

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 年中に FSB が提言を修正し、IOSCO がガイダンス策定へ

前・金融庁 総合政策局総務課国際室 課長補佐 藤原 慎也
金融庁 監督局証券課資産運用モニタリング室・拠点開設サポートオフィス
課長補佐 北里 紀子

2022 年 12 月 14 日、金融安定理事会 (FSB) は「オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチに関する 2017 年 FSB 提言の実効性評価」と題する報告書¹を公表した。報告書は、オープンエンド型ファンド (OEF) における流動性ミスマッチが市場に与える悪影響を緩和するための今後の取り組みについて記載している。本稿ではそのポイントを解説した上で、わが国の状況について概観する。

新型コロナを契機に、海外市場で大きな混乱が発生

2020 年 3 月、新型コロナウイルスの感染拡大を契機として、海外のファンド市場では大規模解約の急増やそれに伴う解約停止措置の発動など大きな混乱が生じた。これを受けて、FSB と証券監督者国際機構 (IOSCO) はノンバンク金融仲介分野のさらなる強靱化に向けた取り組みを活発化してきた。その焦点の一つが OEF における流動性ミスマッチの緩和と、そのミスマッチによるショック増幅・伝播の緩和である。

報告書は、FSB 自身が 17 年に公表した「資産運用業の活動から生じる構造的な脆弱性に対応する政策提言」(以下、FSB 提言。²)のうち OEF に関連する部分について、各国の流動性リスク管理制度の運用状況やコロナを踏まえた市場の動向を勘案し、その提言の実効性を評価したものである。結論として、FSB 提言の内容はおおむね適切であり実効性があるものの、これをさらに高めるための追加的な取り組みが必要であるとしている。

その上で報告書が示した今後の取り組みは四つあり、第1に流動性ミスマッチの緩和、第2に流動性ミスマッチから生じるショックの増幅・伝播効果の緩和、第3に流動性リスク管理に関する報告義務やデータ利用可能性の改善、第4にストレステストの促進である³。報告書では、このうち特に第1と第2の取り組みに焦点が当てられてお

¹ <https://www.fsb.org/2022/12/assessment-of-the-effectiveness-of-the-fsbs-2017-recommendations-on-liquidity-mismatch-in-open-ended-funds/>

² <https://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20170113-1.html>

³ なお、報告書の要点は、FSB が 22 年 11 月に公表した NBF I Progress Report にも掲載されている。例えば次のリンク先の 8~10 ページ参照。

<https://www.fsb.org/2022/11/enhancing-the-resilience-of-non-bank-financial-intermediation-progress-report-2/>

り、23 年中に FSB 提言の一部を修正した上で、新たに流動性リスク管理ツール⁴に関する IOSCO ガイダンスを策定することとしている。

報告書が焦点を当てる二つの取り組み

以下では、報告書が具体的な成果物に言及した第1と第2の取り組みに関してポイントを解説する。

まず、流動性ミスマッチとは、ファンドの保有資産の流動性と解約頻度の間に生じる不整合のことである。例えば、市場流動性の低い資産に主に投資するファンドにおいて、投資家が日次でファンドを解約できる場合、流動性ミスマッチが大きいといえる。

流動性ミスマッチが生じているとき、投資家が解約に伴う取引コストを適切に負担する仕組みがなければ、市場価値の下落局面において他の投資家に先んじて解約することで取引コストを負担せずにより多くの利益を得る「先行者利益」が生じやすい。先行者利益の生じる余地があると、特に市場ストレス時において解約が急増しやすく、解約対応のためのファンドによる資産売却も増加する結果、市場のボラティリティーが高まる恐れがある。

報告書によれば、解約に伴う取引コストを解約投資家に適切に負担させることで、残っている投資家の持分価値の希釈化を防止するツールは、解約に伴う過度な資金流出を抑える効果が見込まれる。この希釈化防止ツールの例としては、スウィングプライシングや希釈化防止負担金などがある。スウィングプライシングは、ファンドの追加設定・解約の一方が他方を（一定程度）超過した場合に、その超過分に対応する取引で生じたコストを当該追加設定または解約を行う投資家に負担させるために、基準価額を調整するツールである。希釈化防止負担金は、典型的には解約に伴う資金流出時における既存投資家の取引コスト負担を回避するために、基準価額の調整をせずに解約投資家に課す負担金であり、筆者の理解では、日本では信託財産留保額がこれに該当する。

保有資産の流動性と解約条件のさらなる明確化へ

17 年当時の FSB 提言には、すでに流動性ミスマッチ緩和や流動性リスク管理ツールに関する個別の提言が含まれていた。しかし、FSB が検証した限り、17 年以降、流動性ミスマッチの状況はあまり改善されなかった。また、コロナ発生下においては、多様な流動性リスク管理ツールの利用が拡大して一定の効果がみられたが、その用法はさまざまであり一貫性が乏しかった。希釈化防止ツールを利用した法域においても、同ツールによって必ずしもすべてのコストが適切に反映されてはいないとみられる。

こうした状況を踏まえて、FSB は第1と第2の取り組みを行うこととし、関連する FSB 提言を修正する方針である。

⁴ 後述する「希釈化防止ツール」を含め、流動性リスクに対応する措置一般を意味する。

第1の取り組みとして、流動性ミスマッチの緩和を促進するために、ファンドの保有資産の流動性と解約条件の関係について、FSB 提言の関連部分をより明確な記述になるよう修正する。その方針として、OEF を次の3つの類型に分け、投資資産の流動性に応じて解約条件を使い分けることを明確化することとしている(以下の【 】内は本稿での便宜上の仮称)。

①【高流動性ファンド】→平時・ストレス時のいずれにおいても流動性の高い資産⁵に主に投資しているファンドについては、日次解約を継続することは適切である。

②【低流動性ファンド】→平時でも比較的流動性が低く、ストレス時には流動性に大きな悪影響を受けやすい資産(一部の社債など)に主に投資しているファンドについては、適切な希釈化防止ツールを備えていれば日次解約は適切である。同ツールを導入しないのであれば、解約の急増を抑制すべく解約頻度を日次よりも低くするか、より長期の解約通知期間や決済期間を設けるべきである。

③【非流動的ファンド】→平時であっても非流動的な資産(不動産やインフラなど)に運用資産の一定以上(例えば 30~50%以上など)を投資しているファンドについては、解約の急増を抑制すべく解約頻度を日次よりも低くするか、より長期の解約通知期間や決済期間を設けるべきである。

なお報告書は、さまざまな資産クラスに投資している等の理由で、上記①~③のいずれの類型に属するか判断が困難な場合には、資産クラスの流動性や価格評価の困難度、早期解約インセンティブの可能性などを考慮して慎重な判断を行うべきとしている。

希釈化防止ツールは利用の拡大が焦点に

第2の取り組みとして、希釈化防止ツールの活用を促進する。具体的には、解約に伴う明示的および暗黙的コスト⁶を解約投資家に負担させるための希釈化防止ツールの普及を目的として、FSB 提言の関連部分を修正する。また、スウィングプライシングのように基準価額を調整する方法や、解約に際して負担金を課す方法などによる希釈化防止ツールの普及に向けて、IOSCO がガイダンスを策定する。

なお、報告書は流動性リスク管理ツールを「数量準拠ツール」と「価額準拠ツール」の二つに分類している。前者は解約停止など投資家の解約の機会自体を制限するツールであり、後者は主に解約に際して投資家が負担する取引コストを増加させるツールである。後者の価額準拠ツールは、希釈化防止ツールとほぼ同義に用いられており、これを適切に運用すれば前述の先行者利益による解約の急増を抑制する効果が

⁵ 一部の上場株式や国債など、平時・ストレス時を問わず目立った市場インパクトなしに速やかにキャッシュ化できる資産。

⁶ 明示的コストの例は取引に伴うブローカー手数料などであり、暗黙的コストの例は解約急増に対応するための資産売却による価格への悪影響といった市場インパクトなどである。その他の例については報告書の脚注 31 参照。

期待できるとしている。

また、報告書は希釈化防止ツールにおいて解約投資家が負担すべき「取引コスト」には、明示的成本と暗黙的成本の双方が含まれるとした上で、暗黙的成本のうち、資産売却に伴う重大な市場インパクト相当分を解約投資家に負担させることを強調している。もっとも、これらのコストを完全に反映させるのは困難であると想定され、実際に負担の調整がどの程度可能か不透明であることから、詳細は前述の IOSCO ガイダンスでの説明が期待されている。

スウィングプライシングについては、解約超過であれば、解約投資家に支払われる金額は取引コストを反映した調整率(2%などの上限が設けられる場合が多い)を基準価額から差し引いた額となる。スウィングプライシングが本来の機能を発揮するためには、基準価額を確定する時刻までに、当日の追加設定・解約情報をすべて把握した上で基準価額の調整率の計算を完了する必要がある。これには追加設定・解約注文状況のタイムリーな把握や、それを反映した基準価額の計算システムの整備など多くの課題が存在する。

報告書でも、こうした基準価額の計算や追加設定・解約に関する情報取得のタイミング等の実務に照らして、スウィングプライシング導入が困難な法域もある旨、言及している。スウィングプライシングは現在、欧州、英国、香港、シンガポールなどにおいて広く使用されている。一方、米国では 16 年以降に任意で導入可能となっているが一度も実務で使用されていない。この点について米 SEC は、22 年 11 月 2 日に公表した OEF の規則改正案⁷にスウィングプライシングの義務化を盛り込み、意見募集に付した。このように海外ではすでに導入上の課題の検討を進めて希釈化防止ツールの利用拡大の取り組みに着手する動きもみられる。

日本の法令・自主規制規則の状況

以下では、わが国の状況について概観していきたい。

日本では 20 年6月、公募投資信託の流動性リスク管理について内閣府令等による行為規制の整備が行われた⁸。また、これと同時期に、投資信託協会において自主規制規則の改正が行われ、流動性リスク管理について詳細に定められた⁹。22 年 11 月に IOSCO が公表した、主要法域における流動性リスク管理の整合性レビューの結

⁷ この規則改正案ではスウィングプライシングの義務化のほかに、基準価額適用における追加設定・解約注文の申込締切時間(ハードクローズ)の導入や、流動性バッファー(純資産 10%相当以上の高流動性資産の保有要件)の導入などが注目点となっている。

⁸ <https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200604.html>

⁹ <https://www.toushin.or.jp/static/publiccomment/ichiran/21920/>

具体的には、商品設計段階から償還までの過程において、保有資産に係る売買条件等の性質、設定解約の条件、市場環境などの諸状況等を踏まえた流動性リスク管理態勢の整備、流動性に応じた資産分類、ストレステスト、流動性リスク管理ツールの使用等について定められた。

果¹⁰によると、わが国の制度は全レビュー項目において「十分に整合的」との最高評価を取得している¹¹。

実際に 20 年のコロナ発生下において、日本の投資信託業界では重大な流動性リスクは顕在化しなかったとされる。一部の債券投信や海外に投資する国内籍投信に一定の影響がみられたものの、同時期に海外でみられたような大規模解約の急増や、それに伴う解約停止措置の発動等はほぼ観測されなかった。全体として、コロナに伴う日本の OEF の流動性ショックは海外と比べて限定的だったとみられる。

とはいえ、将来的には 20 年3月に海外で生じたような混乱がわが国でも発生し得るとの想定の下、流動性リスク管理のさらなる強靱化に向けた検討を進めることが重要と思われる。

まず、流動性ミスマッチの緩和については、現在の OEF の流動性リスク管理体制における実効性に不十分な点がないか確認していくことが肝要である。

次に、希釈化防止ツールの活用については、わが国の OEF の特徴や実務を考慮した上で、その在り方を検討していくべきである。現在、わが国で希釈化防止ツールとして普及しているものは、筆者の知る範囲では信託財産留保額のみである。これは基本的に平時・ストレス時を問わず、解約投資家に適用する基準価額の一定割合を解約金から差し引くものであり¹²、その割合は定率となっている。定率での運用は、オペレーション上の円滑さが確保されるというメリットがある一方で、実際の取引コストと比較して留保額の負担が過大になったり、過少になったりする可能性がある点がデメリットといえる。

わが国の希釈化防止ツールの在り方については、今後 IOSCO ガイダンスの作業の進捗を注視しつつ、国内の議論を進めることが重要である。

(本稿における意見等は筆者の見解であり、筆者が所属する組織の見解ではない。)

ふじわら しんや

弁護士・ニューヨーク州弁護士。長島・大野・常松法律事務所、デビス・ポーク・アンド・ウオードウェル外国法事務弁護士事務所を経て、19 年から 22 年 12 月まで金融庁に在職。

きたざと のりこ

ゴールドマン・サックス証券に 20 年間勤務後、外資系資産運用会社等を経て、21 年 1 月から現職。米国公認会計士(97 年ワシントン州試験合格)。

¹⁰ IOSCO が 18 年に公表した「ファンドの流動性リスク管理改善のための提言」と、各国の制度との整合性を評価したもの。

¹¹ 報告書 Annex 2 参照。なおレビュー報告書の全文は以下で公表されている。

<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS671.pdf>

¹² 追加設定時に信託財産留保額を適用することも可能である。