎也氏（前金融庁）、北里紀子氏（金融庁）の“オープンエンド型ファンドの流動性リスク管理向上の取り組み” 2023.2.10 きんざい Online 掲載（金融庁のサイトを参照）を参考にさせていただいた。

参考1：IOSCOのLMTに関する指針案に対して市中協議報告書で求められた質問

・指針案1－全体的な枠組み

1. 指針1は、責任主体が既存の流動性リスク管理の枠組みの中で希釈化防止LMTの利用をより適切に統合するのにどの程度役立つか。重要な要素はすべて把握されているか。
2. OEFの管理者が常に備えるべき日々の流動性リスク管理の枠組みの中に希釈化防止LMTを含めることに関して提案された指針1に同意するか。
3. 提案された指針案は、適用範囲に含まれるすべてのタイプのOEFに適切だろうか。また、すべての種類の責任主体の実施が相応しいか。そうでないのなら説明して下さい。

・指針案2－希釈化防止LMTの種類

4. 提案された指針は、責任主体が一般的に使用する希釈化防止LMTをすべて特定しているか。流動性コストを取引する投資家に転嫁するという同じ経済的な目的を共有する他のLMTで、本指針に含めることができるものはあるか。ある場合には説明してください。
5. 特定された希釈化防止LMTは正しく説明されているか。様々なツールの特徴や特性は異なっているか、または通常は説明されたとおりに機能するか。
6. 提案された指針2を支持するか。支持しない場合、どんな場合にOEF（ETF、MMF以外）に少なくとも一つの希釈化防止LMTを採用しないことが正当化されると考えるか。あなたのOEFに特定の希釈化LMTを選択する場合にはどんな要素を考慮するか？

・指針案3－流動性コストの調整（キャリブレーション）

7. 上述した流動性コストの構成要素は、希釈化防止LMTを調整する際に考慮すべき関連するコストをすべて捉えているか。
8. 流動性コストはファンドによってどう異なるか？類似のファンドの希釈化防止LMTを調整するために、どの程度までより一貫性のあるアプローチが可能か？また、そのための最良の方法は何か？
9. 提案されている全ての希釈化防止ツールの調整で、どうすれば市場に与える大きな影響を織り込むことができるだろうか。例を示してください。
10. 流動性コストのすべての構成要素（すなわち、重要なマーケットインパクトを含む、明示的及び暗黙の取引コスト）を、要因（i）の議論にあるように、5つの希釈化防止LMTのすべてに組み入れることは可能か。可能でない場合、その限界は何であり、また、希釈化防止LMTの有効性をどうやって改善することを提案するか。
11. 購入／解約手数料は、流動性コストを取引投資家に帰属させることによって、投資家の希釈化の問題やOEFの金融安定への懸念に対処するという目的をどの程度達成できるだろうか。この目的を達成するために、どうすれば適切な調整が可能だろうか？
12. 純資金フロー、市場の状況、ファンドの特性に応じて異なる調整係数を使用することによって流動性コストを帰属させる段階的なアプローチには利点があるだろうか。どんな運用上の課題があるだろうか。他にコメントはあるか。
13. LMTの調整に関する指針は、どうすれば（i）請求され得る流動性コストについて投資家が明確な期待を持つことの確保、（ii）責任主体が、特にストレスのある市場環境下で、常に全ての流動性コストを帰属させるための十分な柔軟性を持つことの確保、との間で、公正なバランスがとれるか。
14. 流動性コストの調整に関する提案されたアプローチは適切か。適切でない場合は、どうすれば改善できるか。
15. 流動性コストの推定の信頼度と精緻さに関する提案された期待は適切なものか。適切でない場合、どうすれば改善できるか。

・指針案4—適切な発動の閾値

16. 全ての重要な希釈化の効果を伴う購入／解約行動に対して希釈化防止LMTが発動されるように発動の閾値を設定する際に、考慮すべき適切な要素は何か。“重要な希釈化の効果”をどう定義するか。また、ファンドによって異なる理由と程度はあるか。

17. 発動についての閾値の使用は、トリガー／クリフエッジ効果のリスクをもたらすだろうか。どうすればトリガー／クリフエッジ効果を回避できるか。段階的スイング価格設定によってトリガー／クリフエッジ効果に対処できるか。

・指針案5—ガバナンス

18. 提案されている上述の取決めは、希釈化防止LMTの使用に関連するガバナンスと監督の取決めに関するすべての重要な要素を含んでいるか。それらは、責任主体が運営するファンドの異なる規模や複雑さに比例しているか。

19. ガバナンス及び監督取決めについて、重要な要素で含まれていないものがあれば記述してください。

・指針案6—投資家への開示

20. 上述の事前の情報は、希釈化防止LMTの使用を投資家に説明する上で、適切かつ有効なものだろうか。投資家がファンドに投資する前に、希釈化に関するその他のどんな情報があれば役立つだろうか。

21. 希釈化防止LMTの目的を損なったり意図しない結果を招いたりせずに透明性を高めるには、どのような情報を事後的に投資家や一般に開示できるか（するべきか）。また頻度はどの程度か。加えて、これらの情報はどの程度速やかに度投資家に開示すべきか。

22. 希釈化防止ツールのパラメータの開示に関して本項に記載した以外のリスクはあるか。

・障壁と阻害要因の克服

23. 特定された障壁と阻害要因のリストに同意するか？また、他に挙げられていないものがあると思うか？

24. 希釈化防止LMTを実施する上で最も大きな障壁あるいは阻害要因は何だと考えられるか？希釈化防止LMTの実施に対する障壁や阻害要因を、軽減または克服するための可能性のある解決策に関してどんな提案があるだろうか。

25. 大きな障壁に直面しているOEFにとって、この指針を実施する能力には何が影響するだろうか？投資家保護のため希釈化を軽減するという目的を念頭に置いて、これを考慮した指針の調整が必要だろうか。

・その他の質問

26. この文書で提案されている指針について他にコメントはあるか？

参考 2 : IOSCO の “ 集団投資スキームの流動性リスク管理に関する提言 ” と実施状況

IOSCO は流動性リスク管理に関する提言の実施状況を調査し、昨年 11 月に公表している（注 3 を参照）。提言と実施状況をまとめると以下の通り。なお、日本は全ての提言を完全に実施しているとの評価である（図表 3 を参照）。

図表 2 : IOSCO の “ 集団投資スキームの流動性リスク管理に関する提言 ”

<p>・ CIS（集団投資スキーム）のデザインプロセスに関する提言</p> <p>提言 1：責任主体は、各法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。</p> <p>提言 2：責任主体は、CIS の解約義務と負債に応じた、適切な流動性の閾値を設定すべきである。</p> <p>提言 3：責任主体は、CIS のユニットに適した取引の頻度を慎重に決定すべきである。</p> <p>提言 4：責任主体は、商品設計段階から始まる商品ライフサイクル全体を通じて、CIS の取引（募集、解約）取決めが、投資戦略及び運用対象資産に適していることを確保しなければならない。</p> <p>提言 5：責任主体は、提案された販売経路に関連する流動性の側面を検討すべきである。</p> <p>提言 6：責任主体は、流動性管理に関する重要な情報へのアクセスを確保するか、または効果的に推定できるようにすべきである。</p> <p>提言 7：責任主体は、流動性リスク及び流動性リスク管理プロセスが、投資家及び見込み投資家に対して効果的に開示されていることを確保すべきである。</p>
<p>・ 日々の流動性管理に関する提言</p> <p>提言 8：責任主体の流動性リスク管理プロセスは、強固で効果的なガバナンスによって支えられていなければならない。</p> <p>提言 9：責任主体は、流動性リスク管理プロセスを効果的に実行し、維持すべきである。</p> <p>提言 10：責任主体は、ポートフォリオで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。</p> <p>提言 11：責任主体は、流動性管理を投資の意思決定に統合すべきである。</p> <p>提言 12：流動性リスク管理プロセスは、流動性不足が発生する前に責任主体が流動性不足を特定する能力を支援すべきである。</p> <p>提言 13：責任主体は、可能性のあるリスクについての頑健で全体的な見解を形成するため、流動性リスク管理プロセスに関連のデータや諸要因を組み入れられるべきである。</p> <p>提言 14：責任主体は、様々なシナリオでの継続的な流動性評価を、必要ならファンドレベルのストレステストを含め、規制上の指針に沿って実施すべきである。</p> <p>提言 15：責任主体は、流動性リスク管理プロセスのパフォーマンスに関して、適切な記録が保持され重要な開示が行われていることを、確実にすべきである。</p>
<p>・ コンティンジェンシープラン（緊急時対応計画）に関する提言</p> <p>提言 16：責任主体は、適用される流動性管理ツールが必要に応じて利用でき、発動された場合は迅速かつ整然とした方法で実施できるのを確実にすることを目的として、コンティンジェンシープランを設定し、定期的にテストすべきである。</p> <p>提言 17：責任主体は、投資家を不公正な扱いから保護し、またはとりわけ CIS がその投資戦略から大幅に逸脱するのを防止するために、各地の法と規制で認められる範囲内で、追加的な流動性管理手段の導入を検討すべきである。</p>

図表3：IOSCOの提言の遵守状況（参加14法域）

実施状況の評価	完全に遵守		概ね遵守		部分的に遵守		遵守せず			
	デザイン段階					日々の運営			緊急時対応計画	
	提言1	提言2	提言3	提言4	提言7	提言10	提言12	提言14	提言16	提言17
オーストラリア										
ブラジル										
カナダ										
中国										
フランス										
ドイツ										
インド										
アイルランド										
日本										
ルクセンブルク										
スペイン										
スイス										
英国										
米国										

出所：IOSCO:” Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations”, November 2022, Box1より

図表4：IOSCOの提言の遵守状況（その他の11法域）

実施状況の評価	最終的措置が採用され実施済み		最終的措置は採用されたが未実施		採用する措置の草案を公表		採用する措置の草案が未公表		適用されない	
	デザイン段階					日々の運営			緊急時対応計画	
	提言1	提言2	提言3	提言4	提言7	提言10	提言12	提言14	提言16	提言17
アルゼンチン										
香港										
インドネシア										
イタリア										
韓国										
メキシコ										
オランダ										
サウジアラビア										
シンガポール										
南アフリカ										
トルコ										

出所：FSB"Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds", December 2022, BoxA2より