

IMF 対日 FSAP での投資ファンド部門の分析と提言

目次

I. はじめに

II. 投資ファンド部門の概要

III. 投資ファンドの規制

1. 投資運用業者の規制枠組み
2. 投資ファンドの主な規制～行為、運用方針、資産評価、価格算定
3. 流動性リスク管理、解約の中止

IV. 投資ファンドの監督

1. オフサイトモニタリングとオンサイト検査
2. オフサイトモニタリングと情報収集
3. オンサイト検査
4. システミックリスクモニタリング

V. 投資ファンド部門の規制についての所見と提言

1. 規制枠組み
2. 監督
3. システミックリスクモニタリング

VI. FSAP での日本の投資ファンドの流動性ストレステストの概要

1. 流動性ストレステストに用いられたデータ
2. 流動性ストレステストの手順
3. 流動性ストレステストの結果

VII. 結びに代えて

2024年7月16日

佐志田晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

IMF 対日 FSAP での投資ファンド部門の分析と提言

要約

本稿では 5 月に公表された IMF の金融セクター評価プログラム (FSAP) の日本の投資ファンド部門に対するテクニカルノート (規制・監督とストレステスト) を紹介する。日本の投資ファンド業界はここ数年着実な成長を遂げ、運用総資産残高 (AUM) は 419 兆円と、前回の FSAP 実施時 (2017 年) の約 1.5 倍になった。政府は、資産運用業の高度化、改革と運用力向上の促進及び海外プレイヤーのアクセス改善などにより、日本を国際的な資産運用の主要拠点とすることを目指しており、この分野への関心を高めている。

グローバルな取り組みに沿って、投資信託の流動性リスク管理に関する規制枠組みが強化された。当局は流動性リスク管理の適切な実施を確保するため業界に積極的に関与し、また、オフサイトモニタリングを重視する新しい監督手法を導入した。金融庁は、データ収集を強化すると共に、流動性リスク管理などのより注意すべきと判断した業界の実務慣行を把握するために的を絞った取り組みを行い、投資ファンドの新しい調査も開始している。一方、オンサイト検査は監視委員会が毎年一定数を行っているが、数は限られている。

金融庁は、システミックリスクモニタリング枠組みの一環として、投資ファンドによる金融安定リスクへの注目を高めている。最近まで、投資ファンド部門の包括的な把握はできていなかったが、データ収集強化により金融安定へのリスクをより適切に評価できるようになるだろう。ただし、当局は、オフサイトモニタリングの強化に加えてオンサイト検査の対象範囲を広げるべきである。資産運用業界の着実な成長が目指されていることもあり、適切な監督に必要な資源についての詳細かつフォワードルッキングな評価が必要である。

流動性ストレステストは、金融庁が収集したサンプルデータを用いて、解約ショックによる資金流出推定、ファンドの保有資産に基づく流動性バッファー算出、利用可能な流動性に基づく脆弱性評価、ファンドの資金不足の資産価格への影響評価、の 4 段階で行われた。

投資ファンドには一定以上の強靱性があるが、極端なマクロ経済・金融ショックでは、かなりのファンドから資金が流出する可能性がある。投資ファンドの解約ショックへの脆弱性は、ファンドによる保有が集中している特定の資産市場に悪影響を与えかねない。

当局は、流動性リスク管理ルールの実施で業界への関与を深め、当局間の連携をさらに強化する努力を続けるべきである。また、今後はシステミックリスクモニタリング枠組みの一環として、投資ファンドのストレステストも導入を検討すべきである。

IMF 対日 FSAP での投資ファンド部門の分析と提言

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに

IMF は金融セクター評価プログラム (FSAP) でメンバーの金融システムの安定性や金融部門の規制・監督を分析・評価している。今年 5 月に日本に対する最新の評価が公表されたが⁽¹⁾、今回は金融システムの全般的な評価に加え、投資ファンド部門の規制・監督についての分析・評価と流動性ストレステストがテクニカルノートで報告されている⁽²⁾。

規制・監督のテクニカルノートでは、規制・監督枠組みやシステムリスクモニタリングの有効性を検討、ファンド資産の評価、分別管理、保管、流動性リスク管理、ファンドの解約の影響などについて、金融の安定性維持での課題に焦点を当てた分析を行っている。その上で、①日本のファンド運用活動から生じるシステムリスクの分析と監視、②投資ファンドに関連する国内規制の枠組みの適用、③規制枠組み遵守に関する監督をレビューし、規制、監督、システムリスクモニタリングの枠組み強化について提言を行っている。

また、システムリスクとストレステストを扱ったテクニカルノートでは、金融庁が収集した監督用データと商業用データを組み合わせ、VaR シナリオやマクロシナリオなどの分析方法を用いて、日本の投資信託（投信）の流動性ストレステストを行っている。以下では 2 つのテクニカルノートに基づいて、投資ファンドの規制・監督の概要と流動性ストレステストの結果を紹介したい。

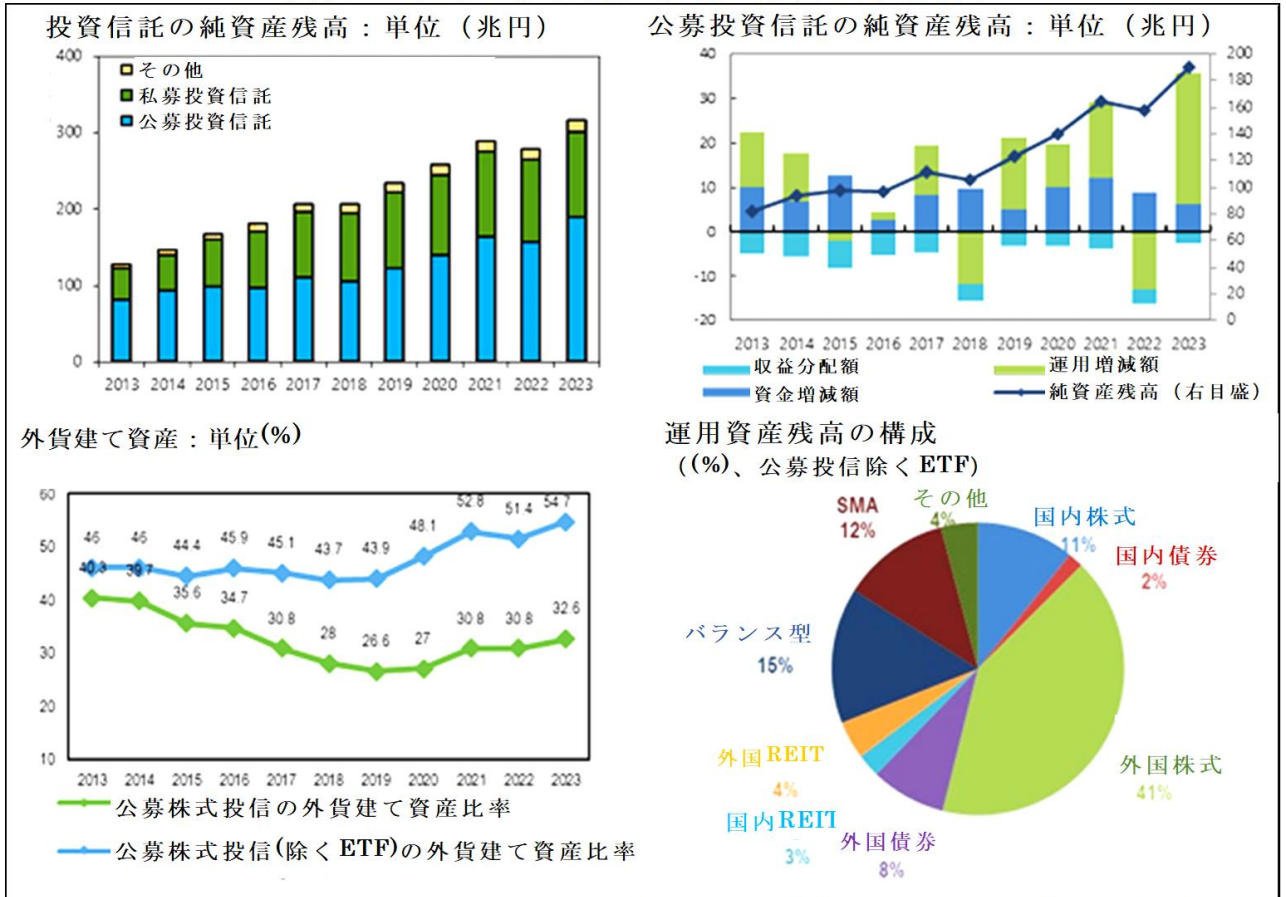
II. 投資ファンド部門の概要

FSAP 報告書によれば、日本の投資ファンド業界はこの数年着実に成長し、運用総資産残高 (AUM) は前回 FSAP 時 (2017 年) の約 1.5 倍、419 兆円に達した。AUM の内訳は、公募・私募の投信 338 兆円⁽³⁾、不動産投信 28 兆円、パートナーシップのファンド 52 兆円である。投信の多くは株式・債券で運用され、データの制約はあるがヘッジファンドのシェアは 1% だった。家計の金融資産に占める投信の比率は、2023 年第 1 四半期で 4.4% と増加の余地がある。なお、米欧などと異なり新型コロナの日本への影響は大きくはなかった⁽⁴⁾。

1 全般的な評価については” Japan: Financial Sector Assessment Program-Financial System Stability Assessment” May 2024 を参照。なお、概要を当研究所のレビュー7月号掲載 (予定) の拙稿で紹介した。

2 IMF : ” Japan: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Regulation and Supervision of Investment Funds”, May 2024” Japan: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Systemic Risk Analysis and Stress Testing” May 2024 を参照。

図表1：日本の投資信託市場の動向と市場構造



〔出所〕 IMF：“Japan: Financial Sector Assessment Program-TECHNICAL NOTE ON SYSTEMIC RISK ANALYSIS AND STRESS TESTING” May 2024, Figure 57より

日本の投資ファンド業界では、大手金融グループ（証券・銀行）傘下の運用業者が7割以上のシェアを占め、上位10社が運用資産残高に占めるシェアは60%と集中度が高い。一方、フィンテック業者の比率はまだ小さい。運用資産の多くが株式への投資だが、外国株式への投資がかなりあり、2022年には公募投信への資金流入の61%が外国株式に向けられた。外国投信に加え、国内の資産運用会社による外国証券で運用する国内投信があり、国内資産運用会社は、その多くを海外の運用業者に外部委託している。

マネーマーケットファンドのシェアは低く、MRFのみで構成されている。MRFは投信協会の規則改訂で流動性リスク管理の規制枠組みが強化された³⁾。MRFは個人投資家の証券取引の決済での利用に限られ、運用は主にキャッシュでありCPにも投資されている。

3 投信の純資産総額は2023年に300兆円超で、公募投信が60%、私募投信が35%。公募投信に流入した資金の61%がグローバル株式向けに総資産の54%は外貨で保有される。公募投信の多くは伝統的な株式、債券と関連のデリバティブに投資する。また、資金循環統計によれば、預金金融機関は2022年末に資産の4%を証券投信で保有している。

4 FSAPでは投資信託協会のデータに基づいて、2020年3月の解約は若干増加したが資産の変化は小さく、2~3カ月には純資産は増加し始めたと指摘している。

5 投資信託協会：“MRF及びMMFの運営に関する規則”を参照。

日本政府は資産運用分野への関心を高め、日本を国際的な資産運用の主要な拠点とすることを目指している。具体的な取り組みは議論中⁶⁾だが、国内の運用会社の能力向上、参入への障害の特定・除去で海外プレイヤーのアクセス改善と競争の促進が検討されている。

Ⅲ. 投資ファンドの規制

1. 投資運用業者の規制枠組み

投資ファンドの規制・監督に関する報告書から投信関連の記述を中心に紹介する。投資ファンドの規制は主に金融庁が担い、政策立案及びオフサイトモニタリング、投資運用業者を含む金融商品取引業者への処分も所管する。証券取引等監視委員会は、金融商品取引業者へオンサイト検査を行い、必要なら金融庁に行政処分を勧告する。財務局は金融商品取引業者の登録などを担当し、小規模業者のオフサイトモニタリングとオンサイト検査を行う。

投資信託協会（JITA：投信協会）は、投資信託／投資法人の運用会社を会員とする協会であり、自主規制の制定、調査及び処分に関する機能を果たしている。投信協会の機能は金融庁や監視委員会から委任されたものではなく、会員になるのは自主的なものだが、実際にはほとんどの運用業者が会員になっている（投信の運用ができる 111 社の中で非会員は 3 社）。投信協会は IOSCO の原則の観点からは自主規制機関（SRO）だと考えられる。

日本の集団投資スキーム（IOSCO の CIS）は、主に投資信託及び投資会社法（投信法）と金融商品取引法（金商法）で規制される⁷⁾。投信法が投資ビークルを規制し、金商法が投資ビークルの運用・管理サービスを提供する組織を規制する。なお、投資信託と投資会社に加え、金商法に基づいてパートナーシップによる投資も行われる。

通常、投信などの運用を行うには資産運用業者として許可を受ける（登録する）必要がある（ただし、適格機関投資家等特例業者などの特例業者は届け出のみ）。投資ファンド運用者の規制枠組みは、運用するファンドの種類（投信、投資会社、パートナーシップ）に応じて定められている。

2. 投資ファンドの主な規制～行為、運用方針、資産評価、価格算定

日本の投資ファンドに関連する規制について主なポイントを挙げると以下の通り。

・資産運用業者には一般的な注意義務が課せられ、忠実義務や善管注意義務があり、受益者の利益との相反を招くおそれのある行為は禁止されている。また、運用業者は法律や規制の違反行為など内部の問題に気づいたら当局に通知することが期待されている。

6 FSAP の公表後の進展を含む状況は、金融庁のサイト“資産運用立国について”2024年6月21日更新、を参照。

7 投信に関する規制などについては、テクニカルノートの記述に加え、杉田浩治“投資信託の世界”金融財政事情研究会、2019年、金子久：図説日本の証券市場、2024年、当研究所、第7章“投資信託”を参考にさせていただいた。

・投資ファンドは、信用及び流動性リスクを適切に管理する投資方針に従わなければならない。資産運用業者は事前に決めた投資手法に基づいて信用リスクを管理しなければならず、流動性リスク管理の適切な手段なしに投資を行うことは禁じられている。

・集団投資スキームの会計・資産評価は複雑な規則が定められている。ファンドは日本の会計基準（J-GAAP）に従わなければならないが、異なる種類のファンドの会計・資産評価要件は自主規制機関の規則で定められる。投信には、投信協会の“投資信託財産の評価及び計理等に関する規則”があり、投信のポートフォリオの資産は原則として時価評価が求められる。財務報告では“投資信託に関する会計規則”がある。

・資産運用業者は NAV（純資産価値）計算の正確性確保のため、計算プロセスの適切な管理が求められる。基準価額で1円の過誤や逸脱は、実務上許されないものとみられる。資産運用業者がファンド評価の責任があり、現状では100%の正確性の確保のため資産運用業者と信託銀行がそれぞれ独立して計算し、照合が行われている。

3. 流動性リスク管理、解約の中止

テクニカルノートの記述に基づき⁽⁸⁾、日本の投信の流動性リスク管理及び解約中止に関連する規制、規則などについてまとめると以下の通り⁽⁹⁾。

投信の流動性リスク管理に関する規制は最近改訂されている。2020年6月“金融商品取引業等に関する内閣府令及び投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の一部を改正する内閣府令（2022年1月施行）”及び関連する投信協会の“投資信託等の運用に関する規則”改正（流動性リスク管理態勢の要件等にを規定）によって、2018年のIOSCOの“ファンドの流動性リスク管理改善のための提言”が日本の公募投信に取り入れられている。

資産運用業者は、運用する公募投信の流動性の適切な管理を確保する妥当な手段を取らねばならない。投信協会の規則では流動性リスク管理態勢は、投信の規模、売買条件、保有資産、投資戦略、販売窓口、想定される投資家の特性、設定・解約条件、商品特性、市場動向と市場環境とそれが流動性リスクに与える影響、ストレステストの結果などを踏まえたものとされている。

また、保有資産を流動性の程度に応じて、高流動性資産、中流動性資産、低流動性資産、非流動性資産等に内部的に分類し、保有比率をモニタリングすることが求められている。公

8 内閣府令、投信協会の“投資信託等の運用に関する規則（第2条の4）”、“特別対策委員会の運営に関する規則”、“緊急事態発生時における投資信託の運営等に係るガイドライン”などを参照した。

9 テクニカルノートでは投資ファンドのレバレッジ利用や資産の分別管理、運用の（外部）委託、手数料、投信の償還／清算なども取り上げているが、本稿では省略した。また、REIT関連の記述も省略した。

募投信では投信の規模や保有資産の性質などを勘案し、必要に応じて定期的にストレステストを実施する。状況に応じ、更に流動性分析を実施して適切な対応を取ることが期待されている。なお、現状では金融庁は投資ファンドのストレステストを実施しておらず、近い将来の実施も検討していない。

法律や規制ではファンドが利用できる流動性管理ツールを規定してはいない。投信や投資法人は約款にある限りの流動性リスク管理ツールを使用できる。ファンドの約款は受益者の利益に資する限り決議なしに、より多くのツールを取り入れるように変更できる。

実際には、いくつかの投信は一定の希釈化防止手数料を全ての解約者に賦課している（信託財産留保額）。また、一般的には大口解約の先延ばしや制限を取り入れることもありうる。現在、金融庁は投信による流動性管理ツールの使用について、そうしたツールを適用する上での潜在的な課題と共に、業界と協議中である。

投資ファンドの解約中止の可能性は、投信協会の規則で検討されている。取引所の取引停止や為替市場の取引停止、取引市場の混乱、市場インフラの機能停止などの状況では、資産運用業者はファンドの設定・解約の中止を決定できる。中止の決定は直ちに販売会社、投信協会、金融庁に伝えなければならない。部門全体に影響するような緊急事態では、投信協会が特別対策委員会を招集し「受付中止措置」を決定することがある。なお、上述したように資産運用業者は、大規模な解約請求を管理するために解約を中止することもある。

IV. 投資ファンドの監督

1. オフサイトモニタリングとオンサイト検査

金融庁、財務局及び自主規制機関が資産運用業者の監督を分担しており、当局と自主規制機関は協調して頻繁に情報を共有している。金融庁と監視委員会は2018年に、オフサイトモニタリングとオンサイト検査をより統合することを目指した新しい監督アプローチを導入した。基本的な監督アプローチは、金融庁の監督指針で公表されている。監視委員会は年次でモニタリングの優先事項を公表している。

図表2：各監督当局が所管する運用業者

監督当局	投資信託の運用業者	投資法人の運用業者	投資一任業者	パートナーシップの運用	適格機関投資家等特例業者
金融庁	111	110	181	20	1
財務局*	0	0	149	25	3,503
合計	111	110	330	45	3,504

*財務局が海外投資家等特例業者1社を監督

〔出所〕 IMF : Japan, FSAP "Technical Note on Regulation and Supervision of Investment Funds", CR /24/114, May 2024, Table5 より

新しいアプローチでは、金融庁と監視委員会はオフサイトモニタリング枠組みに依存し

てオンサイト検査の必要性を評価する。資産運用業者からのデータと情報のモニタリングは金融庁が行い、監視委員会と定期的なコミュニケーションが行われる。

2. オフサイトモニタリングと情報収集

大半のオフサイトモニタリング作業は、監視委員会と緊密に連携しつつ金融庁と財務局によって行われる。監督局証券課の資産運用モニタリング室が主な作業を担い、スタッフは約 20 名。オフサイトモニタリングでは以下のような様々な情報源が利用されている。

- ・金融庁と財務局に届け出た投資ファンドの基本的な約款、財務局に届け出た目論見書
- ・資産運用業者の事業報告書〜ガバナンスと企業構造の情報、運用するファンドの情報、ファンドの募集と償還、財務情報を提供
- ・投資ファンドと資産運用業者に関する臨時の通知
- ・苦情、内部情報、公衆及び他の当局からの照会
- ・ウィッスルブローワー（告発者）から得られた情報
- ・自主規制機関による監査
- ・自主規制機関が受け取ったデータ。投信協会は金融庁に月次でハイレベルのファンドのポートフォリオの構成、純流入出及び NAV を提供する。投資顧問業協会は、四半期毎の運用資産の報告と運用会社の年次報告書を受け取っている
- ・各運用会社との協議

投信協会は、資産運用業者に年次でアンケート調査を行い、ガバナンス、コンプライアンス、構造、投資など標準的な質問と年毎のトピックス（例えば、流動性リスク管理）がある。

過去数年間は他の情報源が金融庁のモニタリングで資産運用業高度化のため使用され、重要な調査結果と提言について資産運用業高度化プログ्रेसレポートが 2020 年から公表されている⁽¹⁰⁾。この取り組みは 11 の最も大きな資産運用業者に焦点を合わせ、関心のある分野で定期的にデータと情報を求めている。ガバナンスなどのトピックスは繰り返され、その他（ESG など）は随時取り上げられている。金融庁は資産運用業者と多くの協議や面談を実施し、必要に応じて追加の情報収集とフォローアップを行っている。

金融庁はデータ収集を改善するため、全ての資産運用者に対する新たな調査を展開している。NAV で 500 億円以上を運用する資産運用業者（適格機関投資家等特例業者を含む）は年次で、投資戦略（ヘッジファンドの場合）、地域別の内訳、資産の種類、カウンターパーティリスク、レバレッジと流動性リスク管理の情報提供が求められる。調査は 2023 年に 14 の最も大きな資産運用業者に実施され、2024 年 1 月から全社に行われる。金融庁は試験

¹⁰ 2024 年は、資産運用業高度化プログ्रेसレポートは公表されていない。日本経済新聞、電子版 2024 年 4 月 19 日付では“政府が目指す資産運用立国の関連施策が実行段階に入ったため一度休止する”と報じられている。

的な調査の結果を 2023 年 7 月に受領し、調査対象企業のトレンドとリスクを特定する分析を計画している。最初の全社調査の提出期限は 2024 年 7 月末である。

3. オンサイト検査

オフサイトモニタリング強化に基づく新しい監督手法が導入され、また、金融庁は、データ収集の努力を強化し、的を絞った取り組みを数多く開始している。これはオンサイトモニタリングの枠組みで補完されているが、各年に検査される会社の数は限られている。

監視委員会は、オフサイトモニタリングで集められた情報と金融庁との協議に基づいて、どの会社を検査するかを決めている。優先順位を決める基準には、①過去数年、検査を行っていない、②運用資産残高で上位、③リテール顧客数から消費者に大きな影響を及ぼしうる、などがある。また、対象を絞るため、①利益、資産運用残高の変化、収益の変化率などの指標、②顧客の種類やアウトソースなど事業の特性、③監査枠組み、④自主規制機関などからの問題点の報告、⑤苦情や問題のある行為の報告なども用いる。ただし、諸要素についての特定のウェイト付けや標準化されたアプローチはない。

監視委員会／金融庁が詳細を理解する必要がある場合などに検査が実施される。監視委員会は、オンサイト検査で問題の全体像を確認し根本的な原因を捜査して、再発を防ぐことに焦点を合わせる。監視委員会には 2 つの資産運用業者の専任検査チームがありスタッフは 12 名いる（財務局のスタッフも検査を行う）。平均的な検査チームは 8 名で構成され、検査期間は約 6 か月間。検査の結論は検査報告書にまとめられ、監視委員会の委員長、委員に提出される。報告書には検査結果、行政処分の勧告をするかが含まれる。

検査チームが問題の可能性を発見したら、①会社に対処すべき問題点を通知。当該事案はフォローアップのため金融庁に移される。または、②金融庁に行政処分を勧告する。金融庁は問題があった会社に対して報告命令を出し、会社は改善・対応策を説明した報告書を作成・提出、金融庁がレビューする。金融庁は適切な措置が取られるまで会社と面談なども行う。

オンサイト検査の件数に目標はないが実施された件数をみると、2018 年～2022 年は 24 件で、平均 5 社を検査している。ただし、過去 10 年間で大手資産運用業者 11 社の内、検査されたのは 4 社で、適格機関投資家等特例業者の検査は 2018 年以降で 6 件だった。

監視委員会は財務局の検査プログラムが適切な対象範囲となるように、財務局に緊密に関与し、財務局のモニタリングの計画と実施を支援する。もし、モニタリングで、ある資産運用業者のオペレーショナルリスクが高いか複数の財務局に関係していたら、監視委員会がモニタリングを代わるか共同で検査する。財務局には合計 300 名のスタッフがいて 200

名が資産運用業者を含む金融商品取引業者の検査を担当する。

図表3：証券取引等監視委員会／財務局による実地検査（件数）

検査対象の種類	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	5年間合計
投資運用業者	4	5	4	4	7	24
内、行政処分	0	1	1	1	1	4
適格機関投資家 等特例業者等	2	2	0	0	2	6
内、行政処分	0	2	0	0	1	3

〔出所〕 IMF：Japan, FSAP “Technical Note on Regulation and Supervision of Investment Funds”, CR /24/114, May 2024, Table6 より

投信協会もメンバーに対するオンサイト検査を行い、年間 10～12 社を対象にしている。投信協会は金融庁の監督下にあり、金融庁はオフサイトのモニタリング及び実地検査について投信協会と定期的に連携している。また、投信協会は年に 1 回、監視委員会に運営状況を報告している。なお、監督プログラムでは、自主規制機関は実地検査の対象に含まれず、投信協会に対する検査は 2007 年が最後だった。

4. システミックリスクモニタリング

金融庁には金融市場のシステミックリスクの特定、モニタリング及び適切な管理に貢献する広範な責任がある。金融庁のリスク分析総括課は、複数の金融機関とより広い金融システムに共通するリスクの状況や傾向の調査・分析の調整を所管し、包括的または特定された調査・分析を行う。また、金融機関のリスク管理状況を把握するために検査もできる。

資産運用モニタリング室とリスク分析総括課は、資産運用部門に関する情報交換とデータ収集で協力している。証券業界と比べると資産運用部門は規模が小さく、金融庁の全般的なシステミックリスクモニタリング枠組みでの投資ファンドの重要性は限られていた。

だが、この点は変化が始まりつつある。新しい投資ファンド調査のデザイン及びマイクロプロダクショナルな監督を越えた重要なデータ要素（デリバティブやカウンターパーティエクスポージャー）を特定するための協働が行われている。また、金融庁は日銀ともシステミックリスクの評価のために協調しており、定期的な連絡会や金融モニタリング協議会、実務レベルの会合、非公式な情報共有が行われている。共同データプラットフォームを通じた情報収集の努力でも協力している。

V. 投資ファンド部門の規制についての所見と提言

投資ファンドの規制・監督に関する FSAP の主な提言は図表 4 の通りであり、将来的な新しい資産の投信への組み入れへの対応、オンサイト検査の拡充及び当局による投資ファンド部門のストレステストなどシステミックリスク分析の強化が課題である。

図表4：対日FSAP—投資ファンドの規制・監督での提言

FSAPの提言	期限	当局等
規制枠組み		
(i) ストレステスト要件の実務、(ii) 資産の流動性分類を含め、流動性リスク管理規則の実施について、業界への関与を継続する。	I	金融庁/投信協会
指定参加者及びマーケットメーカーとの取り決めの頑健さを理解するために、上場投資信託(ETF)サービス提供者への関与を拡大する。	ST	金融庁
将来的に規制の改訂が求められるかもしれない進展の可能性について、MMF/MRF市場をモニタリングする。	MT	金融庁/投信協会
規制の対象範囲を改訂するあらゆる必要性を評価するために、部門の発展と新しく許可された資産クラス(例えば暗号資産)のモニタリングを継続する。	MT	金融庁
監督		
投資信託部門の効果的な監督を確実にするため、金融庁、証券取引等監視委員会(SESC)地方財務局の協力の強化を続け、金融庁が調整の役割を果たすために適切な資源の配分を確保する。	I	金融庁、SESC、財務局
より包括的な業界の展望及びリスクの迅速な識別を可能にするようにファンド調査の頻度を増やすためデータ報告枠組みの拡張を検討する。	ST	金融庁
大手資産運用業者へのより頻繁な訪問、新しく許可された業者を検査対象会社の基準に組み入れる、投信協会及び必要に応じたその他の自主規制機関のオンサイト検査を含め、オンサイト検査アプローチを強化する。	ST	SESC
投資運用業者と信託銀行の関係についてのモニタリングを継続する。	I	金融庁、SESC
資産運用部門の成長継続に併せてより多くの資源を監督の強化に割り当てるべきである。	ST	政府/金融庁
システミックリスクモニタリング		
投資ファンド部門をシステミックリスク分析枠組みの一部に組み入れる努力を継続する。	I	金融庁
投資ファンドにシステミックリスク分析の構成要素としてストレステストを導入する。	MT	金融庁

注：期限の表記は、C：継続的に、I：直ちに（1年以内）、ST：短期（1～2年）、MT：中期（3～5年）

〔出所〕 IMF：“Japan: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Regulation and Supervision of Investment Funds” May 2024, Table1より

1. 規制枠組み

流動性リスク管理へのアプローチ強化は歓迎できる。新しい規制枠組みはオープンエンド投信の規制を大幅に強化し重要なギャップを塞いだ。当局は流動性リスク管理ツールの実行性と影響を理解するため業界に積極的な関与し、それが洞察の向上に寄与している。

新しい規制や業界への関与は、オープンエンド投信に焦点を合わせている。金融庁は大手ETF提供者の一つと流動性管理アプローチについてやりとりしているが、より多くのETFサービス提供者との対話が望ましい。最近導入された枠組みの多くは円滑に実施され、多くの会社は相対的に強固な流動性リスク管理機能があるとみられる。ただし、希釈化防止変動賦課金などはまだ業界と協議中で、当局は最終的なFSB-IOSCOの提言を待っている。当局はストレステスト実施について業界により詳細な情報を求めるべきである。また、新しい調査を通じて得られる流動性の階層分類データを監視し、類似の資産で運用業者のアプローチに重大な相違があったら、整合性を促進するための指針を提供すべきである。

将来的には、一定の種類 of ファンドが新しい種類の資産への投資を許可されるかもしれない。当局は規制の境界線を調整する必要性に警戒し続けるべきである（暗号資産に投資できるパートナーシップなど）。

当局は、規制更新の必要性を踏まえ、MMF/MRF 市場の今後の動向を監視すべきである。現状では MRF は、リテール投資家のみが保有するなど国内向け商品であり、それが固定 NAV のリスクを減らしている。だが、将来、他の MMF 商品が導入されるかもしれず、当局は必要なら規制を更新するために積極的な監視を維持すべきである。

2. 監督

連携を強化し、金融庁が調整の役割を果たせるように資源を確保すべきである。日本の規制・監督構造は、金融庁、監視委員会、財務局の責任分担及び自主規制機関の役割に複雑さがあるが、当局と自主規制機関は共通の目的を達成するため協調した活動に努めている。全金融部門の規制・監督戦略決定における金融庁の主導的な役割により、重大な間隙や重複はないようだ。投資ファンド部門の成長継続と共に、金融庁の資産運用チームが潜在的リスクに比例した主導的役割を強化し続けるために、十分な資源を確保すべきである。

資産運用活動のオフサイトモニタリング枠組みは大幅に強化されたが、範囲と頻度が十分かは検討すべきである。新しいファンド調査は歓迎すべきで、全種類の資産運用業者が主要なファンドの情報を提供するようになれば、より包括的な展望が得られるだろう。また、資産運用モニタリング室は、各社の事業状況や時事的な課題についての有益な情報を提供する様々な取り組みを行っている。ただし、例えば、適格機関投資家等特例業者などについては、部分的にしか掌握されていない。金融庁の調査が開始されたら、調査範囲拡大や対象を絞ったデータ収集での補完を検討すべきである。

オフサイトモニタリングは洞察を提供するが、より頻繁なオンサイト検査で補完すべきである。資産運用モニタリング室の大手資産運用業者とのやりとりは伝統的な分野を越えて行われ、実務面の洞察も提供している。だが、リスク管理やガバナンスなどの全般的機能は、直接の検査と詳細なインタビューなしでは適切な評価ができないだろう。監視委員会は、最大手資産運用業者をより頻繁に検査するようにアプローチを検討すべきである。また、分野を絞ったテーマ検査も可能だろう。

当局は、対象を広げるためにオンサイトの監督アプローチを拡充すべきである。監視委員会は一定数の検査を維持しているが件数は少ない。市場が拡大する中で監視委員会の資源への負荷は高く、検査チームは最も差し迫った課題のみを検査する恐れがある。広範な検査アプローチは、企業の全般的なリスク評価との検査結果の統合を促すだろう。また、金融庁と監視委員会のスタッフが様々な資産運用業者の事業と実務をより理解し洞察を深める機会も提供する。部門の成長と共にその重要性は高まるだろう。

金融庁の監督プログラムは、自主規制機関、特に投信協会のオンサイト検査に関しより組

織化されたアプローチを持つべきである。金融庁は公式・非公式の協議や情報交換を通じて投信協会の活動を比較的良好に把握しているが、投信協会の検査についてのよりプログラム化されたアプローチは有益で、金融庁と監視委員会は自主規制機関の監督、執行能力をより理解できる。これは投資ファンド部門の監督アプローチの継続的強化に重要である。

資産運用業者と信託銀行の関係を緊密に監視すべきである。金融庁と監視委員会は、プログレスレポートでの一環として行われた利益相反の作業の重要な所見のフォローアップを確実にすべきである。また、銀行監督チームとやり取りして、信託銀行の活動で懸念のある分野は、必要に応じて信託銀行の検査で調べられることを確実にすべきである。

当局が、着実に成長している業界の真に包括的な監督プログラムを実行するには資源の制約がある。金融庁、監視委員会と財務局は円滑に協力し、利用可能な資源を効率的に使用しているが、利用可能な資源は投資ファンド部門の包括的な監視には十分でないとみられる。資源が不十分だと監督アプローチが受動的なり、明白なコンプライアンス問題に焦点を合わせて、発生しつつあるリスクや部門の脆弱性を見逃す可能性がある。

資産運用部門は成長が続くため、その監督の強化には、より多くの資源を割り当てる必要がある。監督アプローチは、限られた人数のスタッフによるオフサイトモニタリングにかなり依存している。監視委員会のオンサイトチームの資源制約もオンサイト監督プログラムの広さに影響する。金融庁と監視委員会には、利用可能な資源と資源の必要性を特定する分析の実施が奨励される。これは、より頻繁で定期的な企業と自主規制機関の監督、財務局の資源、今後の数年間に予想される投資ファンド部門の成長を考慮する必要がある。

3. システミックリスクモニタリング

当局はシステミックリスク分析枠組みの中に投資ファンド部門を組み入れる努力を続けるべきである。資産運用モニタリング室とリスク分析総括課は、新しい調査やオフサイトモニタリングで収集する他の情報から得られたデータを積極的に検討するべきである。また、報告枠組みが効率的なシステミックリスクモニタリングに十分なデータを提供するか、あるいはより粒度が高いか新しいデータ要素を求めるかも検討すべきである。

当局は、包括的な分析のためデータ収集を全てのファンドに広げることも検討できる。現状では小規模で不活発なファンドが多く、資産運用会社の負担が大きいが、大規模で長期のファンドの提供に焦点が当たる再構成が行われれば、より実行できるようになるだろう。

投資ファンド部門の成長継続に対応し、金融庁はシステミックリスク分析アプローチの一環として投資ファンドのストレステスト導入を検討すべきである。これは資産運用業者

のストレステストのモニタリングに必要な専門知識を金融庁に提供することにもなる。

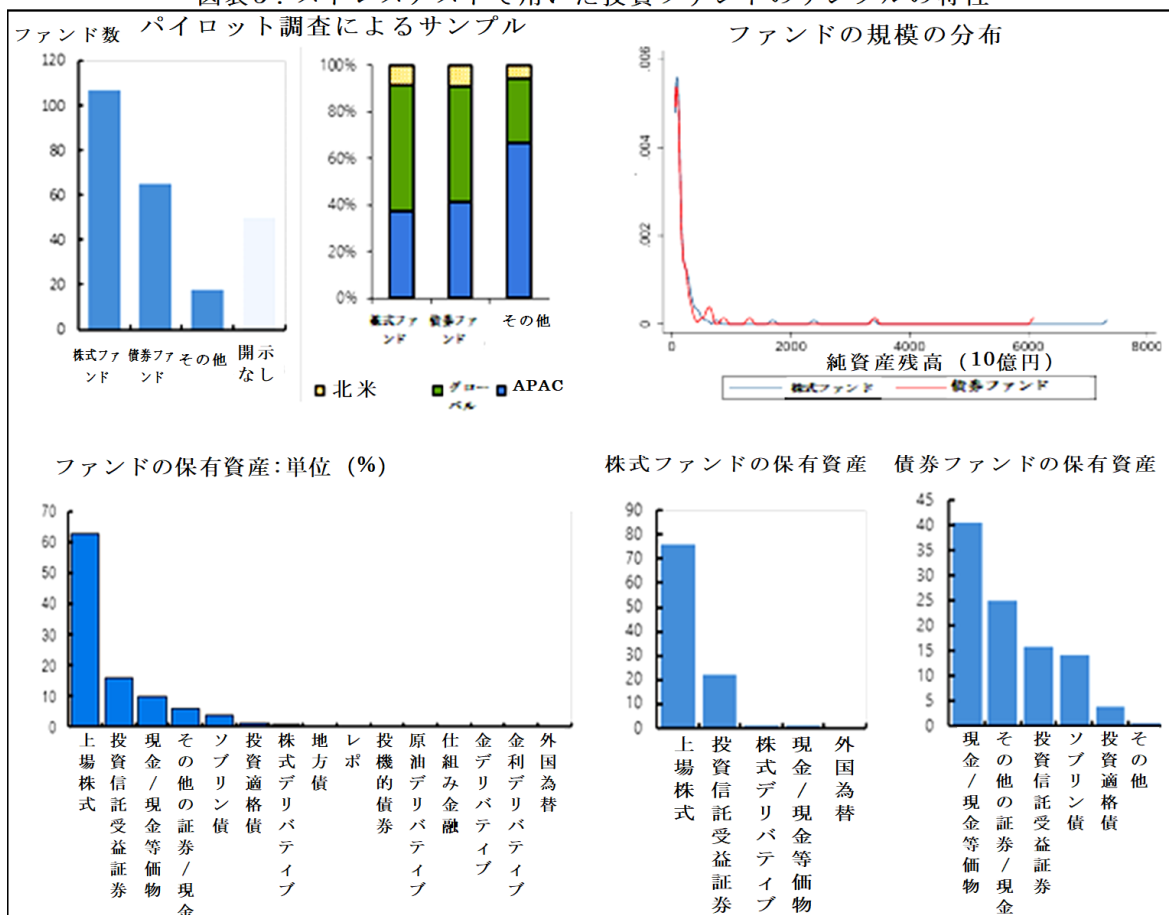
VI. FSAP での日本の投資ファンドの流動性ストレステストの概要

今回の FSAP では、金融庁が収集した監督用データと商業用データを組み合わせて日本の投信の流動性ストレステストを行っている⁽¹¹⁾。以下で、使用されたデータ、分析方法の概要、流動性ストレステストの結果を簡単に紹介したい（本稿末の図表 11 を参照）。

1. 流動性ストレステストに用いられたデータ

FSAP のストレステストには、2023 年に金融庁が開始した調査で収集された投信のデータを主に用い、商業用データ（ブルンバーグ等、2006 年～2023 年）で補っている。監督用データは、運用資産 500 億円以上の投信を対象としており、今回のストレステストではその内 183 投信のデータが用いられた。分析対象になった投信は、グローバル投資を行う株式投信が多かった。なお、債券投信にはマネーマーケットファンドが含まれている。

図表 5：ストレステストで用いた投資ファンドのサンプルの特性



〔出所〕 IMF：“Japan: Financial Sector Assessment Program-TECHNICAL NOTE ON SYSTEMIC RISK ANALYSIS AND STRESS TESTING” May 2024, Figure 58 より

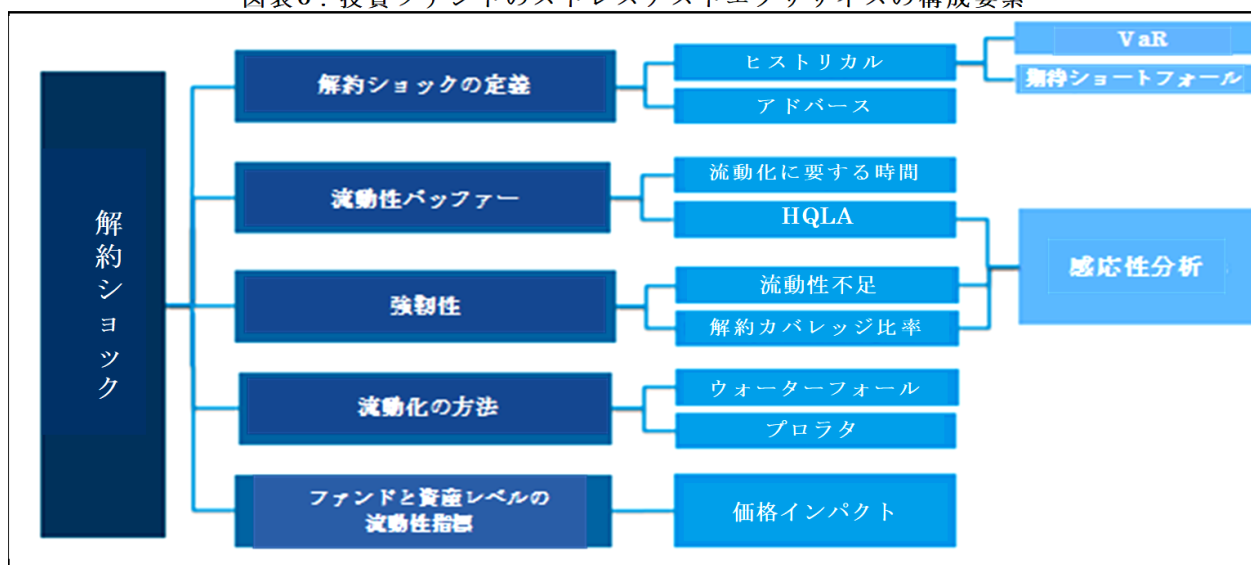
11 今回の FSAP では銀行、保険に加えて投資ファンド部門についてのストレステストが行われている。分析方法などの詳細は、IMF：“Technical Note on Systemic Risk Analysis and Stress Testing”, May 2024 を参照。

2. 流動性ストレステストの手順

FSAPの流動性ストレステストは、①ヒストリカル分布アプローチ（VaRなど）とマクロ経済モデルアプローチでの解約ショックによる資金流出の推定、②ファンドの保有資産に基づく流動性バッファ算出、③ファンドが利用可能な流動性に基づく脆弱性の評価、④ファンドの資金不足が資産価格に及ぼす影響の推定、の4段階で行われた。

なお、LMT（流動性管理ツール）の使用と効果の不確実性と軽減手段がない場合の金融機関の強靭性を評価するというテストの目的から、LMTの使用はないと仮定している。

図表6：投資ファンドのストレステストエクササイズ構成要素



〔出所〕 IMF：“Japan: Financial Sector Assessment Program-TECHNICAL NOTE ON SYSTEMIC RISK ANALYSIS AND STRESS TESTING” May 2024, Figure 59より

(1) 解約ショック（ネット資金流出）の推定

ネット資金流出は、ヒストリカルなネット資金フローデータの分布に基づいて VaR アプローチで求め、代替な方法として期待ショートフォール（ES）でも算出する。ファンドの種類毎に同様な流出が発生するとの想定（同質性）とファンド毎に異なる（異質性）との想定が考えられ、異質性での推定をベンチマークとし、同質性での推定も試された。

モデルに基づくアプローチでは、マクロ金融変数（VIX：米国株価ボラティリティ、3カ月物金利の変化、10年物国債の変化、金利のタームプレミアム、日本と米国の株価、社債の信用スプレッド、名目実効為替レートの変化）でネット資金フローを説明するモデルを推定（期間：2006～2023年）、マクロ経済シナリオを想定し資金フローを算出する。

$$NetFlows_t = \alpha_1 \Delta VIX_t + \alpha_2 \Delta 3M_t + \alpha_3 \Delta 10Y_t + \alpha_4 Term_t + \alpha_5 \Delta JP\ Stock\ Prices + \alpha_6 \Delta US\ Stock\ Prices + \alpha_7 \Delta Bond\ Spread_t + \alpha_8 \Delta NEER_t + \epsilon_t$$

(2) ファンドレベルの流動性バッファ推定

ファンドの流動性バッファの算出は、①保有資産の流動化にかかる時間に基づくアプ

ローチ（上場株式では、1日当たり日次取引量の90日間平均の20%未満）と②保有資産を流動性バケットに分けて推定するアプローチがある（バーゼルⅢの高品質な流動資産、HQLAの定義を参考とする）。保有資産を資金化する方法は、①流動性の順（HQLAから流動性の順に資金化）と②プロラタアプローチ（保有資産の構成を維持して資金化）が考えられる。実際のストレス状況では両者を組み合わせて資金化が行われるだろう。

(3) ファンドの流動性の評価

解約ショックによるネット資金フローと保有資産に基づく流動性バッファの推定を比べた解約カバレッジ比率（RCR） $RCR = \frac{\text{Liquid assets}}{\text{Net outflows}}$ で、流動性ショックへの投資ファンドの強靭性が測定できる。RCRが1以上ならファンドのポートフォリオは解約に対処する十分な流動性があり、1未満ならファンドの流動性プロファイルは解約シナリオで悪化する。

RCRが1未満の場合に必要な追加の資産売却額を流動性不足と定義する。

$$\text{Liquidity shortfall} = \max(0, \text{Net outflows} - \text{Liquid assets})$$

様々なファンドを比較するため、流動性不足はファンドの純資産総額対比で表示する。

(4) 資産価格の脆弱性

流動性ストレステストで想定されたシナリオでは、大幅な解約圧力にさらされた投資ファンドは、解約請求に応じるため預金¹²の引き出しが必要になるかもしれない、その金額が大きければ銀行などの金融機関に流動性の問題が生じる可能性がある。ファンドの脆弱性が資産価格に及ぼす影響を測るには、まず、①ファンドレベルの非流動性の尺度をファンドが保有する資産のビッド・アスクスプレッド（非流動性）の加重平均で算出する。

$$\textcircled{1} \quad \text{Fund illiquidity}_{j,t} = \frac{\sum_{i=1}^i \text{Holding amount}_{j,i,t} \times \text{Bid-Ask}_{i,t}}{\sum_{i=1}^i \text{Holding amount}_{j,i,t}}$$

次に、②資産価格の脆弱性を各投資ファンドの非流動性を加重平均して算出する。

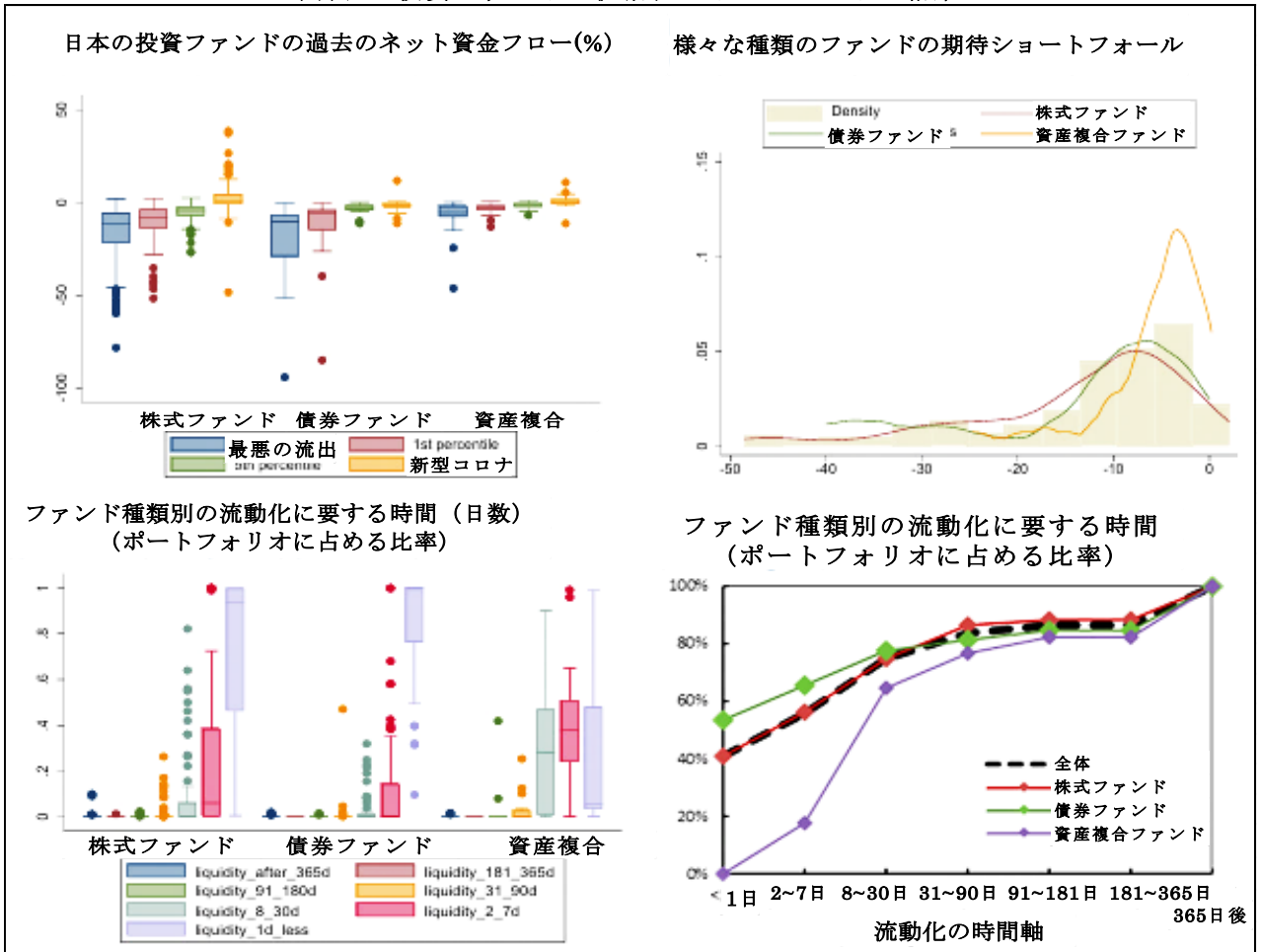
$$\textcircled{2} \quad \text{Asset level Vulnerability}_{i,t} = \frac{\sum_{j=1}^j \text{Holding amount}_{j,i,t} \times \text{Fund illiquidity}_{j,t}}{\sum_{j=1}^j \text{Holding amount}_{j,i,t}}$$

3. 流動性ストレステストの結果

ストレステストでは、保有資産の流動化に必要な時間に基づくアプローチと保有資産を流動性バケットに分けて推定するアプローチで求めた流動性バッファにより、公募投信の大半は流動性バッファが十分なことが確認できた。公募投信の保有資産の多くは1～3日で受渡しされ、約75%のファンドが7日から1ヵ月で全ポートフォリオを流動化できる（図表7下段左）。一方、マクロ経済アプローチの結果はヒストリカルアプローチより推定の中央値で約20%高く（図表8右）、多くのファンドで預金の引き出しが必要になった。

¹² 原文は“deposit”で“預金”と訳したが、投信協会の統計で純資産の構成をみると“余資・その他有価証券（英訳はCall Loans, etc.）”の内訳は預金、金銭信託、コール・ローン、割引手形、CD、CP（後略）とされ、預金だけではない。預金など投資ファンド部門が保有する他の金融部門の負債からの影響の波及を分析したものと考えられる。

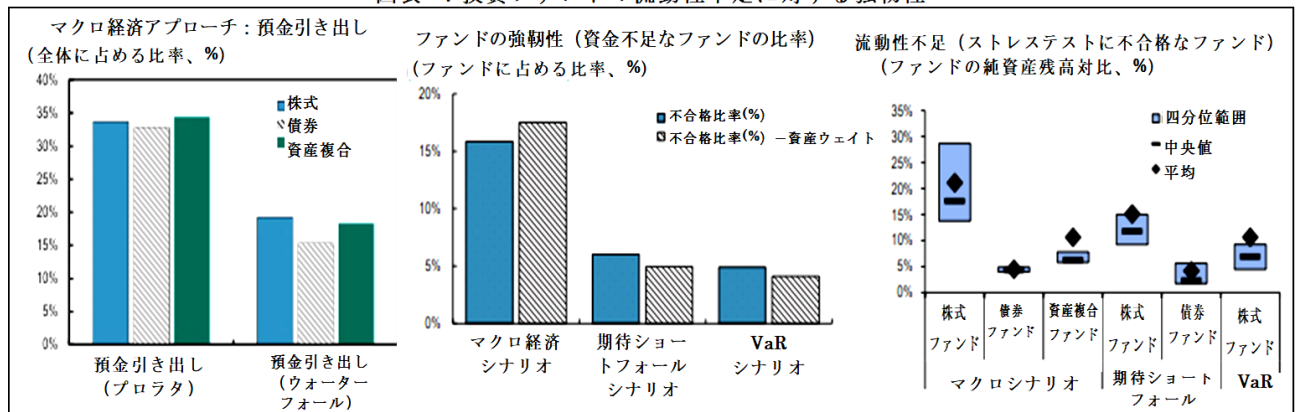
図表7：投資ファンドの流動性ストレステストの結果



〔出所〕 IMF：“Japan: Financial Sector Assessment Program-TECHNICAL NOTE ON SYSTEMIC RISK ANALYSIS AND STRESS TESTING” May 2024, Figure 60より作成

なお、プロラタベースでの売却では、ウォーターフォールアプローチでの売却の2倍¹³⁾の預金引き出しが必要になった(図表8左)。

図表8：投資ファンドの流動性不足に対する強靭性



〔出所〕 IMF：“Japan: Financial Sector Assessment Program-TECHNICAL NOTE ON SYSTEMIC RISK ANALYSIS AND STRESS TESTING” May 2024, Figure 61より

13 ストレステストのテクニカルノート(“Technical Note on Systemic Risk Analysis and Stress Testing”)パラグラフ134の記述は“about half”だがグラフは約2倍であり、確認したところではグラフが正しいとのことだった。

ストレステストにより日本籍のファンドのショックに対する一定の強靭性が示されたが、極端な市場ストレスが起きた場合には脆弱性が生じかねない。不利なマクロシナリオでの分析によれば流動性不足は総資産の18%に達する(図表8中央)。解約ショックでの流動性バッファの枯渇は、株式ファンドが大きく(平均21%)、次に資産複合ファンド(11%)、債券ファンド(5%)の順である⁽¹⁴⁾。なお、債券ファンドへの影響がより限られているのは、現金または現金等価物を多く保有(ポートフォリオ全体の40%)しているマネーマーケットファンドがサンプルに含まれていることで部分的には説明できる。

FSAPのストレステストは、ベンチマークサンプルとした投資ファンドのポートフォリオでの株式の比率の高さを踏まえて、株式の異なる流動性を仮定(株式ウェイト30%~70%)して流動性バッファを算出した感応性分析を行っている。より低い株式ウェイトはHQLAでの計算で流動性がより低いと考えられる。流動性の質が低い株式が多いと仮定するとマクロ経済シナリオでは28%のファンドが解約ショックに対応できない(図表9の下段参照⁽¹⁵⁾)。なお、同質性を仮定した分析でもテスト結果の頑健性が確認されている。

図表9：投資ファンドの感応性分析

VaR(1パーセントイル)に基づくストレステスト										
株式ウェイト -->		30	35	40	45	50	55	60	65	70
異質性を仮定	不合格(%)	7.1%	6.6%	6.0%	5.5%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.4%
	不合格(%)資産ウェイト	5.2%	4.9%	4.6%	4.6%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%
期待ショートフォールに基づくストレステスト										
株式ウェイト -->		30	35	40	45	50	55	60	65	70
異質性を仮定	不合格(%)	12.0%	9.3%	7.7%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	不合格(%)資産ウェイト	7.9%	6.8%	5.6%	5.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
マクロ経済シナリオに基づくストレステスト										
株式ウェイト -->		30	35	40	45	50	55	60	65	70
異質性を仮定	不合格(%)	28.4%	22.4%	21.3%	19.7%	15.8%	14.2%	13.7%	12.6%	9.8%
	不合格(%)資産ウェイト	28.7%	20.3%	19.2%	18.7%	17.5%	16.4%	15.7%	15.5%	10.0%

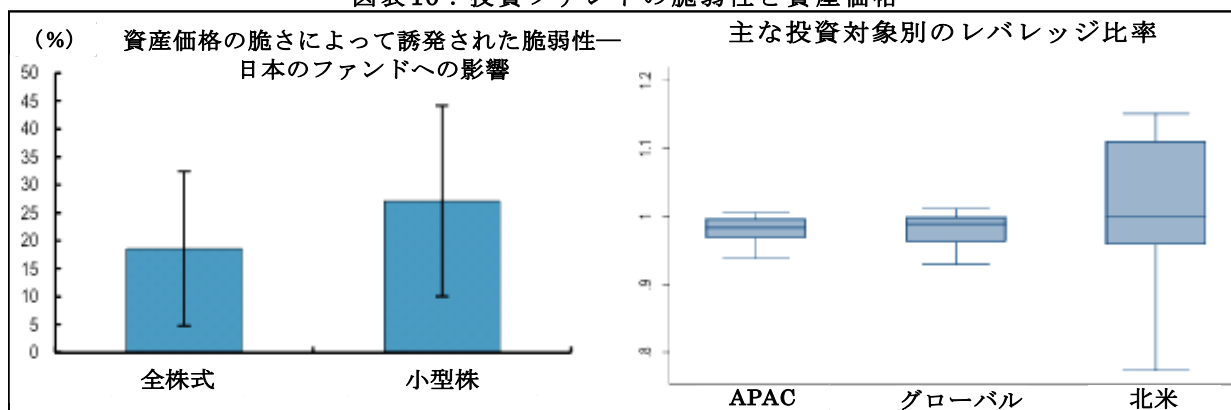
〔出所〕 IMF : “Japan: Financial Sector Assessment Program-TECHNICAL NOTE ON SYSTEMIC RISK ANALYSIS AND STRESS TESTING” May 2024, Figure 62より

資産価格への影響を分析した結果では、流動性が低いファンドが保有する資産は、大規模な解約による売却圧力によって左右されやすい。実証分析の結果では、日本の投資ファンドの非流動性が株式リターンの脆さに影響を与えている。定量的には、資産レベルの脆弱性の1標準偏差の上昇が株価ボラティリティを18%高めかねない。この効果は小型株(スモールキャップ)でより顕著である(図表10左)。

14 新型コロナショックの際に欧米では債券ファンドへの影響が大きかった(FSB: “Holistic Review of the March Market Turmoil” November 2020 など参照)。日本の投信では株式と比べると社債での運用額はあまり大きくない。

15 テクニカルノートの表には注がないが、不合格(%)と不合格(%)資産ウェイトは、不合格なファンド数の比率と不合格なファンドの資産でウェイト付けした比率を指すものとみられる。

図表10：投資ファンドの脆弱性と資産価格



〔出所〕 IMF：“Japan: Financial Sector Assessment Program-TECHNICAL NOTE ON SYSTEMIC RISK ANALYSIS AND STRESS TESTING” May 2024.Figure 63より

全体としてみると、投資ファンドの解約ショックに対する脆弱性は、ファンドによる保有が集中している特定の資産市場に悪影響を与えかねないと考えられる。投資ファンド部門のシステミックリスクモニタリングを、データのカバレッジ拡大と定期的な流動性ストレステストによって強化していくことが必要だろう。

VII. 結びに代えて

今回の対日 FSAP では投資ファンド部門の動向と規制・監督、金融システムへのリスクなどについて詳細に分析して、改善を検討すべき点を提言としてまとめている。

グローバルな動きとして、FSB や IMF、IOSCO などの国際機関は NBF1（ノンバンク金融仲介）部門の拡大と脆弱性を警戒し、モニタリング強化やデータの改善に取り組み、オープンエンド投信の流動性リスク管理などの規制の見直しを進めている。日本の FSAP で投資ファンド部門に注目したのは、そうした動きを反映したものだと考えられる。

FSAP のテクニカルノート（報告書）の分析をみてきた限りでは、重大な問題があるとの指摘はないようだ。潜在的なリスクや規制・監督の改善すべき点が指摘されているが、規制・監督もグローバルな動きに沿って強化されているとの評価である。ただし、投資ファンド部門は継続的な成長が期待されている。FSAP の報告書も提言しているように、成長に併せて規制・監督を強化し、将来を見据えた監督態勢の充実と資源確保を目指していくべきだろう⁽¹⁶⁾。

16 6月28日付の日経新聞は“監督局総務課に新たに「資産運用企画室」を設け、これまで証券課に置いていたモニタリング部署も移管”中略”証券課の下にあった「資産運用モニタリング室」も総務課に移管する”と報じている。

図表11：投資ファンド部門の日本のストレステスト、対象とアプローチ

対象の金融機関	・オープンエンド投資信託
データ	・商業データ（ブルンバーグ、ファクトセット、リップパー） ・法定の報告
参照日付	・2023年3月31日
手法	・様々な解約ショックの調整とファンドレベルでの流動性の高い資産の水 準との比較 ・ファンドの流動性による証券の価格への影響
ストレステストの期間	即時のショック
シナリオ分析	・アドバース（悪化）シナリオ：銀行部門のストレステストのナラティブ な厳しさの度合いに従う ・純粋な解約ショック：ヒストリカルな分布に基づく深刻な流出
評価されたリスク／要素	・市場リスク：金利、株価、信用スプレッド、ボラティリティの指標、為 替レート ・流動性リスク：厳しい解約ショック
バッファ	・流動性の高い資産の水準
行動の調整	・用いられる流動化戦略の選択：スライジング（プロラタ）、ウォーター フォール（最も流動的な資産が最初）及び複合アプローチ（まずキャッ シュ、次にスライジング） ・ストレステストでは流動性管理ツール（LTM）は考慮されない
結果の提示	・流動性不足の分散：流動性の高い資産の解約に対する比率が1を下回る ファンドの数 ・集計された価格インパクト（様々な資産に対する影響） ・投資ファンド部門の集計された脆弱性

〔出所〕 IMF：“Japan: Financial Sector Assessment Program-TECHNICAL NOTE ON SYSTEMIC RISK ANALYSIS AND STRESS TESTING” May 2024、Appendix Iの“Scope and approaches for the 2023 Japan FSAP,Investment Funds Stress Test”より作成。

以上