

【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

1. 本資料の位置付け

本資料は、別紙1（意見募集について）において示した本件改正の背景、検討の経緯及び意見募集の趣旨を前提として、「投資信託等の運用に関する規則」第2条の5の新設案及び「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」の制定案の理解に資するため、主な論点及びこれに関する現時点の整理を参考として示すものである。

別紙1は、本件改正の背景及び基本的な問題意識を示すことを主たる目的とするのに対し、本資料は、個別論点ごとの考え方及び実務上想定される主な確認事項等を、参考として補足的に示すことを目的とする。このため、意見提出に当たっては、別紙1（意見募集について）、「投資信託等の運用に関する規則」第2条の5の新設案及び「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」の制定案を中心に、必要に応じ本資料も参照されたい。

本資料は、最終的な規則・ガイドラインの内容を確定する趣旨ではなく、意見募集及び当局との調整を踏まえ、今後修正があり得る。他方で、各社における社内検討、関係部署との調整及び関係者への説明に資するよう、現時点で整理可能な事項を参考として示すことを目的とする。

なお、本資料の記載は、上記一部改正案及び制定案の解釈並びに実務上の検討を補助するものであり、最終的に齟齬が生じた場合には、最終化された規則・ガイドライン本文及び当局の取扱いが優先する。

2. 主な論点と現時点の方向性

(1) 初期対応の対象範囲

現時点の方向性：今回の規則・ガイドライン改正における初期対応の対象は、現時点では低流動ファンド及び非流動ファンドを中心とする方向で整理している。高流動ファンドを含む全ファンドへの拡張は、今回の制度対応の範囲を超える論点として、今後の検討課題に位置付ける考え方である。

(2) 現物拠出型ETFの取扱い

現時点の方向性：第2条の4との整合性を踏まえ、現物拠出型ETFについては、本件規律の対象外とする方向で整理している。条文上も、第2条の4と同様の整理が明確になるよう、必要に応じて文言上の手当てを行うことを想定している。

(3) 自社分類方法の利用

現時点の方向性：標準方式としては既存の流動性区分の構成比に基づく分類を置く一

方、海外法令又はグループ共通の流動性リスク管理基準等に基づく自社分類方法も許容する方向である。ただし、無条件に認める趣旨ではなく、標準方式と比較して受益者保護の水準を著しく低下させないことを確認し、取締役会等の決議、判断根拠の保存及び分類方法の概要の開示を求める方向で整理している。

(4) 新規設定ファンドの初期分類

現時点の方向性：新規設定ファンドの初期分類は、設定直後の残高のみを機械的に用いるのではなく、投資方針、償還条件、想定投資家層、販売方針、信託金の上限、運用キャパシティ等を踏まえた合理的な想定残高を前提として行う方向で整理している。
補足：想定残高の置き方及びその根拠は、流動性リスク管理規程等において説明可能な形で残すことを前提とする。

(5) 再区分の考え方

現時点の方向性：再区分は、短期の市況変動や一時的な大口設定・解約のみを理由として直ちに行うものではなく、投資方針又は償還条件の変更その他、流動性プロフィールに構造的な変化が生じたと合理的に判断される場合に限って検討する方向である。
補足：したがって、短期の市場変動に応じて分類を頻繁に付け替えることは想定していない。

(6) 分類結果の位置付け

現時点の方向性：ファンド分類それ自体を投資者向けの評価ラベルとして開示することを目的とするものではなく、設定・解約条件と組入資産の流動性との整合並びに受益者間の公平性確保のための内部管理枠組みとして位置付ける考え方である。
補足：もっとも、分類の結果として解約条件又は利用可能な流動性管理ツールが変わる場合には、その重要事項は約款・目論見書等において適切に示すことを想定している。

(7) 『常時適用可能』の意味

現時点の方向性：『常時適用可能』とは、流動性管理ツールを常時課徴又は常時発動していることを意味するものではない。平時からこれらの手段を利用可能な状態として整備しておくことを趣旨とするものであり、必要な局面で適用できるよう、約款、規程等が整っている状態を指すものとして整理している。

補足：

したがって、低流動ファンドにおいて変動型信託財産留保額又はサスペンションを『常時適用可能』として整備することは、平時からこれらの手段を利用可能な状態として整備しておくことを趣旨とするものであり、局面発生時に各社が受益者保護の観点から適切な手段を選択し得る状態を、あらかじめ確保しておくためのものである。

(8) 低流動ファンドにおいて整備すべきツール

現時点の方向性：低流動ファンドが日次の設定・解約申込みの受付に応じるための前提としては、少なくとも変動型信託財産留保額及びサスペンションの双方を利用可能である旨を約款に記載し、必要時に適切に運用できるようにしておく方向で整理している。

補足：これは、これらの手段を、必要な局面において選択し得る対応として、平時から位置付けておく趣旨であり、各ファンドの特性、市場環境、投資者動向及び事務・システム対応の実情を踏まえ、受益者保護の観点から適切な手段を判断し得るようになるためのものである。その他の希薄化防止措置の併用自体を妨げるものではないが、現時点では、日次受付を可能とする最低限のツールとして上記二つを想定している。

(9) 閾値・トリガーに基づく運用

現時点の方向性：ネットフロー、解約率その他あらかじめ定めた閾値又はトリガーに基づき、変動型信託財産留保額又はサスペンションの適用可否を判断する運用は許容され得る整理である。ただし、トリガー、判断主体、適用開始時点及び関係者連絡の枠組みは、事前に規程化しておくことが必要である。

(10) 設定時及び解約時への適用

現時点の方向性：変動型信託財産留保額は、設定又は解約に伴う取引コスト等を払込金額又は解約代金に反映して信託財産に留保する仕組みとして整理しており、必要に応じて設定時にも適用し得ることを前提としている。他方、常に設定側にも課徴することを一律に義務付ける趣旨ではなく、ネットフロー及び取引コスト推計等を踏まえた適用判断の枠組みの中で運用する方向である。

(11) 算定方法の合理性

現時点の方向性：『一貫性及び合理性のある方法』とは、希釈化防止という目的に照らして、算定ロジックの目的適合性、説明可能性・文書化、同一入力に対する再現可能性及び事後検証可能性が確保されていることを意味する方向で整理している。考慮要素としては、ブローカレッジ、税等の明示的コストに加え、ビッド・アスク・スプレッド、マーケットインパクト等の黙示的コストを把握可能な範囲で勘案することを想定している。ただし、必ずしも全ての考慮要素について機械的・定量的な算出を要するものではなく、市場環境その他の状況に照らし、定性的評価を含むことも許容され得る。

補足：具体的な算式、係数、用いるデータ及び前提は、各社の流動性リスク管理規程等により定めることを前提とする。

(12) 『見直し』『適用』『料率変更』の整理

現時点の方向性：『見直し』は、料率又はその算定枠組みが市場環境その他の状況に照らして適切かどうかを点検し、必要に応じて修正することを指す。『適用』は、決定した料率又はこれと同等の調整係数等を、実際の払込金額又は解約代金に反映して用いることを指す。『料率変更』は、見直しの結果としてであるか、事前に定めた段階料率の選択としてであるかを問わず、最終的に投資者に適用する水準が変わることを指すものとして整理している。

(13) 反映時期及びサスペンションとの関係

現時点の方向性：反映時期については、日本の公募投信実務上、一律に『当日必須』又は『○営業日以内』と定めることは適当でないと考えている。このため、規則案では、受益者保護の観点から、料率等の変更を可能な限り速やかに反映し、原則として当日の設定又は解約の申込みに係る払込金額又は解約代金への適用を目指す方向性を示しつつ、当日反映が実務上著しく困難又は適切でない場合には、必要に応じてサスペンションを用い、反映可能となった時点で適用する方向で整理している。

補足：したがって、変動型信託財産留保額とサスペンションは、排他的な関係ではなく、必要に応じて補完的に用い得るものと考えている。なお、この整理は、変動型信託財産留保額を常に優先して発動すること又はサスペンションを常に補助的にのみ用いることを機械的に求めるものではなく、各社が事前に定めた枠組みの下で、当該局面に即して適切な手段を選択することを前提としている。

(14) 非流動ファンドにおける解約条件の基本的考え方

現時点の方向性：非流動ファンドは、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している。このため、非流動ファンドについては、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ある。

(15) ストレス下の市場環境

現時点の方向性：ストレス下の市場環境は、資産クラス、市場構造及びファンド特性により異なるため、単一指標で機械的に定義することは適当でない。他方、実務上の目線合わせのため、ガイドラインでは非網羅的な例示として、市場流動性の急低下、市場機能又はインフラの障害、ファンド固有の急激なフロー変化、有効な参照価格が得られないなど取引コスト推計が著しく困難な場合等を掲げる方向で整理している。

(16) 低流動ファンドに約款変更の取扱い

現時点の方向性：監督指針及び協会規則の改正を踏まえ、低流動ファンドに流動性管理ツールを導入・整備するために必要な範囲の約款変更、例えば変動型信託財産留保

額の新規導入、固定型から変動型への変更、サスペンション条項の明確化等については、法令適合性を維持するために必要な変更として、重大な約款変更には該当しない方向で整理している。

補足：もともと、流動性管理ツールの整備の域を超えて、受益者の換金条件又は経済的負担の構造を実質的に変更する場合には、別途重大性の検討を要する。

(17) 低流動ファンド以外への任意導入

現時点の方向性：低流動ファンド以外への予防的又は任意の導入については、問題意識自体は共有し得るものの、今回の『重大な約款変更ではない』との整理を一律に及ぼすことは、現時点では難しいと考えている。したがって、高流動ファンドを含む全ファンドでの導入を直ちに本件の制度対応に取り込むことは想定していない。

(18) 約款・目論見書等における開示

現時点の方向性：投資者向けの開示については、約款及び目論見書等において、少なくとも流動性管理ツールの利用可能性、基本的な仕組み、発動の考え方及び投資者への影響を、通常時の段階から理解可能な形で示す方向である。

補足：これは、投資者及び関係者が、局面発生後に初めて当該仕組みを認識することのないよう、必要時に取り得る対応の枠組みを通常時から明確にしておく趣旨によるものである。なお、現時点では、交付目論見書の作成に関する規則に新たな記載項目を一律に追加することまでを前提とするものではなく、まずは約款及び目論見書等を通じて、投資者にとって重要な事項が適切に示される方向で整理している。

(19) 上限・通常レンジ・リアルタイム開示その他の実務論点

現時点の方向性：変動型信託財産留保額について、上限又は通常レンジをどの文書にどの粒度で記載するか、日々の実際適用料率のリアルタイム一般公表まで求めるか、極端な市場環境下で例外的に事前開示した上限又は通常レンジを超える適用を認める余地を設けるかは、なお整理を要する論点である。現時点では、日々の実際適用料率のリアルタイム一般公表を一律に義務付ける方向ではなく、事前開示と発動時の周知、必要な事後説明を基本とする考え方をベースとして検討している。

補足：このほか、販売会社における上限開示との関係、受託者の関与、積立・DC等の自動追加設定商品の取扱い、並びに販売会社・受託者・事務受託会社との連携についても、必要に応じて補足Q&A、モデル記載等を通じて整理を進めることを想定している。

3. 今後の扱い

本資料に記載した事項は、現時点における補足的な整理であり、会員各社その他の関係者から寄せられる意見及び当局との調整を踏まえて、必要に応じ修正を行う予定である。

特に、販売会社における実務との整合、補足 Q&A 又はモデル記載の要否、並びに施行までの準備期間については、意見募集を通じて実務影響を確認した上で、最終整理を行う予定である。