

「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正等に係る意見募集の結果について

—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—

2026年9月16日

一般社団法人 資産運用業協会

(ご意見等の状況) 法人 10 社・53 件

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
投資信託等の運用に関する規則			
1	第2条の5（柱書）	第2条の5（柱書）に、「次に掲げる方法で各公募投資信託を分類し、当該分類に応じた設定・解約条件及び流動性管理ツール（次項に定める変動型信託財産留保額及びサスペンションをいう。以下本条において同じ。）を整備」と記載されている。まずは第一ステップとして、ファンド分類を行い、その次のステップとして、分類に応じた流動性管理ツールを整備することが求められていると読めるが、この認識に相違はないか。	ご認識の方向で差し支えありません。
2	第2条の5（柱書）	IOSCO 勧告の趣旨は十分に理解し、総論としては大いに賛成である。 しかしながら、5月15日開催の会員会社向け説明会にて示された下記（１）（２）の点を踏まえると、IOSCO との関係における時間的制約の中で、十分な検討・作り込みができないまま、現在の規則・ガイドライン案を既存投資信託に対して導入した場合、既存投資信託の販売会社のみならず受益者にも少なからず混乱が生じるおそれがあることから、新設する第2条の5は、特定の基準日以降に新設される投資信託から適用するルールとしてはどうか。 なお、既存投資信託において、第2条の5を適用することを妨げるものとはせず、その場合の約款変更は、これまで示されてきた方向性の通り、非重大で行うことができるものと整理いただきたい。 （１）説明会資料①において、以下の記述があり、実務上の運営が容易ならざるものであるとの共通認識が示されていること ＜抜粋＞ ・留保額を徴収する事で、（中略）、また副作用も存在する。 ・判断材料として、事前に確認できる客観的材料は限定されている。 ・投資家が不公平感を抱く可能性が存在する。 ・受益者から「そんなに取られるならむしろ受付停止して欲しかった／するべきだった」という意見が出る可能性も存在する。 ・明日のマーケット環境が分からない状態で今日の留保額を決定する事は不可能 ・今晚のマーケット環境が分からない状態で明日の留保額を決定する事は不可能 ・当日中に留保額を決める事は前述の通り物理的に困難 （２）説明会において、協会からも、「上記の（１）の様な認識を踏まえると、業界的な対応システムの開発が進まない限り、一般的な公募投信において変動留保金適用は現実的に困難と考えられる一方で、対応システムの開発は非現実的であるとも認識すべきで、そう考えると、低流動ファンドの新規設定は今後はもう難しくなると考えるべき」との主旨の発言があったこと	本件は、証券監督者国際機構（以下「IOSCO」という。）が2025年5月に公表した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、及びそれに伴う既存受益者の持分価値の希釈化に対応するものです。同勧告等は、新設ファンドに限らず、現に運用されているファンドを含むオープンエンド型ファンド全般を対象として、資産の流動性プロファイルと解約条件の整合的な設計及び流動性管理ツールの利用可能性の確保を求めています。仮に適用対象を特定の基準日以降に新設される投資信託に限定した場合、対応の必要性が最も高い既存ファンドの受益者が制度の対象外に置かれ続けるとともに、同様の流動性特性を有するファンドの間で設定時期の違いにより受益者保護の水準に差異が生じることとなり、本件の趣旨及び国際的な勧告の水準に照らして適当ではないと考えます。 このため、既存ファンドについても、第2条の5に基づく分類及び分類に応じた設定・解約条件・流動性管理ツールの整備要否の確認は必要であり、適用対象を特定基準日以降に新設される投資信託に限定することは想定していません。その上で、低流動ファンドが日次受付を維持するために変動型信託財産留保額及びサスペンションを導入・整備するために必要な範囲の約款変更は、重大な約款変更には該当しない方向で整理し得ると考えます。この整理の前提及び限界（低流動ファンド以外への予防的又は任意の導入を含みます。）については、No. 39③に対する考え方をご参照ください。 なお、既存ファンドについて解約条件の見直しが必要となる場合であっても、直ちに一律・同一の解約頻度へ機械的に変更することを求める趣旨ではなく、販売会社及び受益者への説明、約款変更手続、システム・事務対応、投資者が適応するための期間等を踏まえ、必要な経過措置又は準備期間を設けることが適当と考えます。また、本件規則及びガイドライン全体の施行時期及び経過措置期間の考え方については、No. 48に対する考え方をご参照ください。
3	第2条の5（柱書）	「整備するものとする」との表現は、整備水準の到達点や評価軸が条文上明確でなく、運用会社にとって事後的な評価リスクが大きい。特に、低流動性資産を組み入れるファンドにおいては、市場混乱時に評価価格と実勢価格が大きく乖離するなど、当時入手可能な情報に基づき合理的と考えられる対応を行った場合であっても、結果的に後から振り返った際に、異なる対応をとった方がより受益者の利益に資したと考えられるケースが生じ得る。 このような状況も踏まえ、当該規則の運用に当たっては、結果のみをもって評価するのではなく、当時の市場環境、入手可能な情報及び判断プロセスを総合的に勘案する考え方が重要であることについて、ガイドライン等において確認的に示していただきたい。	ストレス局面において、当時入手可能であった情報に基づき、あらかじめ定めた一貫性及び合理性のある枠組みに従い、必要な決裁、牽制及び記録を経て行われた判断については、事後的な市場価格や実勢売却価格、又は後から判明した結果のみをもって、直ちに不適切と評価するものではないと考えます（No. 42に対する考え方をご参照ください）。 本件における「整備」は、局面発生後に発動条件、料率水準、適用時期等を都度任意に判断することを想定するものではなく、平時にあらかじめ整備し定期的に点検する事項と、局面発生時に随時判断し実行する事項は、ガイドライン7に区分して整理しています（「常時適用可能」の意味は、No. 40に対する考え方をご参照ください）。「整備するものとする」の評価に当たっては、単に約款上の記載があるかだけではなく、これらの事項が当該ファンドの特性に応じて実効的に整備されているかが重要になると考えます。 例えば、判断時点において有効な参照価格が得られない、価格ソース間の乖離が大きい、マーケットインパクトの推計が困難である、又は販売会社・受託銀行・事務受託会社等における当日反映が実務上困難であるといった事情がある場合には、その時点で入手可能な情報等を踏まえ、変動型信託財産留保額、サスペンション又はその組合せを合理的に判断することが考えられます。 もっとも、判断時点で入手可能であった重要な情報を考慮していない場合、あらかじめ定めた手続に従っていない場合、合理的な理由なく同種の局面と異なる取扱いをした場合、判断根拠が記

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			録されていない場合等には、当該判断の合理性が問題となり得ます。また、事後的な検証により算定枠組み、閾値、関係者連携又はオペレーションに課題が判明した場合には、必要に応じて流動性リスク管理規程等や運用態勢を見直すことが求められます（規則第2条の5第2項第1号ハ①）。 ご指摘を踏まえ、整備水準及び局面発生時の判断の評価の考え方について、ガイドラインにおいて確認的に明確化しました。
4	第1項第1号イ 構成比に基づく分類方法	令和2年6月11日付の『「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正等に関する意見募集について』の質問 No85～88 に対する回答において、 「売却可能日数につきましては、一般論としては、以下のように考えられると思います。 Ⅰ 高流動性資産 当該銘柄について全保有量を一括又は幾つかに分割して3営業日内に売却することが可能であると考えられ、かつ、それをおこなっても取引価格が極端に変動しないことが見込まれるもの ～以下略～」 という記載があります。 規則案においては、「流動性区分に基づくファンド分類の方法は、イ.前条第1号ロ①に定める保有資産の流動性区分（階層分類）の構成比に基づく方法又はロ.委託会社等が自社において定める方法で分類するものとする」と記載があり、上記の回答を前提とすれば、イ.に従う場合には全銘柄の売却を前提とした分類を行うものと読み取れます。 一方、5月15日の説明会の質疑応答 Q8(売却割合の前提)の回答要旨において、「規則案及びガイドライン案上、「全銘柄の売却」又は「10%相当額の売却」など、特定の売却シナリオや売却割合を一律に定めているものではない。重要なのは、各社の流動性リスク管理の枠組みに基づき、通常の市場環境における長期的な流動性評価として、組入資産の流動性と設定・解約条件が整合しているかを判断すること。」との記載があります。 Q8の回答により、イ.の方法の前提となる「前条第1号ロ①に定める保有資産の流動性区分（階層分類）の構成比」について、全銘柄の売却のみが前提ではないことが明確にされたという理解でよいでしょうか？ なお、売却シナリオの前提が各社の判断に委ねられる場合、同一の運用対象・類似の運用戦略を持つファンドであっても、委託会社ごとに流動性区分ひいてはファンド分類（高流動／低流動）の結果が異なる事態が想定されます。このことは、ファンド分類に連動して変動型信託財産留保額の適用有無が分かれることを意味し、投資家にとっては合理的な商品比較を困難にするおそれがあると考えます。売却シナリオの前提について、少なくとも標準的な考え方を示していただくことが、制度全体の信頼性の観点から望ましいのではないのでしょうか。	ご照会の点は、次の二層で整理しています。第一に、規則第2条の5のファンド分類において、ファンド全体について全銘柄の同時全量売却や特定割合の売却といった追加的な売却シナリオを一律に求めるものではありません（この限りで貴見のとおりであり、説明会 Q8はこの趣旨を確認したものです）。第二に、その前提となる規則第2条の4に基づく個別保有資産の流動性区分の判定については、令和2年6月11日付パブリックコメント回答 No. 85～88 及び No. 78 に示された考え方（当該銘柄の全保有量を前提とした売却可能日数の評価）を変更するものではありません。 個別保有資産の流動性区分の判定は、保有数量、市場売買高、価格インパクト、売却可能日数等を踏まえ、通常の市場環境における長期的な流動性評価として、一貫性及び合理性のある方法により行う必要があります。このため、同一又は類似の運用対象・運用戦略を有するファンドであっても、ファンド規模、保有数量、解約条件等が異なれば、分類結果が異なることはあり得ます。他方で、実質的に同一の事実関係にあるにもかかわらず、合理的な理由なく異なる前提を置くことは許容されず、売却可能日数、売却シナリオ又は売却割合に関する前提は、あらかじめ流動性リスク管理規程等に定め、継続的かつ一貫して適用し、その根拠を記録する必要があります。 なお、売却シナリオについて一律の数値基準や標準シナリオを示すことは予定していません。ご指摘を踏まえ、上記二層の関係について、ガイドラインにおいて明確化しました。
5	第1項第1号イ 構成比に基づく分類方法	令和2年6月4日付第123回自主規制委員会資料の第2条の4に関するパブコメ No. 85 において、流動性区分の判定は「全保有量」を前提とする旨が明確にされている一方、5月15日説明会資料②の事前質問の回答 Q8 では「特定の売却割合を一律に定めていない」とされており、第2条の5との関係が不明確です。 流動性区分に基づくファンド分類の判定における売却シナリオの設定方法を明確化するため、 【別紙】のとおり規則案の修正をご検討いただければと考えます。	ご指摘の令和2年6月11日付パブリックコメント回答 No. 85 と説明会 Q8 の説明は、対象とする場面が異なるものであり、後者が前者を否定又は変更するものではありません。すなわち、令和2年回答 No. 85 及び No. 78 は、規則第2条の4に基づく個別保有資産（個別銘柄）の流動性区分判定について、当該銘柄の全保有量を前提とした売却可能日数の評価の考え方を示したものです。一方、説明会 Q8 は、規則第2条の5に基づくファンド分類に当たり、ファンド全体について「全銘柄を売却すること」又は「10%相当額を売却すること」など、追加的な売却シナリオ又は売却割合を一律に設定するものではないことを説明したものです。この二層の整理及び個別保有資産の判定に当たっての考慮要素・記録については、No. 4 に対する考え方をご参照ください。 ご提案の、規則第2条の5第1項第1号イに「合理的な売却シナリオを前提とすることができ」旨を追記することについては、標準方式における保有資産の流動性区分判定を各社が任意の売却シナリオにより変更できるものと誤解されるおそれがあるため、現時点では採用しないことが適当と考えます。 もっとも、ご指摘のとおり実務上の誤解が生じ得るため、個別保有資産の流動性区分判定とファンド分類上の構成比判定の関係について、ガイドラインにおいて明確化しました。
6	第1項第1号イ 構成比に基づく分類方法	ガイドライン3とも合わせ、現行の分類と、新設の分類がシンメトリーな整合性ある構成になっていない。例えば、高流動性資産 40%、低流動性資産 40%、非流動性資産 20%のファンドはいずれにも属さないのではないか。 例えば低流動ファンドについては、以下のような記載にしてはどうか。 （2）低流動ファンド＝「低流動」資産（低流動性資産及び非流動性資産の合計）への投資比率が50%超のもの	ご提案の、低流動ファンドの定義を「低流動性資産及び非流動性資産の合計への投資比率が50%超」のものとする修正は行わず、現時点では原案の構成を維持することが適当と考えます。 ご指摘のような、3つの明示的な閾値のいずれにも該当しない場合の取扱いについては、No. 22 に対する考え方をご参照ください。当該ファンドが未分類となるものではなく、ガイドライン3イにより原則として低流動ファンドとして取り扱われるほか、解約条件、投資家構成、資金流入出の特性その他の事情を総合考慮し、取締役会等の決議を経て高流動ファンドとして分類できる余地も設けています。 ご提案の定義に変更しない理由は、第一に、非流動資産を低流動ファンドの50%基準に合算すると、非流動資産30%超の場合には他の比率にかかわらず非流動ファンドとする優先原則との関係

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			が分かりにくくなるおそれがあること、第二に、残余類型について取締役会等の決議を経て高流動ファンドとして分類できる柔軟な判断の余地を狭める可能性があることによります。もっとも、ご指摘のように「分類が困難な場合」という見出しは、情報不足や分類不能を意味するように誤解される可能性があるため、見出しを「構成比判定上いずれにも該当しない場合」等に改め、具体例を追記しました。なお、標準方式では当該ファンドの流動性プロファイルを適切に反映しないと判断する場合には、自社分類方法を用いることも考えられます（要件については、No. 41 に対する考え方をご参照ください）。
7	第1項第1号ロ 自社分類方法	「委託会社等が自社において定める方法」が認められている点については、ガイドライン項番4において整理されており、制度趣旨は理解できる。分類結果の妥当性については、判断プロセスの合理性や説明可能性により判断されるという理解でよい。また、その際に重視される観点について、可能な範囲で補足いただきたい。	ご理解のとおり、自社分類方法を用いる場合には、分類結果だけを形式的・機械的に評価するのではなく、判断プロセスの合理性、説明可能性、一貫性及び事後検証可能性が確保されているかが重要になると考えます。もっとも、判断プロセスが形式的に整備されていれば、いかなる分類結果も許容されるという趣旨ではありません（自社分類方法の要件については、No. 41 に対する考え方をご参照ください）。 自社分類方法の妥当性の判断に当たっては、①制度趣旨（組入資産の流動性と設定・解約条件との整合性の確認及び受益者間の公平性確保）との整合性、②用いるデータ及び前提の合理性並びに継続的かつ一貫した適用、③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（特に、標準方式では低流動ファンド又は非流動ファンドに該当し得るファンドを高流動ファンドとして取り扱う場合には、より慎重な説明が必要です）、④取締役会等の決議、リスク管理部門等による牽制、判断根拠の記録、定期的又は必要に応じた検証等のガバナンス、⑤同種又は類似のファンド間で分類結果が異なる場合の差異の説明可能性、といった観点が重要になると考えます。 ご指摘を踏まえ、自社分類方法の妥当性を判断する際の観点の基本的な枠組みについて、ガイドラインにおいて明確化しました。
8	第2項（柱書）	上記認識に相違が無い場合、第2項（柱書）では「低流動ファンドにおいて流動性管理ツールを利用する場合」として、低流動ファンドに分類された場合の流動性管理ツールの整備及び約款への記載について定められているが、この取扱いについて確認したい。 説明会資料②の事前質問の回答 Q2 では、日次以外受付の場合には流動性管理ツール整備義務は直ちには生じないとの事であるが、第一ステップのファンド分類の段階で、低流動ファンドに該当するファンドが存在しない場合も同様に、第2項の規定への対応義務は生じないという理解でよい。	ご理解のとおり、各公募投資信託を適切に分類した結果、低流動ファンドに該当するファンドが存在しない場合には、第2項に基づく低流動ファンド向けのファンド固有の整備義務（約款記載、具体的算式、係数、通常レンジ、適用判断、サスペンション実施フロー等）は、直ちには生じないと考えます（No. 18 に対する考え方をご参照ください）。第2条の5は、まず各公募投資信託について分類を行い、その分類に応じて設定・解約条件及び流動性管理ツールの整備要否を判断する構成です。 なお、非流動ファンドに該当するファンドが存在する場合には、組入資産の流動性特性に照らし、日次以外の頻度での解約申込み受付を基本として、解約条件との整合性を確認する必要があります。
9	第2項第1号（変動型信託財産留保額）	変動型信託財産留保額は、大規模な設定解約等に伴う取引コストを当該受益者に負担させることで、既存受益者の不利益を軽減することを企図するものであることから、変動型信託財産留保額の適用にあたっては、ファンドの純資産総額（NAV）に対する一定の閾値を設け、当該閾値を超過したネットの資金流出入が発生した場合にのみ適用するといった運用が可能との認識でよい。現状の日本の業界慣行、システム仕様では、少額の資金流出入に留まり、運用担当者が市場での実際の取引を行わないケースにおいてまで一律に適用されているが、変動型信託財産留保額の流動性管理ツールとしての適用拡大にあたっては、閾値を設け、実際には発生していないコストを投資家に転嫁することを軽減する方法も検討されるべきではないか。	ご認識のとおり、ネットの資金流出入率、解約率、売買必要額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の適用要否を判断する運用は許容され得ると考えます（ガイドライン6）。変動型信託財産留保額は希釈化防止を目的とするものであり、取引コスト等が軽微であると合理的に判断される場合にまで常に適用することを一律に求めるものではありません。閾値超過時に限り適用する設計のほか、ネットフローの水準、売買必要額等に応じて段階的に料率を適用する設計も考えられます。 もっとも、閾値又はトリガーは、単に投資者負担を回避又は軽減するためのものではなく、希釈化防止という制度趣旨に照らし、一貫性及び合理性のあるものである必要があります。なお、実際の売買を当日に行わない場合であっても、現金比率、資産配分、将来の売買必要額等への影響を通じて取引コスト等が発生し得ること、設定と解約が常に完全に相殺できるとは限らないことから、ネット又はグロスのいずれを基準とするかは、当該ファンドの実態に照らして合理的に判断する必要があります。 具体的な閾値水準、算定対象、段階料率、適用開始時点、例外対応、判断主体、決裁権限、牽制、記録及び関係者連絡の方法については、あらかじめ流動性リスク管理規程等に定め、継続的かつ一貫して適用する必要があります。
10	第2項第1号イ① 算定の基本原則	流動性リスク管理は、ストレス局面において「後から見れば過剰に見える対応」とならないことが重要である。そのため、精緻な価格調整に過度に依存するのではなく、価格の不確実性そのものを前提とした運用手法や、投資家判断を促す柔軟な枠組み、数量面からの調整手法を組み合わせるアプローチが実務上有効と考える。例えば一案として、市場環境（ノーマル、ストレス時、強いストレス時）および資金のネットフローの規模（純資産比で1%未満、1%以上3%未満、3%以上）等を組み合わせたマトリクスを前提に、それぞれの局面に応じた対応（サスペンション）や、価格調整幅（例えば±0.5%、±1%、±2%）を適用するアプローチについて、ガイドライン	ご指摘のように、市場環境、資金流入の規模、取引コスト推計の確実性等を組み合わせたマトリクスをあらかじめ定め、その局面に応じて、変動型信託財産留保額、サスペンション又は両者の組合せを選択する運用は、許容され得ると考えます（閾値・トリガーに基づく適用要否の判断及び平時に整備すべき事項については、ガイドライン6・7参照。変動型信託財産留保額の基本的な機能については、No. 11 に対する考え方をご参照ください）。あらかじめ定めた複数の料率レンジ又は対応方針の中から適用水準又は適用手段を選択する設計は、ストレス局面において精緻な一点推計に過度に依存することを避けつつ、事前に定めた枠組みの中で一貫した判断を行う方法として有用な場合があると考えます。もっとも、段階料率又はマトリクス方式を用いる場合であ

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		等において例示的に示していただきたい。 (当意見は、第2項第1号イ② 算定要素も範囲に含めたもの)	っても、希釈化防止という目的に照らし、一貫性及び合理性のある方法で設計されている必要があります(規則第2条の5第2項第1号イ)。なお、IOSCOの2025年実施ガイダンスにおいても、希釈化防止型流動性管理ツールについて発動閾値を設定する場合には、希薄化を生じさせないよう十分に慎重なものであることが求められています。 一方で、ガイドラインにおいて特定のネットフロー比率や具体的な価格調整幅を数値で例示することは、当該数値が事実上の標準値又はセーフハーバーとして独り歩きするおそれがあるため、慎重であるべきと考えます。適切な閾値、料率レンジ又は対応方針は、投資対象、ファンド規模、ポートフォリオの集中度、現金比率、資金流入出の特性等により異なり得ます。 なお、マトリクスの中でサスペンションを選択肢として位置付けることも考えられますが、低流動ファンドが日次受付を維持する場合にサスペンションのみを整備すれば足りるものではないことについては、No.44に対する考え方をご参照ください。 ご指摘を踏まえ、段階料率、閾値・トリガー、マトリクス方式等を用いる場合の設計上の考慮要素、規程化すべき事項、決裁・牽制・記録及び事後検証の考え方を、ガイドラインにおいて明確化しました。
11	第2項第1号ロ 算式・係数・データ等	低流動ファンドに対する変動型信託財産留保額の適用にあたり、「導入の基準」や「具体的な算式・係数等の枠組みの決定」などが委託会社に委ねられるかと存じます。 この場合、複数のファンドにおいて「純資産総額が同程度かつ類似する運用性格」を持つにもかかわらず、変動型信託財産留保額の有無やその水準がそれぞれ異なる状況が生じる可能性が考えられます。 変動型信託財産留保額は、残存受益者の利益を保護し、金融システム全体の安定に資する措置として導入されるものと理解しております。しかしながら、その導入基準や算定方法が各社の裁量に大きく委ねられる場合、同種のファンド間で留保額の有無や水準に差異が生じ、投資家にとっては商品選択の合理的な基準を欠く結果となりかねません。 投資家への平等性・透明性の観点からそのような状況を生じさせないために、変動型信託財産留保額のファンドへの適用有無や算式に際して、「変動型信託財産留保額の導入が推奨される投資対象資産」や「一定程度の算定方法」などを提示するべきではないでしょうか。	導入が推奨される投資対象資産を資産クラス単位で一律に列举することや、全ファンドに一律の算式、係数又は料率を定めることは、同じ資産クラス又は同一銘柄であっても保有数量、ファンド規模、市場流動性、解約条件等により流動性及び取引コストが異なり得るため、かえって各ファンドの実態に即した希釈化防止を困難にするおそれがあり、慎重に考える必要があります。 変動型信託財産留保額は、設定又は解約に伴い信託財産に生じる取引コスト等を払込金額又は解約金額に反映し、信託財産に留保することで、既存受益者の持分価値の希釈化を防止することを目的とするものです。低流動ファンドが日次受付に応じる場合にはその整備が求められるため(規則第2条の5第2項)、整備自体は各社の任意判断に全面的に委ねられるものではありません。一方で、具体的な算式、係数、用いるデータ、上限又は通常レンジ、見直し及び適用判断の枠組みは、投資対象、運用戦略、ファンド規模、資金流入出の特性等により異なり得るため、同種又は類似のファンド間で適用有無又は料率水準に差異が生じること自体をもって、直ちに不適切とはいえません。 もっとも、合理的に説明できない差異が生じることは、投資者の商品比較や制度への信頼の観点から望ましくありません。このため、規則では、算定を一貫性及び合理性のある方法により行うことを求め、明示的コストを基本としつつ黙示的コストも把握可能な範囲で考慮することとし、具体的な算定・適用判断の枠組みは各社の流動性リスク管理規程等に定めるものとしています(規則第2条の5第2項第1号イ・ロ)。変動型信託財産留保額の整備又は適用要否は、特定の投資対象資産名のみで判断するのではなく、流動性区分に基づくファンド分類、日次受付の有無、組入資産の流動性プロフィール、設定・解約条件及び取引コスト等を踏まえて判断することが適当です。 ご指摘を踏まえ、算定方法及び適用判断の一貫性・合理性を確保するための考慮要素、規程化すべき事項、記録・検証の考え方について、ガイドラインにおいて明確化しました。
12	第2項第1号ハ② 可能な限り速やかな反映	当日の環境変化から流動性が急激に枯渇する事例が発生した場合、料率等の変更対応を適用する社と適用しない社があると、ファンド単位ではなく、市場全体のメカニズムにおいて歪と高い視点からの投資家不公平が発生することになる。事象の発生と、適用の判断は、協会の緊急事態発生時の対応ガイドラインなどに則って、業界全体、市場全体で対応するようなプロセスは取らないのか。	本協会が緊急事態の発生を認定し、業界全体に対して、変動型信託財産留保額の適用有無、料率水準又はサスペンションの実施を一律に決定又は指示するプロセスを設けることは、現時点では想定していません。市場全体で流動性が急低下する局面において各社の対応に差異が生じることによる、投資者間の公平性や市場全体の安定性に関するご懸念は理解しますが、市場環境が同一であっても、各ファンドのネットフロー、ポートフォリオ、投資者構成及び実務対応可能性等が異なれば、受益者保護の観点から適切な対応が異なり得るためであり、流動性管理ツールの適用要否及び適用水準は、各委託会社等があらかじめ定めた枠組みに基づき判断することが基本となります(ガイドライン6・7)。IOSCOにおいても、流動性リスク管理は各ファンドの特性に応じて責任主体が専門的判断を行うことを前提としており、規制当局による直接的な発動指示は極端な場合に限られるべきであること、そのような介入にはモラルハザードや先回り解約等の副作用があり得ることが指摘されています。
13	第2項第1号ハ② 可能な限り速やかな反映	市場環境が緩やかに変化していく場合には記載の通りでよいと思うが、これまでの市場環境変化の実例から、当日の環境変化から流動性が急激に枯渇する事例が大半であることに鑑みると、規定記載のような「変更の実施、可及的速やかな、当日適用」は販売会社からの解約状況のリアルタイムでの集約連携や決定したとしてもシステムへの即時反映などがない限り、あまり現実的な記載ではないと思料。概念論としては理解できるも、緊急時の対応を考えると、無益記載なので削除し、1号ハ①或いは③の対応になるのではないか。	ご指摘の箇所を削除することは適当ではないと考えます。料率等の変更が必要となった場合にどの程度迅速に反映すべきかという基本原則を明確にしておくことは、既存受益者の持分価値の希釈化を防止する観点から重要であるためです。 当日中の反映に実務上大きな制約があることのご指摘は理解しており、本協会としても、注文情報の確定時点、基準価額算出の締切、販売会社・受託銀行・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いことは認識しています。もっとも、規則第2条の5第2項第1号ハ②は、受益者保護の観点から可能な限り速やかに反映すると

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			いう基本原則を示すものであり、「原則として当日」との記載は、販売会社からの解約状況のリアルタイム集約や全ファンドの即時システム反映を絶対的に求める趣旨ではありません。当日反映が実務上著しく困難又は適切でないと判断される場合には、同ハ③に基づき、必要に応じてサスペンションを実施し、反映可能となった時点でこれを適用するものとしています。 なお、当日反映が困難又は適切でないと判断する場合であっても、局面発生後に都度任意に判断するのではなく、適用判断、適用開始時点、決裁権限、牽制、関係者との連絡・事務処理の枠組みを、あらかじめ流動性リスク管理規程等に定めておく必要があります。 ご指摘を踏まえ、上記の趣旨について、ガイドラインにおいて明確化しました。
14	第2項第1号ハ② 可能な限り速やかな反映	もし上記によらず、本項を残して緊急対応として実行する場合、受益者の解約代金は、公表された基準価額によるものではなく、約款や目論見書に予め記載された留保額に基づくものでもなく、変動した留保額について周知する手段が必要で、これは委託会社だけの対応ではなく、販売会社での対応が不可欠となる。また、取引報告書等への対応も必要で、予め予見された変動留保額でなく当日決定するような場合は、現実的な対応とは言い難いと思料。（市場環境変化の様相は、状況により異なるため、それに対応した適切な水準の留保額は予め決め置くことは困難である由）。 いずれにしても、市場環境の緩やかな変化の場合以外としては現実的な条項とは思えない。	ご指摘の箇所については削除せず、可能な限り速やかな反映という基本原則を維持することが適当と考えます。規則第2条の5第2項第1号ハ②・③の趣旨及び反映時期に係る実務上の制約に関する本協会の認識については、No.13に対する考え方をご参照ください。特に、当日の市場環境の急変により価格評価又は取引コスト推計が困難である場合、販売会社・受託銀行・事務受託会社等におけるシステム又は帳票対応が間に合わない場合、投資者が注文時点で合理的に想定し難い水準の留保額が適用される可能性がある場合等には、受益者保護の観点から、サスペンションを含む対応を検討することがあり得ます。 投資者への周知、販売会社における説明・注文処理、取引報告書等を含む帳票・システム対応が重要な論点となるとのご指摘は、実務上重要なものと認識しています。ただし、販売会社の帳票様式や取引報告書等の具体的な記載方法は、販売会社側の法令・自主規制・システム実務にも関わるため、本規則本文で一律に定めることは適当ではなく、委託会社等において、関係者との連絡・事務処理の基本フローをあらかじめ流動性リスク管理規程等に定める必要があります。
15	第2項第1号ハ② 可能な限り速やかな反映	本件、上記で見たように、委託会社だけで完結できる話ではなく、販売会社、受託会社、報道メディアなど関係者多くで対応が必要になるが、これらへの連携・周知は行政・協会などを通じて取られているのか。	ご指摘のとおり、変動型信託財産留保額及びサスペンションの実効的な運用には、販売会社、受託会社、事務受託会社、システム関係者その他関係者との連携が重要であると認識しています。規則では、関係者との連絡・事務処理をあらかじめ流動性リスク管理規程等に定めることを求めており（規則第2条の5第2項第1号ハ④・第2号）、本件意見募集も、販売会社、受託者、事務受託会社その他の関係者から意見を求めるものです。 制度全体の周知については、規則及びガイドラインの最終化に合わせ、会員通知等を通じて、制度趣旨、実務上の留意点及び関係者連携の考え方を周知することを想定しています。もっとも、これらは各委託会社等による個別ファンドごとの態勢整備及び関係者連携を代替するものではありません。 なお、報道メディアは、実務上の連携先として制度上位置付けるものではありませんが、制度改正の公表、投資者向けの一般的な情報提供、市場全体に影響し得る重要な事象に関する対外説明等については、本協会又は関係当局の公表資料等を通じて適切な情報提供を行うことが考えられます。
16	第2項第1号ハ③ 当日反映が困難な場合	現行、設定解約の受付の中止、取消は取引所の停止、外国為替取引の停止などいわゆる緊急事態発生を想定しています。そのため、受付の中止、取消が発生することについて販売会社でもある程度事前に予測が可能と思われます。 一方で今回のサスペンションについては、設定解約の申込状況等をふまえて委託会社にて判断するため、販売会社では事前に受付の中止を想定することは難しいと思われます。加えて、サスペンション実施の決定タイミングが受付日当日の夕方以降になることが想定されるため、サスペンション実施について販売会社での対応可能性についても慎重に確認が必要かと思います。 想定はされていると思いますが、販売会社においても正しい理解と十分な検討期間が確保されるよう説明会の実施や意見募集などのご検討をよろしくお願いいたします。	ご指摘のとおり、今回のサスペンションは、取引所の停止等の販売会社側でも把握しやすい事由に限らず、設定・解約申込みの集中、取引コスト等の推計困難その他ファンド固有の状況を踏まえて委託会社等が判断する場合も想定されるため、販売会社において事前に実施を予測することが難しい場合があること、実施決定が受付日当日の夕方以降となり得る場合には販売会社の注文処理、投資者説明、帳票・システム対応等に実務上の制約が生じ得ることは、重要な論点と認識しています。このため、各委託会社等においては、サスペンションの発動・解除基準、適用開始時点、販売会社への連絡方法・連絡時点、対象となる申込み及び既受付申込みの取扱い、投資者への周知方法、受付再開時の対応、記録保存等について、関係者の実務上の対応可能性を踏まえ、あらかじめ確認・整理しておく必要があります（規則第2条の5第2項第2号、ガイドライン6・7）。もっとも、販売会社における受付方法やシステム対応等は一律ではないため、本協会として、全ファンド・全販売会社に共通する画一的な連絡時限又は処理方法を直ちに定めることは適当ではないと考えます。 なお、本件意見募集は、販売会社、受託者、事務受託会社その他の関係者からも意見を求めるものであり、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も重要な確認事項としています。
17	第2項第1号ハ③ 当日反映が困難な場合	サスペンションの実行は、市場全体の秩序や投資家全体の保護を優先させるものであり、個別投資家の財産権の侵害には当たらない/或いは優先する措置である、と考えてよいか。 （現状でも、申し込みの解除などは約款に定めがあり、実際に解約停止などを行うケースはあるのでそれとも同様かと思うものの、確約・担保が得られないとなかなか踏み込めない領域ではあるのかと。）	協会として、個別事案において「財産権の侵害には当たらない」又は「個別投資家の権利に当然に優先する」といった包括的な法的評価を示すことは適当ではないと考えます。個別事案における法的評価は、約款の定め、投資者への事前説明、発動事由、停止期間、解除判断、当時の市場環境、投資者への周知及び記録等の具体的事情に即して判断されるべきものです。 本件におけるサスペンションは、当該ファンドの受益者全体の保護、受益者間の公平性確保及び既存受益者の持分価値の希釈化防止を目的として、必要な局面で用いられる流動性管理ツールで

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			すが、受益者の権利行使に一定の影響を及ぼし得る措置であるため、実施する場合には、約款上の根拠、規程等に定めた発動・解除基準、決裁権限、牽制、記録保存、関係者との連絡・事務処理、投資者への情報提供が整備されていることが重要です（規則第2条の5第2項第2号、ガイドライン6）。また、実施事由が解消し、受付の再開が可能であると合理的に判断される場合には、可能な限り速やかに解除する必要があります。なお、令和2年6月11日付パブリックコメント回答においても、市況環境の激変等による流動性低下等に基づく設定・解約の停止等は禁止行為規定と相反するものではないとの考え方が示されており、本件のサスペンションも同様に位置付けられると考えます。 ただし、本件のサスペンションは受付を一時停止する措置であり、既に受け付けた申込みの取消し又は解除を一律に含むものではありません。既受付申込みの取消し等を含む取扱いを行う場合には、既存約款の定め、販売会社における注文処理、投資者への影響等を踏まえ、別途個別に検討する必要があります。 ご指摘を踏まえ、上記の位置付け及び実施に当たっての整備事項について、ガイドラインにおいて明確化しました。
18	第2項第1号ハ④ 規程に定める事項	弊社は現時点で低流動性資産ファンドおよび非流動性資産ファンドを運用していないことから、具体的な算定方法やサスペンション措置等は、将来的に当該ファンドを初めて組成することとなった段階で整備することのみを定めておくことでよいか。	現時点で、低流動ファンド又は非流動ファンドを運用しておらず、これらに該当し得るファンドの組成も予定していない場合には、変動型信託財産留保額の具体的な算式、係数、サスペンションの実施フロー等、流動性管理ツールの詳細をあらかじめ整備しておくことまでを求めるものではありません。 低流動ファンド又は非流動ファンドに該当し得る商品を組成する方針を定めた段階で必要な体制整備に着手し、低流動ファンドとして日次受付に応じる場合には、当該ファンドの設定前（遅くとも日次受付の開始前）までに、変動型信託財産留保額及びサスペンションを常時適用可能な手段として具体的に整備する必要があります。非流動ファンドに該当し得る商品については、日次以外の頻度での解約申込み受付を基本として、解約条件を適切に設計する必要があります。 また、既存ファンドについても、規則第2条の4に基づく継続的なモニタリングにより流動性プロファイルの変化を把握し、構造的な変化により低流動ファンド又は非流動ファンドに該当し得ることが合理的に見込まれる場合には、リスクに応じて、平時から必要な検討・整理に着手する必要があります。低流動ファンドとして日次受付を維持する場合には、再区分の効力発生日又は日次受付を維持する時点までに、変動型信託財産留保額及びサスペンションを常時適用可能な手段として整備する必要があります（No. 30 及び No. 34 に対する考え方をご参照ください。）。 なお、流動性区分に基づくファンド分類及び分類に応じた設定・解約条件等の確認は、全ての公募投資信託を対象とする枠組みであるため、分類方法並びに分類結果の確認・記録及び見直しの手続については、あらかじめ流動性リスク管理規程等に定めて運用する必要があります。
19	第2項第2号（サスペンション）	サスペンションについて受益権の取得申込み・解約の申込みの受付の取り消しに具体的に記載する案を含むモデル約款を貴協会としても提示してほしい。また軽微な約款変更で対応できるかについての見解も提示してほしい。	協会として拘束力あるモデル約款を一律に提示することは予定していません。約款には、変動型信託財産留保額及びサスペンションを利用し得ること、受益者間の公平性確保又は受益者保護を目的とすること等、商品性の根幹となる事項を中心に記載し、具体的な算式、係数、通常レンジ、適用判断、決裁・牽制、関係者との連絡・事務処理等は、流動性リスク管理規程等において整備することが考えられます。 サスペンションに係る約款上の記載の考え方についてはNo. 39②に対する考え方を、既に受け付けた申込みの取消しを含める場合の留意点についてはNo. 17 に対する考え方を、約款変更の重大性の取扱いについてはNo. 39③に対する考え方を、それぞれご参照ください。
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			
20	3. 標準分類方法	他の投資信託や外国籍投資信託等の流動性区分の構成比に基づく高流動ファンド、低流動ファンド又は非流動ファンドへの分類について、基本的な考え方や管理方法の例示等をガイドラインとして提示してほしい。	投資対象ファンドの形態、情報入手の可能性及び解約条件は多様であるため、一律のモデルや資産類型ごとの例示をガイドラインとして掲げることは、かえって実態に即した判定を損なうおそれがあることから、予定しておりません。 ご指摘のとおり、他の投資信託又は外国籍投資信託等も公募投資信託の保有資産であり、委託会社等においては、規則第2条の4に基づく流動性リスク管理の枠組みの中で、その解約条件、決済期間その他の流動性特性を踏まえた管理・モニタリングを行っていることが前提となります。 第2条の5における構成比に基づく標準方式は、第2条の4に基づき判定された保有資産の流動性区分を用いるものであるため、投資対象ファンドについても、保有資産としてその流動性区分を判定し、自ファンドの構成比判定に反映することが基本となります。もっとも、最終投資資産まで日次又は常時に全銘柄ベースで機械的にルックスルーすることを一律に求めるものではなく、令和2年6月11日付パブリックコメント回答に示された考え方（投資先ファンドから提供される情報、投資開始時に確認された解約条件、原資産の取引市場の市況等、外形的に確認可能な情報を活用する方法等）は、本件においても妥当します。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			したがって、投資対象ファンドの解約頻度、通知期間、決済期間、換金制限、流動性管理プロセス、上場性・市場流動性、外国法令又はグループ共通基準上の分類等を踏まえ、一貫性及び合理性のある方法により流動性区分を判定することが考えられます。なお、情報が限定的であることを理由に流動性を過度に楽観的に評価することは適当ではなく、用いた情報、前提、分類方法及び判断根拠を記録し、検証可能な形で管理する必要があります。
21	3. 標準分類方法	令和2年6月4日付第123回自主規制委員会資料の第2条の4に関するパブコメ No. 85において、流動性区分の判定は「全保有量」を前提とする旨が明確にされている一方、5月15日説明会資料②の事前質問の回答 Q8 では「特定の売却割合を一律に定めていない」とされており、第2条の5との関係が不明確です。 流動性区分に基づくファンド分類の判定における売却シナリオの設定方法を明確化するため、【別紙】のとおり規則案の修正をご検討いただければと考えます。	No. 5 に対する考え方をご参照ください。
22	3. イ 分類が困難な場合	「分類が困難な場合」とはどのような状況を想定されているかご教示いただきたい。	意見募集時のガイドライン案 3 イにおける「分類が困難な場合」とは、構成比に基づく標準方式により判定した結果、いずれの閾値（「流動」資産 50%超・「低流動」資産 50%超・「非流動」資産 30%超）にも明確に該当しない場合を想定しています。例えば、流動資産 40%、低流動資産 40%、非流動資産 20%の場合のほか、閾値が「超」とされているため、流動資産 50%、低流動資産 20%、非流動資産 30%のようにいずれの閾値も超えない場合もこれに該当し得ます。この場合には、原則として低流動ファンドとして取り扱うことを基本としています。 なお、「分類が困難な場合」とは、保有資産に関する情報が不足している場合や、流動性区分の判定を行うための態勢が未整備である場合を当然に含むものではありません。 ご指摘を踏まえ、上記の趣旨について、ガイドラインにおいて明確化しました。
23	3. イ 分類が困難な場合	「分類が困難な場合」に限らず、保有資産の流動性区分の構成比（形式基準）により低流動ファンドに分類される場合であっても、解約条件、投資家構成、資金流入出の特性、利用可能な流動性管理ツールの整備状況その他の実質的な事情を総合考慮し、高流動ファンドとして取り扱うことが合理的であると委託会社等が判断する場合には、取締役会等の決議を経て高流動ファンドとして分類できることとしてはどうか。 実際の流動性リスクは保有資産の流動性のみならず、受益者構成や資金流入出特性にも左右されるため、総合的な流動性リスク評価に基づく判断を可能とすることが適当と考える。	ガイドライン 3 イのただし書は、構成比に基づく標準方式により、いずれの分類にも該当しない場合を前提とするものです。したがって、標準方式上、低流動ファンド又は非流動ファンドに該当する場合に、同ただし書のみを根拠として高流動ファンドとして取り扱うことはできず、非流動優先・低流動優先の優先原則（ガイドライン 3 ロ）を維持することが適当と考えます。 もっとも、ご指摘の解約条件、投資者構成、資金流入出の特性等の実質的な事情が流動性リスク管理上意味を持たないという趣旨ではなく、これらは第2条の4に基づく流動性リスク評価、分類見直しの要否、解約条件の設計、流動性管理ツールの整備・適用判断等において考慮され得るものです。 また、規則では自社分類方法を用いることも認めています（要件については、No. 41 に対する考え方をご参照ください）。ただし、自社分類方法は、標準方式上の低流動ファンド又は非流動ファンドへの該当を回避するための便法ではなく、標準方式と異なる分類結果とする場合には、受益者保護水準を著しく低下させないことを説明可能な形で確認・記録する必要があります。
24	3. ロ 分類における優先原則	（既存の日次解約受付ファンドが非流動ファンドに分類される場合の取り扱い） 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針とされていますが、その理由について、想定されている市場環境やストレス・シナリオ、シミュレーション結果等に基づく根拠をご教示いただきたいと考えます。 また、ガイドライン案 3. ロにてファンド分類の優先原則が示されており、非流動ファンドについては 3（3）に該当する場合は他の比率にかかわらず非流動ファンドとするとされていますが、例えば、流動性資産を 65%程度、非流動性資産を 35%程度保有するファンドの場合には、日次解約を許容することも可能であると考えます。この点、非流動性資産が 30%超というひとつの基準のみをもって一律に日次解約を制限することの妥当性について、どのような考え方に基づくものか、併せてご説明いただきたいと存じます。	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受付を基本とするのは、組入資産の流動性と設定・解約条件との整合性及び受益者間の公平性を確保する観点によるものであり、「非流動」資産 30%超という閾値は、特定の市場シナリオ又は個別シミュレーション結果のみに基づくものではなく、IOSCO の考え方も踏まえた標準方式上の客観的な判定基準です。IOSCO の 2025 年最終報告では、AUM の 30%超を illiquid 資産に投資する OEF は illiquid 資産に相当程度の配分を行っているものと考え得る旨、また、そのような OEF については、日次より低い解約頻度、長い通知期間又は決済期間を検討すべき旨が示されています。 したがって、構成比に基づく標準方式を用いる場合には、例えば「流動」資産を 65%程度、「非流動」資産を 35%程度保有するファンドは、他の比率にかかわらず、標準方式上は非流動ファンドに該当します。もっとも、これは直ちに一律・即時に日次解約を停止し、又は全ファンドを同一の非日次頻度へ変更する趣旨ではありません。既存ファンドにおける経過措置・準備期間については、No. 2 に対する考え方をご参照ください。なお、解約申込みの受付頻度の変更は受益者の換金条件の実質的な変更に当たり得るため、その重大性は個別に検討する必要があります（No. 39③に対する考え方をご参照ください）。 また、規則では自社分類方法を用いることも認めますが（要件については、No. 41 に対する考え方をご参照ください）、自社分類方法は、非流動ファンドへの該当を回避するための便法ではありません。
25	3. ロ 分類における優先原則	「非流動ファンド」に分類される要件に関する記述については、「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（案）」の「ロ. 分類における優先原則」において、「（1）非流動優先：3（3）に該当する場合は、他の比率にかかわらず非流動ファンドとする。」との記載のみが示されていると理解しております。この点に関しまして、当該規定の適用にあたっては、同記載に基づき他の要素や判断要件を考慮する余地はなく、当該条件に該当する場合には一	構成比に基づく標準方式を用いる場合には、「非流動」資産への投資比率が 30%超であるときは、他の比率にかかわらず非流動ファンドとして分類することを想定しており、3（3）に該当するにもかかわらず、過去の解約実績、投資者構成、資金流入出の安定性、現金比率又は流動性バッファ等のみをもって、非流動優先原則を適用しない取扱いは認められません。この優先原則の趣旨及び IOSCO の考え方については、No. 24 に対する考え方をご参照ください。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		律に「非流動ファンド」として分類されるとの理解でよろしいか、ご教示いただきたく存じます。 一方で、「投資信託等の運用に関する規則 流動性リスク管理態勢の整備 第2条の4」の「委託会社等が流動性リスク管理規程等に基づいて構築する流動性リスク管理態勢は、公募投資信託の商品設計の段階から償還までの過程における投資信託の規模、保有資産に係る売買条件等の性質、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、想定される投資家の特性、設定及び解約の条件、商品特性、市場動向及び市場環境並びにそれらが流動性リスクに与える影響やストレステストの結果(以下、本条において総称して「諸状況等」という。)等を踏まえたものとする。」に則り、弊社では過去の解約実績なども加味して、日次解約に耐えうるポートフォリオであることも含めた流動性リスク評価を定期的を実施してまいりました。 このような流動性リスク評価の枠組みと、別紙4(14)の「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。」、との記載の関係について、どのように位置付け、整合的に解釈すべきか、ご見解を伺いたく存じます。 特に、「諸状況等」を踏まえた流動性リスク評価において日次解約への対応可能性が一定程度認められるケースにおいても、当該整理に基づき一律に解約頻度の見直しが求められるのか、それとも個別の実態に応じた柔軟な対応が許容されるのかについて、併せてご教示いただけますと幸いです。 例えば、設定から10年以上が経過し、その間に様々な市場環境の変動やストレス局面を経験しながらも、一貫して日次解約に対応してきた実績を有するファンドについて、本改訂により「優先原則」のみを理由として新たに「非流動ファンド」に分類される場合、結果として日次解約が可能でなくなることにつき、販売会社および受益者に対して十分に納得性のある説明を行うことができるのか、強い懸念を有しております。 このような観点から、今回の流動性区分の整理にあたっては、「優先原則」のみを機械的に適用するのではなく、「投資信託等の運用に関する規則 第2条の4」において求められている、「諸状況等」を踏まえた流動性リスク評価を併せて個別具体的に考慮し、両者を総合的に勘案したうえでファンド分類を判断することが、実務上も現実的かつ合理的であると考えます。 つきましては、ファンド分類の適用においては、「優先原則」と「諸状況等」を踏まえた流動性リスク評価の双方を考慮する余地を明確化すべきと考えますが、当該点に関するご見解をご教示いただきたく存じます。	もっとも、これは第2条の4に基づく流動性リスク評価や各ファンドの実態を考慮しないという趣旨ではなく、考慮される場面を区別する必要があります。保有資産の流動性区分の判定においては、当該保有資産そのものの市場流動性を示す情報(保有数量、市場売買高、売却可能日数、ビッド・アスク・スプレッド、マーケットインパクト、決済条件、実際の売却・約定実績等)を参照する一方、過去に一部解約に応じられた事実、現金等により資金繰り対応できた事実、投資者構成又は資金流入出が安定していた事実等は、ファンド全体の解約耐性又はオペレーション実績を示すものであり、これらのみをもって保有資産の流動性区分をより流動性の高い区分に評価することは適当ではありません。これらの事情は、ファンド全体の流動性リスク評価、分類見直しの要否、解約条件の見直しの進め方、自社分類方法を用いる場合の評価等において考慮され得るものです。 また、過去に長期間日次解約に対応してきた実績があっても、それだけで今後の日次解約維持が当然に正当化されるものではありません。本制度が問題としているのは、大量解約と市場流動性の低下が重なる局面において、取引コスト等が残存受益者に移転し先行解約インセンティブが生じ得ること、及び現金や高流動資産が先に用いられることにより残存受益者により非流動なポートフォリオが残る可能性です。 なお、自社分類方法の要件及び非流動ファンド該当の回避の便法ではないことについては、No.41及びNo.24に対する考え方をご参照ください。ご指摘を踏まえ、非流動優先原則と流動性リスク評価との関係、過去の解約実績の位置付け及び既存ファンドにおける移行対応について、ガイドラインにおいて明確化しました。
26	4. 自社分類方法	該当箇所： 「ガイドライン案、4. 自社分類方法」および「別紙4【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、2(3)自社分類方法の利用」について IOSCOの勧告に対応するための流動性区分に基づくファンド分類と流動性管理ツールの適用については、国内公募ファンドレベルについての対応と理解しているが、国内公募ファンドがファンドオブファンズであり、投資対象として外国籍投資信託を高位に組み入れるスキームの場合、当該外国籍投資信託においてもIOSCOの勧告に基づく流動性管理ツール導入等の対応をしているとすれば、実質組入資産のルックスループベースでは低流動ファンドに分類される国内公募ファンドであっても、直接組入資産である当該外国籍投資信託では流動性管理がなされているため、国内公募ファンドレベルでの流動性管理ツールの導入等の対応は不要と整理することは可能かどうか。	外国籍投資信託側でIOSCO勧告等に基づく流動性管理が行われていることのみをもって、国内公募ファンドレベルでの分類又は流動性管理ツールの整備が当然に不要となるものではありません。本件の分類及びツール整備は、国内の公募投資信託を単位として行うものです(規則第2条の5第1項)。 もっとも、自社分類方法として海外法令又はグループ共通基準等を採用することは認められるため(要件については、No.41に対する考え方をご参照ください)、ファンド・オブ・ファンズにおける投資対象の外国籍投資信託の流動性管理態勢、解約条件、決済期間、ゲート、サスペンション、スイングプライシング等の有無及び実効性は、国内公募ファンドの分類判断における考慮要素となり得ます。その上で、国内公募ファンド単位で、投資対象ファンドの解約可能性と自らの設定・解約条件との整合性及び受益者保護の水準を確認する必要があります。 その結果、高流動ファンドとして合理的に分類される場合には、低流動ファンド向けの整備義務は生じません。低流動ファンドに分類され、日次受付を維持する場合には、国内公募ファンド側で変動型信託財産留保額及びサスペンションを常時適用可能な手段として整備する必要があります。なお、外国籍投資信託側で取引コスト等を調整する仕組みがある場合の留意点については、No.27に対する考え方をご参照ください。
27	4. 自社分類方法	「ガイドライン記載の「この場合における『自社において定める分類方法』には、海外法令又はグループ共通の流動性リスク管理基準等を委託会社等が自社の基準として採用する場合を含む。」 という箇所については所謂FoFsのUCITsやSEC規制適用ファンドが該当すると思うが、今回の変動留保金に関しては、2重の売買コスト徴収等の観点もあるため、FoFs内で海外法令又はグループ共通の流動性リスク管理基準等が充分対応されていると判断できる場合には、規則第2条の5第1号ロにて低流動ファンド、非流動ファンドには該当しない整理としてよいという事か。	外国籍投資信託側で海外法令又はグループ共通基準に基づく流動性管理が行われていることのみをもって、国内公募ファンドが当然に低流動ファンド又は非流動ファンドに該当しないと整理することは適当ではありません。ファンド・オブ・ファンズにおいて外国籍投資信託側の流動性管理態勢、流動性管理ツール、解約条件、決済期間等を自社分類方法における考慮要素とすることは許容され得ると考えますが、その基本的な考え方及び自社分類方法の要件については、No.26及びNo.41に対する考え方をご参照ください。標準方式では低流動ファンド又は非流動ファンドに該当し得るファンドを自社分類方法により高流動ファンドとして取り扱う場合には、その理由を特に慎重に説明する必要があります。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			ご指摘の二重の売買コスト徴収については、重要な論点であると考えます。外国籍投資信託側でスイングプライシング、アンチ・ディリューション・レヴィ等により取引コスト等が既に反映されている場合、国内公募ファンド側で変動型信託財産留保額を機械的に重ねて適用すると、同一の取引コスト等について二重に投資者負担が生じる可能性があります。この点は、国内公募ファンドの分類又はツール整備要否を当然に免除する根拠ではなく、主として、国内公募ファンドにおける変動型信託財産留保額の算定方法、適用水準及び適用要否を判断する際に考慮すべき事項であり、外国籍投資信託側で反映される取引コスト等が国内公募ファンドの設定者又は解約者に適切に帰属しているか、残存受益者に転嫁されていないかを確認する必要があります。 ご指摘を踏まえ、外国籍投資信託側の流動性管理態勢を自社分類方法における考慮要素とする場合の考え方について、ガイドラインにおいて必要な明確化を図りました。二重負担の防止については、各委託会社等において、算定方法及び適用判断の枠組みの中で適切に考慮いただく必要があると考えます。
28	5. 分類の見直し（再区分）、短期変動・ストレス局面の取扱い	頻繁な再区分は管理負荷増大、商品安定性低下、投資家混乱の懸念があることから、短期の市況変動や一時的な大口設定・解約のみで直ちに再区分しない整理に賛同する。一方、再区分要件をより明確化し、再区分は構造的変化に限定し短期的市場変動による過度な分類変更を抑制する旨を一層明確にしていきたい。また、「構造的な変化」の判断基準について、投資方針変更、償還条件変更、投資家層の変化、継続的な残高拡大・縮小等、代表的な構造変化の例示を補足いただくなど、具体化いただきたい。	ご指摘のとおり、ファンド分類を短期の市況変動又は一時的な大口設定・解約等に応じて頻繁に変更することは、管理負荷の増大、商品安定性の低下及び投資者の混乱につながるおそれがあり、適当でないと考えます。ガイドライン5では、分類の見直し（再区分）は流動性プロファイ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検討するものとし、一時的な変動のみをもって直ちに再区分を実施するものではないとしています。 ご指摘を踏まえ、「構造的な変化」の判断に当たって考慮し得る代表的な要素について、ガイドラインにおいて非網羅的な例示を追加しました。例えば、投資方針又は主要投資対象の変更、償還条件又は設定・解約条件の変更、運用キャパシティに照らしたファンド規模の継続的な拡大又は縮小、投資者構成・資金流入出特性の継続的な変化、市場構造・規制環境等の長期的な変化等が考えられます。もともと、これらは例示であり、いずれかの事象が生じた場合に機械的に再区分を要するものではなく、再区分の要否は、通常の市場環境における長期的な流動性評価として合理的に判断する必要があります。 なお、一時的な変動のみをもって直ちに再区分しないことは、当該局面における流動性管理ツールの適用要否の判断を不要とする趣旨ではありません（ガイドライン7(2)）。
29	5. 分類の見直し（再区分）、短期変動・ストレス局面の取扱い	流動性区分に基づくファンド分類の見直しについて、「設定時」および「流動性プロファイルに構造的な変化が生じたと合理的に判断される場合」に行うとの規定に関し、特段の事情がない限り、年次等の「定期的」な見直し頻度をあらかじめ一律に定める必要はないとの理解でよい。	ご理解の方向で差し支えありません。流動性区分に基づくファンド分類の見直し（再区分）について、半期、年度又は年次等の一定頻度で機械的に実施することを一律に求めるものではありません。再区分の要否の考え方及び「構造的な変化」の例示については、No. 28 に対する考え方をご参照ください。
30	5. 分類の見直し（再区分）、短期変動・ストレス局面の取扱い	（2）分類の見直し（再区分）の実行に当たっては、「長期的な評価に基づき、委託会社等及び投資家が適応するのに十分な期間を確保するものとする。」とあるが、コロナ禍などのマーケット環境の急変でIOSCO が問題提起したような状況が再び起こった場合には、速やかに流動性管理ツール（日本においては変動型信託財産留保額）の導入が不可欠である。したがって、長期的な評価や十分な適応期間の確保を原則としつつも、市場環境の激変等の緊急時には、実務上の要請に応じて比較的短期間での分類見直しおよびツールの導入を可能とすべきである。こうした運用は、本来のIOSCO の提言に沿うものであり、グローバルな規制動向とも平仄がとれているものとする。	市場環境の急変が一過性の変動にとどまらず、流動性プロファイルに構造的な変化を生じさせたと合理的に判断される場合には、受益者保護上の必要性に応じて、比較的短期間で再区分を実行することも排除されないと考えます。ガイドライン5にいう「十分な期間」は、急変局面における受益者保護上必要な対応を妨げる趣旨ではありません。再区分の要件についてはNo. 28 に対する考え方を、再区分後に必要となる整備及び「常時適用可能」の意味についてはNo. 40 に対する考え方を、約款変更の重大性及び既存の高流動ファンドへの予備的な条項追加の取扱いについてはNo. 33 に対する考え方を、それぞれご参照ください。 急変局面への実効的な備えとしては、既存の高流動ファンドに一律に予備的な約款条項を追加することではなく、第2条の4に基づく継続的なモニタリングにより流動性プロファイルの変化を把握し、低流動ファンドとして日次受付を開始又は維持する可能性が合理的に見込まれる場合に、算定方法論、約款条項の考え方、決裁・牽制、関係者との連絡・事務処理の基本フロー等を、リスクに応じて平時から検討・整理しておくことが重要と考えます。 ご指摘を踏まえ、上記の点について、ガイドラインにおいて明確化しました。
31	5. 分類の見直し（再区分）、短期変動・ストレス局面の取扱い	ファンド新設の段階において、長期的な残高動向等を踏まえた区分設定をしていることから、投資対象を変更するような重大な約款変更、市場が長期的に構造転換するような状況、想定を大幅に上回る長期的な販売傾向により当初想定しない純資産の増加により流動性プロファイルに非連続的な変化がモニタリング上見られた場合等に、分類の見直しは限定されるとの理解で良いか。半期、年度単位での見直しは求めているとの認識で違和感はないか。	ご理解の方向で差し支えありません。流動性区分に基づくファンド分類の見直し（再区分）を、半期又は年度単位等の一定頻度で機械的に行うことを一律に求めるものではありません。再区分の基本的な考え方及び「構造的な変化」の例示については、No. 28 に対する考え方をご参照ください。なお、構造的な変化は、必ずしも一時点で非連続的に生じるものに限られず、継続的な残高拡大、投資者構成の変化、市場流動性の変化等が累積し、通常の市場環境における長期的な流動性評価に影響を及ぼす場合も含まれ得ます。 一方で、定期的な再区分を一律に求めないことは、分類結果の前提を点検しなくてよいという趣旨ではありません。第2条の4に基づく流動性リスク管理態勢の中で、ファンド規模、保有資産の売買条件、投資戦略、投資家特性、設定・解約条件、市場動向、ストレステスト結果等を踏まえ、分類結果の前提となる流動性プロファイルを継続的にモニタリングする必要があります。したがって、規程上、半期又は年度ごとの再区分実施を一律に定めることまでは求めませんが、分

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			類結果の確認方法、構造的変化が生じた場合の再区分の判断手続、判断主体、記録及び承認手続については、あらかじめ流動性リスク管理規程等に定めておくことが適当と考えられます。
32	5. 分類の見直し（再区分）、短期変動・ストレス局面の取扱い	短期の市場変動や一時的な解約増加等を理由として、直ちに分類見直しを行うものではないと整理されている点は、実務を十分に踏まえた内容であるが、一方で、分類の見直し（再区分）は、投資方針や償還条件の変更その他流動性プロファイルに構造的な変化が生じた場合に、長期的な評価に基づき検討するものとされており、短期的な市場変動等については再区分を行わないことが前提となっていると理解している。 この点、実務においては、市場環境の急変や流動性の一時的な悪化が一定期間継続する場合や、その持続性の判断が困難な場合において、再区分を行うべきか否かの判断が難しい場面が想定される。こうした場合において、当該変動が一過性であると判断し再区分を行わない対応がどの範囲で許容されるのか、例えば、評価期間の考え方や観測指標、判断の見直し頻度等について、基本的な考え方があれば補足いただきたい。	評価期間、観測指標又は見直し頻度について、一律の数値基準を定めることは予定していません。流動性プロファイルの構造的変化の有無は、資産クラス、市場構造、ファンド規模、投資戦略、解約条件、投資者構成等により異なり、単一の期間又は指標により機械的に判定することが適当でないためです。再区分の基本的な考え方については、No. 28 に対する考え方をご参照ください。 変動が一定期間継続する場合や持続性の判断が困難な場合には、流動性悪化の継続期間・再発性、影響範囲、売却可能日数、ビッド・アスク・スプレッド、市場深度、資金流入入の継続性、現金比率、市場機能・決済機能の回復見込み等を総合的に確認することが考えられます。重要なのは、市場環境やフローの一時的な水準そのものではなく、それが組入資産の流動性、売却可能日数、設定・解約条件との整合性に長期的・構造的な影響を及ぼしているかどうかです。一過性と評価して再区分を見送る場合であっても、その判断根拠、参照した指標及び前提、再確認時点並びに継続的なモニタリング方針を、流動性リスク管理規程等に基づき説明可能な形で記録しておく必要があります。なお、再区分を行わないことは、当該局面における流動性管理ツールその他の対応の要否の判断を不要とする趣旨ではありません。
33	6. 「常時適用可能」の考え方	『「常時適用可能」とは、変動型信託財産留保額又はサスペンションを・・・通常時及びストレス下の市場環境の双方において、必要な局面で適用できるよう、約款、規程、意思決定、オペレーション、関係者との連携等が整備されている状態』を指すとされているが、コロナ禍などのマーケット環境の急変で IOSCO が問題提起したような状況が再び起こり、多くの高流動ファンドを低流動ファンドに移行せざるを得ない局面において、その時点から短期間で約款変更の上、変動型信託財産留保額を導入することは、実務上極めて困難である。そのため、「常時適用可能」な体制を実効性のあるものにする観点から、将来的な市場ストレスやファンドの流動性区分の変化に備え、あらかじめ約款において「当ファンドが協会規則に定める低流動性ファンドに分類された場合には、変動型信託財産留保額を導入することがある」旨の規定を予備的に追加する変更については、書面決議を要しない「軽微な変更」として取り扱うことを要望する。こうした対応は、実質的に高流動ファンドを低流動ファンドに再分類した上で約款変更を行うことと同義であり、流動性リスク管理の高度化を求める趣旨に沿っていると考える。	現に高流動ファンドとして適切に分類されている既存ファンドについて、将来低流動ファンドに該当する可能性に備え、予備的に変動型信託財産留保額又はサスペンションに関する約款条項を追加する変更を、今回の制度対応として一律に重大な約款変更には該当しないものとして取り扱うことは想定していません。低流動ファンドについて重大な約款変更には該当しないとする整理は、法令・協会規則等への適合性を維持するために必要な変更であることを前提とするものであり（No. 39③に対する考え方をご参照ください）、高流動ファンドである段階では約款記載義務が生じていないため、予備的な条項追加は任意又は予防的な変更として位置付けられます。なお、将来の市場ストレスや流動性プロファイルの変化に備え、あらかじめ実務対応を検討しておくこと自体は重要と考えられます。 他方で、将来、流動性プロファイルに構造的な変化が生じ、低流動ファンドへ再区分し、かつ日次受付を維持する場合に、そのために必要な範囲で流動性管理ツール条項を約款に整備する変更は、重大な約款変更には該当しない方向で整理し得ると考えます（そ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、重大性の検討を要します）。また、抽象的に「将来低流動ファンドに分類された場合には変動型信託財産留保額を導入することがある」と記載するだけでは、実際に低流動ファンドとして日次受付を維持する際に求められる「常時適用可能」な状態を直ちに充足するとは限りません。急変局面への実効的な備えの考え方については No. 30 に対する考え方を、再区分の決定から整備完了までの間における設定・解約申込みの受付の取扱いについては No. 34 に対する考え方を、それぞれご参照ください。 ご指摘を踏まえ、急変局面に備えた汎用的な態勢整備の考え方、及び抽象的な予備的約款条項の追加のみでは「常時適用可能」な状態を直ちに充足するとは限らないことについて、ガイドラインにおいて明確化しました。
その他			
34	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 2. （16）低流動ファンドに約款変更の取扱い	低流動ファンドと再区分された場合、速やかに約款変更（および目論見書の改版）を行うが、対応完了までの期間に特段期限はない（速やかに対応すればよい）ということにより。 また、次回の定時改版に合わせて対応を行う、または約款変更だけ先に実施し目論見書定時改版に約款変更を反映させるということも可能か。「実際に再区分を実行するに当たっては、長期的な評価に基づき、委託会社等及び投資家が適応するのに十分な期間を確保するものとする。」とあるため、「十分な期間」には目論見書の次回改版までの期間（6 ヶ月程度）も準備期間として許容されるかを確認するもの。	低流動ファンドへの再区分に伴う約款変更及び目論見書改版について、一律の完了期限を定めることは予定していません。もっとも、これは無期限の猶予を認める趣旨ではなく、受益者保護の観点から、各ファンドの状況に応じて合理的なスケジュールを定め、必要な準備が整い次第、速やかに対応することが求められます。 ガイドライン5 にいう「十分な期間」は、必要な対応を先送りするための猶予期間ではなく、再区分の効力発生又は日次受付の開始・維持までに、約款、規程、意思決定、オペレーション、関係者との連携、投資者への説明等を整えるための準備期間です。準備期間の設定に当たり、目論見書の改版日程を実務上考慮することはあり得ますが、次回定時改版までの期間が当然に「十分な期間」となるものではなく、6 か月程度が一律に認められるものでもありません。 また、約款変更の実施時期と目論見書への反映時期との関係は、有価証券届出書の訂正、訂正目論見書の作成・交付その他の法定開示に関わるため、本考え方において一律の取扱いを示すものではありません。各社において、変更内容、効力発生日及び投資者への影響を踏まえ、法令上必要な対応を確認してください。判断に疑義がある場合には、事前に監督当局へ相談することが適当です。 低流動ファンドとして日次受付を維持する場合には、再区分の効力発生日又は日次受付を開始・維持する時点までに、変動型信託財産留保額及びサスペンションを常時適用可能な手段として実

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			効的に整備していることが必要です（「常時適用可能」の意味についてはNo. 40 に対する考え方を、約款変更の重大性の取扱いについてはNo. 39③及びNo. 33 に対する考え方を、それぞれご参照ください）。 約款変更から目論見書本文への反映までに期間を要する場合であっても、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については、通常時から理解可能な形で示すことが必要であり、必要に応じて、目論見書補完書面、臨時改版、ウェブサイト掲載、販売会社を通じた周知その他の方法により、投資者への情報提供を行うことが適当と考えられます。
35	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 2. （18）約款・目論見書等における開示	投資家向けの開示について目論見書等において開示する方向とあるが、交付目論見書ではスペースに制限があるほか、更新頻度も限られる。その点を考慮し、交付目論見書では流動性管理ツールの存在およびその概要を記載するにとどめ、より詳細な説明や情報については相対的に自由度の高い委託会社のホームページに掲載し、そこに誘導した方がよいのではないか。	交付目論見書には紙幅や更新頻度の制約があるため、流動性管理ツールに関するすべての詳細情報を網羅的に記載するのではなく、交付目論見書等と委託会社ホームページ等を組み合わせて情報提供することは、実務上有用な方法と考えます。もっとも、ホームページ掲載は、交付目論見書等における投資者にとって重要な事項の説明を代替するものではありません。交付目論見書等では、少なくとも、流動性管理ツールが利用され得ること、基本的な仕組み、発動の考え方、投資者への影響、申込・解約前の確認方法及び発動時又は変更時の周知方法について、投資者が通常時から理解できるよう簡潔に記載することが必要と考えます。他方、具体的な算定方法の詳細、最新料率又は確認方法等については、委託会社ホームページ、商品ページ、目論見書補完書面その他の方法を活用し、交付目論見書等から容易に参照できる導線を設けることが考えられます。
36	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 2. （18）約款・目論見書等における開示	「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（算定の考え方、確認方法、発動時の周知方法）を約款および目論見書等において開示する」とあるが、どの資料にどの程度まで説明すべきか等、約款だけではなく、目論見書や広告等のサンプルを提示していただきたい。	投資者向けの開示については、投資者及び関係者が局面発生後に初めて仕組みを認識することのないよう、約款及び目論見書等において、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、通常時から理解可能な形で示す方向で整理しています。もっとも、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ありません。なお、約款と流動性リスク管理規程等との記載の切り分けについては、No. 19 に対する考え方をご参照ください。 目論見書等については、固定的な数値上限を一律に記載する方式ではなく、変動型信託財産留保額が変動し得る理由、主要な算定要素、投資者への影響、申込・解約前の確認方法、発動時又は変更時の周知方法等を示すことを基本とする方向で検討しています。これは「開示しない」という趣旨ではなく、変動型の仕組みに即した説明・確認可能性を確保する趣旨です。目論見書の記載例としては、①基準日を明示した一時点の料率を参考値として記載する方法、②具体的な料率又は通常レンジは記載せず、理由、主要な算定要素、確認方法及び周知方法を記載する方法、③通常レンジを投資者に誤解なく示せる場合に通常レンジを記載する方法、など複数のパターンが考えられます。 広告、販売用資料、商品ページ、目論見書補完書面等についても、投資者が負担し得る金額に関する表示である以上、表示内容の正確性及び誤認防止が重要です。他方、変動型信託財産留保額は通常の報酬・手数料とは異なり、固定的な上限額の一律表示になじまない場合があるため、計算方法の概要、表示できない理由、確認方法等を示す整理も考えられます。
37	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 2. （19）上限・通常レンジ・リアルタイム開示その他の実務論点	「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」とあるが、上限または通常レンジをどの文書にどの粒度で記載するか、実際適用料率のリアルタイム一般公表要否、発動時の周知方法（ホームページへの掲載でよいか、販社経由で受益者レターを交付すべきか等）については、ぜひ具体的な指針を出していただきたい。	日々の実際適用料率については、リアルタイムでの一般公表を一律に義務付ける方向ではなく、事前開示、発動時又は変更時の周知、必要な事後説明を基本とする方向で検討しています。目論見書等における記載の考え方及びその趣旨については、No. 36 に対する考え方をご参照ください。上限又は通常レンジについては、主として流動性リスク管理規程等において、算式、係数、参照データ、見直し・適用判断の枠組みと併せて、社内の算定・管理・牽制のための物差しとして整備することが考えられます。通常レンジを目論見書等に一律に記載すると、投資者から実質的な上限又は下限として受け止められ、極端な市場環境下で必要な留保額を適用しにくくなるおそれや、通常時には想定しにくい水準が独り歩きし投資者の誤認を招くおそれがあるためです。 もっとも、投資者及び販売会社が申込・解約前に適用料率又は確認方法を把握できることは重要であり、委託会社ホームページ、販売会社への通知、商品ページ、目論見書補完書面その他の方法により、各ファンドの販売実務に応じた実効的な確認・周知方法をあらかじめ定める必要があります。また、固定型の信託財産留保額から変動型へ移行する場合には、基準日時点の料率を参考値として示す方法も考えられますが、その場合には、当該参考値が固定値又は上限ではなく市場環境等に応じて変更され得ること、及び最新の料率又は確認方法を併せて明示する必要があります。商品性や料率の安定性に照らして通常レンジを投資者に誤解なく示せる場合には、通常レンジを記載する方法も否定されません。
38	その他	「【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	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低流動ファンド及び非流動ファンドを中心とするものであり、高流動ファンドを含む全ファンドへの拡張を直ちに本件の制度対応に取

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		2. 主な論点と現時点の方向性（1）初期対応の対象範囲低流動ファンド以外への任意導入」に関し、高流動ファンドを含む全ファンドへの拡張は今後の検討課題に位置付けるとあるが、拡張は現実味を帯びているのか。	り込むことは想定していません。「今後の検討課題」との位置付けは、現時点で具体的な義務化予定又は実施時期があることを意味するものではありません。 もっとも、低流動ファンド以外のファンドについて、各委託会社等が任意に流動性管理ツールの整備を検討することを妨げるものではありません。ただし、既存ファンドに任意又は予防的に導入する場合には、今回の「重大な約款変更には該当しない」との整理を一律に及ぼすものではなく、約款変更の要否、投資者への影響、開示及び販売実務等を踏まえ、個別に判断する必要があります。 一方で、新規設定ファンドについては、既存受益者の権利内容を事後的に変更するものではないため、当初の商品設計として、変動型信託財産留保額又はサスペンションに関する規定を約款に設けることを妨げるものではありません。その場合には、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について、目論見書等において適切に説明する必要があります。なお、新規設定ファンドの投資信託約款における記載のあり方については、参考となる約款の記載例としてお示しする予定です。
39	その他	「【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 （16）低流動ファンドに約款変更の取扱い （17）低流動ファンド以外への任意導入」において、 「サスペンション条項の明確化に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。」とあるが、「サスペンション条項の明確化」について、以下の理解で相違ないでしょうか。 ①緊急事態の申込停止の条項が、本件に該当するものとの理解で良いか。 ②受益者が権利を有する一部解約と異なり、新たな受益権の取得申込みは約款での規定がなくとも委託会社の判断で受付を止めることは可能と解されているとの理解であるが、低流動性ファンドにおいては、追加設定時の条文に当該条項が明示されている必要はあるか。 ③②に該当する場合、低流動ファンドでの本件に係る約款変更は重大な約款変更には該当しないか。	本件におけるサスペンションは、追加設定又は一部解約の受付を一時停止する措置として整理しており、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場合には、変動型信託財産留保額及びサスペンションのいずれも利用可能である旨を投資信託約款に記載することを求めるものです（規則第2条の5第2項）。ご照会の3点に対する考え方は次のとおりです。 ①既存約款における緊急事態時の申込停止条項が、本件サスペンションの趣旨を実質的に充足する内容である場合には、本件に係るサスペンション条項に該当し得ると考えます。もっとも、本件のサスペンションは、市場閉鎖等の極めて例外的な緊急事態のみに限定されるものではなく、組入資産の流動性低下、大口の設定・解約集中、取引コスト等の推計困難その他受益者保護上必要な局面において実施され得るものです。 ②追加設定についても、必要な局面でサスペンションを実施し得ることが約款上明確となるよう記載する必要があります。記載箇所は、約款全体の構成に応じ、追加設定及び一部解約に関する条項、共通条項又は流動性管理ツールに関する条項のいずれでも差し支えありません。なお、実施及び解除に関する具体的な基準、適用開始時点、解除要件、決裁権限、記録保存並びに関係者との連絡・事務処理は、あらかじめ流動性リスク管理規程等に定める必要があります（規則第2条の5第2項第2号）。 ③低流動ファンドにおいて、本件制度対応としてサスペンション条項を明確化するために必要な範囲の約款変更は、法令・協会規則等への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ます。もっとも、そ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、重大性の検討が必要です。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も、この整理を一律に及ぼすものではなく、個別に判断する必要があります。
40	その他	「【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 （17）低流動ファンド以外への任意導入」に関し、 規則改正後に新規設定される投資信託について、設定時点で低流動性ファンドに該当しないと合理的に判断される場合であっても、将来の事情変更へ備え、約款上あらかじめ一律サスペンション条項や変動型信託財産留保額の定めを置く必要がありますでしょうか。或いは、設定後に低流動ファンドに該当することとなったと判断した段階で、非重大約款変更等必要な手当てを行うことは可能であるとの理解でよいでしょうか。	新規設定時点において、当該ファンドが低流動ファンドに該当しないと合理的に判断される場合に、将来の事情変更へ備えて、変動型信託財産留保額及びサスペンションに係る条項を一律に約款に設けることを義務付けるものではありません。他方で、当初の商品設計として、将来の変化に備えてこれらの規定をあらかじめ約款に設けること自体を否定するものではありません。この場合の目論見書等における説明及び約款記載のあり方については、No. 38 に対する考え方をご参照ください。 設定後に、投資方針、償還条件、運用キャパシティ、資金流入出の特性その他の事情により流動性プロファイルに構造的な変化が生じ、低流動ファンドに該当すると合理的に判断される場合には、分類の見直しを検討する必要があります（ガイドライン5）。その上で、当該低流動ファンドが日次の設定・解約申込みの受付を維持する場合には、日次受付を開始又は維持する前までに、変動型信託財産留保額及びサスペンションを常時適用可能な手段として整備する必要があります。ここでいう「常時適用可能」とは、約款に規定があることのみを意味するものではなく、通常時及びストレス下の市場環境の双方において必要な局面で適用できるよう、規程、意思決定、オペレーション、関係者との連携等が整備されている状態をいいます。 この場合に必要となる約款変更の重大性の取扱いについては、No. 39③に対する考え方をご参照ください。
41	その他	他の投資信託や外国籍投資信託等における流動性区分の構成比に基づく高流動ファンド、低流動ファンド又は非流動ファンドへの分類について、必ずしも本規則と同一の階層区分を使用することまで求められているものではなく、例えば（本規則と異なる）外国法規制に従った流動性リスク管理のモニタリング手法を採用している場合において、委託会社等が、当該管理プロセスが適	ご指摘のとおり、委託会社等が自社において定める分類方法を用いる場合には、必ずしも本規則と同一の階層区分を機械的に使用することのみを求めるものではありません。 ガイドライン4では、「自社において定める分類方法」には、海外法令又はグループ共通の流動性リスク管理基準等を委託会社等が自社の基準として採用する場合を含むものと整理していま

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		切であることを確認した上で当該手法に基づく情報をもとに、当該公募投資信託を分類する取り扱いも許容されていることを確認させていただきたい。	す。したがって、外国籍投資信託等について外国法規制に基づく流動性リスク管理のモニタリング手法を採用している場合に、委託会社等が当該管理プロセスの合理性及び受益者保護の水準を確認した上で、当該手法に基づく情報を用いて分類する取扱いは、自社分類方法として許容され得ると考えます。ただし、その場合であっても、外国法規制上の区分等を形式的に採用すれば足りるものではなく、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の確認、取締役会等の決議、判断根拠の記録及び分類方法の概要の自社ホームページでの開示が必要です。また、外国法規制等に基づく分類が本規則と同一の階層区分である必要はありませんが、最終的には、当該公募投資信託を高流動ファンド、低流動ファンド又は非流動ファンドのいずれかに合理的に分類し、その分類に応じた設定・解約条件及び流動性管理ツールの整備要否を判断する必要があります（規則第2条の5第1項）。なお、自社分類方法は、低流動ファンド又は非流動ファンドへの該当を回避するための手段ではありません。ご指摘を踏まえ、外国法規制又はグループ共通基準に基づくモニタリング手法を自社分類方法として用いる場合の考え方について、ガイドラインにおいて必要な明確化を図りました。
42	その他	変動型信託財産留保額の実務における時間的制約等から、不適切な留保額設定による受託者責任を問われる可能性がある。今後、制度設計の見直しを行うことはないのか。また、サスペンションのみを使用し、変動型信託財産留保額の適用を実施しなかった場合には監督庁等から罰則が設けられるのか。	制度設計については、低流動ファンドが日次の設定・解約申込みの受付を維持する場合に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な手段として整備するという基本的な枠組みを見直すことは、現時点では予定しておりません。また、本規則は、個別局面において変動型信託財産留保額を適用せず、合理的判断に基づきサスペンションを選択したこと自体を、独立に罰する規定を設けるものではありません。本件は、発動条件、料率水準、適用時期等を局面発生後に都度任意に決定することを想定するものではなく、算定方法、通常レンジ又は上限、適用判断、決裁権限、牽制、関係者との連絡・事務処理等を、あらかじめ流動性リスク管理規程等に定めるものとしています（規則第2条の5第2項第1号）。その上で、あらかじめ定めた一貫性及び合理性のある枠組みに従い、判断時点で入手可能な情報に基づき、必要な決裁、牽制及び記録を経て行われた判断については、事後的な市場価格や結果のみをもって直ちに不適切と評価するものではないと考えます。もっとも、これは委託会社等又は関係者の法令上・契約上の責任を一律に免除する趣旨ではなく、個別事案における責任の有無は、具体的事実関係、法令、約款、契約、社内規程、各関係者の役割分担等に即して判断されるべきものです。サスペンションのみを使用し、変動型信託財産留保額を適用しなかった場合の取扱いについては、「整備」と「個別局面での適用判断」を分けて考える必要があります。低流動ファンドが日次受付を維持する場合に求められるのは、双方を常時適用可能な手段として整備しておくことです（「常時適用可能」の意味は、No. 40 に対する考え方をご参照ください）。双方を整備した上で、あらかじめ定めた規程等に基づく合理的な判断及び記録によりサスペンションを選択した場合には、変動型信託財産留保額を適用しなかったことのみをもって、直ちに不適切と評価するものではないと考えます。一方で、日次受付を維持しているにもかかわらず、変動型信託財産留保額を利用可能な手段として整備していない場合には、規則上の整備義務との関係で問題となり得ます。もっとも、監督上の取扱い、行政上の措置又は法令上の罰則については、監督当局が具体的事案に即して判断する事項であり、本協会としてその有無又は内容を確定的に述べる立場にはございません。
43	その他	低流動ファンドに関し、変動型信託財産留保額及びサスペンションの双方を一律に整備することを前提とする制度設計については、慎重なご検討をお願いしたい。 変動型信託財産留保額については、販売会社、受託銀行、事務受託会社との連携、海外資産の価格判明時点、取引コスト推計の不確実性等を踏まえると、実務上、機動的かつ適切な設定・反映を行うことは相当程度困難と考えられる。とりわけ、当日反映を前提とする運用は、現行実務との間になお大きな隔たりがあるものと考えられる。こうした状況の下で、その整備・適用を強く求める制度とした場合、実効性に課題を残す一方、各社に重い説明責任及び運用責任を負わせることとなる懸念がある。 そのため、サスペンションを実効性の高い流動性管理手段として位置付けた上で、変動型信託財産留保額の採否については各社の実情に応じた判断を一定程度認める枠組みとしていただくことが望ましいと考える。各社は既に流動性モニタリング、ストレステスト等を実施しており、ファンド特性、投資家属性及び実務上の制約を踏まえ、サスペンションのみ、変動型信託財産留保額のみ、又はその併用を選択し得る柔軟性が確保されることが適切ではないか。 また、留保額の設定水準や反映時点の適否をめぐり、委託会社又は受託者の責任が事後的に問われる懸念がある。仮に変動型信託財産留保額を制度上位置付ける場合には、合理的な社内規程及び手続に基づく判断について、事後的な結果のみをもって直ちに不適切と評価するものではない	低流動ファンドが日次の設定・解約申込みの受付を維持する場合に、サスペンションのみを整備すれば足りるものとすることは、現時点では想定しておりません。 変動型信託財産留保額について、販売会社・受託銀行・事務受託会社等との連携、海外資産の価格判明時点、取引コスト推計の不確実性等の実務上の制約があることは、本協会としても認識しています。このため、規則では、料率等の変更を可能な限り速やかに反映することを基本としつつ、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実施し、反映可能となった時点で料率等を適用する整理としています（規則第2条の5第2項第1号ハ②③）。もっとも、サスペンションは受付を一時停止する手段であり、取引コスト等を当該設定者又は解約者に負担させる変動型信託財産留保額とは機能が異なるため、その希釈化防止機能を当然に代替するものではありません。 他方で、これは個別局面において常に変動型信託財産留保額を優先的に発動しなければならない趣旨ではなく、双方を整備した上で、合理的な判断及び記録によりサスペンションを選択することはあり得ます。その場合の評価の考え方及び監督上の取扱いについては、No. 42 に対する考え方をご参照ください。なお、あらかじめ定めた合理的な枠組みに従った判断を事後的な結果のみをもって直ちに不適切と評価するものではないことは、ガイドライン7(6)において確認的に示しています。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		こと、並びに委託会社及び受託者の責任範囲について、一定の明確化をお願いしたい。 加えて、サスペンションのみを用い、変動型信託財産留保額を適用しなかった場合の監督上の取扱いについては、実務上の予見可能性確保の観点から、明確化いただきたい。少なくとも、合理的な社内判断及び記録に基づく対応である場合には、これをもって直ちに規則違反、監督上の指摘又は処分の対象とするものではない旨が、規則又はガイドライン上で明らかにされることを期待する。	
44	その他	低流動ファンドに関し、変動型信託財産留保額及びサスペンションの発動の可能性は著しく低いものとする。一方で変動型信託財産留保額とサスペンションの双方を整備・運用するには、運用会社含め業界全体に相応のコストを要し、結果としてファンドの運営コストが上昇し、最終的には受益者の負担の増加につながり、受益者の利益を損ねる可能性がある。 そのため、受益者の利益及び利便性の確保という観点からは、サスペンションの発動のみであっても十分に対応可能であり、流動性管理ツールとして有効であるとする。 については、サスペンションのみの導入・発動についても流動性管理ツールとして認めることが適当であるとする。	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制度上の整備として、サスペンションのみの導入・整備を認めることは適当ではないと考えます。個別局面で合理的な判断及び記録に基づきサスペンションを選択し得ることについては、No. 42 及び No. 43 に対する考え方をご参照ください。 双方の整備・運用に一定の実務負担及びコストが生じ得るとのご指摘は理解しています。もっとも、本件は、IOSCO による改訂勧告及び実施ガイダンスを踏まえ、既存受益者の持分価値の希釈化及び先行解約インセンティブへの対応を強化するものです。IOSCO は、特に日次取引を行う低流動資産中心の OEF について希釈化防止型流動性管理ツールの利用を重視し、設定又は解約に伴う明示的・黙示的取引コスト及び重要なマーケットインパクトを当該設定・解約投資者に負担させることを求めており、サスペンションはこの希釈化防止機能を当然に代替するものではありません（No. 43 に対する考え方をご参照ください）。また、変動型信託財産留保額が利用可能な手段として整備されていること自体が、ファーストムーバー・アドバンテージへの期待を抑止する意義を有し、その意義は実際の発動頻度の多寡のみによって左右されるものではないと考えます。 このため、規則上も、変動型信託財産留保額及びサスペンションのいずれも利用可能である旨を約款に記載する構成としています（規則第 2 条の 5 第 1 項第 2 号ロ・第 2 項。「常時適用可能」の意味は、No. 40 に対する考え方をご参照ください）。 実務負担及びコストについては、ガイドラインの明確化及び必要な経過措置を通じて、対応の予見可能性を高めることとしました。また、今回の初期対応は、低流動ファンド及び非流動ファンドを中心に整理しているものです。
45	その他	別紙 4 の 2.（1 1）において、「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」との記載がありますが、ここで想定されている定性的評価とは、具体的にどのような要素・判断を指すのか、ご教示ください。 定性的評価の範囲が明確でない場合、各委託会社における判断の幅が過度に広がり、結果として変動型信託財産留保額の算定水準が各社間で大きく乖離する要因となりえます。同種のファンド間で留保額の水準に合理的に説明し難い差異が生じることは、投資家の商品比較を困難にするおそれがあり、制度全体の透明性・信頼性の観点からも、定性的評価として許容される要素や判断の類型について、一定の例示をご提示いただくことが望ましいと考えます。	別紙 4 における「定性的評価」とは、すべての考慮要素について常に機械的又は定量的な数値算出を求めるものではなく、市場環境その他の状況及び入手可能な情報を踏まえ、合理的に補完判断することを許容する趣旨です。もっとも、これは委託会社等が主観的又は恣意的に料率水準を決定してよいという意味ではなく、希釈化防止という目的に照らし、算定ロジックの目的への適合性、説明可能性・文書化、再現可能性及び事後検証可能性が確保される必要があります（「一貫性及び合理性のある方法」とは、これらの要素が備わっていることを意味すると考えます）。 定性的評価として考えられる要素は、①料率等の算定を補完する要素（市場流動性の急変、有効な参照価格の不足、マーケットインパクト推計のためのデータ不足等）、②適用可否又は適用水準を判断する際の補足要素（通常想定を超える設定・解約の集中、ネットフローの急変、現金比率、投資者層・販売チャネルの偏り等）、③サスペンションを含む他の流動性管理ツールの適用可否を判断する要素（取引停止、主要市場の休場・閉鎖、価格発見が困難な状況等。ガイドライン 8 参照）の三つに大別されます。 これらの定性的評価は、料率水準を無制限に調整するための裁量ではなく、あらかじめ定めた算定枠組み、通常レンジ又は上限、トリガー、決裁権限、牽制及び記録保存の枠組みの中で用いられるべきものであり、評価項目、判断主体、判断手続、記録及び事後検証の方法をあらかじめ流動性リスク管理規程等に定める必要があります。単に「市場環境を総合的に勘案する」といった抽象的な記載のみで判断根拠等を説明できない運用は適当ではありません。 同種又は類似のファンド間で適用水準に差異が生じる場合の考え方については、No. 11 に対する考え方をご参照ください。ご指摘を踏まえ、定性的評価として許容され得る要素及び規程化・記録・検証の考え方について、ガイドラインにおいて明確化しました。
46	その他	本改正への対応として、運用会社が流動性管理ツール（LMT）を整備・維持するためには、システム対応、モニタリング体制の構築、外部委託費用等、一定のコストが発生するものと見込まれます。 こうした体制整備に係るコストは、高流動ファンド・低流動ファンドの別を問わず流動性リスク管理対象ファンド全体にわたって恒常的に発生するものになりますが、その性格上、各ファンドの流動性プロファイルや運用戦略に応じた形で、信託報酬等を通じて当該ファンドの受益者負担となる理解でよろしいでしょうか。 なお、仮に LMT 整備コストを信託報酬等を通じて受益者に広く負担させる場合、変動型信託財産留保額の制度趣旨との整合性について懸念があります。変動型信託財産留保額は、解約に伴う取	流動性管理ツールの整備・維持に係る一般的な体制整備コスト（システム対応、モニタリング体制の構築、社内規程の整備、外部委託費用等）を、変動型信託財産留保額の算定要素として個別の設定者又は解約者に上乗せして負担させることは、本件制度が想定する基本的な取扱いではありません。変動型信託財産留保額は、設定又は解約に伴い信託財産に生じる取引コスト等を当該設定者又は解約者に反映するための仕組みであり（規則第 2 条の 5 第 2 項第 1 号）、一般的な態勢整備費用は、これと性質が異なる管理・運営コストとして整理されるべきものです。原因者負担の観点からも、後者は特定の設定者又は解約者に直接帰属させることが困難な性質の費用であり、直ちに個別の設定者又は解約者に負担させるべきものとはいえません。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		引コストを原因者（解約者）に帰属させることで残存受益者を保護する仕組みであり、その制度趣旨に照らせば、整備・運用コストについても原因者負担の原則との整合性が問われるべきと考えます。これを信託報酬に一律に転嫁することは、本制度の趣旨と矛盾しないでしょうか。この点を踏まえ、LMT 整備コストの負担の在り方について、原因者負担の原則との関係から、協会としての基本的な考え方をお示しいただけないでしょうか。	これらの一般的なコストを信託報酬その他の費用としてどのように負担するかは、各ファンドの約款、費用開示、契約、関係法令及び監督上の取扱いに従い、個別に整理されるべきものです。本規則は、これらのコストを新たに信託財産から支弁することを認める根拠を設けるものでも、特定の負担方法を義務付けるものでもありません。なお、共通の体制整備コストを複数ファンドに配賦する場合には、配賦方法の合理性及び約款・開示上の根拠等を確認する必要があり、特に低流動ファンド対応のための固有コストを合理的な根拠なく高流動ファンドの受益者に負担させることは適当ではありません。ご指摘を踏まえ、変動型信託財産留保額により反映される取引コスト等と一般的な管理・運営コストとの区別について、ガイドラインにおいて明確化しました。
47	その他	今回改正案は公募投資信託を対象としている一方、参考資料では高流動ファンドを含む全ファンドへの拡張が今後の検討課題とされていることから、私募投資信託の取扱いについても、将来的な検討の有無を含めた現時点の考え方をご教示いただきたい。	今回の改正案において、私募投資信託を対象に含めることは予定していません。公募投資信託は、幅広い投資者に販売され得ること、日次の設定・解約申込みを受け付ける商品が多いこと等から今回の枠組みの対象としたものであり、私募投資信託は、投資者の属性、投資対象、解約条件、投資者との合意内容等がより多様であるため、同一の枠組みの一律適用には慎重な検討を要します。もっとも、今後、公募投資信託における制度改正の運用状況、投資者保護上の必要性、当局の監督上の考え方等を踏まえ、必要があると認められる場合には、私募投資信託の取扱いも検討課題となり得ると考えます。
48	その他	施行時期について イレギュラーな「基準価額+留保額」処理、販売会社との連携、などには相応のシステム処理・改修等が必要で、施行にあたっては猶予期間を設けていただきたい。 改正案に 2026 年●月●日から実施、とあるが、年内の実施は難しいのではないかと	本件規則及びガイドラインについては、意見募集の結果及び関係者との調整を踏まえて最終化した後、施行の上、原則として 1 年程度の経過措置期間を経て適用することとしました。年内実施については、販売会社等との連携、システム対応、約款・目論見書対応及び社内規程整備に要する期間を踏まえると、実務上十分な準備期間を確保しにくいものと考えます。もっとも、経過措置期間は対応を先送りするための期間ではありません。各委託会社等においては、当該期間中に、既存公募投資信託の分類、低流動ファンド・非流動ファンドへの該当性の確認、必要な約款変更、流動性リスク管理規程等の整備、算定・適用判断の枠組み、関係者との連絡・事務処理、システム対応、開示及び投資者周知の方法を整備する必要があります。特に、改正後の規定の適用後に低流動ファンドが日次受付を維持する場合には、変動型信託財産留保額及びサスペンションを常時適用可能な手段として整備する必要があります（「常時適用可能」の意味は、No. 40 に対する考え方をご参照ください）。なお、経過措置期間内に前倒して対応することを妨げるものではありません。ご指摘を踏まえ、附則における施行期日及び適用開始日については、規則及びガイドラインの最終化時に、必要な経過措置期間を踏まえて具体的に定めました。
49	その他	金融庁発出の「投資信託に関する Q&A」の改正について 本件に係り約款変更を行う場合、重大な約款変更にあたらないことを確認したい。 金融庁発出の「投資信託に関する Q&A（令和 7 年 6 月 24 日改訂）」の（問 1）において、重大な約款変更にあたらない例として、受益者の負担する費用等を引き下げる場合、信託財産留保額を減額または引き下げる場合、が記載されているが、この反対の、本件のような信託財産留保額（費用）を引き上げる場合については、これまで否定されてきた。今事例の導入にあたり、合理的な理由により信託財産留保額を創設（または引上げ）する場合も重大な約款変更にあたらない例として平仄をとって記載いただきたい。 費用の創設・引上げの場合であっても適切な・合理的な理由がある場合は重大な約款変更にあたらない旨、記載を改正するのが適切ではないかと。	金融庁発出の「投資信託に関する Q&A」の改正要否及び記載内容については、金融庁の所管事項であり、本協会として確定的にお答えする立場にはございません。なお、本件制度対応に伴う約款変更その他の実務上の取扱いについて明確化が必要と認められる事項は、本協会の補足 Q & A、会員通知等を通じて整理することを想定しています。
50	その他	（流動性管理ツールの使い分けに関する確認） 本改正案では、低流動ファンドにおいて流動性管理ツールが常時適用可能である状態として整備されていることが求められておりますが、当該ツールについて、社内で単一の手法を一律に用いることが必須ではなく、各ファンドの組入資産の特性、市場構造、取引慣行等を踏まえ、複数のツールの中から、当該ファンドの流動性管理において最も適切と判断されるものを選択する運用が許容されとの理解でよいか、確認させていただきたいと考えます。 具体的には、同一ファンドについて、ある評価手法では低流動（又は非流動）と判定される一方、別の評価手法では高流動と判定されるような場合において、どの手法が当該ファンドの流動性管理の目的に照らして適切であるかを、各委託会社等が、あらかじめ定めた合理的かつ説明可能な基準に基づき判断すること自体は、本改正案の趣旨に反しないと理解してよいか、ご見解を伺いたいと存じます。	低流動ファンドにおける流動性管理ツールの使い分けについては、個別局面において常に単一の手法を一律に用いることを求めるものではありません。各委託会社等が、あらかじめ定めた流動性リスク管理規程等に基づき、当該局面に即して、変動型信託財産留保額、サスペンション又は両者の組合せのうち受益者保護上適切な手段を選択することはあり得ると考えます（ガイドライン 6・7）。もっとも、これは低流動ファンドが日次受付を維持する場合に、いずれか一方のみを整備すれば足りるという趣旨ではありません（No. 44 及び No. 40 に対する考え方をご参照ください）。一方、ファンド分類に用いる評価手法については、別途整理が必要です。委託会社等が、自社分類方法として合理的かつ説明可能な分類方法をあらかじめ定め、継続的かつ一貫して適用すること自体は、本改正案の趣旨に反するものではありませんが、複数の評価手法を都度比較し、分類結果が有利となる手法をその都度選択するような運用は適当ではありません。自社分類方法の要件及び標準方式と異なる分類結果とする場合の留意点については、No. 41 及び No. 27 に対する考え方をご参照ください。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
			ご指摘を踏まえ、流動性管理ツールの使い分けと分類方法の選択に係る考え方を区別した上で、事前に定めた合理的・説明可能な枠組み、記録、牽制及び検証の必要性について、ガイドラインにおいて明確化しました。
51	その他	（約款への手当ての対象範囲に関する確認） 低流動ファンドに係る約款の手当てについて、別紙４の２．（17）にて、「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」との整理が示されておりますが、制度対応としては、全てのファンドについて一律に対応しておくことが、実務上および投資者保護の観点からも合理的ではないか、確認させていただきたいと考えます。 本改正は、通常時には想定されていない市場環境や流動性の急激な変化に直面した場合の緊急対応としての意味合いを有する制度と理解しております。その前提に立つと、通常時には低流動と評価されない資産であっても、ある時点で急激に低流動化する可能性は否定できず、その場合に約款改訂を行おうとしても、実務上は相当の時間を要することから、必要となつてからの手当てでは対応が間に合わないおそれがあります。 また、数値基準や構成比を用いて低流動該当性を判断する場合であっても、閾値付近に位置するケースにおいて適用の是非を完全に線引きすることは困難であり、受益者保護の観点からコンサバティブに制度を運用しようとすれば、結果として広い範囲に適用せざるを得ず、一律対応という考え方を排除し切れない側面があると考えられます。 こうした点を踏まえ、約款上の手当てについて、全ファンド一律での対応を許容又は推奨する余地があるのかについて、今後の貴協会のルール整備の見通しも含めて、ご見解を伺いたいと存じます。	全ファンド一律での約款手当てを制度対応として求めること又は推奨することは予定していませんが、各ファンドの実態に応じて任意に対応すること自体は妨げないと考えます。今回の初期対応の対象範囲、既存ファンドへの任意導入の取扱い及び新規設定ファンドにおける約款規定の考え方については、No. 38 に対する考え方をご参照ください。低流動ファンド以外のファンドについて任意に流動性管理ツールに係る約款記載を設ける場合には、当該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、目論見書等において適切に説明する必要があります。 なお、局面発生後に初めて約款変更を検討する場合には実務上の制約が生じ得るとのご指摘は理解しており、急変局面への実効的な備えの考え方については、No. 30 に対する考え方をご参照ください。設定後に低流動ファンドに該当すると合理的に判断され、日次受付を維持する場合に必要な整備については、No. 40 に対する考え方をご参照ください。
52	その他	5/15 説明会時の質疑応答資料で、Q8（売却割合の前提）にて、「売却可能日数の判定に当たり、全銘柄売却ではなく、例えば 10％相当額等の一定割合を前提として各社で判断することは可能か。」という質問に対し、「規則案及びガイドライン案上、『全銘柄を売却すること』又は『10％相当額を売却すること』など、特定の売却シナリオや売却割合を一律に定めているものではありません。」「重要なのは、各社の流動性リスク管理の枠組みに基づき、通常の市場環境における長期的な流動性評価として、組入資産の流動性と設定・解約条件が整合しているかを判断することです。」、という回答要旨が示されたものと認識しております。 このことから、保有資産の流動性の分類においては、判定ツール等を用いて保有資産を機械的に分類する方法の他、運用実績のあるファンドについては、運用・オペレーション（一部解約）の実績や市場特性・慣習を踏まえて保有資産の流動性を評価・分類する方法も許容されると理解しております。このような理解が、今回の規則案・ガイドライン案の考え方に照らして問題ないか、ご教示いただけると幸いです。また、その場合の留意事項についてもご教示ください。	ご理解のうち、実際の売買・約定実績、市場特性及び市場慣行を補助情報として用い得るという点は妥当ですが、過去に一部解約に応じられたというファンド全体のオペレーション実績のみをもって、保有資産の流動性区分を変更することは適当ではないと考えられます。 説明会 QA における「特定の売却シナリオや売却割合を一律に定めていない」との説明の趣旨及び令和２年６月 11 日付パブリックコメント回答（売却可能日数の評価）との関係については、No. 5 に対する考え方をご参照ください。当該説明は、保有資産の流動性区分の判定において、市場流動性、保有数量、売買高、売却可能日数等を考慮しなくてよいという趣旨ではありません。 当該保有資産又は同種資産について、実際に売却した際の約定可能性、売買高、ビッド・アスク・スプレッド、価格インパクト、決済条件等の情報が得られている場合には、流動性区分判定における補助情報として用いることが考えられます。他方、ファンド全体のオペレーション実績等の位置付けについては、No. 25 に対する考え方をご参照ください。なお、標準方式では当該ファンドの流動性プロファイルを適切に反映しないと判断する場合には、自社分類方法を用いることも考えられます（要件については、No. 41 に対する考え方をご参照ください）。
53	その他	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約款変更については、制度変更（金融庁 FAQ（３）「法令改正に伴い、法令適合性を維持するために行わざるを得ない投資信託約款の変更」に対応するという理解です）の範疇であれば軽微という整理が可能であるという当局・事務局のご見解が提示されている旨をお伺いしているが、会員通知等で周知していただきたい。	ご指摘の、低流動ファンドにおける流動性管理ツールの導入・整備に必要な約款変更（変動型信託財産留保額の導入、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、低流動ファンドが日次受付を維持するために必要な範囲で行うもの）については、監督指針及び協会規則等への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ます。この整理の前提及び限界（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、低流動ファンド以外への任意・予防的導入の場合）については、No. 39③及び No. 33 に対する考え方をご参照ください。

貴重なご意見をいただき、ありがとうございました。