

「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正に関する意見募集について
— IOSCO 勧告を踏まえた流動性区分に基づくファンド分類、流動性管理ツール及び解約条件の見直しについて —

1. はじめに

一般社団法人資産運用業協会（以下「本会」という。）は、証券監督者国際機構（IOSCO）による流動性リスク管理に関する最新の勧告及び実施ガイダンスを踏まえ、公募投資信託の組入資産の流動性と設定・解約条件との不整合、並びにそれに伴う既存受益者の持分価値の希釈化への対応を強化する観点から、「投資信託等の運用に関する規則」における流動性管理に関する規律の整備及び「投資信託等の運用に関する規則第2条の5に関するガイドライン」の制定を検討している。

本件については、流動性区分に基づくファンド分類、低流動ファンドにおける流動性管理ツールの整備・適用、非流動ファンドにおける解約条件のあり方、約款及び目論見書における記載、販売会社・受託者・事務受託会社等との連携、並びに実際の発動局面におけるオペレーションの実効性が主要な論点となっている。

本紙は、このような問題意識の下、運用専門委員会等におけるこれまでの議論を踏まえ、現時点における本会の基本的な方向性及びなお広く意見を求めるべき論点を整理し、会員各社、販売会社、受託者、事務受託会社その他の関係者から、実務及び投資者保護の両面から率直な意見を募集するものである。

2. 背景及び検討の経緯

2.1 国際的な規制動向

IOSCO は 2025 年 5 月に、流動性リスク管理に関する改訂勧告及びオープンエンド型ファンド向け実施ガイダンスを公表し、資産・ポートフォリオの流動性と解約条件の整合的な設計、流動性管理ツールの設計・利用、投資者向け開示、実効的な実装上の障害、ストレステスト等を横断的に整理した。これらのガイダンスは、単一の手段を一律に義務付けるものではなく、各ファンドの特性に応じて適切な手段を選択し、責任ある主体が健全な専門的判断を行うべきことを前提としている。

すなわち、国際的な議論の中心には、個別の局面における臨機応変な対応のみならず、平時の段階から、どのようなファンドにどのような手段が利用可能であり、必要時に誰がどのように判断し、投資者にどのような影響が及び得るかを、約款、規程及び開示書類を通じて明確にしておくべきであるとの考え方がある。本会における検討も、この問題意識を国内の公募投資信託実務に即して具体化することを目的として進めてきたものであり、以下では、まず、その国内における検討の経緯と、そこから導かれた基本的な整理を示す。

2.2 国内での検討状況

本会では、こうした国際的な問題意識を踏まえ、まず、国内の公募投資信託のうち、流動性の低い資産を相応に組み入れながら日次の設定・解約に応じているファンドが、実務上どの程度存在し得るのかを把握・整理する必要があるとの認識に立ち、検討を進めてきた。

このため、本会に設置された流動性規制に関する検討部会においては、第一に、流動性に応じたファンドのカテゴリーをどのように整理するか、第二に、そのようなファンドに対して希薄化防止のための流動性管理ツールとしてどのような方法が考えられるか、という二つの論点を中心に検討を行ってきた。

流動性管理ツールの検討に当たっては、欧州等で一般的なスウィングプライシングに加え、日本実務において広く利用されている信託財産留保額も出発点とした。もっとも、既存の信託財産留保額は、平常時・ストレス時を通じて固定的な料率を用いることが一般的であるため、希薄化防止機能をより適切に働かせる観点からは、市場環境その他の状況に応じて料率を見直し得る仕組みについても検討対象としてきた。本紙では、このような仕組みを「変動型信託財産留保額」という。

その上で、本会としては、すべての公募投資信託を一律に対象とするのではなく、まずは現行の規則に規定される流動性区分に基づくファンド分類を通じて、高流動ファンド、低流動ファンド及び非流動ファンドを識別し、このうち、低流動資産を相応に組み入れつつ日次設定・解約を維持しようとするファンドを、対応の中心に位置付ける方向で検討を進めている。すなわち、低流動ファンドについては、日次設定・解約を維持することを前提に、平時からどのような流動性管理ツールを利用可能なものとして整備しておくべきかが主要な論点となる。

もっとも、日本の公募投資信託実務においては、注文情報の確定時点、基準価額算出の締め切り、販売会社・受託者・事務受託会社とのシステム連携、海外資産ファンドにおける海外市場価格の判明時点等の制約が大きく、変動型信託財産留保額の「可能な限り速やかな」反映を一律に画一的な手順で求めることは容易ではないとの認識が共有されてきた。他方で、平時の段階で何も定まっていないまま、局面発生後の個別判断のみに委ねることは、投資者説明、販売実務及び社内意思決定の安定性を損ないやすいという問題意識も共有されている。こうした事情を踏まえ、本会としては、まずは低流動ファンドを中心に、平時から利用し得る手段、その基本的な発動の考え方、判断権限及び関係者の連絡・事務フローを明確にしておくための、説明可能な枠組みを整備することを基本方針としている。

また、ファンド分類は、低流動ファンドにおける流動性管理ツールの整備・適用を検討するためだけのものではない。非流動ファンドについては、組入資産の流動性特性に照らし、流動性管理ツールを付して日次設定・解約を維持する類型としてではなく、解約条件そのものを当該資産の流動性に応じて設計する類型として整理する必要がある。本会としては、非流動ファンドについて、日次以外の頻度での解約申込みの受付を基本とする方向で検討を進めており、本件は、低流動ファンドにおけるツール

整備と並んで、ファンド分類に応じた解約条件のあり方を見直すものである。

2.3 本紙と意見募集の対象

本紙は、本件改正の背景及び検討の経緯並びに本会の基本的な問題意識を示すものである。これとあわせて、「投資信託等の運用に関する規則」第2条の5の新設案、「投資信託等の運用に関する規則」の一部改正案（新旧対照表）及び「投資信託等の運用に関する規則第2条の5に関するガイドライン」の制定案を公表し、これらを今回の意見募集の対象とする。

また、これらの理解に資する参考資料として、【参考】流動性区分に基づくファンド分類、流動性管理ツール及び解約条件の見直しに関する概要を公表する。

今回の提案は、流動性区分に基づくファンド分類を起点として、低流動ファンドにおける流動性管理ツールの整備・適用、非流動ファンドにおける解約条件の見直し、並びにこれらに関連する約款、目論見書及び実務運営上の整理を行おうとするものである。詳細な制度内容については、上記新設案及び制定案を参照されたい。主要論点ごとの現時点の整理及び検討事項については、必要に応じ上記参考資料を参照されたい。

意見提出に当たっては、制度の方向性、実務上の実現可能性、投資者保護上の妥当性、販売・受託・事務受託を含む事務運営への影響、並びに施行時期及び経過措置のあり方について、上記新設案及び制定案を中心に、必要に応じ参考資料も参照の上、具体的な意見を提出いただきたい。

3. 今後のスケジュール

本会は、本件に関する意見募集を行った上で、必要に応じて説明会を開催し、その結果を踏まえて、「投資信託等の運用に関する規則」の一部改正案及び「投資信託等の運用に関する規則第2条の5に関するガイドライン」の制定案の最終化を検討する。

- ・意見募集期間：2026年4月9日から同年6月8日まで（60日間）
- ・意見募集期間中：必要に応じ、会員向け説明会又はQ&Aの公表を実施
- ・意見募集終了後：寄せられた意見及び本会の考え方を整理し、必要に応じ一部改正案及び制定案を修正
- ・最終化後：所要の経過措置期間を設けた上で施行

4. 意見提出方法

意見は、別途本会が指定する様式により提出いただきたい。提出に当たっては、該当箇所、賛否、理由、代替案、実務影響（商品設計、運用、法務、事務、システム、販売、受託等）をできる限り具体的に記載いただきたい。