

**FSBの“OEFの流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応”提言改訂とIOSCOの“希釈化防止流動性管理ツールのガイダンス（最終報告書）”について**

**目次**

**I. はじめに**

**II. オープンエンドファンド（OEF）における流動性ミスマッチへの対応**

1. 市中協議へのコメントの概要
2. 構造的な流動性ミスマッチ～提言3（運用資産の流動性による分類）
  - (1) 市中協議、提言3へのコメント
  - (2) 提言3の市中協議からの変更点（説明の補強）
  - (3) 改訂された説明文と市中協議との比較

**III. 流動性管理手段（LMT）～提言4、5及び8**

1. 市中協議へのコメント
2. 提言5の市中協議からの変更点

**IV. その他の提言へのコメントと追加の検討事項**

**V. IOSCOの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、市中協議へのコメント**

1. 全般的なまとめ
2. 各ガイダンス（案）への主なコメント
3. 市中協議に対するコメントへの主な対応
  - (1) ガイダンス2～希釈化防止LMTの種類
  - (2) ガイダンス3～流動性コストの調整

**VI. 結びに変えて**

（参考）改訂後のFSBの政策提言

2024年4月19日

佐志田晶夫

（公益財団法人日本証券経済研究所）

## FSB の“OEF の流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応”提言改訂と IOSCO の“希釈化防止流動性管理ツールのガイダンス（最終報告書）”について

### 要約

FSB は OEF の流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応に関する提言の改訂の市中協議文書を 2023 年 7 月に公表。併せて IOSCO は、先行者利益の追求による過度な解約を抑えるための希釈化防止流動性管理ツールのガイダンスの市中協議を公表した。

FSB へのコメントでは、資産の流動性と構造、取引条件とアセットマネージャーが利用可能な流動性管理ツールとをより揃えるという政策目的は概ね支持され、汎用的なアプローチ方法はないことにも大半が同意した。ただし、流動性管理手段の使用及び手段の選択ではマネージャーが裁量権を持つべきとの意見が多かった。マネージャーが各 OEF に少なくとも一つの希釈化防止流動性管理手段（ADT）を検討、使用すべきとの提案は反対された。

運用資産の流動性に基づいてファンドを 3 つに分類し、それに応じた流動性管理を求めるというアプローチに関しては、ファンドの総資産に占める流動性が異なる資産の比率（閾値）が厳格に用いられることには大半の回答者が強く反対した。FSB はコメントを検討し、実務上の障害などを考慮して提言（案）を修正、資産の流動性に基づく 3 分類という考え方は維持したが、閾値は示唆的なものと位置づけてファンドの分類での柔軟性を高めた。

IOSCO の市中協議へのコメントでは希釈化防止 LMT（ADT）の使用拡大という目的は（特に投資家保護の観点で）支持されたが、大半の回答者は、OEF の責任主体がより柔軟性を持てるように、プリンシプルアプローチに基づいて比例性を組み込むべきだと指摘した。大半の回答者が、法域毎の市場と規制の違いや OEF と投資家の多様性により、ADT の使用には汎用的な解決法はないとの認識を支持した。回答者は OEF の流動性管理には OEF の責任主体が最適だとし、使用の裁量性を持つべきだとした。

市中協議へのコメントを踏まえて IOSCO は、ガイダンスでは全ての OEF で ADT の使用を必須とはしないとの説明を補足し、各法域の監督当局の判断と OEF のマネージャーによる裁量での柔軟性を高めた。また、ファンドの資産売買に伴う流動性コストを投資家が負担するように求める際の流動性コストの推定方法についても説明を補強し、OEF のマネージャーが諸条件を考慮して適切な対処を行うように求めることとされた。

OEF のマネージャーが FSB の提言と IOSCO のガイダンスに沿った流動性管理や投資家への開示を向上させて、金融安定の強化と投資家のニーズに応えていくことを期待したい。

## FSB の“OEF の流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応”提言改訂と IOSCO の“希釈化防止流動性管理ツールのガイダンス（最終報告書）”について

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

FSB は、OEF（オープンエンド型ファンド）の投資対象の流動性と解約条件との違いから生じる流動性ミスマッチによる脆弱性に対処し、資産運用の構造的脆弱性に関する政策提言を 2017 年に公表した。提言は、規制上の報告と開示の強化での流動性リスクの評価、ファンドのデザイン段階と継続的な流動性リスク管理を促し、流動性リスク管理手段の利用可能性と市場のストレス時の利用拡大、ファンドレベルとシステム全体のストレステストの推進を目指した。IOSCO は 2018 年に FSB の提言を運用可能にする提言を公表した。

2022 年に FSB は、NBFII の強靭性を高める作業の一環として、2017 年の政策提言の有効性を金融安定の観点から評価し、提言の実施は進んだが、提言の公表後に起きた 2020 年 3 月の市場混乱の教訓などから、OEF 部門の流動性管理の課題について新たな洞察が得られたとした。FSB は、提言の改訂を検討して 2023 年 7 月に市中協議文書を公表、これと併せて 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”の市中協議を行った。

FSB と IOSCO の市中協議文書には、業界団体と資産運用会社から 25 のコメントが寄せられ、実施に際しての課題・障害や効果への疑問などが指摘された。FSB はコメントを反映した修正（運用資産の流動性に基づく分類の目途になる数値の扱いなど）を行い、12 月に修正した提言を公表<sup>(1)</sup>、IOSCO もガイダンスの最終報告書<sup>(2)</sup>を公表している。

本稿では FSB の提言（案）への主なコメントと市中協議からの修正点をまとめ<sup>(3)</sup>、併せて IOSCO のガイダンス（案）へのコメントと修正、追加された説明を簡単に紹介したい。

---

1 FSB：“Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds”、FSB：“Summary of consultation responses and changes to address them” December,2023 を参照。なお、市中協議文書については、拙稿：“オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応～FSB の 2017 年提言改訂、市中協議報告書” 当研究所トピックス、2023 年 8 月で概要を紹介した。

2 IOSCO：“Anti-dilution Liquidity Management Tools –Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes” Final Report,December,2023 を参照。市中協議文書は、拙稿：“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” 当研究所トピックス、2023 年 8 月で概要を紹介した。

3 市中協議文書への主なコメントと修正の概要については、それぞれ、注 1 の報告書と共に公表された、FSB:”Summary of consultation responses and changes to address them” December,2023 及び注 2 の IOSCO の最終報告書の Annex1：“Summary Feedback Statement” を参照。

なお、FSB と IOSCO は、改訂した提言とガイダンスの実施状況の検討を計画している。FSB は 2026 年末までに各法域の流動性ミスマッチから生じる OEF の脆弱性を評価し、政策手段の選択肢を調査する。IOSCO も提言・ガイダンスの実施状況の評価する。その後、2028 年までに政策手段の有効性を評価してファンドマネージャーまたは当局が利用するツールの精緻化や追加の手段の開発をすべきかについての評価を行う予定である。

## II. オープンエンドファンド (OEF) における流動性ミスマッチへの対応

### 1. 市中協議へのコメントの概要

市中協議への 25 のコメント（日本の投資信託協会を含む）の大半が、資産の流動性と構造、取引条件とアセットマネージャーが利用可能な LMT（流動性管理ツール）をより揃えるとの政策目的は概ね支持した。投資家保護強化と金融安定の強化は補完的で、OEF の流動性管理実務の強化が役立つことも同意され、MMF と ETF を提言の対象外としファンド全般にわたる流動資産保有では規制上の最低限を提言に含めないことも支持された。

大半の回答者が、流動性の管理には OEF のマネージャーが最適で、汎用的なアプローチ方法はないとの見解に同意し、流動性管理手段を使用するか及び手段の選択ではマネージャーが裁量権を持つべきだと考える者が多かった。特に、全 OEF マネージャーが少なくとも一つの希釈化防止流動性管理手段（ADT）を検討し、使用すべきとの提案は反対された。大型株式ファンドなど予想される希釈化の水準が低いファンドや単一投資家ファンドなどの先行者利益がないファンド、日次取引は行わず通知期間がある不動産ファンドなどの流動性ミスマッチへの適切な対応手段があるファンドが例証とされた。

運用資産の流動性に基づいてファンドを分類する“バケッティング”アプローチ、特に厳格な閾値の使用には大半の回答者が強く反対した。一部の回答者は、閾値の選択を支持するデータや事例が提供されるべきだと強調した。少数の回答者は、政策立案者が OEF の脆弱性を評価するための高品質のデータを収集し、分析するべきだと提案した。

改訂が金融安定の観点で効果的なのを確実にするため検討すべき他の側面があるかとの質問に、ある回答者は、高レバレッジや投資家層の集中、市場が変動する状況での大量の非流動性証券など潜在的な弱さがある金融商品に焦点を合わせるべきだとした。なお、少数が、OEF の流動性ミスマッチは金融システムを金融安定リスクに晒しかねない脆弱性かは疑問だとしたが、脆弱性への対処という政策目標の検討は市中協議の範囲外とされた。

### 2. 構造的な流動性ミスマッチ～提言 3（運用資産の流動性による分類）

#### (1) 市中協議での提言 3 へのコメント

大半の回答者がバケッティングアプローチに反対した。ある業界団体と大手運用会社

は、この考えを受け入れる余地があるとしたが、運用会社は他の分類方法を提案した。提言 3 への懸念には、バケッティング自体と提案されたバケッティングの実施がある。

バケッティングアプローチが厳格すぎて流動性のダイナミックな特質を認識していないことに多くの懸念が表明された。一部の回答者は、資産の流動性の決定要因は時間と共に変化し、市場流動性は時間と状況で変動する要因に左右されると考え、過去の流動性の水準が将来の意味ある指標になる保証はないとした。バケッティングアプローチは投資家の混乱を引き起こしかねず、ファンドの取引頻度を過度に制限しかねないとの主張もあった。一方、特定の閾値の使用は先行者利益につながりかねないとの指摘もあった。

実施での問題には異なるバケット間の移行への懸念があった。日々または日中にも移行が起りかねないと、業務運営上の障害や投資家の混乱が考えられた。移行は資産運用者にコストがかかり、投資家が再分類されるファンドを解約しようとするれば資産売却の引き金になりかねない。また、ある回答者はバケッティングアプローチ実施が法域間で整合的に行われるかに疑問を呈し、整合的でなければ市場分断につながりかねないとした。“平常時”と“ストレス時”の市場状況をさらに説明すべきかとの質問には、必要ではないか有用でないとの見解が多かったが、少数の回答者はハイレベルの原則は有用かもしれないとした。資産が流動的かを定める要因の事例は適切かとの質問には、事例は適切だが網羅的ではなく、時間と共に変化しかねないとの回答があった。ただし、いくつかの回答者は反対し、バケッティングアプローチに反対なため直接は回答しないものもあった。

バケッティングでの特定の閾値によるアプローチは、ほぼ全員一致で反対された。バケッティングに反対だが原則的には受け入れられるとした回答者からは、より規範的でなくプリンシプルベースのアプローチで OEF を分類する提案があった。解約頻度削減やより長い通知期間などを検討すべきかとの質問には多くが直接は回答せず、流動性管理は個々のファンドマネージャーの裁量に任せるのが最善だとされた。

多くの回答者が、長い通知及び決済期間は、取引・解約頻度よりも効果的だとして後者への過度な注目に警告した。追加のガイダンスの有用性の見方は様々で、ある大手資産運用会社は追加のガイダンスは有用かもしれないがマネージャーに最大限の柔軟性を提供すべきだとした。回答者はファンドマネージャーに幅広い流動性管理手段が利用可能にすることは同意するが、アプローチはプリンシプルベースとすべきで OEF のマネージャーが LMT を適切に実施する裁量を持つ柔軟性が認められるべきだとした。

## (2) 提言 3 の市中協議からの変更点（説明の補強）

コメントに対応して FSB は、バケッティング（またはカテゴライゼーション（分類））

枠組みを明確化し、各法域の当局による枠組み実施により柔軟性を提供しようとした。提言 3 の説明での主な修正は以下の通り。

- ・異なるツールと手段は、資産の流動性プロファイルに応じた異なるカテゴリー（分類）のファンドを想定していることを明確にする。結果として 3 つの分類ではツールの想定に関して、希釈化防止ツール（ADT）の実施を含め、異なっている。
- ・3 つの分類にファンドを分けるに際しての当局とファンドマネージャーの役割を明確化する。改訂されたレポートでは、各当局が設定した各国の枠組みに基づいてファンドマネージャーがファンドの分類を決定することに言及する。
- ・頻繁な再分類の可能性による意図せざる影響への懸念に対処するため、ファンドには資産・負債プロファイルの再評価とそれに伴った日中やかなり頻繁な解約条件と ADT 実施の再調整が想定されていないことを明確にした。加えて、OEF の分類間の移動については、各法域が一定の柔軟性を提供すべきことを明確にした。
- ・特定の定量的な閾値に基づいた分類アプローチの実施への強い反対を踏まえ、閾値の在り方について国際的な平仄を取ることを促す示唆的なガイドラインは設定したが、各当局が自己の法域に適切のように決定するべきだとした。FSB の改訂提言は IOSCO によって運用可能にされ、統合的な実施を達成するための基準と原則が開発されるかもしれない。
- ・体裁の観点から市中協議レポートのカテゴリー 2（非流動的）と 3（流動性が低い）を入れ替え、各分類を流動性レベルの低下に基づいた、論理的な順序で示した。
- ・分かりやすくするため“バケッティング”は“カテゴライゼーション”に換えられた。

### (3) 改訂された説明文と市中協議との比較

最終版と市中協議文書での説明を比べると下記の通り（追加の文言、文章を囲い、削除された文言には下線を引いた）。なお、カテゴリー 2 と 3 は順番が入れ替えられた。

### 改訂された提言での説明

各国の流動性決定の枠組みに基づいてファンドを以下の 3 つに分類できる。

- ・カテゴリー 1：主として、流動性資産に投資するファンド

こうしたファンドは、日次の扱いが引き続き適切である。これらのファンドのマネージャーは、適宜、流動性管理実務を強化し続けるべきである。これらのファンドでは、希釈化は僅少だと予想されるだろう。

- ・カテゴリー 2：主として、より流動性が低い資産に投資するファンド

投資家への日次の扱い（通知または決済期間なし）の提供は、OEF のマネージャーが提言 5 で説明されるような希釈化防止 LMT の実施を当局に示せることを条件に引き続き適切かもしれない。

こうしたファンドは、カテゴリー 1 に含まれるファンドで予想されるより希釈化の可能性

が大きいだろう。カテゴリー2のファンドが提言5で説明される希釈化防止LMT実施の期待を満たせないなら、OEFのマネージャーは当局が適切と考える投資家に提供する流動性の削減措置（解約頻度減少、長い通知・決済期間の実施）を検討し用いるべきである。

・カテゴリー3：かなりの割合を非流動性資産に配分しているファンド

こうしたファンドは、日次よりも低い頻度での設定／解約をすべきであり、または、長期の通知または決済期間にすべきである。当局は、こうしたファンドをクローズドエンド型ファンドにするよう要請することも検討できるだろう。

カテゴリー2及びカテゴリー3に属するファンドの解約頻度と通知または決済期間の適切さを検討する際にマネージャーは、ポートフォリオの構成、資産評価の信頼性、資産の流動性と解約頻度または通知／決済期間との平仄、投資家層の性質、ポートフォリオの特性により早期に解約するインセンティブの可能性、ファンドのストレステストの結果などの定性的及び定量的な要因を注意して考慮し、包括的なアプローチを取るべきである。

（中略：市中協議と同じ文章を省略）

それぞれの国内の流動性枠組みに沿って当局は、ファンドが“主として”流動資産（カテゴリー1）に投資するか、“主として”流動性の低い資産（カテゴリー2）に投資するか、運用する資産の“かなりの部分”を非流動性資産（カテゴリー3）に配分すると考えられるかを決定すべきである。

示唆的なガイドラインは、

- ・運用する資産の50%超を流動資産または流動性の低い資産に投資するのなら、“主として”そのカテゴリーの資産に投資することになりそうである。
- ・運用する資産の30%超を非流動性資産に投資するのなら、“かなりの部分を”そのカテゴリーの資産に配分することになりそうである。

当局は、各法域の国内の流動性枠組みの関連する特定性と示唆的なガイドラインに沿って、ファンドを各カテゴリーに配分するプロセスと特定の基準を確立する責任がある。当局とファンドのマネージャーの双方が、投資家にファンドへの投資の条件について確実性を提供すると同時に、あるカテゴリーのファンドが他のカテゴリーに移る結果による閾値／クリフェッジ効果を避けようとするべきである。健全なアプローチでは、ファンドのカテゴリー分けはカテゴリーの見直しの可能性を減らすことを追求すべきである。加えて、当局はファンドがカテゴリーを移る場合のアプローチを設定すべきである。カテゴリーの見直しは長期的な評価に基づき、マネージャーに適応する十分な時間を提供すると同時に、移動は頻繁に起きるとはみなされない。マネージャーは戦略的な資産配分と流動性の観点からの継続的なポートフォリオ管理の一環として、起こりうるカテゴリーの見直しを避け

ることに努めるべきである。

### 市中協議文書での説明

上記の流動性の決定に基づいてファンドを3つに分類できる。

・カテゴリー1：主として（即ち、50%超）、流動性資産に投資するファンド

こうしたファンドは、日次の扱いが引き続き適切である。これらのファンドのマネージャーは、適宜、提言5にあるように希釈化防止 LMT の実施を含め、流動性管理実務の強化を続けるべきである。

・カテゴリー2：かなりの割合（30%以上）を非流動性資産に配分しているファンド

こうしたファンドは、日次より低い頻度での設定／解約をすべきであり、また、長期の通知または決済期間にすべきである。当局は、こうしたファンドをクローズドエンド型ファンドにするように要請することも検討できるだろう。

・カテゴリー3：主として（即ち、50%超）、より流動性の低い資産に投資するファンド

投資家への日次の扱いの提供は（通知または決済期間なし）、OEF のマネージャーが希釈化防止 LMT の実施を当局に示せることを条件に引き続き適切かもしれない。ファンドが希釈化防止 LMT 実施の期待を満たせないなら、当局が適切と考えるような投資家に提供する流動性の削減措置（解約頻度減少、長い通知・決済期間の実施）を検討しなければならない。

カテゴリー2 及びカテゴリー3 に属するファンドの解約頻度と通知または決済期間の適切さを検討する際にマネージャーは、ポートフォリオの構成、資産の流動性と解約頻度または通知／決済期間との平仄、投資家層の性質、ポートフォリオの特性により早期に解約するインセンティブの可能性、ファンドのストレステストの結果などの定性的及び定量的な要因を注意して考慮し、包括的なアプローチを取るべきである。

### Ⅲ. 流動性管理手段（LMT）～提言4、5及び8へのコメントと対応

#### (1) 市中協議へのコメント

流動性管理手段の利用可能性拡大という目的には全般的な支持があったが、大半の回答者が、マネージャーが全ての OEF に ADT（希釈化防止手段）を検討し使用すると提案には反対した。マネージャーは ADT の採用を判断する柔軟性を持つべきで、ある種類のファンドには、ADT は必要、適切または実行可能ではないとされた。例えば、大型株式などかなり流動的な資産に投資するファンドでは解約に伴う売却での希釈化は最小限であり、また、不動産ファンドなどは解約の頻度が日次ではなく、他の LMT などの手段（通知期間、ゲート、決済の延期など）が備えられ、より一般的に使用されている。

一部の回答者は、取引コストの計算にマーケットインパクトを含めるのを必須とするのも反対した。信頼できてタイムリーなデータの取得が流動性コスト推定の主な障害である

(特に債券ファンド)。また、一部の法域では、こうした問題の克服にはインフラとプロセスの大幅な変更が必要だとの指摘もあった<sup>4)</sup>。多くの回答者が、マーケットインパクトを推定するシステムの運営は複雑かつ資源集約的で、小規模か洗練されていないマネージャーには、システム開発などで不釣り合いなコスト負担になると警告している。

購入する投資家にも ADT を適用すべきかについては様々な見解があった。支持者は、流動性コストは売買の両方で発生し希釈化のリスクがあるとしたが、回答者の多くが、購入する投資家への適用はマネージャーに判断を委ねるべきだとした。これは、購入の場合のタイミングとキャッシュの活用の圧力によるマネージャーへの圧力は解約と同等でないことや ADT の適用に同意していないためである。

一般的にみて ADT に関する提言の実施のコストは、IOSCO のガイダンスで設定された細目を考慮すると便益を上回るという懸念がかなり示され、多くの回答者が ADT の実施に柔軟性を求めた。いくつかの回答者は、希釈化と先行者利益の重要性は確立されず、また、一部の法域ではファンドのエコシステムの特質により一定の種類データ（特に当日のファンドフローなど）へのアクセスには運営面の障害がかなりあると指摘した。

過半数の回答者が定量的な LMT の利用可能性と利用に関する国際的ガイダンスを支持し、追加のガイダンスは LMT のより大きな利用可能性と実施を確保し、各国市場の規制上の障害を軽減し、統合的な開示を含めて法域間の公平な競争に役立つと考えている。

なお、回答者は、流動性管理にはファンドのマネージャーが最適な地位あり、ガイダンスはプリンシプルベースとすべきだとしている。ただし、ある回答者は、当局にはファンドの承認段階だけでなく、マネージャーが LMT 利用の運営上の準備ができていないことを確実にするため、継続的に果たす役割があるとした。少数の回答者は、既存のガイダンスの適切性と市場の異質性により、追加のガイダンスが必要とは考えていない。

## (2) 提言 5 の市中協議からの変更点

コメントに対応し FSB は、以下の修正を行った。

- ・ 提言 5 の文言から購入する投資家への ADT の適用の参照を削除した。
- ・ 提言 5 の説明では提言 3 を参照し、ADT のいっそうの使用と利用の首尾一貫性は、潜在的な流動性ミスマッチによる金融安定への懸念が最も顕著に残るカテゴリー 2（流動性が低い）ファンドに焦点を当てたものだとして、政策目的をさらに明確にした。
- ・ 監督アプローチに沿った当局の監視や構造的なミスマッチ削減というより広い政策意図

---

4 例えば、投資信託協会は、“introducing additional anti-dilution LMTs in Japan will be extremely difficult in practice” と実務上の障害を指摘し、システム開発などで多大なコストがかかり投資家の負担になるとしている。

を達成するための他の流動性管理手段の実施によって、こうした LMT を使用しないことが明確に正当化されなければ、カテゴリー2 ファンドでは日々の流動性管理の一部として ADT がより使用されるとの期待を明確にした。

#### IV. その他の提言へのコメントと追加の検討事項

大半の回答者が ADT 使用の投資家への開示を強化する提言 2 の改訂に同意した。開示強化は適切でいっそうの透明性は、先行者インセンティブを減らすとみられる。ただし、回答者の過半数は、詳細な情報（発動の閾値など）の開示は効果がないか、より洗練された投資家が手段の発動を操作、予期するために情報を利用できれば逆効果の可能性があるとした。ある回答者は、過去の発動についてより開示することを提案した。

提言 1、6、7、9 の政策目的の明確化の必要性の質問には少数のコメントがあった。定量的な LMT についての更なるガイダンスは、法域間の整合的使用のため歓迎されたが、市場流動性の状況は幅広い以上参加者の行動から影響を受けることも認識された。少数の回答者は、データの必要性と現状のモデル化の技術がまだ十分でないため、システム全般のストレステストには特に賛成しなかった。

いくつかの回答者は、仲介者と市場構造の重要な役割と共に、OEF 以外のポートフォリオと取引活動を含むデータデータギャップ解消の必要性を改めて表明した。統合的な取引前後のデータへのアクセスなど透明性強化が市場流動性の状況の改善に役立つとされた。

FSB は、コメントに対応して以下の修正を行った。

- ・ ADT の使用の開示に伴う可能性があるトレードオフのことを明確にした。
- ・ 定量的な LMT の使用に関するガイダンスへの支持を表明した。
- ・ ファンドとシステム全般のストレステストの使用と開発を促進するため、データギャップ解消の必要性をさらに強調した。

#### V. IOSCO の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、市中協議へのコメント

IOSCO は市中協議へのコメント<sup>5</sup>を検討し、ガイダンス 2 の修正や説明の追加を行った。

##### 1. 全般的なコメント

希釈化防止 LMT (ADT) の使用拡大という目的は（特に投資家保護の観点で）支持されたが、大半の回答者は、責任主体がより柔軟性を持てるように、プリンシプルアプローチに基づき、比例性を組み込むようにガイダンスを調整すべきだとした。

---

<sup>5</sup> IOSCO の市中協議には 25 のコメントが寄せられた。ただし、FSB にコメントした 25 団体とは若干異なり、例えば、投資信託協会は FSB へのコメントで IOSCO の市中協議文書を参照しているが、直接はコメントしていない。

大半の回答者が、法域毎の市場と規制の違いや OEF と投資家の多様性で、ADT の使用には汎用的な解決法はないという認識を支持した。回答者は OEF の責任主体が OEF の流動性管理に最適なことに強く同意し、使用の裁量性を持つべきだとした。

いくつかのガイダンス（案）には強い見解の相違があり、特に、各 OEF に少なくとも一つの ADT の採用を必須とすること及びマーケットインパクトを流動性コストの調整に含めることが反対された。一部の回答者は、流動性コストに関連する先行者利益の証拠が不十分だとして、金融安定を根拠とすることにも疑問を呈した。

## 2. 各ガイダンス（案）への主なコメント

### ①ガイダンス 1～希釈化防止 LMT（ADT）の全般的な枠組み

- ・過半数の回答者は、ファンドマネージャーのツールボックスの一部として ADT の使用を促進するという目的を、適切で比例的かつ十分な柔軟性があるのなら支持した。ただし、大半の回答者が追加の柔軟性を求め、一部は過度に規範的にすべきではないとした。
- ・一部の回答者は“先行者利益”がストレス時の市場状況で過度の解約を生じさせるとの懸念はデータに基づく証拠が不十分だとの懸念を表明した。
- ・重大な希釈化の削減に焦点を当てることは、便益を上回りかねない実施コストを回避するため（例えば、小規模な OEF など）概ね歓迎された。

### ②ガイダンス 2～希釈化防止 LMT（ADT）の種類

- ・回答者は、市中協議の 5 つの ADT <sup>(6)</sup> が業界で最もよく使われ、正確に記述されていることに概ね同意した。ただし、いくつかは、リストは包括的と考えるべきではなくマネージャーが希釈化を削減できるあらゆる手段が重要と考えるべきだとした。
- ・かなり多くの回答者が全 OEF に少なくとも一つの ADT を必須とすることに反対し、利用可能な ADT がより多いことは支持するが、採用はファンドの特質に依存しマネージャーの裁量に委ねるべきとされた。一定のファンドで（i）実施コストが投資家の利益に見合わない、（ii）希釈化は通常、先行者利益を生み出すほど重要ではない、ことが理由とされた。

### ③ガイダンス 3～流動性コストの調整

- ・大半の回答者が、ADT の調整では責任主体の裁量を認めて、流動性コストを過大評価し解約する投資家に損害を与えかねない保守的調整より、公平で妥当な調整をすべきと提案。
- ・大半の回答者が、タイムリーで信頼できるデータの欠如などのマーケットインパクト推定での課題と運営上の複雑さを指摘し、流動性コストの調整に必須で含めることに反対した。
- ・一部の回答者は、プロ・ラタ・スライス・アプローチは責任主体の解約での実際の対応か

---

6 IOSCO の報告書では、5 つを希釈化防止 LMT として、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、デュアル（二重の）プライシングと応募（購入）/解約手数料を取り上げている、

ら乖離し、流動性コストを過大評価し、解約する投資家を不公平に不利にするとして反対。

・加えて、調整がより静的になりがちなことを踏まえると、流動性コストを購入・解約手数料や希釈化防止賦課金に組み込み入れるのには限界があるとした。

#### ④ガイダンス 4～適切な発動の閾値

・大半の回答者が、ADT は取引しない投資家への“重要”か“かなりの”希釈化軽減を目指すもので、ファンドマネージャーが発動閾値と調整要素の設定に最適な立場なのを強調。

・大半の回答者が、詳細な調整の投資家への開示をトリガー／クリフ効果のリスクと結びつけ、閾値は開示しないことを提案。

・いくつかの回答者が、発動の閾値と調整要素への段階的アプローチについて、維持コストの上昇とマネージャーだけでなくサービス提供者にとっての実施面での複雑さを指摘。

#### ⑤ガイダンス 5～ガバナンス

・コメントは LMT の使用に関するガバナンスの重要性を認識し、提案を概ね支持。

・ガバナンス組織／上級経営陣の役割には広い合意があった。いくつかの回答者は反対したが、これは LMT の使用を検討する専任の委員会が必要と誤解したためかもしれない。

・回答者の大半は特定された重要な要素に満足したが、少数は追加やより重要な点を指摘。

#### ⑥ガイダンス 6～投資家への開示

・ADT の目的と運営の開示に関し、バランスが取れた妥当なアプローチに広い合意があった。ある回答者は希釈化とそれが投資にどう影響するかの説明を含めることを提案した。

・多数の回答者が、ADT の調整の詳細と用いられる閾値については、投資家がシステムを操作しようとすることを防ぐために限定的な開示を選好した。

加えて、市中協議の ADT 導入への障害と阻害要因の章に関して下記のコメントがあった。

・大半の回答者が特定された障害と阻害要因のリストに同意し、特に、実施コストの高さ、データの欠如、第三者の問題、特定の種類の ADT を使用するファンドへの投資家の態度、理解不足や精通していないことが強調された。

・回答者は市場構造と運営上の障害が ADT の実施への最大の障害または阻害要因だと特定した。これには、ファンド・フロー情報や他のデータの利用可能性の課題や、販売業者や仲介者及び記録機関など、第三者が流動性管理手段を運営可能にすることでの困難さが伴う。

・こうした課題を考慮して回答者は、全ファンドが一つの ADT を求められはしないことや長い移行期間の承認を含む、ガイダンスいっそうの柔軟性を求めた。

### 3. 市中協議に対するコメントへの主な対応

ガイダンス 1、4、5、6 は全般的に支持され実質的な変更は必要ないが、回答者の示唆を組み入れて、発動の閾値、ガバナンスと開示に関する期待を明確化した。ガイダンス 2、3

への強い反対には、ガイドンス 2 を修正し、ガイドンス 3 は説明文を追加した。

#### (1) ガイドンス 2～希釈化防止 LMT の種類

##### ① 主な反対意見

多くの回答者が、責任主体が各 OEF に少なくとも一つの ADT の使用を検討し使用すべきとのガイドンス（案）に反対した。回答者は、流動性がとても高く流動性コストは軽微な資産に投資するファンド（大型株ファンドなど）や解約頻度が日次でなく、他の LMT などがあるより一般に用いられる不動産ファンドには、ADT は適切ではないとした。

##### ② ガイドンス 2 の変更点と説明文の修正

ガイドンス 2（市中協議）：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と潜在的な先行者利益を軽減するため、運用する 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。

ガイドンス 2（修正後）：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重大な投資家の希釈化と潜在的な先行者利益を軽減するため、運用する OEF に（下記の説明文のように適切なら）適切な希釈化防止 LMT を検討し使用すべきである。

希釈化防止 LMT の使用の基盤にある原則は、取引する投資家と既存の／残り続ける投資家の公平な扱いであり、OEF の構造的なミスマッチから生じる重大な希釈化と潜在的な先行者利益の軽減を目的としている。希釈化のリスクは OEF 間で異なるため、目的を達成するための適切な ADT の適用も OEF 間で異なるだろう。

この点で、OEF、特に FSB の提言 3 のカテゴリー 2（資産の流動性が低い）の責任主体は、ADT の使用でより首尾一貫したアプローチを達成するため、手段を検討し使用して、取引する投資家が流動性コストを負担することを確実にすべきである。カテゴリー 2 のファンドはカテゴリー 1（資産の流動性が高い）より希釈化の可能性が高いと予想される。カテゴリー 2 のファンドでは、ADT が（i）監督アプローチに沿った当局の監視及び（ii）重大な構造的ミスマッチの軽減を目指し FSB の提言（改訂後）を支えるというより広い政策意図に合った他の効果的な LMT の実施を条件として、使用しないことが明確に正当化されない限り、日常的な流動性管理の一部としてますます使われることを期待する。

上記に沿って、ADT は、（i）OEF の定款に含められるべきで、（ii）いっそうの使用と首尾一貫性の達成を目的として正常時とストレス時の両方の市場状況で検討し使用され、（iii）あらゆる大きなマーケットインパクトを含め、解約と購入の明示的及び暗黙のコストを考慮すべきである。加えて、こうした OEF の責任主体は、日常的な流動性管理の一環と

して、たとえそうした手段が常時は使われていなくても、ADT の使用が可能なように適切な内部システム、手順と管理を備えているべきである。

なお、ガイダンス 2 の説明文は、責任主体が平常時とストレス時の市場状況で、重大な希積化のリスクの妥当な評価実施するための適切な方針と手順を備えるべきことも表明する。また、説明文では、責任主体が 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に従って全般的な流動性リスク管理の枠組みを持つべきであり、ADT の検討と使用についてのガイダンスのみがファンドのカテゴリーによって様々であることも明確にする。

- ・その他のコメントと対応

流動性が高い大型株に投資するファンドや解約頻度が日次でなく他の LMT を備えた不動産ファンドをガイダンスから除外することを支持するコメントが多数あった。だが、投資ファンドの種類や対象資産クラスでの除外は考えていない。資産クラスによるファンドの種類定義は難しく、投資は静的ではなく、流動性リスクはずっと同じではないだろう。

プリンシプルベースのアプローチで提供されるカテゴリ 1 と 2 のファンドへの追加の柔軟性と比例性は、ファンドの種類や資産クラスによる除外の実務的な難しさを回避しつつ、コメントした者の懸念に対処するものである。また、流動性リスクと重大な希積化に焦点を当てると共に、LMT ガイダンスと FSB の市中協議報告書との首尾一貫性を維持する。

## (2) ガイダンス 3～流動性コストの調整

- ・主な反対意見

大半の回答者がタイムリーで信頼できるデータの欠如でどんな精度の推定も困難なことで運営上の複雑さを指摘し、マーケットインパクトを ADT に必須とする提案に反対した。回答者は、マーケットインパクトを含めるのは自発的なものにすべきで、推定が実行可能なときのみ組み入れることを責任主体の裁量とすべきだとした。

一部の回答者は、流動性コスト推定でのプロ・ラタ・スライス・アプローチは、責任主体が解約に実際行う対応から乖離し、流動性コストを過大評価しがちで解約する投資家を不公平に不利に扱いかねないとし、大半の回答者もより公平で妥当な調整を提案した。

- ・変更点～ガイダンス 3 の文言は変更せず、説明文を補強

IOSCO はマーケットインパクト推定の難しさを理解し、市中協議でもマーケットインパクトはベストエフォートでの推定を期待した。困難はあるが、かなりのマーケットインパクトの組み入れは、ADT 使用の有意義な強化と考えられる。マーケットインパクトの評価は必須とし、かなり大きければ ADT の使用で含めるとのガイダンスは維持する。ただし、責任主体にマーケットインパクトの推定で十分な柔軟性を提供するために期待を明確化する。

- ・マーケットインパクトの精度について責任主体は、公平で合理的な推定のためにデータの

利用可能性の限界を考慮した妥当な努力を行ったことを当局に示せねばならない。

・責任主体がかなりのマーケットインパクトを流動性コストの調整に組み入れる枠組み及び運営のプロセスを開発するには時間がかかり、反復的なプロセスであることを認識する。マーケットインパクトの推定での業界との更なる協調を想定している。

ガイダンス 3 (変更なし) : 責任主体が使用する希釈化防止 LMT は、購入する投資家及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。

ガイダンス 3 の文言は変更されないが説明文は修正され、プロ-ラタ・スライス・アプローチは流動性コスト調整の一例とされ、責任主体はマーケットインパクトの推定を専門家としての判断で公平かつ合理的に行うべきだとの期待を明確にした。

・責任主体は、解約/購入への対応で異なるアプローチを採用するかもしれないが、プロ-ラタ・スライス・アプローチは、特にストレス時の市場状況では、流動性コストの推定での主要な検討事項である。

・責任主体が予測しうる市場全体の状況と共に、OEF の投資戦略や代替的取引アプローチの実行可能性とコスト、ポートフォリオの流動性リスク特性と管理を検討し、プロ-ラタ・スライスの売買が投資家の最善の利益ではないと判断したなら、ポートフォリオの一部を取引する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推定を調整できる。

## VI. 結びに変えて

OEF の流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性に対応する FSB の提言と IOSCO の希釈化防止流動性管理ツールのガイダンスの市中協議では、金融安定の強化という政策目的は概ね支持された。ただし、FSB が提案した OEF の運用資産の流動性に基づく 3 つの分類や流動性リスクの管理手段の使用については、実務面での困難などが指摘され<sup>(7)</sup>、分類の柔軟性と手段の選択での OEF のマネージャーの裁量を求めたコメントが多かった。

このため、運用資産の保有比率による 3 分類について FSB は、定量的な基準は示唆的なものとの位置づけにし、法域毎の規制枠組みに応じて各監督当局が判断することを確認するなど、実施での柔軟性を高めている。これにより、様々な OEF が金融安定に及ぼす

7 例えば、IOSCO の市中協議へのコメントの注 5 で BlackRock 社は、日本の投資信託で基準価額の二重計算が行われていることへの対応が、ADT の選択での実務的な課題になると指摘している。

影響の度合いの判断に応じた対応がしやすくなり、コスト／ベネフィットの考慮や実施での障害の削減がしやすくなったと思われる。

IOSCO のガイダンスでは、先行者利益を抑制するために流動性コストの負担を投資家に求める希釈化防止手段の使用について、全ての OEF に少なくとも一つの手段の検討と使用が必須ではないとされた。なお、運用資産の流動性が低い OEF では使用の促進を期待するとの記述が追加された。

FSB の提言と IOSCO のガイダンスの最終化を踏まえ、今後は各法域の監督当局と資産運用会社（OEF のマネージャー）は、各法域の状況を踏まえて判断し、OEF の流動性リスク管理を行っていくことになる。

日本では米国などと比べると金融システムにおける OEF の重要性はまだ低く、家計などの OEF での運用が拡大することが期待されている。資産運用会社が適切な流動性リスク管理を行って過度な解約で金融市場が混乱する事態が起きないように努力し、商品設計や投資家への開示でも注意して、OEF の活用が家計の資産形成への寄与と金融システムの安定の確保との両立が図られることを期待したい。

以上

### (参考) 改訂後の FSB の政策提言

提言 1：当局は、所管法域内のオープンエンド型ファンドの流動性プロファイルの情報を、金融安定の観点からもたらしうるリスクに応じて収集すべきである。当局は、既存の報告要件を見直し、求められる報告が適切で十分な詳細さと頻度があることを確実にするため、必要に応じてそれを強化すべきである。

提言 2：当局は、既存の投資家向け開示要件を見直し、ファンドの流動性リスク及び流動性管理ツールの利用可能性と使用に関して、オープンエンド型ファンドが投資家に対して提供すべき追加的な開示の程度を、金融安定の観点からファンドがもたらしうる流動性リスクに比例して定めるべきである。所用の開示が十分な質と頻度なことを確実にするために当局は、既存の投資家向け開示要件を適宜強化すべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年提言を見直し、適宜、強化すべきである。

提言 3：オープンエンド型ファンドの重大な構造的な流動性ミスマッチを削減するために当局は、ファンドの流動性リスク管理に関する要件または指針を設けるべきである。そうした要件や指針は、ファンドの投資戦略や資産の流動性は、ファンドのデザイン時点及び継続的に、ファンド・ユニットの解約の条件と整合的でなければならぬと明記すべきである。オープンエンド型ファンドが投資家に提示する解約条件は、平常時およびストレス時の市場状況での保有する資産の流動性に基づくべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化すべきである。

提言 4：当局は、オープンエンド型ファンドのマネージャーが、頑健な流動性管理実務の一環として、平常時及びストレス時の市場状況で、幅広い流動性管理ツールや手段を利用可能なようにするべきである。また、当局は、そのようなツールや手段の使用を妨げる運用上の障壁やその他の障壁を削減すべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化すべきである。

提言 5：当局は、オープンエンド型ファンドのマネージャーが、希釈化防止流動性管理ツールを利用可能なことを確実にするべきである。また、当局は、オープンエンド型ファンドのマネージャーが、運用するオープンエンド型ファンドにおける構造的な流動性ミスマッチから生じる潜在的な先行者利益を緩和し、ファンドの解約に伴う流動性コストを投資家が負担することを確実にし、流動性管理ツールの使用についてより一貫したアプローチを実現するため、当該ツールを検討・使用することを確実にすべきである。こうしたツールは、解約に伴う明示的及び暗黙のコストを、解約に応じるための資産売却が市場に与える重大な影響を含め、解約を行う投資家に課すべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年

の提言を見直し、適宜、強化するとともに、希釈化防止流動性管理ツールの設計に関する指針を準備すべきである。

提言 6：当局は、金融安定リスクを軽減するための流動性リスク管理を支援するために、個別のオープンエンド型ファンドレベルのストレステストの要請及び／または指針を提供すべきである。要請及び／または指針は、ストレステストの必要性と実施方法に対処すべきである。

提言 7：当局は、オープンエンド型ファンドが定量的な流動性管理ツール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、特にストレス時の市場状況における意思決定プロセスを（規制要件や指針を通じて）促進すべきであり、そのプロセスは、投資家及び関連当局に対する透明性を持つべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化すべきである。

提言 8：アセットマネージャーには、定量的な流動性管理ツールやその他の流動性管理手段を検討し使用する第一義的な責任があるが、当局は、特にストレス時の市場状況においては、使用に関する指針を提供すべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化すべきである。また、各法域が適切だと考える場合は、当局は、ストレス時の市場状況で、オープンエンド型ファンドがそうしたツールや手段を使用することを、金融安定の観点から、措置のコストと便益を考慮した上で指示すべきである。

提言 9：必要な場合には、当局は、ファンドや他の投資家による集団的な売却が金融市場及び金融システム全般の強靱性に及ぼす影響を把握できるような、システム全体のストレステストの実施を検討すべきである。