

「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

令和2年6月11日  
一般社団法人 投資信託協会

(ご意見等の状況) 法人 20 社、206 件

No	ご意見等	本会の考え方
<b>【投資信託等の運用に関する規則】</b>		
<b>全般</b>		
1	<p>本規則の改正は金商業等府令第130条第2項を受けたものであることから、以下のような理解で良いか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>原則として、投資信託委託会社が設定する公募投信の取得の申込の勧誘が公募により行われる場合に適用され、その取得の申込みの勧誘が私募により行われている場合には適用しない。</li> <li>但し、公募投信が私募ファンドに投資している場合には当該私募ファンドにも適用される。</li> </ul>	<p>本規則の改正は金商業等府令第130条2項を受けたものであることから、以下のような理解と認識しております。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>原則として、投資信託委託会社が設定する公募投信の取得の申込の勧誘が公募により行われる場合に適用され、その取得の申込みの勧誘が私募により行われている場合には適用しない。</li> <li>ただし、公募投信を設定している委託会社が自社で設定している私募のマザーファンドに投資している場合には当該マザーファンドにも適用される。</li> </ul>
2	<p>公募投信が私募ファンドに投資している場合(所謂 FoF)の私募ファンドの流動性評価については、当該私募ファンドが欧米の流動性リスク規制に則って運用されているファンドの場合は、投信協会ルールと同等の規制に従って運用されているかどうかを確認しておけばよいという理解でよいか。あるいは、欧米の私募ファンドは最初からその同等性があると理解してよいか。</p>	<p>公募投資信託(甲)がその他の投資信託(乙)に対して投資している場合、原則として甲と乙が同一の投資信託委託会社の設定である場合には、自社の社内基準に則り流動性リスクを評価して頂くこととなるものと理解しており、甲と乙とで設定した投資信託委託会社が異なる場合には、甲を設定している委託会社としては乙について、あくまでも投資対象資産の一つとして流動性リスクの管理をして頂くこととなりますので、現地国の規制に従っているのか否かにつきましては、その評価の一つの判断材料であると認識しております。</p>
3	<p>「投資信託等の運用に関する規則」の一部改正案はシンプルベースとなっており、業界各社の対応に大きなばらつきが生じることは自明である。</p> <p>「交付目論見書の作成に関する規則」の一部改正案において流動性リスク管理態勢に係る開示が予定されているものの「簡潔に記載」とあることから、受益者が当該記載から各社の管理水準の高低・良否について判断することは困難であると思料する。</p> <p>受益者保護の観点から、各社が一定水準の管理レベルを満たせるよう貴協会主導で意見集約し、モデルケースを公表されたい。</p>	<p>流動性リスクの管理は、投資信託委託会社等が、自社が設定、運用している投資信託の投資対象資産や解約条件等を踏まえて、適切に必要な態勢整備を行って頂くものであり、また、この態勢に関する受益者への説明についても自社の態勢等について分かり易く簡潔に説明して頂くことが求められるものと理解しております。仮にモデルケース等を本会でとりまとめ、会員間で共有することになると、却って受益者に対する説明がモデルケースとして提示された記述等に収斂され、夫々の運用会社の管理態勢や水準と異なった説明となる恐れもあることから、適切ではないものと考えます。</p> <p>今回提案されている流動性リスク管理において、売却可能期間による4つの階層化が要件として具体的に規定されており、流動性リスク管理の出発点として中心的な役割を果たすことが期待さ</p>

		<p>れています。</p> <p>そもそもリスク管理態勢のあり方は、各社が経営方針、商品戦略、投資家層等、様々な要素を考慮して自律的に策定するものであって、本会が示すことができるのは今回のような大まかなフレームワークに留まるものと考えております。</p> <p>他方、各社の対応に大きなばらつきが生じることにより投資家が思わぬリスクに晒されかねないという可能性については、本会による会員調査、当局によるオンサイト・オフサイトモニタリング等により、そのようなばらつきは合理的な範囲内に収斂することが期待されています。</p>
<b>第2条の4</b>		
4	<p>公募投資信託のうち、「株式等の現物資産を用いて設定・交換を行うものを除く」と記載しているのはなぜか（上場しているものを除くと定義しないのはなぜか）。</p>	<p><b>IOSCO</b> から出されている提言を踏まえ、上場投資信託を除いた公募投資信託としていましたが、検討の過程で、金銭設定、金銭交換の上場投資信託については、非上場投資信託と同様に、設定、交換の際に、金銭と投資対象資産との間での変換が行われることから、これについても流動性リスクを適切に管理する必要があるとの認識が共有されたことから、これについても対象とさせて頂いたところです。</p>
5	<p>従前の議論においては、管理規程の対象を「非上場公募投資信託」とする方向であったと認識しているが、今回の案において、現物拋出型 <b>ETF</b> は管理規程の対象となる公募投資信託から外れているものの、金銭信託型 <b>ETF</b> が対象となっている理由は何か。</p>	
6	<p>公募投資信託（株式等の現物資産を用いて設定・交換を行うものを除く）とあるが、金銭で設定・解約を行う <b>ETF</b> は対象となるか。3月5日の自主規制委員会の議事録では <b>ETF</b> は除くというような記載がある。</p>	
7	<p>本改正は、所謂現物拋出型 <b>ETF</b> を除いた、既存ファンドも含めた全ての公募投信に関して適用されるという理解でよいか。</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>
8	<p>冒頭で流動性リスク管理態勢の整備を行う対象を公募投資信託に限定しているが、後出の「交付目論見書の作成に関する規則」第4条の3において私募投資信託に対しても規定を設け準じた管理を求めている。本運用規則において私募投信を除く理由は何か。また、こちらで除いておきながら、交付目論見書の作成規則で私募投信に対する規制を設けていることの平仄のなさの理由は何か。</p>	<p>私募投資信託については、今回、整備することを予定しております規定では、流動性リスクの管理対象とはしておりません。これは <b>IOSCO</b> から出されている提言が公募 <b>CIS</b> のみを対象としていることを踏まえたためです。ただし、今回提案されている流動性リスク管理態勢は、私募投信や投資一任契約においても有効であると考えており、各社の判断で適法範囲を広げることを妨げるものではありません。</p> <p>また、交付目論見書の作成に関する規則第4条の3の規定は、私募投資信託につきまして、流動性リスクの管理態勢等について記述することを求めているものではなく、あくまでも投資家に対して流動性リスクに係る商品説明を充実させ、理解を促進させる観点から記載を求めるものです。</p>

9	<p>流動性リスク管理についての信託財産の運用に関する禁止行為は、投信法第2条第11項に規定する投資信託委託会社に対しては金商業等府令第130条にて、投信法第47条に規定する委託者非指図型投資信託の受託者となる信託会社等に対して投信法施行規則第271条第1項第10号にて、それぞれ別に規定されているので、本規則改正案にて金商業等府令にて一本化された記載は適切ではないと思料。せめて以下のように該当法令を適切・丁寧に列挙すべきではないか。</p> <p>【修正案】</p> <p>・・・金融商品取引業等に関する内閣府令（・・・）第130条第1項第8号の3又は投資信託及び投資法人に関する法律施行規則第271条第1項第10号に定める合理的な方法を講ずるため</p> <p>なお、府令等での記載「合理的な措置」については、同府令等へのパブコメ意見として、「措置 → 方法」の修正意見を提出している、「合理的な方法」としている。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
10	<p>本改正は、一般的に流動性が非常に高いと考えられる日本国債のみを投資対象とするようなパッシブファンドに関しても適用されるのか。</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>
11	<p>「設定・解約の条件」について。 設定及び解約なのか、設定又は解約なのか、判然としない。流動性リスク管理において、解約の条件が必須であることをふまえると、「設定及び解約」とすべきと考える。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
12	<p>「ストレス・テスト」について 「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」などの金融庁所管の法令において、ストレステストとなっていることをふまえると、「ストレステスト」としたほうが他法令との整合性が図られて良いと考える。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
13	<p>第2条の4の柱書において、「公募投資信託の商品設計の段階から償還までのライフサイクルにおける投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネル、想定される投資家の特性、設定・解約の条件、ストレス・テストの結果、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等を踏まえたものとする。」と規定しているもとの、各号において「公募投資信託の」という表現が散見される。重複を避けて、分かりやすい文章にしていきたい。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
14	<p>「公募投資信託（株式等の現物資産を用いて設定・交換を行うものを除く。以下本条において同じ。）」について。 「株式等の現物資産を用いて」は、金銭信</p>	<p>ご指摘を踏まえて、「投資信託及び投資法人に関する法律施行令第12条第1号及び第2号に定めるものを除く」と修正させていただきますが、「並びに投資信託協会の「MMF等の運営に関する規則」に</p>

	<p>託以外の委託者指図型投資信託の禁止の適用除外について定めた法令に基づき、「投資信託及び投資法人に関する法律施行令第12条第2号に定めるものを除く」とすべきではないか。</p> <p>また、IOSCOの「Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes Final Report」の内容、および投信協会の「MMF等の運用に関する規則」および同細則が定める制限によって流動性リスクが大きく限定されているMMF等についても対象から除くことができると考える。</p> <p>以上をふまえて、実務負荷軽減の観点から、「公募投資信託（投資信託及び投資法人に関する法律施行令第12条第1号及び第2号に定めるもの並びに投資信託協会の「MMF等の運営に関する規則」に定めるMMF等を除く。以下本条において同じ。）」としていただきたい。</p>	<p>定めるMMF等を除く。」につきましては、MRFについて、現下の日本の金融市場環境下では、流動性リスクに晒されているとは思われないものの、米国の事例においては、流動性ミスマッチ（資金流動性リスクの顕在化）により、元本割れ（SECの開示基準閾値割れ）を起こし、（直接の原因ではないにせよ）償還に至っているファンドもあることを踏まえますと、正常な金利環境下にあつては流動性リスク顕在化から問題を起す可能性（マイナス負担の濃縮化による信託財産の毀損）は否定できないことから、MRF、MMFにつきましては対象からの除外はしないこととさせていただきます。</p>
15	<p>流動性リスク評価を実施すべき公募投資信託は、オープンエンド型のものに限られ、マネー・マネージメント・ファンド、証券総合口座用ファンド（MRF）、上場投資信託（ETF）、解約時に現物により信託財産を交付できる投資信託、およびクローズドエンド型の投資信託は除かれると理解してよいか。</p> <p>また、「重層構造」を持つ公募投資信託（ベビーファンド等）における流動性リスクの評価に当たっては、当該公募投資信託の投資先のマザーファンドや、「マスターファンド」である外国投資信託等において、その実際に保有する最終的な投資対象有価証券等について行えばよい旨を確認したい。</p>	<p>流動性リスク評価を実施すべき公募投資信託には、マネー・マネージメント・ファンド、証券総合口座用ファンド（MRF）、金銭により設定、解約を行う上場投資信託（ETF）が含まれます。また、「重層構造」を持つ公募投資信託（ベビーファンド等）における流動性リスクの評価に当たっては、当該公募投資信託の投資先のマザーファンドや、「マスターファンド」である外国投資信託等において、その実際に保有する最終的な投資対象有価証券等について行うことに加え、ベビーファンドやフィーダーファンドの商品性格、解約条件等も要素に加える必要があると考えております。</p>
16	<p>「商品設計の段階から償還までのライフサイクル」のライフサイクルのカタカナ語彙の意味が判然としない。分かりやすい日本語表現に変更いただきたい。</p> <p>例えば、「商品設計の段階から償還までの各過程」とすべきではないか。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、「商品設計の段階から償還までの過程」と修正させていただきます。</p>
17	<p>対象となる公募投資信託について、敢えて「自社が設定・運用する」、「自社が設定・運用している」との条件が付されているが、運用を外部委託している場合などは対象外となることを意味しているのか、念のためご教示いただきたい。自社が委託会社を務める公募投資信託を意味するのであれば、表現を変更したほうが紛れを排除できて良いと考える。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、「自社が設定する」に表現を修正させていただきます。</p> <p>なお、念のためですが、「自社が設定する」投資信託につきましては、運用を外部の第三者に委託している場合であっても、運用指図権そのものは運用の委託元に残ることから、運用の外部委託を行っている投資信託であっても委託元である投資信託委託会社に流動性リスクを適切に管理する責任があると認識していることを申し添えます。</p>
18	<p>以下のとおり、流動性リスクの管理で考慮する事項で類似する表現が複数ある。</p> <p>【1】 「委託会社等が流動性リスク管理規程等</p>	<p>ご指摘を踏まえて、表現を、以下の通り、修正させていただきます。</p> <p>【1】 ・「保有資産の性質」につきましては、「保有資産</p>

<p>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ライフサイクルにおける</p> <p>【投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネル、想定される投資家の特性、設定・解約の条件、ストレス・テストの結果、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等】を踏まえたものとする。」</p> <p>→「保有資産の性質」は、非常に多岐に亘るため、より具体的に示していただきたい。</p> <p>→「販売チャネル」とは、具体的に何を意味するのか、より具体的に示していただきたい。</p> <p>→「それら」が何を示すかご教示いただきたい。仮にストレス・テストの結果を含むのであれば、ストレス・テストの結果が流動性リスクに与える影響となり、意味がおかしくなる。</p> <p>【2】</p> <p>「公募投資信託の商品設計の段階から償還までのライフサイクルを通じて、</p> <p>【投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネル、想定される投資家の特性、設定・解約の条件、ストレス・テストの結果、市場環境等】を考慮した上で、個別の公募投資信託の流動性リスクを評価すること。」</p> <p>→「ストレス・テストの結果、市場環境等」は、「ストレス・テストの結果及び市場環境等」ではないか。</p> <p>→【1】と整合性をとるべきと考える。つまり、商品特性、市場動向も考慮する内容として含めるべきではないか。もしくは、【1】において、商品特性、市場動向を削除すべきである。</p>	<p>に係る売買条件等の性質」（なお、「保有資産に係る売買条件等の性質」とは、売買条件等の流動性リスクに影響を与える保有資産の性質全てを含んでおります。）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・「販売チャネル」については、「証券会社、登録金融機関等の販売取扱い窓口の属性」</li> <li>・「それら」につきましては、「投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネル、想定される投資家の特性、設定・解約の条件、商品特性、市場動向及び市場環境」を指すことから「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・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等やストレス・テストの結果(以下、総称して「諸状況等」という。))」</li> </ul> <p>【2】</p> <p>「投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネル、想定される投資家の特性、設定・解約の条件、ストレス・テストの結果、市場環境等」⇒「諸状況等」</p>
<p>19</p> <p>すぐ直前の本文にて「公募投資信託の商品設計の段階から償還までのライフサイクルを通じて、投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネル、想定される投資家の特性、設定・解約の条件、ストレス・テストの結果、商品特性、市場動向及び市場環境」の同じ長い説明があり、冗長。</p> <p>【修正案】</p> <p>柱書部分で、</p> <p>.....市場動向及び市場環境（以下、総称して「諸状況等」という。）並びにそれらが流動性リスクに与える影響等を踏まえたものとする。</p> <p>として、(1)イ①では、</p> <p>①個別の公募投資信託の流動性を評価する際には諸状況等を考慮した上で行うこと。</p>	

	としてはどうか。	
20	「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、 <u>公募投資信託の商品設計の段階から償還までのライフサイクルにおける投資信託の規模、保有資産の性質、投資戦略、販売チャネル、想定される投資家の特性、設定・解約の条件、ストレス・テストの結果、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等を踏まえたものとする。</u> 」の部分について、流動性リスク管理態勢に関する一文が長く、文章の趣旨が判然としないため、下線部を簡潔にわかりやすくしていただきたい。くわえて、流動性リスクの定義を明確にしていきたい。	
21	流動性リスク管理態勢を構築する際に考慮すべき要素が列挙されているなかで「販売チャネル」が挙げられているが、対面ではなく、オンラインで販売される投信につき、特に考慮すべきこととして何が想定されているのか。オンラインで販売する投信についてより厳しい流動性リスク管理態勢が求められている点があるのか。要するに、販売チャネルを流動性リスク管理態勢構築の際、どう勘案すべきなのか立案の過程において想定していることがあれば確認したい。	販売チャネルにつきましては、対面販売とオンライン販売のみを切り口として考えているわけではなく、それぞれの販売会社が顧客とする投資家層（超富裕層、事業法人、積み立て投資家）、販売会社で販売手数料を徴収しているかどうか、などの切り口も考えられます。オンライン販売における設定解約の状況についても、関連データを積み上げて分析する必要もあるとの指摘もあります。例えばオンライン販売では、今年3月は資金が流入超であったとも仄聞しており、データ収集を継続して分析することにより、より効果的な流動性リスク管理が行える可能性があります。
22	「適切なストレス・テストを実施し」との書き振りがあがるが、「適切な」は不要ではないか。	ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。
23	「流動性リスク管理態勢」の「態勢」は、「交付目論見書の作成に関する規則」第3条との関係からも「体制」がよいのではないか。(以下同じ)	「態勢」と「体制」は異なり、「態勢」には構築する対象物を指すという趣旨もあることから、原案を維持させていただきます。
24	6行目「合理」は「合理的」の誤りではないか。	ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。
25	7行目「各号」とは、「以下の各号」(すなわち第2条の4各号)のことか。	ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。
26	受益者へ換金可能性を注意喚起しつつ、マーケットインパクトを和らげる制度趣旨から、主にファンドの収益の源泉となる保有資産(株、債券など)の流動性がモニタリング対象に挙がっていますが、換金可能性については、更にFOFsの投資対象ファンド自体の流動性も対象になりうると思います。投資対象ファンド自体の資産が小さくて大口解約の換金に時間がかかる場合、スイングプライシングの適用がない外国籍投資信託の基準価額への影響を緩和する目的で時間をかけて解約が必要となる場合、会社型投資信託に投資する唯一の公募投信の償還などで相手	ご指摘の通り、FoFsの投資対象ファンドの流動性についてもリスク管理の対象と考えておりますが、投資対象ファンドについて、日々、又は定期的にどの様な情報を取得することが可能なのかにつきましては、管理面と投資先ファンドの原資産の流動性の両面からリスク評価をして頂きたい旨の規定を設けさせて頂いております。 また、ご指摘のような状況については、コンテンツエンジェシー・プランの策定が重要になるものと考えます。

	<p>先の解散手続きに時間がかかる等の場合においてはモニタリングで顕在化されるリスクではないので、投資対象ファンドの管理面だけに注目し、今回の規則案では具体的な条項を設けていないと理解してよいか。</p>	
27	<p>海外の運用会社に資産の運用の大半を委託している投資信託においては、当該運用の委託先に適用される法令・規則に従った流動性リスクの管理プロセスを採用していれば、委託している範囲については委託先の管理プロセスに従って管理し、委託会社等はその結果を踏まえて投資信託の流動性リスクを管理すればよいと考えられるが、その理解でよいか。</p>	<p>海外への運用会社への委託の有無又は他のファンドへの投資の有無が本規則及び法令に基づく委託元の義務を軽減するものではありません。</p>
28	<p>インデックスの構成銘柄・構成比率に従った運用を基本方針とするファンドについて、本規定をどのように適用するか、その考え方をご教示いただきたい。</p> <p>インデックス・ファンドについては、この規則は適用されないという理解でよいか。</p> <p>または、「最も流動性が高い階層の下限保有比率」・「最も流動性の低い階層の上限保有比率」の超過を確認した場合であっても、ポートフォリオを変更するよりも、基本方針に従いインデックスの構成銘柄・構成比率に従った運用が信託の目的に適合すると委託会社が判断し、そのように運用を継続することは、この規則で許容されるという理解でよいか。</p> <p>あるいは、「最も流動性が高い階層の下限保有比率」や「最も流動性の低い階層の上限保有比率」を絶対値をもって規定するのではなく、たとえば、最も流動性が高い階層の下限保有比率については当該階層に属するインデックス構成銘柄のインデックス構成比率 <math>-x\%</math>、最も流動性の低い階層の上限保有比率については当該階層に属するインデックス構成銘柄のインデックス構成比率 <math>+y\%</math> というような形で規定することは許容されるか？</p>	<p>特定の有価証券等の取引指数等に連動することを目的とするファンド、いわゆるインデックス・ファンドにつきましても、本規定は適用されるものと考えております。これにつきましては、例えば、資産規模の増加等により、保有している株式の流動性が低下した場合、ポートフォリオの状況等により、例えば一部、先物を利用することや設定、解約を一時的に停止すること等の対応をすることが考えられ、必ずしもポートフォリオの組み換えが必須であるとは考えておりません。</p>
<p><b>第2条の4第1号イ</b></p>		
29	<p>同条同項口の「モニタリング」との比較で、流動性リスクの「評価」とは具体的に何を行うものか説明をお願いしたい。</p>	<p>「モニタリング」は、各社内で定められた規則等に基づき、定期的に観察、確認をして頂くことを指しておりますが、「評価」はモニタリングにより認識された状況等について、当該ファンドの商品性格や設定、解約の条件等から、適正なものなのか、ポートフォリオの組み換えや設定、解約の受付の停止等の何らかの対応が必要となるも</p>

		のであるのかについて判断して頂くことであると理解しております。
30	流動性リスクの評価については、開示関係の各種ガイドライン等もあり、すでに一定の流動性リスク評価は行っているが、ここでの「評価」の方法、特に多面的な評価結果をどう集約するのかについて、協会統一的なモデルケースなど、具体的に例示してほしい。	<p>流動性リスクの評価については、夫々の投資信託の換金条件や投資している資産の流動性、投資家の属性等の組み合わせにより、千差万別であることから、一律のモデル、ガイドライン等を示すことは難しいものと考えております。</p> <p>例としては、(1) ポートフォリオを全て現金化するまでにかかる日数により評価する方法、(2) 過去の一日当たりの解約金額の平均に対し、ポートフォリオの商品特性を大きく変更させることなく、解約請求に応じることができる日数により評価する方法、(3) ポートフォリオの商品特性を大きく変更させることなく応じることができる解約請求金額のポートフォリオ全体に対する割合により評価する方法、などが考えられます。</p>
31	流動性リスク評価の具体的な方法はどのようなものか。定量評価以外に定性的な評価も含まれるのか。例示があるとありがたい。	<p>定量評価・定性評価にかかわらず、投資信託の流動性リスクに影響を与える事項を検討すべきです。例えば、販売会社の販売方針、投資戦略、投資家の特性、投資家の数、解約受付の頻度、等が考えられます。</p>
32	流動性リスクの評価方法について、委託会社等の合理的な裁量を損なわない範囲でより具体的な指針を示してほしい。特に、店頭取引が中心の債券等についてそうした指針が出されることが望ましい。	
<b>第2条の4第1号イ①</b>		
33	個別の投資信託の流動性リスクの評価を考慮する要素の1つに、想定される投資家の特性がある。公募投資信託の場合、一般に個人投資家が想定されるが、それらの特性を、保有資産によって「リスク選好型」「リスク回避型」等と分類づけるのが望ましいのか。	<p>ファンドの流動性リスク管理との関係で、「リスク選好型」や「リスク回避型」という個人投資家の特性がどのように定義されるのかは明らかではありませんが、損失に対するリスク許容度が設定・解約に対する態度に影響を与えるのであれば、検討する余地はあるものと考えます。</p> <p>また、保有資産と投資家の損失に対する許容度に相関を仮定するためには、合理的な説明が必要であると考えます。</p> <p>公募投資信託であっても投資戦略によっては個人投資家だけではなく、事業法人の余裕資金の流入が見込まれるものもあります。</p> <p>さらに、個人投資家と言っても、超富裕層の大口投資家から小口の投資家まで様々です。影響度の大きさにより、様々な角度からの検討が求められ一律に判断することは難しく、自社内で個々の投資信託・条件等に照らしてご検討、ご判断いただくものと考えております。</p>
34	「商品特性」と「市場動向」の記載がない理由は何でしょうか。流動性リスク管理態勢の説明の中には記載があります。	<p>ご指摘頂きました要素につきましても含まれることを明確にする観点から、修正させて頂いております。</p>
<b>第2条の4第1号イ②</b>		
35	外国籍投資信託等を組入れる公募投資信託においては、必要に応じて、当該外国籍投資信託等における流動性リスクの管理プロ	<p>公募投資信託（甲）が組入れている外国籍投資信託（乙）について甲における流動性リスク管理とは別に、組入れている側である乙についても、</p>



	<p>セスにかかる必要な情報や間接的に保有している原資産の流動性リスクを考慮し、投資信託の流動性リスクを評価すること、とされている。海外関係会社が設定した外国籍投資信託等を組み入れる場合、当該外国籍投資信託等で行われている以上の流動性リスク評価が必要になるのか。また、本規則とは異なる観点での評価が行われている場合、委託会社等が独自に当該外国籍投資信託等の流動性リスクの管理をやり直さなければならないのか。</p>	<p>甲の解約条件等を踏まえ、乙の換金制限や投資対象資産の流動性リスクを評価する必要があると認識しております。</p>
36	<p>流動性リスクの評価の対象とする公募投資信託の財産に含まれる他の投資信託、外国籍投資信託等は、当該公募投資信託の委託会社自身が設定または運用するものと、当該委託会社のグループ会社が設定または運用するものに限定すべきである。全くの第三者が設定・運用する他の投資信託等については、ポートフォリオのデータを適時に取得することが通常困難であり、また解約する場合も当該投資信託が定める条件に従わざるを得ないことから、自社またはグループ会社が設定等する他の投資信託等と同等の流動性リスクの管理を要求することは無理があると考えます。</p>	
37	<p>ファンドオブファンズの流動性リスクの管理方法について、分散投資規制と同様に、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。</p>	<p>流動性リスクの評価については、夫々の投資信託の換金条件や投資している投資信託の原資産の流動性、その他の投資家の属性等の組み合わせにより、千差万別であることから、一律のモデル、ガイドライン等を示すことは難しいものと考えております。</p>
38	<p>「他の投資信託や外国籍投資信託等」における流動性リスクのモニタリングは、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、当該公募投資信託の流動性リスクを評価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。</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>
39	<p>公募投資信託が複数の「他の投資信託や外国籍投資信託等」を組み入れているケースで、当該組入投信等における流動性リスク管理プロセスは同一である必要がなく別々の管理プロセスを採用している場合でも、当該公募投資信託レベルで委託会社等が流動性リスクを適切に評価できれば問題ないことを確認させていただきたい。</p>	

40	<p>他の投資信託や外国籍投資信託（以下「他ファンド」という。）を投資対象とする場合、各他ファンドの流動性評価に関しては、各他ファンドの解約代金支払時期等の定めをそのまま適用するのではなく、他ファンドの管理プロセスや原資産の流動性等を踏まえて、解約集中時等における支払可能時期を改めて評価し直すことを求めているものと理解してよいか。</p>	
41	<p>ETFに投資するファンド・オブ・ファンズにおいては、当該ETFの流通市場における流動性リスクやETFにおけるリスク管理プロセスが評価できれば、ETFを構成する個別銘柄レベルでの流動性リスクを評価することまでは求めないという理解でよいか。</p>	<p>貴見の通り、ETFを構成する個別銘柄レベルでの流動性リスクを評価することまでは求めておりません。</p>
42	<p>「必要に応じて」と記載されているため、ファンド・オブ・ファンズではない公募投資信託が組み入れている、上場されていない他の投資信託・外国籍投資信託については、その組み入れ比率を勘案して、当該公募投資信託への影響を見極めたうえで対応をとればよいという理解だが、その理解でよいか。また、ETF等の上場されている他の投資信託・外国籍投資信託に関しては、その中で保有されている（公募投資信託から見て間接的に保有されている）資産の流動性リスクは考慮しなくてよいという理解だが、その理解でよいか。</p>	<p>上場有価証券については、保有比率により対応を異にする旨が規定されておらず、一律に流動性リスクを管理することが求められていることから、組み入れている投資信託についても、保有比率が5%以下であることをもって流動性リスクを管理しなくとも良いと判断することは困難であると考えます。少額保有している投資信託であっても、解約条件等を確認すること等は求められるものと考えております。保有するETFについては、ストレステストを実施する際に、ETFで保有している資産の主な取引市場の流動性リスクについて考慮しなければならない場面も考えられます。</p>
43	<p>「外国籍投資信託等」は、第12条第1項第1号に定義する「外国投資信託証券」と同義か。そうならばそれを明確化する規定振りとすべき。また、それと整合するよう「投資信託」は「投資信託証券」（規則第2条第3項）とすべき。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
44	<p>FOFs向け私募ファンドなど、流動性管理対象に入れないと公募FOFsを設定運用する委託会社はデータ取得が困難になる可能性がある。本規則が及ばない外国籍投資信託等を除き、本規則の対象範囲を公募ファンドに紐づく私募ファンドまで入れるべきではないか。同様に最終受益者への影響を考慮した場合、年金基金向け私募ファンドやVA等も対象に入れなくても良いか。</p>	<p>FOFs向け私募ファンドにつきましては、間接的ではありますが、組み入れている公募ファンドを通じて、流動性リスクが管理されるものと理解しております。VA等につきましては、対象となるものと考えております。</p>
45	<p>ファンド・オブ・ファンズ（FoFs）の投資先ファンドが他社の設定するものである場合等に、当該投資先ファンドに当該FoFs以外の受益者が存在するために、公平性等の観点から当該投資先ファンドに関する詳細な情報を当該FoFsに対して開示することが拒絶されることが想定される。その場合は、信用リスク集中回避のための投資制限に係るガイドラインで規定しているような管理方</p>	<p>FOFsの投資先ファンドにつきましては、必ずしも、投資先ファンドの資産を構成している個別の有価証券等の流動性リスクを常時、観測している必要はなく、投資先ファンドの解約条件、確認した解約条件と異なった事象が生じていないか等、各運用会社において必要と判断されたものを観察して頂きたいと考えております。</p>

	法の例を踏襲する運営を行いたいが問題ないか。	
46	流動性の程度に応じて階層に分類するものとして、「業務範囲として定められている全ての投資対象資産」と規定されているが、一般的には、各公募投資信託において、業務方法書や信託約款上投資対象としている資産の全てに常時投資するわけではないと理解している。それを踏まえると、各公募投資信託で実際に投資されている資産についてのみ階層の分類を行い、新たな種類の資産に投資が開始されたらその時点から当該資産についての階層の分類を始めることでよいか。	階層に分類する時点としては、貴見のご理解の通りですが、開発から償還に至る過程において検討をするので、組入れを検討する段階から当該種類の資産全般について、流動性の状況を観測していることも必要と考えております。
<b>第2条の4第1号イ②、ハ</b>		
47	他の投資信託や外国籍投資信託等における情報収集の頻度は日次が困難な場合、月次、四半期（場合によっては半期、年次）で構わないか。 また、流動性リスク管理プロセスが適正であると判断した場合、ストレステストの対象から除外しても構わないか。	他の投資信託や外国籍投資信託等につきましては、収集する情報の内容や性質により、収集する頻度を検討して頂きたいと考えております。 また、ストレステストの要否は、投資先ファンドのリスク管理プロセスの評価だけではなく、投信委託会社において、顧客属性や販売チャネルの特性等も考慮して決定すべきであり、ストレステストの対象から除外する場合、リスク管理プロセスのみの適切性が関係するのではなく、ファンドが保持している本来の流動性リスクレベル等を含め、リスク分析上の観点から、除外することの適切性が担保される必要があると考えられます。
<b>第2条の4第1号イ②、第1号ロ、第1号ハ</b>		
48	(1) 非上場のファンドに投資するようなファンド・オブ・ファンズにおいては、①投資先ファンドから定期的に全銘柄開示を受けたうえで、投資先ファンドが投資する個別証券のレベルでの流動性リスク評価の積み上げによって、ファンド・オブ・ファンズにおける流動性の程度に応じた階層別の保有比率計算やストレステストを行うことが求められているのか、それとも、②投資先ファンドからの全銘柄開示が無くとも、投資先ファンドの運用者の実施した流動性リスクの評価やストレステストの結果を使用して、ファンド・オブ・ファンズにおける流動性リスクやストレステストを行うことが許容されるのか。 ①だとした場合、全銘柄の頻繁な開示を受けることが困難な投資先ファンドが含まれる状況では、また、②の場合でも、投資先ファンドの運用者が、本邦基準でのリスク評価に対応することに消極的な状況では、当該ファンド・オブ・ファンズにおいて流動性リスクの評価やストレステストの定期的な実施が難しい事態が想定されるが、こうした投資	(1) 今回の規定の整備の趣旨としては、あくまでも各運用会社において適切に流動性リスクを評価して頂き、流動性リスクの管理態勢を整備して頂きたいというものであり、自らのファンドに組み入れている個別の投資信託について流動性リスクの評価等ができていないことを理由に償還を求める性質のものではございません。投資先ファンドから提供される情報や投資を開始する段階で確認された解約条件等を踏まえて、適切にリスクを評価して管理して頂ければ問題ないものと考えております。 (2) パフォーマンスにリンクした仕組債やトータル・リターン・スワップの価格には仕組債の発行体やスワップ取引先の信用リスクが反映され、トータル・リターン・スワップ等のデリバティブ取引の場合は担保の授受も行われる可能性があります。また、売買や取引の相手先が限られることから、それらの流動性リスク評価においては、原資産の流動性リスク評価の積み上げとは大きく異なる可能性があります。このような事情に留意して流動性リスクの評価やストレステストを実施すべきものと考えます。

	<p>先ファンドを持つファンド・オブ・ファンズについては、令和4年1月1日の施行日以前に償還されることが求められていると考えてよいか。</p> <p>(2) 複数の原資産のリターンを合成したパフォーマンスを提供する仕組債やトータル・リターン・スワップが投資対象に含まれている場合において、当該仕組債やトータル・リターン・スワップの流動性リスクの評価やストレステストの結果は、各原資産ごとに実施した流動性リスクの評価やストレステストの結果を積み上げることで得られると考えてよいか。</p>	
<b>第2条の4第1号ロ</b>		
49	<p>債券等で流動性に係る情報の入手が困難な場合における階層分類の方法について具体例を示してほしい。</p>	<p>既に一部の情報ベンダーからは、債券等についても流動性情報の提供が開始されており、これらの情報を活用することも一つの方法であると考えております。</p>
50	<p>モニタリングの具体的な方法、結果のイメージの例を示して頂きたい。</p>	<p>モニタリングの具体的な方法、結果につきましては、使用されるシステムや情報ソースにより異なるものと考えておりますので、モデル、イメージをお示しすることは難しく、また適切ではないと考えております。</p>
51	<p>モニタリングはあくまでも単体の投資信託に対して行う前提か。同じ資産を有する他の投資信託と合算して考える必要はないと考えて良いか。</p>	<p>基本的にモニタリングは単体の投資信託に対して行うものと理解しておりますが、例えばマザー投資信託を共有しているベビー投資信託等につきましては、複数の投資信託を合算して考えることも否定されるものではないと考えます。但し、この場合、ベビー投資信託等の取扱い会社や設定・解約条件が同一であること等を確認して頂くことも必要であると考えております。</p>
<b>第2条の4第1号ロ①</b>		
52	<p>本規定の「以下の階層の分類」を採用する際は、「売却可能日数」、「マーケットインパクト」の測定方法は、委託会社の裁量で決定・変更できるという理解でよいか。</p> <p>具体的には、債券など相対取引が中心の証券で、上場株式の平均日次売買高のようなデータが公開されていない証券では、理論モデル等による推計で「売却可能日数」、「マーケットインパクト」を測定することが、本規定でいう「以下の階層の分類」に従った方法として許容されるという理解でよいか。</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>
53	<p>確実な流動性リスク管理手法により、通常の投資信託（日々解約が可能なもの）に固有の流動性リスクは適切に管理できると考える。その観点から、投資対象資産を流動性の程度により分類することに賛成だが、各委託会社が既に採用する流動性リスク管理手法がある場合、それを応用することにより、よりよい分類手法を導入することができるよ</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>

	<p>うな柔軟性を持った規則にしていきたい。投資対象資産の流動性分類は、規則案のとおり少なくとも4つに分類するべきであるが、その分類は、明確かつシンプルベースの定義に基づくものであるべきである。流動性リスク管理には、予め定める一定の閾値への到達または「トリガー」となる事象の発生に基づいて、流動性比率のモニタリング、取締役会等への報告および見直しを行う仕組みを含める必要がある。規則案にあるとおり、保有比率の上限、下限を「閾値」として設けることが有効と考える。「閾値」の設定に当たっては、①流動性リスク管理対象となる公募投資信託における解約の動向を予測して投資対象資産の流動性が確保されているか、また②流動性のある投資対象資産が各分類でどれくらい配分されるべきかを含む、保有比率が高い投資対象資産への影響を、それぞれ考慮したものであるべきと考える。</p>	
54	<p>外国投信等に投資する投資信託の場合、4つの流動性分類は該当の投資先ファンドごとにこの分類にあてはめるとの理解でよいか。その場合は前項イ②にあるように、投資先ファンドより投資している原資産の流動性を考慮すべきとのことだが、実施的に負荷の高いルックスルーを求めるのか。求めないのであれば具体的にはどのような方法を想定すればよいか。</p>	<p>外国投信等に投資する投資信託につきまして、必ず日々、投資先ファンドの原資産の流動性を確認することまでは求めておりません。投資先ファンドから定期的に提供される投資している資産の属性や投資割合等の情報や原資産の取引市場の市況等外形的に確認することが出来る情報等を活用する方法も考えられます。</p>
55	<p>現行の規則案における分類手法は先行して流動性規制を導入している米国の手法を参考に行っているとの理解だが、他方、欧州では異なった分類手法を先行して導入している。この点を踏まえ、欧州式を併記するか、「以下の分類方法と異なった分類を採用する場合」の例示として欧州型の分類方式を記載することが望ましいと考える。</p>	<p>規則案に掲げている分類手法は、日本株式の管理方法としても広く行われていることから、現行実務に親和性が高いものと考えられますので、原案を維持させていただきます。</p>
56	<p>「委託会社等が業務範囲として定めている全ての投資対象資産」について流動性の階層分類を行うものと規定されているが、実際に投資対象としていない資産については、想定困難な個別性を有する可能性があるものと考えられる。それを前提とすれば、「委託会社等が実際に公募投資信託の投資対象として想定している資産」等の定義に変更すべきではないか。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、リスク管理の対象となる資産とモニタリングの対象となる資産につきまして、対象を明確にする観点から修正させていただきます。</p>
57	<p>あくまで公募投資信託に係る流動性リスクに基づく保有基準を策定する趣旨からは、「業務範囲として定めている全ての投資対象資産」とは、公募投資信託に組入る予定のない資産（例えば、私募投資信託のみにしか組入としない資産など）は含まれないことを</p>	

	確認させていただきたい。	
58	「委託会社等が業務範囲として定めている」とは、何で定めていると判断するのか？ 例えば各社の業務方法書か。	
59	①の表題は「個別の公募投資信託に係る」なので、「委託会社等が業務範囲として定めている全ての投資対象資産について」ではなく「個々の公募投資信託の投資対象資産について」とすべきではないか。	
60	異なった分類方法の採用を認めた場合、投資家（受益者）から見ると、混乱を招く原因になる懸念があるため、分類方法は統一すべきではないか。	投資対象資産として株式等の上場有価証券のみを想定するのであれば、ご指摘の通りと思いますが、非上場債券等にも投資していることから、これらの資産のモニタリングを適切に行うという観点から、原案を維持させていただきます。なお、様々な要因に鑑み、どのように流動性管理を行うかといったことは運用会社自身が決断すべきことであり、分類方法にしても統一すべき性質のものではないと考えており、投資家に対しては、混乱を招くことがないよう適切な説明をお願いしたいと考えております。
61	他の投資信託または外国籍投資信託等における流動性リスクの管理プロセスにかかる必要な情報や間接的に保有している原資産の流動性リスクの基準が自社のモニタリング基準と相違する場合は、当該投資信託全体の売却可能日数をもって、ロ①の階層に応じて、分類して問題ないか。	貴見のご理解の通りです。
62	(原案) ① 個別の公募投資信託に係る流動性リスクに基づく保有基準の策定 → (修正案) ① 個別の公募投資信託に係る流動性リスクに基づく階層分類の設定及び保有基準の策定	ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。
63	規則案では、「7営業日」に該当する資産は、Ⅱにも、Ⅲ・Ⅳにも該当する可能性がある。例えば、Ⅲ・Ⅳについては「8営業日以上」と規定すること等により、区分の明確化を図るべきではないか。	ご指摘を踏まえて、表現を、以下の通り、修正させていただきます。 ・Ⅰ高流動性資産：……マーケットインパクトを考慮した場合に、売却可能日数が最大3営業日 ・Ⅱ中流動性資産：……マーケットインパクトを考慮した場合に、売却可能日数が4営業日から7営業日 ・Ⅲ低流動性資産：……マーケットインパクトを考慮した場合に、売却可能日数が8営業日以上である ・Ⅳ非流動性資産：……売却可能日数が8営業日以上であり、かつ顕著なマーケットインパクトが生じるもの
64	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Ⅰ高流動性資産：……最大3営業日</li> <li>・Ⅱ中流動性資産：……4営業日から7営業日</li> <li>・Ⅲ低流動性資産：……マーケットインパクトを考慮して7営業日以上かかるもの</li> <li>・Ⅳ非流動性資産：……7営業日以上かかり、かつ顕著なマーケットインパクトが生じるもの</li> </ul> 上記の階層の分類（売却可能日数や条件を勘案した区分）は、以下とすべきではないか。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・Ⅰ高流動性資産：……マーケットインパクトを考慮した場合に、売却可能日数が最</li> </ul>	

	<p>大3営業日</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・Ⅱ中流動性資産：……マーケットインパクトを考慮した場合に、売却可能日数が4営業日から7営業日</li> <li>・Ⅲ低流動性資産：……マーケットインパクトを考慮した場合に、売却可能日数が7営業日以上である</li> <li>・Ⅳ非流動性資産：……売却可能日数が7営業日以上であり、かつ顕著なマーケットインパクトが生じるもの</li> </ul>	
65	<p>①いずれの分類においても、通常のマーケット状況下という前提が必要であり、マーケットインパクトは考慮すべきではないか。</p> <p>②中流動性資産、低流動性資産、非流動性資産の区分が不明確である。例えば、以下のように区分の違いを明確にしていきたい。(各分類の案)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I 高流動性資産：……マーケットインパクトを考慮しても3営業日以内に現金化が可能と合理的に判断されるもの</li> <li>II 中流動性資産：……マーケットインパクトを考慮して4営業日から7営業日以内に現金化が可能と合理的に判断されるもの</li> <li>III 低流動性資産：……マーケットインパクトを考慮して7営業日以内に売却・処分が可能だが、決済に7営業日以上かかると合理的に判断されるもの</li> <li>IV 非流動性資産：……マーケットインパクトを考慮すると7営業日以内に売却・処分することが難しいと合理的に判断されるもの</li> </ul> <p>③売却可能日数にかかる営業日については、海外の休業日も考慮すべきではないか。</p>	
66	<p>SECルールに平仄をあわせて、営業日ではなく暦日を原則とすべき。(原案)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I 高流動性資産：……最大3営業日</li> <li>II 中流動性資産：……4営業日から7営業日</li> <li>III 低流動性資産：……マーケットインパクトを考慮して7営業日以上かかるもの</li> <li>IV 非流動性資産：……7営業日以上かかり、かつ顕著なマーケットインパクトが生じるもの</li> </ul> <p>→ (修正案)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I 高流動性資産：……最大3営業日</li> <li>II 中流動性資産：……4営業日から7日</li> <li>III 低流動性資産：……マーケットインパクトを考慮して7日以上かかるもの</li> <li>IV 非流動性資産：……7日以上かかり、かつ顕著なマーケットインパクトが生じ</li> </ul>	<p>日本におきましては、年末年始、ゴールデン・ウィーク等の大型連休があり、当該期間は国内マーケットが閉鎖されるという状況があることから、暦日ではなく、営業日ベースとさせて頂きたいと考えております。</p>

	るもの	
67	流動性の階層の定義について、イメージを教えてください（市場局面や条件によって定義が曖昧になる可能性を危惧しています）	現在、想定されている階層の定義は換金に必要と考えられる期間に基づいておりますことから、例えば同一の銘柄の株式であったとしても投資しているファンドが保有している額の違いや市場による取引量の変化により、異なる流動性の階層に分類されることもあり得るものと考えております。
68	「最も流動性の低い階層」とは、委託会社の運用全体において判断される最低階層（具体的にはⅢまたはⅣの階層）のことを指しているのか、個別の公募投資信託毎に想定される最低階層（ⅢまたはⅣの資産組入がない投資信託の場合には例えばⅡの階層）のことを指しているのか判然としないように思われる。	「最も流動性の低い階層」とは、個別の公募投資信託毎に想定される最低階層を指しております。
69	高流動性資産、中流動性資産、低流動性資産について具体的に例示することが必要ではないか（同じ投資対象が投信会社によって分類が異なるのは望ましくないのではないかと。販売会社の立場からしても、同じ資産が委託会社によって分類が異なる場合、投資家への説明に苦慮されるのではないかと）。	現在、想定されている階層の定義は換金に必要と考えられる期間に基づいておりますことから、例えば同一の銘柄の株式であったとしても投資しているファンドが保有している額の違いにより、異なる流動性の階層に分類されることもあり得るものと考えております。
70	高・中・低流動性の判断基準は資金化までの日数となっているが、ファンドの規模によって同じ銘柄でも分類が異なるのではないかと。高流動性の下限/低流動性の上限を設定するより、ファンド特性を維持しつつ資金化できる日数によりファンドを分類するほうが効果的ではないかと。	<p>ご指摘頂いた通り、同一銘柄に投資している場合であってもファンドの保有額によって流動性/換金性による分類が異なってくることとなりますが、今回、整備する規定の趣旨は、あくまでも個別の運用会社において公募 CIS の流動性リスクを適切に管理する態勢を整備することですので、原案を維持させていただきます。</p> <p>ファンドの流動性リスクの定義を「ファンドの特性を維持したままでは、解約請求に応じることができない可能性」とするのであれば、ご指摘いただいた「ファンド特性を維持しつつ（ファンド資産全てを）資金化できる日数」とは、ファンドの流動性リスクの程度を示す指標の一つと考えます。</p> <p>さらに、流動性リスクの定義に、<b>Fast Mover Advantage</b> との関連で「設定・解約にかかる取引コストを既存の投資家に過度に負担させることとなる可能性」を加えることも考えられます。他方、ファンドの保有証券の流動性による階層分類は、ファンドの全体の流動性の状態を示す指標として機能すべきものと考えます。</p> <p>高流動性の下限/低流動性の上限は、各ファンドの流動性リスクをモニターするツールの一部であり、階層化によるリスク分析やモニタリングの結果を考慮して、ファンドの特性を維持するために必要な手段を各社において検討することが求められます。たとえば、ファンド規模の上限の設定、解約制限の設定、設定・解約をする投資家に取引</p>



		コスト見合い額を負担していただく手法の導入、販売を委託する販売会社の販売方針（ターゲット顧客、販売手数料の有無、販売員へのインセンティブ）、等について検討が必要になると考えられます。
71	<p>「投資対象資産」の区分の仕方は、各社それぞれで決めていいのか。例えば、国内小型株ファンドの場合、委託会社の判断で国内株として括っても、国内小型株としてより細分化して括ってもいいのか。</p> <p>また、「高流動性資産」「中流動性資産」「低流動性資産」「非流動性資産」とあるが、業界内でおおよその統一感を持たせるため、各々におおよそどのような資産が分類されるか具体的な例示が欲しい。</p>	<p>基本的に個別の保有有価証券について、流動性の観点から、夫々がどの区分に分類されるものなのか判断して頂くものであり、資産の種類毎に判断するものではないものと理解しております。</p> <p>また、同一の銘柄であっても、当該銘柄の保有額により、区分が異なることも当然、あり得るものであることから、どの様な資産がどの区分にあてはまるのかにつきまして例示することは難しいものと考えております。</p>
72	<p>本件改正は関連内閣府令の改正にある流動性ミスマッチのリスクの管理を目的としていると理解している。この観点から「売却可能日数/条件」について、「イ①」に記載された評価項目等を勘案したものと考えてよいか？</p> <p>その結果、同じ資産に投資をした場合でもファンドによって流動性区分が同じでないケースが生じ得ると理解してよいか？</p>	貴見のご理解の通りです。
73	<p>流動性に応じた階層分類等流動性管理の詳細は必ずしも交付目論見書等によって開示が求められていない。また開示したとしても、定義が曖昧で、これと異なる分類との比較は容易ではないと考える。然るに開示されていない分類が協会ルールと異なることをホームページで公開すると一般投資家に無用の混乱を生じせしめるのではないか。</p> <p>本件については、違いを開示する、しないではなく、社内の管理態勢の適切性を問うべきものではないか。</p>	ご指摘の通り、今回の規則改正の趣旨は夫々の運用会社の社内における流動性リスクの管理態勢の適切性を問うものでありますが、一方で、規則案で掲げられている分類方法と異なる方法を採用するというのであれば、これについて受益者等が適正であるか否かにつきまして別途、判断をして頂くために必要な情報を開示して頂くことが必要と考えることから原案を維持させていただきます。
74	<p>「最も流動性の高い階層」の下限保有率は、平常時は効率的運用を行うため低く、解約が増加トレンドの場合は、高めに設定せねばならぬものである。平常時を念頭に下限を設定しても流動性ミスマッチの管理という観点から意味がなく、高めに設定すれば効率的運用を犠牲にする。どう考えればよいか？何か目安はあるか？</p>	ご指摘の通り、解約が増加するトレンドでは、受益者に対して適切に資金を返還する観点から「最も流動性の高い階層」の比率が高くなることは当然であると思いますが、一方で平常時であっても、現状でも、ファンドの特性等を踏まえて現金比率等のある程度の比率を保たれており、ファンドの解約条件、解約が全営業日で可能なのか、一定期間毎に解約申し込みが可能なのかといったことや、主たる投資対象資産の性質や投資方針等を考慮して「最も流動性の高い階層」の下限保有比率を定めておいて頂くことが有効であると考えております。
75	保有比率の上下限は、約款への記載までは要求されていないという認識でよいか。	貴見のご理解の通りです。

76	<ul style="list-style-type: none"> <li>ここで記載されている営業日日数は、約定ベースか、それとも受渡ベースか。</li> <li>記載されている「低流動性資産」の解釈として、7営業日以内に売却を行うと顕著なマーケットインパクトが生じるもの、という理解でよいか。</li> <li>ここで記載されている「非流動性資産」とは、具体的にはどんな状況にある、どんな資産が想定されているのか。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>営業日日数については、項番 79 をご参照ください。</li> <li>ご理解の通りです。その他に、「非流動性資産」の具体例としては、典型的には、純資産総額が大きい日本株式ファンドにおける中小型株が含まれると考えます。</li> <li>未上場、未公開企業の株式で、売却先が容易に見つからないもの等を想定しております。</li> </ul>
77	<p>非流動性資産の定義の中に「顕著なマーケットインパクト」とあるが、判断の目安はあるか。</p> <p>また、顕著なマーケットインパクトなしに換金できない資産の場合、換金するための期間が8日間でも半年でも同じ非流動性資産にカテゴライズされると思うがその理解でよいか。</p>	<p>「顕著なマーケットインパクト」とは、明らかに当該資産の日々の売買高等を考慮すると、当該資産を保有している額の一定割合以上を一日で売却することにより、取引価額の変動が通常取引における変動幅よりも大きな変動幅となることが見込まれる場合を想定しております。</p> <p>また、カテゴリーの考え方はご理解の通りです。</p>
78	<p>売却可能日数とは、売却の指図をしてから当該売却金額がファンドに着金するまでに必要な期間との認識で問題ないか。または、約定日から着金までに必要な期間になるのか。定義の記載がなかったため、念のため確認したい。</p>	<p>売却可能日数とは、標準的な決済期間を前提に、ある銘柄の保有残高の全てについて、売却の投資判断を行ってから当該売却が全て約定するまでの期間と考えます。</p> <p>流動性リスク管理では、解約請求に応じるためのキャッシュポジションの把握が重要ですので、標準的な決済期間とことなる条件で取引を行った場合には、それがキャッシュポジションに与える影響も考慮する必要があることに留意してください。</p>
79	<p>I～IVの売却可能日数は、約定ベースとの認識で問題ないか。(約定ベースか受渡ベースかは、個社判断によるものではなく、協会・業界としてのルールと考える)</p>	<p>ファンドの流動性リスク管理においては、解約請求に応じるためのキャッシュポジションの把握が重要です。約定ベースか受渡ベースか、と言った二者択一的に考えるのではなく、キャッシュポジションを把握するために、各社における取引手法、システム上の制約、各ファンドの運用戦略等を考慮して、何か効果的な管理手法であるかを各社において判断すべきものと考えます。</p>
80	<p>例えば、階層 I の下限保有比率や階層 IV の上限保有比率について特に制限が規定されていないが、それぞれ 0% や 100% とすることが、規則上は許容されているという認識で問題ないか。</p>	<p>個別の階層に係る比率につきましては、当該ファンドの解約条件等を踏まえて、個別のご判断頂き、設定して頂く性質のもので、ファンドの商品性格等に照らして問題が無いと判断される場合には、ご提示頂きました様な比率の設定も可能であると考えます。</p> <p>ただし、流動性による階層化は、ポートフォリオの流動性の状況を簡略的に示すものであり、上限保有比率及び下限保有比率は何らかの対応を要する可能性があるというシグナルです。公募投信においてそのような設定で問題がないことは、まずないものと考えます。</p>
81	<p>階層の分類について、IIIとIVの違いが明確ではないが、「顕著なマーケットインパクトが生じるもの」等について、改正規則の策定</p>	<p>階層分類 III と IV につきましては、III がマーケットインパクトが生じることを回避して売却すると 8 営業日以上期間が必要と見込まれるもの、言</p>

	時に想定された内容があればご教示いただきたい。	い換えれば、マーケットインパクトが生じることを甘んじて受け入れれば7営業日以内に売却することが可能と判断できるものであるのに対し、IVはマーケットインパクトが生じることを甘んじて受け入れたとしても売却まで8営業日以上期間が必要なものと考えております。
82	当社グループでは既に運用対象資産の流動性リスク階層を導入済みであるが、協会規則案とは流動化日数の分類が異なる。この場合、その日数詳細までWEBにて開示する必要があるか。異なる旨を開示するだけで足りるか。	開示そのものは実施して頂く必要がありますが、どの程度、詳細に情報を開示して頂くのかにつきましては、協会規則案に掲げている流動化日数とどの程度の乖離があるものなのかに等によるものであると考えているため、一律に回答させて頂くことは難しいものと考えております。
83	投資対象資産の階層の分類の基準は、平常時が前提という認識でよいか。先進国の国債等であれ、突然ビッド価格が出ず、売却が困難になるケースも考えられるが、その都度分類を変更するのは実務的に困難と考えられる。	貴見のご理解の通りです。平常時ではない場合を想定した流動性リスク管理は、ストレステスト、これに基づくコンティンジェンシー・プランによって行われるものと考えます。
84	「委託会社等が業務範囲として定めている全ての投資対象資産について、流動性の程度に応じて階層に分類」する旨が規定されている。「投資対象資産」の区分は、「上場株式」、「債券」といった程度の分類を想定しているのか、それとも上場株式でも「大型株」、「中型株」、「小型株」のように細かく分類することを想定しているのか。	流動性の程度に応じて、投資対象資産を階層に分類することを想定しており、投資対象資産について何らかの属性に着目して区分し、分類することは想定しておりません。例えば、大型株であっても残高の大きなファンドにおいて大量に保有されている様な場合には低流動資産に分類される可能性もあります。
85	「高流動性資産」、「中流動性資産」の区分として、「最大3営業日」、「4営業日から7営業日」という売却可能日数による区分が記載されているが、売却可能日数はいくら売却しなければならぬかといった事情により大きく変わりうる。例えば株式の売却可能日数を、どういった形で一般的に決めることを想定しているのか。	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営業日以内に売却することか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 II 中流動性資産 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営業日から7営業日の間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 III 低流動性資産 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売却するにあたり、取引価格が極端に変動させないために8営業日以上の日数を要すると見込まれるもの IV 非流動性資産 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売却するにあたり、8営業日以上の日数を要しても取引価格が極端に変動すると見込まれるもの
86	売却可能日数による区分は（統一化された客観的なデータが存在し利用できるか否かは別として）明確に分けようがあるが、IIIとIVの差異である、マーケットインパクトの有無・程度については、どのような区分基準を想定しているのか。「顕著なマーケットインパクトが生じる」とはどのような基準・状況か。	
87	流動性資産の区分において、IVに対するIIIとしては、「顕著なマーケットインパクトが生じない状況で7営業日以上かかるもの」がよいのではないか。	
88	顕著なマーケットインパクトが生じるものの、6営業日で売却が可能なのは、II中流動資産に分類されることになるか。	
89	規則案の4分類と異なった分類を採用する場合には、その概要について自社のホームページにおいて公表すること、とあるが、FOFs等で組み入れている他の投資信託(Fs)	貴見のご理解の通りです。

	<p>で異なる分類としている場合については、公表不要という理解でよいか。</p> <p>社の枠組として、分類方法を採用するのであって、個別ファンド毎にその採択方法を別個に定める／開示するものではない、との理解でよいか。</p>	
<b>第2条の4第1号ロ①、ハ</b>		
90	<p>FoFsの投資先ファンドや投資一任（再委託）など既存ファンドについては、後出しで保有比率の制限を設けることが難しい場合も想定される。その場合、</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・夫々のファンドにおいて適切な管理プロセスが導入されていることを確認（① 流動性リスクの評価 ②）することで足りると理解してよいか。</li> <li>・また、流動性リスク管理プロセスが適正との判断であれば、F運用会社におけるストレステストの対象から外しても構わないか。</li> </ul>	<p>ストレステストの要否は、投資先ファンドのリスク管理プロセスの評価だけではなく、委託会社等において、リスク管理上、当該ファンドを除外しても問題ないという合理的な理由が個別にあることに加え、顧客属性や販売チャネルの特性も考慮して決定すべきです。</p>
<b>第2条の4第1号ロ②</b>		
91	<p>定期的なモニタリング頻度については、グループによるモニタリング結果の報告を受け、これを当社内の会議体へ月次程度で報告し、その記録を保存することで足りるか。</p>	<p>モニタリングの頻度は、商品特性、販売会社の販売方針、投資家の特性等によって決定される必要があると考えます。また、一定の事態が生じた場合には臨時のモニタリングも行うべきと考えております。</p>
92	<p>モニタリングにおいて保有比率の上限下限の制限に対して超過ないし未達の事象が発生した場合、受益者への情報の提供が挙げられているが、これは適切な対応の例示列挙として、軽微な超過未達の場合にも、たとえばホームページにおける速やかな開示が義務付けられているわけではないという理解でよいか。要するに社内基準を明確にすることは前提として、他の適切な対応をとれば、とても些細な超過ないし未達の場合にも、顧客への情報提供が義務付けられるものでないことを確認したい。</p>	<p>貴見のご理解の通り、「必要に応じて」ということなので、必ず顧客に情報提供をしなければならないというわけではないが、例示されている適切な対応を行うのが原則であると考えております。</p>
93	<p>モニタリング方法の証跡とは具体的にどのようなものか例示していただきたい。あるいは、委託者がモニタリングの証跡として適切と判断すれば問題ないか。</p>	<p>モニタリング方法の証跡とは、具体的にどのような方法でモニタリングを行い、どのような状況が観測されたのかが第三者が見ても理解できると夫々の運用会社において判断出来る内容であれば問題ないと考えます。</p>
94	<p>「証跡」の内容は、各委託会社等が適切と思うものでよいか。</p>	
95	<p>「証跡」の保存方法は、書面でなくいわゆる電磁的方法でもよいか。</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>
96	<p>「証跡」の保存期間は、各委託会社等が適切と思うものでよいか。</p>	<p>第2条の4第4号の規定をご参照下さい。</p>

第2条の4第1号ロ③		
97	「ポートフォリオの変更」とは、上限・下限保有比率超過分を制限内に戻すという理解でよいか。「ポートフォリオの変更」が具体的に何を指すか明確にしていきたい。	貴見のご理解の通りです。
98	「共に」は「ともに」、「更に」は「さらに」が適当と思われる。	ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。
99	「適切な報告先に報告すると共に、必要に応じて更に詳細な流動性分析を実施し、受益者への情報の提供やポートフォリオの変更の検討等、適切な対応を取ること。」 ここでいう「更に詳細な流動性分析」とは何か明確にしていきたい。通常モニタリングによる対応で十分と思われるが、個社で適切と判断する対応をとっている限りにおいては問題ないという理解でよいか。	仮にモニタリングにおいて異常値や極端な市場環境の変化等が確認された場合には、当該事象が一過性のものなのか、当面の間継続することが見込まれるものなのか等についても追加的に必要な分析を行って頂いた上で、当該状況に則した適切な対応について検討し、実施して頂く必要があると考えております。 さらに詳細な分析とは、例えば、下限・上限比率を超えても、商品特性を維持しつつ解約請求に対応するのに問題があるのかどうか、どのような場合に問題となり得るのか、投資家属性や販売会社の特性を考慮して分析することが考えられ、分析の結果、設定受付の停止、新たな解約制限の導入の可否の検討をすることなどが期待されます。
100	流動性リスクの変動に伴うポートフォリオの変更等はファンドマネジャーの権限であり、モニタリング結果を踏まえた対応は、ファンドマネジャーへ連携し、判断の機会とし、変更するかについてはポートフォリオマネジャーに委ねるのが望ましいが、その認識で良いか。	一般的には貴見の通りですが、流動性リスク管理のための適切な措置が社内的に行われているかどうかについては、運用会社全体のリスク管理上の問題として、経営陣が責任をもって対応すべき問題であると考えます。 また、ファンドマネジャーによるポートフォリオの変更以外の対応（設定や解約に制限をかける、等）も必要になる可能性があることにご留意ください。
101	「個別の投資信託の設定した保有比率の上限を上回っていること、又は下限を下回っていることが確認された場合」には「適切な報告先に報告すると共に、…受益者への情報の提供やポートフォリオの変更の検討等、適切な対応を取ること」が求められている。 ここでは、上限・下限を超過しているかどうかのモニタリングを適切に行うとともに、超過した場合に本規則に基づき社内規程で定められた適切な対応をとる態勢が整っていれば問題なく、上限・下限を超過することを回避する態勢を整えることまで要求されていないという理解でよいか。 特に、運用を外部に再委託しているファンドを組み入れている場合においては、上限・下限を超過することを回避する態勢を整えることが事実上困難であるケースも多い。	貴見のご理解の通りです。ただし、上限・下限を超過していることにつき、合理的な判断があることが必要です。

102	<p>モニタリングについては売却に要する日数を基準として流動性の度合いによって4つに分類することを求めているが、これは株式の流動性リスクでは一般的であるものの、債券のリスク管理手法には馴染まない。従って債券ファンドを扱う殆どの運用会社は、この方法以外の管理手法を取らざるを得ないと思われる。本規則に定める手法以外の手法を採用する場合にホームページへの記載を求める必要はないのではないか。</p>	<p>ご指摘の通り、資産の種類によっては、売却日数によるリスク管理に馴染まないものもあると思いますが、債券についても各社でモデル化することにより売却可能日数を算出すべきものであり、原則としてどの資産クラスにおいても売却可能日数に基づいて管理すべきものと考えます。個別の資産の種類や性質に着目した管理方法を列挙することは実務的にも困難であると考えます。</p> <p>また、投資家、受益者にとり、管理手法につきましては有益な情報であると考えられますので、米国等で既に導入されている手法以外の手法を採用する場合には、これの概要について情報を開示して頂く必要があることから、原案を維持させていただきます。</p>
103	<p>流動性の状況は市場環境に依って、もしくはポートフォリオの内容に依って刻々と変化していくものであると理解している。従って流動性リスクの管理は、事前管理が困難であるという点において、例えば信用集中規制とは扱いが異なって然るべきと考える。投資資産の階層ごとの保有上限・下限を超過した場合にホームページで速やかに開示することを求めているのは、そうした性質の違いによるものと理解してよいか。</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>
104	<p>3行目「社内規則」は、本条柱書で定義する「流動性リスク管理規程等」のことを指すか。あるいは別の社内規則も含むか。</p>	<p>「流動性リスク管理規程等」を指しております。</p>
105	<p>5行目「取締役等」は、第2号との整合性を考えると「取締役会等」ではないか。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
106	<p>7行目「受益者への情報の提供」の方法として、委託会社のHPへの掲載を考えているがそれで足りると考えてよいか？具体的に想定している方法があるのであれば例示いただきたい。</p>	<p>本則における「受益者への情報の提供」につきましては、個別の受益者に対して直接、情報を公開、提供すること必須条件としているものではなく、あくまでも委託会社のHPへの掲載や、販社を通じた情報提供など、状況に応じた適切な対応を行って頂ければ、本則が求めている条件は満たしているものと認識しております。</p>
107	<p>「上限・下限保有比率」は、「上限・下限」という位置付けでなく、適切な対応を取るべき「閾値」と位置付け、そのように表記すべきである。「上限・下限」とすると、それに達した場合それを超えた保有が禁止される印象を受ける。「閾値」とすれば、それに達した場合に取締役会等への報告をはじめとする適切な対応が開始されるべきであることが明確になる。IOSCOのRecommendationにおいても、同様の効果を生む値を「Threshold」（すなわち「閾値」）と表記している。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>

第2条の4第1号ハ		
108	他の規則で一般に使われている記載と同様に、「ストレス・テスト実施規定」という固定名の規定ではなく、「ストレス・テスト実施を定める社内規則」としてはどうか。	ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。
109	各社が設けるストレス実施規定内で処理すべき話であり、「状況に応じて更に詳細な流動性分析を実施し、」と敢えて2段階の実施を明示的に記載する必要はないのではないのでしょうか。	IOSCO から出されている提言の中でも、運用会社に対して重層的な管理が求められていることから、原案を維持させていただきます。
110	ストレステストの方法について、追加設定・解約額あるいは組み入れ資産の売却期間等のキーリスクファクターにストレスをかける等、もう少し具体的に例示していただきたい。	ご指摘の事項に加え、金融商品の価格、ボラティリティ、ADV、相関関係等、流動性リスクに影響を与える要素がストレスをかける具体例として挙げられます。
111	債券のように店頭取引が中心の有価証券については、売買高の代替として売買コストを使用することが想定されるが、過去データの取得は困難であり、それに基づくストレス・テストの実施は難しいのではないのか。	店頭取引が中心の有価証券については、取得可能なデータに基づいて、各社において流動性リスクを評価するためのモデル化が必要になると考えます。どのようなモデルを利用するかについては、各社における商品特性、投資家属性等を考慮し各社において判断する必要があります。
112	「ストレス・テスト実施規定」については「流動性リスク管理態勢規程等」と一体的に運用されるため、「流動性リスク管理態勢規程等」に含めて構わないのではないのか。	各社において社内規則等を整備する上で、ご指摘の様に、一体として規定される方法も取り得るものと理解しております。
113	ストレステストの定義を明らかにしていただいたうえで、その具体的な方法、結果のイメージの例を示して頂きたい。	運用リスク管理において既にファンド・レベルのストレステストを実施している運用会社においては、そのストレスシナリオを流動性リスク管理にも使用しようとする場合には、合理的な判断が求められます。 また、ストレスシナリオの質及びストレステストの実施方法が、流動性リスク管理を含む運用会社のリスク管理の有効性に大きな影響を与えることにも留意が必要です。
114	「ポートフォリオの変更」が具体的に何を指すか明確にしていきたい。	投資している銘柄のうち、より流動性の高い銘柄の投資比率を高めることや、同一のユニバースに含まれるその他のより流動性の高い銘柄に入れ替えること等が考えられます。
第2条の4第1号ニ		
115	コンティンジェンシープランの具体的な方法、結果のイメージの例を示して頂きたい。	解約制限や解約停止、運用の停止などが考えられます。 また、約款を変更して一定の場合には信託財産留保金を課して残存受益者の保護を図るなどが考えられます。 実際に解約が出た場合は、借入やファンド間クロス取引（ただし利益相反が無いことが前提）などが考えられます。
116	本年4月の自主規制委員会の議事録にもあるが、（設定）解約停止のより厳正な運用	例えば、金銭同等物である預金や短期金融商品への投資比率を高くすること等も方策の一つとし

	<p>以外に、コンティンジェンシー対応として本邦で追加的に可能な方策あれば、例示していただきたい。</p>	<p>て考えられます。</p>
117	<p>コンティンジェンシー・プランに関しては、個別の委託会社等での検討に委ねるのみではなく、業界共通課題としてさらに協会ベースでのガイドラインや個別対応策の検討等を継続すべきではないか。</p>	<p>コンティンジェンシー・プランにつきましては、運用しているファンドの商品性格等により異なることから、一律にガイドライン等を策定することは困難であると考えますが、本会といたしましても所掌の専門委員会等で引き続き会員の業務運営の参考となる事例の整理をする等、有効な施策等の検討を行っていききたいと考えております。</p>
<p><b>第2条の4第1号ホ</b></p>		
118	<p>国内投資信託で採用可能な「コンティンジェンシー・プラン」としての流動性管理ツールは、設定・解約の停止しかないように思えるが、それについてその有効性について適宜検証することを求めているという理解でいいか。「コンティンジェンシー・プラン」としての流動性管理ツールとして想定されているものがあるのであれば、具体的にご教示いただきたい。</p>	<p>例えば、設定・解約を行う投資家に設定・解約に伴いファンドで行う取引の取引コスト見積額の負担を求めるような流動性リスク管理ツールが挙げられます。平時には低いスプレッドであるが、市場の状況によっては引き上げることも考えられます。</p>
119	<p>緊急時対応策で最も重要なことは何よりもまず投資家の利益を保護することと考えるが、その観点から、本条項に定めるコンティンジェンシー・プランとして、各委託会社が流動性リスク管理ツールとして有効と考えるもの（海外で採用事例のある「スウィング・プライシング」、「gating」、など）を利用することも可能と考えてよいか。</p>	<p>海外で採用事例のある「スウィング・プライシング」の国内投信における利用につきましては、オペレーション上の観点や法令の解釈等を含め、慎重な検討が必要であると理解しております。</p> <p>また、現行の法令、協会規則、システム等の理由により利用できないが、投資家の利益を守るために有効なツールがあるのであれば、本会にご相談いただき、他の協会員と共に対応を検討したいと考えます。</p>
120	<p>「新たな流動性リスクへの対応手段の追加等を検討すること」は、流動性リスクへの新たな対応手段の追加等を検討するという理解でよいか。「新たな」が流動性リスクではなく、対応手段にかかることを確認したい。</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>
121	<p>「流動性リスクの管理プロセスの定期的見直し社内規則等や利用している分析ツール、緊急時対応策等の有効性を少なくとも年に1回以上検証し、必要に応じて改定すること。」</p> <p>IOSCOの提言との比較においては、流動性リスク管理プロセスの運営に関する妥当性及び有効性の評価等は、書面により取締役会等に報告され検証することで平仄が取れると考える。本号ホは、次項(2)取締役会等による監督において報告と検証を規定すれば足りるのではないか。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、より規定の趣旨が明確となる様、修正させていただきます。</p>
122	<p>第2条の4柱書で、「金商業等府令第130条第○項に定める合理的な措置を講ずるため、各号に掲げる事項を踏まえた社内規則</p>	



	等)を「流動性リスク管理規程等」としているが、それと、ここでいう「流動性リスクの評価と管理につき、これを定めた社内規則等」は同じものか?それとも、流動性リスク管理規程等の中の流動性リスクの評価と管理について規定しているものに限定されるのか?	
<b>第2条の4第3号</b>		
123	「受益者等への開示」の「受益者等」における「等」とは、受益者のほか誰を指すか。	「受益者等」の「等」には、将来的に当該ファンドに対して投資する可能性のある投資家も含まれるものと考えております。
124	「資産の流動性が極端に低下したこと等により追加設定や一部解約を停止した場合」には取引所の臨時休業を含まないことを明確にしてほしい。	取引所の臨時休業につきましては、休業にいたった原因と休業期間がどの程度、長期に亘る見込みなのか等により、含まれるか否かを判断することになるものと理解しております。
<b>第2条の4第4号</b>		
125	「証跡」の保存方法は、書面でなくいわゆる電磁的方法でもよいか。	保存方法につきましては、いわゆる電磁的方法でも問題ないものと考えております。
126	「証跡」の内容は、各委託会社等が適切と思うものでよいか。	貴見のご理解の通りです。
127	商業帳簿ではないので、10年間分は長いのではないのでしょうか。	ご指摘を踏まえ、保存期間につきましては、7年に修正させていただきます。
128	流動性リスク管理の内部管理体制を確認するには過去5年分の記録があれば十分であると考えられるので、規則上求められる記録の保存は過去5年分としてはどうか。	
129	これまでの項において、 ・定期的に適切な頻度でのモニタリングやストレス・テストの実施 ・CPについての有効性についての適宜検証 ・適切性、効果性について取締役会への報告などが実施されているので、直近・足元において有効に機能している状況が確認・担保されていることの証左があればよく、過去10年間の記録までは規定として定めおく必要はないのではないかと。	
<b>附則</b>		
130	改正実施日が令和4年1月1日なので、「合理的な実施計画」はその日以降に定めればよいと理解するが、その理解で正しいか。	実施計画につきましては、取締役会等の監督の基礎となるものであり、また、金商業等府令の規定を順守する観点から、令和4年1月1日までに策定して頂く必要があります。
131	「合理的な実施計画」はいつまでに策定すればよいかにつき、目安はあるか。	

132	<p>「第2条の4第1号については、委託会社等においてシステムの構築等における自社の状況等を踏まえた合理的な実施計画を策定し、当該実施計画に定めた完了期日までに実施することとする。」について、規制当局/自主規制団体の立場としての合理的な最大見積期間の目安はどの程度を念頭に置いているのか、例示頂けないか。</p> <p>保有資産の種類が多く規模も大きい会社と保有資産が一種類（例えば国内株のみ）の会社では、実施までの体制整備期間は明らかに前者の方が期間はかかる事が想定される。例えば、前者であれば、自社判断の合理的な実施計画を定めた結果、1年後の令和5年1月1日からの全面適用となっても問題ないか。</p>	<p>本改正においては、理事会でご了解頂いたのち、各社において、自社で設定しているファンドの商品性格や投資している資産の種類等を踏まえ、必要な管理態勢とこれを構築するために必要となる期間を合理的に客観的かつ見積もった上で実施計画を策定して頂き、その結果として態勢整備の完了が令和4年1月1日以降となったとしても規定の趣旨に反するものではないと考えております。</p> <p>しかしながら、取締役会等については、この見積もりや実施計画の内容の合理性や進捗等について管理して頂く態勢を、令和4年1月1日までに整えて頂く必要があるものと考えております。</p> <p>当然のことではありますが、夫々の運用会社の預かり資産の規模や商品ラインナップ、社内のシステム環境等により、整備に要する期間は異なってくるものと考えられます。</p>
133	<p>「ただし、第2条の4第1号については、委託会社等においてシステムの構築等における自社の状況等を踏まえた合理的な実施計画を策定し、当該実施計画に定めた完了期日までに実施」とあるが、令和4年1月1日を超えても良いのか。2号以降を実施するにあたり、1号の対応は必要だと思うが、対応すべき範囲が良く分からないので明確にしたい。</p>	<p>ただし、態勢整備に要する期間が一定以上、例えば5年超等の長期に亘る計画を策定される場合には、それより短い期間で整備する場合よりも、より合理的に必要な期間等を見積もって頂く必要があると考えております。</p> <p>なお、実施計画等につきましては、社内で適切に管理して頂ければ、必ずしも対外的に公表、公開する必要はありませんが、投資者への説明責任を果たす観点からは、問われれば適切に状況を説明する必要があると考えられます。</p>
134	<p>流動性リスク管理は、IOSCOの提言の下、米国や欧州では既に導入されており、日本においても至急の対応が必要であると認識している。かかる認識を踏まえると、投資信託等の運用に関する規則第2条の4第1号に規定される「流動性リスクの管理プロセス」等の構築には、システム対応等、一定の準備期間の必要性は認められる一方で、同条第2号に規定される「取締役会等による監督」については、3か月程度の準備期間があれば対応可能と思われることから、この改正の実施時期についての附則は、例えば、以下の様にすべきではないか。</p> <p>(1) 投資信託等の運用に関する規則</p> <p>「第2条の4第2号についての改正は、令和2年9月1日より実施し、同号以外の改正は、令和4年1月1日より実施する。</p> <p>ただし、第2条の4第1号については、委託会社等においてシステムの構築等における自社の状況等を踏まえた合理的な実施計画を策定し、当該実施計画に定めた完了期日までに実施することとする。</p> <p>なお、各委託会社等の判断により、実施日前に改正後の規定を適用することを妨げない。」</p> <p>(2) 投資信託等の運用に関する規則に関する細則</p>	

	「この改正は、令和2年9月1日より実施する。」
135	ここでの記載は、合理的な実施計画に定めた完了期日が、令和4年1月1日以降であることを許容しているという理解でよいか。
136	<p>第2条の4第1号の実施時期については、委託会社等がシステム等の構築等における自社の状況等を踏まえた合理的な実施計画の策定を令和4年1月1日までに行い、実施計画に定められた完了期日までに管理プロセスを実施する、という趣旨か。</p> <p>この場合、令和4年1月1日以降も、やむをえない事情による実施計画に定められた完了期日の変更の余地を認めてほしい。</p> <p>特に、他の運用会社の運用する投資信託や外国籍投資信託等を組入れる場合や、他の運用会社に運用の委託をしている場合には、これらの運用会社の採用する管理プロセスの実施時期が変更されると委託会社等の実施計画の完了期日を見直す必要性が生じうる。</p>
137	一年半程度での実施は、システム対応などを考慮するとやや拙速ではないか。投資信託の数や戦略の種類により準備の負荷は大きく異なるが、いずれにせよ新型コロナウイルス対応で70%以上の社員の在宅が求められている環境下またいつまでこの状況が続くか不明な中では、もっと十分な期間を定めるべきではないか。
138	各社の実施計画に則り開始時期を各社で定める余地は必要だが、開始期間が大きくばらつくことと受益者に混乱と誤解を与える恐れがある。開始期間のばらつきを少なくするためにも、最低3年程度の準備期間を経ての実施日とすべきではないか。
139	<p>第2条の4第1号に関するただし書きであるが、同条第2～4号の内容は第1号の管理プロセスのシステムおよび体制構築完了後に開始される管理に紐づくものであり、第1号の実施なくして第2～4号の管理は成立せず、先に実施したとしても意味のないものとなると思われる。</p> <p>よって第1号と第2～4号は同時期に実施開始される必要があり、もしただし書きを入れる場合は特定の号を指定せず、「第2条の4については、～」とすべきではないか。</p>
140	本ただし書は、合理的な実施計画を策定した場合、当該実施計画に定めた完了期日まで、当該規定の適用を延期できるとの理解で良いか。その場合、委託会社により、その規模やファンド本数により、完了期日までに相当時間かかる可能性があるが、委託会社の個別事情（社内リソース余力）はどの程度勘案

	<p>されるのか、どの程度の期間であれば許容されるのかレベル感を提示いただきたい。</p> <p>また、規定実施日（令和4年1月1日）に対応できていない場合、その事実について、受益者等への何らかの開示が必要か。</p>	
141	<p>「実施計画の完了期日」は、いつまでにすべきとの目安はあるか。</p>	
142	<p>一度策定した「実施計画の完了期日」を、合理的な理由により延期することはできるか。</p>	<p>実施計画につきましては、当初、計画策定時に想定することが困難であった事象が事後的に発生した場合等、客観的にやむを得ないと判断される状況に至った場合には、取締役会等で決議した上で、「実施計画の完了期日」を延期することは可能と考えております。</p>
143	<p>附則のただし書の規定は、計画を策定した結果完了日が附則で規定している施行日（令和4年1月1日）より遅くなる場合はそれまでに対応すればいいということによいか。</p> <p>また、その場合、金融商品取引業等に関する内閣府令と、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の施行日は令和4年1月1日となっていて経過措置はないため、上記の理解でよい場合には、当該府令、施行規則にも経過措置規定が必要ではないか。</p> <p>さらに、ただし書は、第2条の4第1号のみならず、改正後の第2条の4全体に適用すべきではないか。</p>	<p>本規則改正の考え方は貴見のご理解の通りであります。府令、施行規則の適用につきましては金融庁から公表されるパブリック・コメントの結果公表等を御覧下さい。</p>
144	<p>ただし書で、「第2条の4第1号については、委託会社等においてシステムの構築等における自社の状況等を踏まえた合理的な実施計画を策定し」とある一方、交付目論見書の作成に関する規則の附則のただし書で、「第3条については、投資信託等の運用に関する規則第2条の4第1号を実施するための社内体制が整った段階から実施」とある。「合理的な実施計画」には、当該「社内体制」（交付目論見書の記載変更等の実施体制を含む）も考慮に入れて策定すればいいとの理解だが、その理解でいいか、確認したい。</p>	<p>交付目論見書の作成に関する規則附則にある「社内態勢」を踏まえて実施計画を作る、ということではなく、かかる「社内体制」を早急に構築するための実施計画を作成することが求められます。</p> <p>よって、「社内態勢」そのものは、各社の置かれている状況を踏まえる限りにおいて、できるだけ早く整える必要があることをご認識ください。</p>
<p>その他</p>		
145	<p>第122回自主規制委員会の議事録にもあるとおり、流動性リスク管理ツールとして海外で導入されているものの中には、解約代金相当額を現物で支払うこと（In-kind Redemption）のように、現在の日本の法令ではできない手法もあるが、そのような手法の導入を可能とするための法令改正を今後当局へ働きかけていただけないか。</p>	<p>貴重なご意見ありがとうございました。ご提案頂きました件につきましては、その取扱いも含めて、今後、所掌の専門委員会等でご議論頂きたいと考えております。</p>

【投資信託等の運用に関する規則に関する細則】		
第1条の2		
146	「取締役等」は、投資信託等の運用に関する規則第2条の4第2号や、第1条の2の本文との整合性から「取締役会等」ではないか。	ご指摘を踏まえ、修正させていただきます。
147	(内容ではなく、形式的な規定の仕方の問題にすぎませんが) 規定の主語が「(前略) 細則で定める措置は、」となっているため、受ける述語は、「○ ○することとする。」等で統一するか、または、「次に掲げるものとする。」として複数項目を列挙するような規定の仕方が望ましいのではないか。	ご指摘を踏まえ、修正させていただきます。
148	8行目の「担当者に指示し」の担当者とは、流動性リスク管理担当者を指しているのか。名称から3つの防衛線の第2線(管理部門)を想定していると考えられるが、第2線の担当者に態勢見直し等の必要な措置をとらせることは、3つの防衛線の考え方にそぐわないのではないか(必要な措置をとるのは第1線の役割ではないか)。	ご指摘の通り、流動性リスクを一定程度以下に抑えるのは第1線の責任であり、この意味で第1線は流動性リスクのオーナーとなります。他方、第2線の責任は会社として流動性リスク管理態勢を整備すること、つまり、流動性リスクを一定程度以下に抑えることを確保するための内部統制(コントロール)を第1線と協力しつつ設計・実施し、その有効性を定期的に評価することになります。内部統制には第1線で完結するものもあれば、固有リスクが大きければ第2線による内部統制が必要な場合もあります。さらに、流動性リスク管理が適切であるかどうかを定期的に評価するのも第2線の責任です。(固有リスクの特定・評価、内部統制の設計・実施、残余リスクの評価、態勢の定期的・適時な評価、これらを行う第2線の組織の存在、書面化された社内規程の存在が「態勢」を構成する不可欠な要素であると考えます。) 取締役会が第1線に指示を与えることを妨げるものではありませんが、会社として適切な流動性リスク管理態勢を構築するためには、第2線である流動性リスク管理担当者に適切な指示と権限を与えることが必須であると考えます。
149	「管理ツール」は、具体的にどのようなものを指しているのか。	管理ツールとして想定しておりますのは、具体的には「大口解約に係る制限」や「一時的な設定・解約の停止」等です。
150	担当者とは、流動性リスク管理担当者との理解でよいか。	貴見のご理解の通り、担当者とは、流動性リスク管理担当者を指しています。
151	下から2行目「担当者」は、3行目の「流動性リスク管理担当者」のことか。あるいは別の担当者を含むか。	
第1条の2イ～ホ		
152	取締役会等による監督を行う際の検証する事項として掲げている第1条の2イ～ホは例示として掲げることには留め、個社で適切な態勢を持つこととしていただきたい。 また、第1条の2イ、ロのリソースについては、各社状況が異なるため、「予算、人員	イ～ホに掲げている事項は考慮すべき要素を掲げているものであり、これらについてはIOSCOから出されている提言におきましても、考慮すべき重要な要素として掲げられているものであることから、原案を維持させていただきたいと考えております。

	等」の例示は不要ではないか。	また、予算、人員は追加的な措置等を実施する上で重要な要素であることから、例示として引き続き掲げさせて頂きたいと考えております。
<b>第1条の2ロ</b>		
153	<p>「予算、人員等の十分なリソースの確保」が問われているが、その十分性を判断するためには、想定される目標が明確にされていて、それに対する準備水準を比較して評価する必要がある。その点、</p> <p>①追加的な分析ツール：ベンダー等で用意されているものをベースに検討できるが、</p> <p>②追加的な管理ツール：現行法令上、個社判断では追加しようもないもので、法令・諸規則の手当がどうなるか不明</p> <p>③関係当局等からの要請に基づく短期的な対応・・・具体的にどのようなものか不明</p> <p>②③については、何に対して/どのような目標に対して十分性を確保すればよいのか、お示しいただきたい。</p>	<p>追加的な管理ツールについては、ご指摘の通り、法令等で整備する必要があるものもあると考えられますが、一方で大口解約の制限や資産の組み換え、代替的な投資手法の活用等につきましては、各社のご判断により必要な措置をとることが可能であり、必ずしも追加的な管理ツールの活用について法令等の整備が前提となるものではないと考えております。</p> <p>また、関係当局からの要請による短期的な対応につきましては、状況により異なるものであることから、事前に予想することは難しいものではありますが、少なくとも金融危機時等において、必要な計数の報告の提出を求められること等は蓋然性が高いものと考えております。</p> <p>法令上、協会規則上、またはシステム上、現状では採用が困難な追加的な管理ツールについては、当局、本会またはシステム提供会社に各社の課題認識をお伝えいただき、中・長期的な時間軸で解決しなければならないものもあるかと考えます。本会にも課題認識をお伝えいただき、会員も含めた活発な議論を期待したいと存じます。</p>
154	「関係当局等からの要請に基づいて短期的な対応が必要」とは具体的にどんなケースが想定されているのか。	
<b>第1条の2ニ</b>		
155	「使用開始等」の「等」とは何を指すか。	「使用開始等」の「等」とは、例えば、設定・解約の中止を行った場合において、設定・解約の再開を指す等、ツールの使用開始に至った状況の解消等によるツールの使用停止、使用終了を指しております。
156	<p>「流動性管理ツール」とは、投資信託の運用に関する規則第2条の4(1)ニで規定する「コンティンジェンシー・プラン」として策定された流動性管理ツールのことと同義か。</p> <p>また、「流動性リスク管理ツールの使用開始等」とは、上記「コンティンジェンシー・プラン」の発動ということと同義か確認したい。</p>	本細則の「流動性管理ツール」と規則第2条の4(1)ニで規定する「コンティンジェンシー・プラン」として策定された「流動性管理ツール」は、一部において共通の対応を含みますが、例えば、設定・解約を行う投資家に設定・解約に伴いファンドで行う取引コスト見積額の負担を求めるような流動性リスク管理ツールについては、コンティンジェンシー・プラン発動前から使用されていることが多く、コンティンジェンシー・プランとしては、取引コスト見積額を引き上げることになるものもあることに留意が必要です。
<b>第1条の2ニ、ホ</b>		
157	<p>ニのうち、第2句の「これの…」は不自然と見受けられるので、より一般的に「その…」としては如何か。</p> <p>ニでは、敢えて「設定・解約の停止等の各種流動性リスク管理ツール」が例示されているが、流動性リスク管理ツールのみをもって</p>	<p>「ニ」につきましては、ご指摘を踏まえ、修正させて頂きます。</p> <p>「ホ」につきましては、限定的な判断を回避する観点から例示をお示しすることは控えさせて頂きます。</p>

	判断が行われるものではないので、例示的な記載は不要で、「各種流動性リスク管理ツール等」とすれば十分ではないか。 ホのうち、「管理ツールの行使方針」とはどのような項目・内容を想定したものか。	
158	「流動性リスク管理ツール」が何か明確にしていたきたい。	管理ツールとして想定しておりますのは、具体的には「大口解約に係る制限」や「一時的な設定・解約の停止」等ですが、その他の管理ツールについては、IOSCO から出されている提言等をご参照ください。
159	設定・解約の停止等の各種流動性リスク管理ツールとは具体的に何を想定しているのか。	
160	「設定・解約の停止等」と規定しているが、金商業等府令では、解約の申入れに応ずることができなくなることを防止せず運用を行うことは禁止行為とされているが、本項で行おうとしている「設定・解約の停止等」はこの「解約の申入れに応ずることができなくなる」とは該当しないのか？	今回の規則案に掲げられている設定・解約の停止等は、投資対象資産に係る市況環境の激変等による流動性の低下等によるものであり、商品設計や運用指図の過誤により生じたものではないことから、本規則案と金商業等府令とが規定として相反するものではないと考えております。
<b>附則</b>		
161	投資信託等の運用に関する規則の改正案にあるような経過措置規定の記載が細則にも必要ではないか。	本細則の改正案の適用につきましては、運用規則の第2条の4第2号と同一の時期に実施する必要があることから、原案を維持させて頂きたいと考えております。
<b>【交付目論見書の作成に関する規則】</b>		
<b>第3条第2号②ロ</b>		
162	交付目論見書に流動性リスクに関する注意喚起文言を新たに加えるとされているが、流動性リスクは既に価格変動リスクや為替リスクなど他のリスク同様にファンドのリスクとして記載されている。 この規則は、流動性リスクに限定して、更に踏み込んだリスク文言を目論見書に記載することを求めているという理解でよいか。	ご指摘の通り、既に流動性リスクにつきましてもその他のリスクと同様に、交付目論見書においてリスクの一つとして説明されておりますが、その他のリスクと併せて記載されていることから、IOSCO から出されている提言等を踏まえ、これについて改めて独立した記述を求めることにより、より投資家の理解に資することを目的としております。
163	「～どのような状況で顕在化する可能性があるのかに関する説明～」とあるが、例えば具体的にはどのような記載を求めているのか。具体的な例示をお願いしたい。	これまでも取引所の取引停止等については記載されておりましたが、これに加えて金融危機時における取引所のマーケット機能の低下等が生じたような状況を想定した、ファンドの商品性、投資方針、投資資産の特性等を踏まえた具体的かつわかりやすい説明が求められるものと理解しております。
<b>第3条第2号②ロ、第4条の2</b>		
164	流動性リスクや換金手続きについては、「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（特定有価証券開示ガイドライン）」B個別ガイドラインⅡ「投資リスク」に関する取扱いガイドラインおよびⅢ「換金（解約）手続き」に関する取扱いガイドラインにおいて既に規定があるが、今般の規則で追加される規定との整合性はどのように考え	今回、整備することを予定しております規定は、ご指摘頂きました既に措置されている規定を補強するものであり、これらの規定との間で矛盾する内容とはなっていないものと理解しております。 また、重複する感は確かにございますが、一方で流動性リスクを投資家、受益者に理解して頂くことの重要性を踏まえれば、規定を整備する意味は十分にあるものと考えております。

	<p>れば良いのでしょうか？</p> <p>例えば、流動性の高いファンドについて、本件による「その他留意点」における記載は、「申し込みメモ」にすでにあり、重複することとなる。</p>	
165	<p>流動性リスクに関する事項および流動性の低い資産に投資するファンドに係る注意喚起文言について、業界内である程度平仄が取れた記載にすると受益者にとってもわかりやすいと思われるため、文言のひな形を出していただきたい。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、今後、所掌の専門委員会等を中心として、会員の業務運営に資する観点から、参考となるモデル等の検討を行わせて頂き、この検討が取りまとめられ次第、会員間で共有させて頂きたいと考えております。</p>
<b>第4条の2</b>		
166	<p>委託会社間で異なる流動性基準を適用している場合、「最も流動性が低い階層に属する資産」の換金可能日数も異なってくるため、複数の委託会社のファンドを購入する投資家にとって混乱を招くおそれがある。</p> <p>合わせて換金可能日数も交付目論見書表紙に記載すべきではないか。</p> <p>換金性に欠けることによる影響の記載範囲は、具体的にどのレベルまで記載すべきと考えているか。こちらも委託会社間でバラバラの記載では投資家が混乱するので、ある程度のパターンをそろえるべきではないか。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、今後、所掌の専門委員会等を中心として、会員の業務運営に資する観点から、参考となるモデル等の検討を行わせて頂き、この検討が取りまとめられ次第、会員間で共有させて頂きたいと考えております。</p>
167	<p>目論見書記載に関する注意喚起文言の条項、第4条の2の「～最も流動性の低い階層に属する資産が投資信託財産の大半を占めるファンドで～」の「大半」とは具体的に何パーセントくらいの比率を考えられているか。</p>	<p>本会といたしましては平常時において、純資産の50%超を占めるものを考えております。</p>
168	<p>『「最も流動性が低い階層に属する資産」が投資信託財産の大半を占める』の「大半」とは具体的にどの程度の組入比率を想定しているのか。</p>	
169	<p>「最も流動性が低い階層に属する資産」が投資信託財産の大半を占めるファンドの「大半」の水準について、改正規則の策定時に想定された内容があればご教示いただきたい。</p>	
170	<p>「投資信託財産の大半を占める」とは、証券投資信託の定義（投信法施行令第6条）と同様、「投資信託財産の総額」を分母とし、その2分の1を超えることをいうのか。</p>	
171	<p>委託会社等が定める「最も流動性が低い階層に属する資産」が投資信託財産の大半を占めるファンドについて、大半を占める部分の割合は委託会社の判断でよいか。</p>	



172	「(1) 交付目論見書の表紙に換金性に欠ける旨を目立つように表示すること」について、細則等で具体的な表示例がある方が各委託会社の記載が統一され投資家にとって分かりやすいと考える。	ご指摘を踏まえ、今後、所掌の専門委員会等を中心として、会員の業務運営に資する観点から、参考となるモデル等の検討を行わせて頂き、この検討が取りまとめられ次第、会員間で共有させて頂きたいと考えております。
173	条件は二つを同時に満たす場合という理解でよいか（最も流動性の低い資産が大半でも繰上償還が困難でなければ対象外）。 また、次条第4条の3では「一部解約請求」としているが、本条では一部解約ではなく繰上償還とするのはなぜか？	貴見のご理解の通りです。「一部解約請求」ではなく、「繰上償還」としている趣旨は、公募ファンドに対して日々、発生する解約請求につきましては、当該請求の額等とファンドのキャッシュポジションの割合との関係で充分、商品として有効に機能することも想定されるためです。
174	「投資信託財産の大半を占める」とは、この規則が目論見書の記載事項に関するものであることから、実際のポートフォリオの状況により「投資信託財産の大半を占める」かどうか判断するのではなく、運用の基本方針等において「投資信託財産の大半を占める」よう運用する方針であることを指すのか。そうであれば「最も流動性の低い階層に属する資産が主要投資対象であるファンドで、信託期間中・・・」などのように規定すべき。	ご指摘を踏まえて、修正させて頂きます。(※ 交付目論見書については、募集時点で投資家に対して交付するものであり、運用期間中にその時々状況を開示するものではないことから、修正させて頂きます。)
175	「解約請求が集中したこと等による繰上償還が困難なファンド」の意味が不明。「解約請求が集中したこと」で「繰上償還が困難」になるとは、具体的にどのような状況なのか。「解約請求が集中」するかどうかは目論見書作成時点では不明であり、それを注意喚起文言の要否の基準にするのは無理がある。	基本的にこの規則案については、原則として毎営業日、受益者からの換金の申込を受付けており、かつ、主たる投資対象資産の流動性が極端に低いものを想定しております。 これは第4条の3の規定において私募投信を規定していることとの整合性を図る観点から措置したものです。
176	第4条の3の私募投資信託に関する規定においては、「信託期間中に受益者からの一部解約請求へ応じることが困難であることが想定される（ファンド）」と規定されているのに対し、第4条の2においては、「信託期間中に受益者からの解約請求が集中したこと等による繰上償還が困難なファンド」と異なる定義がされている趣旨は何か。解約停止措置を行いつつ物理的に相応の期間をかければ信託期間中の繰上償還は可能という場合には本件定義に該当しないのか。 また、繰上償還を行う場合に、個別の解約請求とは別途の所定の手続き（新法ファンドの場合には受益者による書面決議手続き）が必要とされることは本件定義にどのように関係すると理解すべきか。	公募ファンドについては、日々の資金流入出とキャッシュポジションとの関係で、一部解約が困難となることは余り想定し難い一方で、突発的な全額解約による繰上償還についてはこの例が散見されることから、これについても適切に対応することが難しいと判断されるファンドについて必要な説明をして頂きたいという趣旨です。 また、繰上償還については、受益者からの申し出による突発的な全額解約については、書面手続きを省略することが法令上、認められており、本規則案と法令との関係において矛盾が生じることはないものと考えております。
177	「投資信託等の運用に関する規則第2条の4第1号ロ」に定める「Ⅲ 低流動性資産」、「Ⅳ 非流動性資産」と分類された資産（委託会社が独自の分類方法を採用しない場合）が大半を占める公募投信について手当てするという理解で良いか。そして、「大半」の基準は、各委託会社で定めるものか。	「投資信託等の運用に関する規則第2条の4第1号ロ」に定める「Ⅳ 非流動性資産」と分類された資産（委託会社が独自の分類方法を採用しない場合）が大半を占める公募投信について手当てするという趣旨です。 また、大半とは、50%超を想定しています。

	また、これに該当するファンドにおいても「第3条 (2) 投資リスク ②その他の留意点 ロ。」に定める事項を記載するのか。	
178	<p>「換金性に欠ける旨」については、</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・特定有価証券の内容の開示に関する内閣府令での定めがないところ、府令の改正は行われぬのか。</li> <li>・法定書面への記載する内容の割には定義が明確にされておらず、各社判断・基準によるものとするのは不適切と史料。協会規則、若しくは府令での定義・基準を明確にしたい。</li> <li>・上の基準もそうだが、「目立つように表示」についても具体的な記載方法・箇所を規定できないか。各社まちまちでは受益者が反って混乱しかねない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・府令等の改正は予定されておりません。</li> <li>・基本的に「IV 非流動性資産」と分類された資産が純資産の50%超となるような運用を行う、日々、設定・解約の申込を受付ける追加型投資信託を想定しています。</li> <li>・既に「目立つように表示」することにつきましては、その他の事項でも求められていることから、これらの例を参考に適切にご対応頂きたいと考えております。</li> </ul>
179	「信託期間中に受益者からの解約請求が集中したこと等による繰上償還が困難なファンド」の具体例をお示し頂きたい。	基本的に「IV 非流動性資産」と分類された資産が純資産の50%超となるような運用を行う、日々、設定・解約の申込を受付ける追加型投資信託を想定しています。
<b>第4条の3</b>		
180	「信託期間中に受益者からの一部解約請求へ応じることが困難であることが想定」と、第4条の2の『「最も流動性が低い階層に属する資産」が投資信託財産の大半を占めるファンド』は、同水準の流動性リスクを意味していると解釈してよいか（あるいは第4条の2よりも更に流動性リスクが高い水準を想定しているのか）。	基本的に第4条の3の規定で想定されているファンドに係る流動性リスクは、第4条の2の規定で想定されているファンドよりも高いものと考えております。
181	今回の改正は、原則として公募投信を対象とするものであるが、例外的に交付目論見書の作成に関する規則第4条の3でのみ私募投信について規制をかけているという理解でよいか。また、この第4条の3は金商業等府令第130条第2項により、公募の投資先である私募投信のみを対象としたものと理解してよいか。	改正の趣旨につきましては、ご理解の通りですが、対象は機関投資家等が直接、投資する私募投信であり、公募ファンドが投資する私募ファンドは対象とはしておりません。
182	投資一任契約に組入れる私募投資信託についての交付目論見書における開示は、仮に実施するのであれば、その実施主体は投資一任業者であると思われることから、「交付目論見書の作成に関する規則」の規制対象外であるという認識でよいか。	貴見のご理解の通りです。
183	多様な場合があり、一概には論じられないことは前提であるが、私募投資信託については、機関投資家が投資家となっている場合が多いと思われる。 その投資家が適格機関投資家である場合、金商法15条2項1号において、目論見書の交付義務が免除されていると理解している。一方、今回改正の左記協会規則の条文による	貴見のご理解の通りです。

	<p>と「商品説明のために使用される書面等」が対象となっているので、銀行など適格機関投資家に対してもかかるリスクの説明を文書で行うことが必要になると理解しているがその理解でよいか。</p> <p>その理解の場合、適格機関投資家のみを相手として私募投信を組成して自己で販売している会員会社があった場合、この「交付目論見書の作成に関する規則」を深く認識しない可能性があり、この規定の良し悪し以前にこの規則のなかで規定することが本当によいことなのかご検討いただきたい。すなわち、「交付目論見書の作成に関する規則」のなかに交付目論見書以外の書面に関する規制を盛り込むということはかなり不意打ち的な規制に感じられるが、立案者の見解はあるか。</p>	
184	<p>本規則第1条（目的）において、「投資信託の目論見書（金融商品取引法（昭和23年法律第25号、以下「金商法」という。）第15条第2項に規定する目論見書（以下「交付目論見書」という。）」の記載項目及び記載内容等を定め、」と目的を定めている中で、「（流動性の低い資産に投資する 私募投資信託に係る特則）」を追加して交付目論見書以外の書面に関する規定を含めることは、第1条と矛盾するだけでなく、協会加入各社の実務において見落としによる不履行といった問題を生じさせることが懸念される。</p> <p>よって、当該特則は、「正会員の業務運営等に関する規則」に追加することとしていただくか、若しくは、「交付目論見書の作成に関する規則」を「交付目論見書等の作成に関する規則」に変更するとともに、第1条の目的に、私募投資信託の投資家に対して商品説明のために使用される書面等を作成する場合の記載事項を定めることも追記していただきたい。</p>	<p>貴重なご意見、ありがとうございます。</p> <p>しかしながら、この対応のみ独立して規則化することは困難であり、また他の協会規則でも私募の取扱いについては原則各規則の中に必要に応じて規定していることから、原案を維持させていただきます。</p>
185	<p>「私募投資信託の流動性リスクに対する注意を促す観点から信託期間中に受益者からの一部解約請求へ応じることが困難であることが想定される私募投資信託については、投資家に対して商品説明のために使用される書面等において、～」について、そもそも法令において書面の作成が規定されておらず、また、自社の FoFs 専用の私募投信等、書面を作成しないファンドも存在するため、投信協会規則で定めるのであれば、「～投資家に対して商品説明のために使用される書面等を作成する場合は、当該書面において、～」とすべきと考える。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
186	<p>私募投信においては、公募投信のように法定・共通の書類がなく、商品説明書にしても</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>

	任意で、場合によっては記番号管理された約款だけで対応するケースもある（ようだ）。その点、商品説明書が作られていないケースで本条項での要請を満たすためには約款以外に記載する余地がなさそうだが、そこまでの対応は適切ではないと思料。この場合、規定にあるような事項を記載した書面を別途用意する、ということになるか。	
187	当該規則は、目的で公募の投資信託の目論見書の記載項目・記載内容について規定するとあり、私募投資信託は交付目論見書が作成されないことを考えると当該規定は、交付目論見書の作成に関する規則ではなく、別の規則にて規定したほうが良いのではないか。	貴重なご意見、ありがとうございます。 しかしながら、この対応のみ独立して規則化することは困難であり、また他の協会規則でも私募の取扱いについては原則各規則の中に必要に応じて規定していることから、原案を維持させていただきます。
188	対象となる私募投資信託には、VA も含まれるか。	VA も含まれるものと理解しております。
189	私募投資信託は本規則の対象外としていただきたい。「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4では、公募投資信託のみ規則の対象としており、私募投資信託は対象となっておらず、丁寧な顧客対応が可能な少人数への勧誘または適格機関投資家への勧誘において、当該開示は不要と考える。 また、ここでいう「リスクの管理体制」は「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4によらない、任意の体制となるのか。	本規定の趣旨は、私募投資信託の投資家、機関投資家等への説明の充実であることから、これにつきましては、原案を維持させていただいております。 また、リスクの管理態勢につきましては、「投資信託等の運用に関する規則」第2条の4に倣ったものであると考えております。
190	そもそも、当該規則に私募投資信託に関する記載を盛り込むことは公募投信の流動性リスク管理という今回の規則改定の趣旨からは不要と考えられる。 そのうえで、私募投資信託の場合に、流動性リスクの記載の判断をする基準は、公募投資信託と異なり定性的な判断で行うとの理解で良いか。 また、第4条の2において「受益者からの解約請求が集中したこと等」とされているのと異なり、本条の「流動性リスクに対する注意を促す観点」の具体的な意味を提示ください。	本規定の趣旨は、私募投資信託の投資家、機関投資家等への説明の充実であることから、これにつきましては、原案を維持させていただいております。 私募投資信託について、機関投資家等に対して取得時に注意喚起をする観点から、記載して頂くものです。 また、流動性リスクに対する注意を促すという趣旨は、投資に対する経験、知識が十分と言い難い機関投資家であっても、流動性リスクが高いと想定される私募投資信託に投資する場合には、十分に認識して投資して貰いたいというものです。
191	当該箇所の記載を明確にするため、「第3条第1項第2号②その他の留意点におけるリスクの説明」ではなく、「第3条第1項第2号②ロのリスクの説明」とすべきではないか。	ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。
192	「信託期間中に受益者からの一部解約請求に応じることが困難であることが想定される」とはどのような場合か（各社判断では混乱を招く恐れがあるため、「最も流動性が低い資産が大半を占め、一部解約が困難な場合」等具体的な記載が望ましい）。 但し、流動性資産4区分の非流動性資産へ	「IV 非流動性資産」と分類された資産が純資産の50%超となるような運用を行う、日々、設定・解約の申込を受付ける追加型投資信託等において、受益者からの解約の申込に対して、当該ファンドの取得時に提示された条件、期間内での資金の払い出しが出来ないような場合を想定しております。

	の該当性は、個社判断の恣意性が高いため、広く受益者に示すためには、協会による統一基準など共通尺度が必要と思われる。	
193	公募を対象にした第4条の2ではより可能性の低い繰上償還を条件としているのに対し、私募を対象にした本条はより厳しい一部解約となっているのはなぜか。	基本的に公募ファンドにつきましては、投資家からの資金の流入が双方向であることが多いと思いますが、私募ファンドにつきましては、設定と解約のいずれか一方に振れやすいものと認識しているためです。
194	流動性の低い資産に投資する私募投資信託に係る特則は、規則の一部改正後に設定される私募投資信託に適用されるものであり、規則の改正前に設定された私募投資信託に遡及的に適用されるものではないという理解でよいか。	この規定は、交付目論見書と同様に、実施日以後に使用開始となる商品説明書類に対して、適用されるものであると理解しております。
195	(流動性の低い資産に投資する私募投資信託に係る特則) 目論見書が作成されない私募投資信託に関する開示ルールについて、本規則(案)のように「交付目論見書の作成に関する規則」に規定されることに違和感があります。 今後も私募投資信託にかかる開示に関するルールが追加されていく場合には、別建てとすべきではないか。	貴重なご意見、ありがとうございます。しかしながら、この対応のみ独立して規則化することは困難であり、また他の協会規則でも私募の取扱いについては原則各規則の中に必要に応じて規定していることから、原案を維持させていただきます。
196	本規定に基づく書面等の表示と投資家への商品説明について、例えば、海外の有価証券投資に関する高度な金融知識・投資経験を有する適格機関投資家(大手金融機関を想定)向けに、投資家のニーズを勘案して外国籍投信を主要投資対象とする私募のFoFsを組成する場合に、当該外国籍投信の目論見書に記載の「流動性リスクに関する事項」、「流動性リスク管理体制」の英文の説明文章をもって投資家に説明することは可能、という理解でよいか。	貴見のご理解の通りです。
197	「信託期間中に受益者からの一部解約請求へ応じることが困難であることが想定される私募投資信託」の該当基準を例示していただきたい。 例えば、外国籍のヘッジファンドに投資する私募のFoFsで、FoFsで一部解約請求を受け付けたものの、当該ヘッジファンドにゲート条項があり、ゲート条項の発動によりヘッジファンドの換金ができなくなり、所定の期日に解約代金をFoFsの投資家に支払えないことが想定されるケースは、本規定のいう「私募投資信託」に該当する、という理解でよいか。 貴協会で想定されるケースを例示していただきたい。	「IV 非流動性資産」と分類された資産が純資産の50%超となるような運用を行う、日々、設定・解約の申込を受付ける追加型投資信託において、受益者からの解約の申込に対して、当該ファンドの取得時に提示された条件、期間内での資金の払い出しが出来ないような場合を想定しております。 このため、ご提示頂きました事例につきましては、投資家に対して、どの様な解約条件等が設定されているのか等も考慮して頂く必要があると考えております。

第4条の2、附則		
198	<p>今般の改正（令和4年1月1日実施）により、「投資信託等の運用に関する規則第2条の4第1号」において流動性リスクの管理プロセスが新設されたが、当該条項は同附則において、「ただし、第2条の4第1号については、委託会社等においてシステムの構築等における自社の状況等を踏まえた合理的な実施計画を策定し、当該実施計画に定めた完了期日までに実施することとする。」と、完了期日についてシステム対応等のために必要な猶予が与えられている。</p> <p>しかしながら、「交付目論見書の作成に関する規則第4条の2」において同じく新設された流動性の低い資産に投資するファンドに係る注意喚起文言の表示・記載については、同様な猶予がなされておらず、これは一貫性に欠けると考える。</p> <p>よって、「投資信託等の運用に関する規則」と平仄を合わせるために「交付目論見書の作成に関する規則」の附則を「ただし、第3条及び第4条の2については、投資信託等の運用に関する規則第2条の4第1号を実施するための社内体制が整った段階から実施することとする。」と変更していただきたい。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
附則		
199	<p>第3条のみが猶予されているが、第4条の2、3についても、「投資信託等の運用に関する規則第2条の4第1号を実施するための社内体制が整った段階」で各ファンド毎にその基準・規定・管理方法などが整備されていなければ判断ができず、注意喚起等は実施できない。</p> <p>また、数多くあるファンドの中で、一部のファンドから適用を開始して順次に対応していくとなると、ファンド間の公平性・整合性が保たれなくなり適切ではないと思料。個別ファンドへの全面適用としての第4条の2、3の適用にも第3条と同じく猶予期間を設けるべきではないか。</p>	<p>ご指摘を踏まえて、修正させていただきます。</p>
200	<p>「ただし、第3条については、投資信託等の運用に関する規則第2条の4第1号を実施するための社内体制が整った段階から実施することとする。」の『社内体制が整った段階から実施』につき、より具体的な記載に変更頂きたい。</p> <p>交付目論見書の改版には1年以上かかる事が想定され、投資信託等の運用に関する規則第2条の4（流動性リスク管理態勢の整備）の附則にある、システムの構築等が完了</p>	

	<p>した段階から順次実施した場合、令和4年1月1日からさらに1年半以上（システム構築6ヶ月+目論見書定例改版1年以上）は最低期間が必要との認識。</p> <p>一方で、システムの構築も終わらず、目論見書のみ改版・実施した場合、実態の伴わない内容の表示・顧客へ開示を行う事が懸念される。</p>	
201	<p>第4条の2の措置は、第3条の措置と一体的なものであり、第3条について定められた実施日の例外規定は、第4条の2にも適用されるべきである。</p>	
202	<p>ただし書の規定は、第3条にしかかからないが、第4条の2、第4条の3もただし書の適用が必要ではないか。</p>	
203	<p>「運用に関する規則」2条の4第1号の実施の期限は必ずしも令和4年1月1日ではないが、「最も流動性リスクの低い資産が大半を占めるファンド」は令和4年1月1日までに判断しなければならないのか？また、目論見書の対応も令和4年1月1日までに完了している必要があるか？</p>	
204	<p>第3条については、運用規則を実施するための社内体制が整った段階から実施する、とあるが、体制が整ってから目論見書に順次記載し始めるということで問題ないか？</p>	<p>貴見のご理解の通りです。</p>
<p><b>その他</b></p>		
205	<p>交付目論見書に流動性リスクに関する事項として記載を求められている「解約請求に対する制限等」につき約款変更が必要な場合は、当該約款変更は、平成26年6月27日に金融庁が公表している投資信託に関するQ&amp;Aの問1の回答で記載している（3）法令改正に伴い、法令適合性を維持する為に行わざるを得ない投資信託約款の変更該当し、商品としての基本的な性格を変更させるものではないことを当局と確認していただきたい。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、今後、所掌の専門委員会等を中心として、会員の業務運営に資する観点から、必要な検討、当局との折衝等を行わせて頂き、この状況等につきまして、自主規制委員会等で報告させて頂いた上で、会員間で共有させて頂きたいと考えております。</p>
<p><b>その他（全般）</b></p>		
206	<p>今回の規制の対象となる公募投資信託に組み入れる外国投資信託証券の運用会社等に対し、当該規制の内容を容易に説明できるよう、当該規則の英訳の策定をお願いできないか。</p>	<p>外国投資信託証券の運用会社等に対して、業務上必要となる説明等につきましては、夫々の運用会社において適切に対応して頂きたいと考えております。</p>

貴重なご意見をいただきありがとうございました。