

## IOSCO が公表した集団投資スキームにかかわる新たな原則

平成 25 年 3 月 1 日

大橋 善晃

(日本証券経済研究所)

## IOSCO が公表した集団投資スキームにかかわる新たな原則

### はじめに

2012 年、証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions、以下「IOSCO」) 専門委員会は、集団投資スキーム (Collective Investment Scheme、以下、「CIS」) にかかわる三つの原則を相次いで公表した。

これまでに公表された IOSCO の CIS にかかわる原則としては、1994 年、1997 年に設定された二つの原則および 1998 年の年次総会で採択された「証券規制の目的と原則」(いわゆる IOSCO 原則) の一つとしての CIS にかかわる原則があり、これらの原則は、加盟国の規制当局が CIS 規制を実施する際のガイドラインとしての役割を果たしてきた。

このたび IOSCO が、こうした既存の原則に加えて、CIS の解約停止、評価および流動性リスク管理にかかわる三つの原則を矢継ぎ早に公表した背景には、加盟国における国内 CIS 市場の拡大、CIS の国境を越えた販売の拡大、CIS オペレーターの役割の高まりに加えて、世界金融危機において顕在化した金融商品の流動性問題の存在が指摘されている。

本レポートは、こうした IOSCO による CIS にかかわる原則について、その概要を紹介するものである。

# IOSCO が公表した集団投資スキームにかかわる新たな原則

公益財団法人日本証券経済研究所

専門調査員 大橋 善晃

## はじめに

2012年、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions、以下「IOSCO」）専門委員会は、集団投資スキーム（Collective Investment Scheme、以下、「CIS」）にかかわる三つの原則を相次いで公表した。

これまでに公表された IOSCO の CIS にかかわる原則としては、1994年、1997年に設定された二つの原則および 1998年の年次総会で採択された「証券規制の目的と原則」（いわゆる IOSCO 原則）の一つとしての CIS にかかわる原則があり、これらの原則は、加盟国の規制当局が CIS 規制を実施する際のガイドラインとしての役割を果たしてきた。

このたび IOSCO が、こうした既存の原則に加えて、CIS の解約停止、評価および流動性リスク管理にかかわる三つの原則を矢継ぎ早に公表した背景には、加盟国における国内 CIS 市場の拡大、CIS の国境を越えた販売の拡大、CIS オペレーターの役割の高まりに加えて、世界金融危機において顕在化した金融商品の流動性問題の存在が指摘されている。

本レポートは、こうした IOSCO による CIS にかかわる原則について、その概要を紹介するものである。

## 1. 集団投資スキームの規制・監督にかかわる二つの原則

### (ア) 集団投資スキームの規制にかかわる原則

1993年2月、トリニダード・トバコで開催されたIOSCO総会において、専門委員会は、CISの国境を越えた販売にかかわるバリアーの除去を目的としてCIS規制の枠組みを策定するとともに、CISおよびオペレーターの規制にかかわる協調（regulatory co-operation）を促す方策を策定するための作業部会を新設、その調査結果を、「投資管理に関する報告書 - 集団投資スキームの規制にかかわる原則」（1994年10月）および「集団投資スキームのオペレーターの監督にかかわる原則」（1997年9月）と題する報告書にそれぞれ取りまとめて公表した<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> *Objectives and Principles of Securities Regulation*, International Organization of Securities Commissions,

1994年の報告書（以下「本報告書」）は CIS 規制の枠組みに関するものであり、CIS の規制にかかわる最初の原則である（1997年の報告書については後述）。本報告書に掲げられた諸原則は、加盟国の規制当局が CIS 規制を実施する際のガイドラインを提供するものであり、国際化が進む投資管理業界の監督・監視に関して各国の規制当局の共通認識を醸成することを狙いとしている。したがって、これらの原則は、あるシステムの他のシステムに対する優位性を是認するものではなく、また、法的な拘束力をもつものでもない。しかし、加盟国は、その法域（jurisdictions）において海外の集団投資スキームの販売を認めようとする際には、法体系及び規制の枠組みが許容する限りにおいて、こうした諸原則を考慮に入れるべきであるとされている。

本報告書において対象とされているのは、主として証券に投資するオープンエンド型 CIS であり、不動産あるいはベンチャーキャピタルに投資するスキーム、クローズドエンド型 CIS、デリバティブに投資する CIS は除外されている。

本報告書に掲げられた CIS 規制の枠組みにかかわる原則の概要は以下のとおりである。

#### 法形式および仕組みにかかわる原則

規制制度（regulatory regime）は、投資家が CIS における彼らの持分（interest）を確実に評価することが可能であり、また、投資家のファンドと他の主体のファンドを分離することが可能な法形式および仕組みにかかわる要件を備えた制度でなければならない。

#### カストディアン、デポジタリー、トラスティーにかかわる原則

規制制度は、CIS 資産を、証券保管機関の資産はもとより経営層、関連機関および他の CIS の資産と切り離すことを可能とし、それによって当該資産の物理的・法的な信頼性（physical and legal integrity）を維持できる制度でなければならない。

#### オペレーターの適格性にかかわる原則

規制制度は、CIS の発売に先立って規制当局の認可を求めるという行為基準、および、最小限の適格性基準（minimum eligibility standard）を備えた制度でなければならない。適格性基準における制約の程度は、取引の規模、監視システムの独立性などによって異なると考えられるが、適格性にかかわる基準には以下の要件が含まれるべきである。

- ① 誠実性、公平性（Honesty and Fairness）
- ② ケイパビリティ（Capability）
- ③ 適正資本量（Capital Adequacy）
- ④ 不断の努力、有効性（Diligence and Effectiveness）
- ⑤ オペレーター固有の権限および義務（Operator Specific Power and Duties）

## ⑥ コンプライアンス (Compliance)

### 委任にかかわる原則

規制制度は、投資家保護のレベルを常時一定に保つことのできる制度でなければならない。CIS 業務の一部を外部機関に委任する場合には、CIS オペレーターの適格性にかかわる原則は当該機関にも適用されるべきである。

### 監督にかかわる原則

規制制度は、その法域内で認可された CIS についての全面的な監督責任および権限を規制当局に与える制度でなければならない。

### 利益相反にかかわる原則

規制制度は、CIS オペレーターが投資家の利益を大きく損なう可能性のある利害関係を有するという認識に立った制度でなければならない。規制当局は、こうしたリスクへの対応が、「受託者責任 (fiduciary responsibility)」にもとづいて確実に行われるよう監督すべきである。

### 資産評価およびプライシングにかかわる原則

規制制度は、CIS 資産の評価、所有権のプライシングのための仕組み、および、CIS の購入・解約のための手続きを備えた制度でなければならない。後者については、既存の投資家およびこれから購入あるいは解約しようと考えている投資家双方にとって公平なものでなければならない。CIS の所有権の価格は CIS の基準価格 (NAV) にもとづいて計算される。CIS の基準価格は、会計慣行にしたがって定期的に設定されなければならない。

### 投資制限および借入制限にかかわる原則

投資目的を達成し、リスク・プロファイルに対処し、いかなる市場状況においても解約請求に応じることのできる流動性水準を確保するために、投資制限、ポートフォリオ分散および借り入れ限度が設定されるべきである。

### 投資家の権利にかかわる原則

規制制度は、CIS にかかわる一定の権利を投資家に提供するものでなければならず、それは、CIS 規制の全体的な文脈において適切でなければならない。CIS における投資家の基本的な権利とは、然るべき期間内であればいつでも、CIS から資産を引き出すことが出来るという権利である。

### 販売及び開示にかかわる原則

規制制度は、投資家に対して、情報にもとづく意思決定を行うために必要な全ての情報を提供するとともに、将来の投資家に対する完全、正確かつタイムリーな開示を確実に行うための要件を備えたものでなければならない。

#### **(イ) 集団投資スキームのオペレーターの監督にかかわる原則**

1997年9月に公表された報告書（以下、「本報告書」）は、CIS および集団投資スキームのオペレーター（以下「CIS オペレーター」）の規制にかかわる協調を促す方策を特定するための原則を提示している。

IOSCO がこれらの原則を設定した背景には、CIS が多くの国々において有力な投資手段として定着し、国境を越えた CIS の販売も増加の一途を辿る中で、CIS オペレーターが高度な行為基準を忠実に守り、また、IOSCO 加盟国が有効な監督の取り決めを行う必要性が高まってきたことがある。CIS オペレーターの活動の一つ一つについて有効な監督が行われない場合、結果として投資家に損害を与え、国内的にも国際的にも重要性を高めている CIS に対する公衆の信頼を失うことになるからである。

本報告書に掲げられた諸原則は、前述の 1994 年の報告書に掲げられた「オペレーターの適格性にかかわる原則」（三番目の原則）および「監督にかかわる原則」（五番目の原則）に則って策定されたものであり、その概要は以下のとおりである。

##### **原則 1：業務運営に関する原則**

CIS オペレーターの監督は、オペレーターが、CIS 業務の運営（conduct of CIS business）における能力、誠実性、公正な取引にかかわる高レベルの基準を満たしており、また、オペレーターが提供する CIS のために行われる投資取引が制限され、適切に開示され、投資家保護に反していないことを確認するために行われるべきである。

##### **原則 2：関係者取引にかかわる原則**

CIS オペレーターの監督は、CIS のために行なわれるオペレーターの関係者とのいかなる取引も、CIS の利益を最優先にして行動するというオペレーターの義務に抵触していないことを確認するために行われるべきである。

##### **原則 3：CIS 資産の評価にかかわる原則**

CIS オペレーターの監督は、CIS 資産の公正かつ的確な評価、および、CIS の基準価格の正確な計算が確実に実施されていることを確認するために行われるべきである。

##### **原則 4：投資の保管および分離にかかわる原則**

CIS オペレーターの監督は、CIS 資産が適切に保管され、また、経営者やその他のエンティティの資産から分離されていることを確認するために行われるべきである。

#### 原則 5：投資に関する原則

CIS オペレーターの監督は、CIS の投資方針が遵守され、投資対象および投資額に関する制限が設定されていることを確認するために行われるべきである。

#### 原則 6：手数料および費用にかかわる原則

オペレーターの監督は、認可されていない手数料や費用が CIS に課されていないことを確認するために行われるべきである。

#### 原則 7：内部統制およびコンプライアンスにかかわる原則

監督は、オペレーターが熱意を持って、効率的に、誠実に、そして適正に事業を行なうための内部統制およびコンプライアンスの取り決めを所持していることを確認するために行われるべきである。

#### 原則 8：開示にかかわる原則

監督は、オペレーターが公表したあらゆる文書（それが商品パンフレットであろうが、財務データであろうが）が、正確・明瞭かつ包括的・整合的で誤解を招く恐れのないことを確認するために行われるべきである。

#### 原則 9：会計及び記録管理にかかわる原則

オペレーターの監督は、CIS の正式な帳簿および記録が、適切な期間にわたって、また、解散の時期まで維持されることを確認するために行われるべきである。

#### 原則 10：適格性の維持にかかわる原則

監督は、経営者の交代やオペレーターの経営体制の変化、機能の第三者への委任が、認可時に前提とされた投資家保護のレベルを引き下げる結果となっていないことを確認するために行われるべきである。

## **2. IOSCO 原則と集団投資スキームにかかわる原則**

### **(ア) IOSCO 原則**

1998 年 9 月にナイロビで開催された IOSCO 年次総会において採択された「証券規制の目的と原則」<sup>2</sup>、いわゆる「IOSCO 原則」(IOSCO Principles) は、IOSCO 設立以来の「もっ

---

<sup>2</sup> *Objectives and Principles of Securities Regulation*, International Organization of Securities Commissions, September 1998.

とも重要な文書の一つ」<sup>3</sup>とされている。

IOSCO がこの時期に証券業界に対する高度な規制基準（high regulatory standards）の策定と維持を表明した背景には、金融市場の国際化と統合の進展があった。IOSCO によれば、金融市場の国際化と統合の進展は、市場、とりわけ近年急速に拡大している新興市場において、国境を超える相互作用あるいは資産の相互交流をもたらしている。また、経済の大きな変動の後、あるいは、不確実性の時期において、短期的な不安定性が市場にもたらされている。したがって、公正で効率的かつ透明な市場を確保しようとするならば、加盟国の規制当局は国境を越えた活動を監視するポジションを確保する必要がある。また、国際化の進展は、規制当局の相互依存を強めることになり、規制当局間の強い連携およびそうした連携をもたらすための能力が必要となる。こうした連携と信頼の強化は、規制当局間の共通の指標となる原則の開発と監督目的の共有によって実現されることになる。

IOSCO 原則は、証券規制にかかわる 30 の原則からなるが、それらの原則は、証券規制の三つの目的、すなわち、①投資家保護、②市場の公正性、効率性および透明性の確保、③システミックリスクの軽減、に基づいて設定されている。IOSCO 原則は、IOSCO ミッションのいわば心臓部であり、原則を採択したのち、IOSCO はその実施に対するコミットメントを堅持し続けている。もっとも、世界の証券市場の構造、規模、規制方法は一律ではなく、IOSCO 原則も、加盟国・地域間の法律、規制の枠組み、市場構造の違いに適応できるように、幅広い概念レベルに設定されている。

IOSCO 原則は以下の A から I までの 9 つのカテゴリーで構成されている<sup>4</sup>。

- A) 規制当局にかかわる原則 Principles Relating to the Regulator
- B) 自主規制にかかわる原則 Principles for Self-Regulation
- C) 証券規制の施行にかかわる原則 Principles for the Enforcement of Securities Regulation
- D) 規制における協調にかかわる原則 Principles for Cooperation in Regulation
- E) 発行企業にかかわる原則 Principles for Issuers
- F) 監査人、信用格付機関およびその他の情報提供者にかかわる原則 Principles for Auditors, Credit Rating Agencies, and other information providers
- G) 集団投資スキームにかかわる原則 Principles for Collective Investment Schemes
- H) 市場仲介者にかかわる原則 Principles for Market Intermediaries
- I) 流通市場にかかわる原則 Principles for the Secondary Market

#### (イ) 集団投資スキームにかかわる原則

CISにかかわる原則は、当初は 4 原則であったが、2010 年の改定でヘッジファンドにか

<sup>3</sup> 1998 年 9 月 18 日付 IOSCO プレス・コミュニケ。

<sup>4</sup> 当初は F) を除く 8 つのカテゴリーであったが、2010 年の改定で F) が追加された。



かわる原則が追加されて 5 原則となった。これらの原則は、前述の二つの原則を踏まえた集団投資スキームにかかわる包括的な原則として設定されている。その内容は以下のとおりである<sup>5</sup>。

#### G. 集団投資スキームにかかわる原則

- 24 規制制度 (regulatory system) は、集団投資スキームを市場で売買しあるいは取引を行おうとする者の適格性および取引を行おうとする者の適格性、ガバナンス、組織及び運営管理にかかわる基準を備えたものでなければならない。
- 25 規制制度は、集団投資スキームの法形式および仕組み、そして、顧客資産の分離と保護を規定するルールを備えたものでなければならない。
- 26 規制は、特定の投資家に対する集団投資スキームの適合性を評価し、また、当該スキームにおける投資家持分を評価するうえで必要な開示を要求するものでなければならない。
- 27 規制は、集団投資におけるユニットの資産評価、プライシングおよび解約にかかわる適切かつ開示された基準の存在を確認するものでなければならない。
- 28 規制は、ヘッジファンド、および／または、ヘッジファンド・マネジャー／アドバイザーが、適切な監視の対象であることを確認するものでなければならない。

これらの原則の対象となる CIS は、主として、継続的に、あるいは、定期的にユニットないしは持分 (units or shares) を解約することができる、認可されたオープンエンド型ファンドであるが、ユニットないしは持分が証券市場で売買されているクローズドエンド型ファンドも含まれている。当該スキームは、さらに、ユニット・インベストメント・トラスト、契約型モデル (contractual model)、欧州型の UCITS (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities) モデルも含んでいる。

### 3. 集団投資スキームにかかわる三つの新たな原則

2012 年に入って、IOSCO は、「集団投資スキームの解約停止にかかわる原則」<sup>6</sup> (最終報告書)、「集団投資スキームの評価にかかわる原則」<sup>7</sup> (市中協議報告書) および「集団投資

<sup>5</sup> 集団投資スキームにかかわる原則に付けられた番号は、IOSCO 原則の通し番号。

<sup>6</sup> *Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes*, Final Report, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, FR02/12, January 2012.

<sup>7</sup> *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes*, Consultation Report, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, CR01/12, February 2012.

スキームの流動性リスク管理にかかわる原則」<sup>8</sup>（市中協議報告書）というオープンエンド型CISにかかわる三つの新たな原則を相次いで公表した。

IOSCO 原則に加えて、こうした新たな原則が公表された背景としては、CIS 市場の拡大・グローバル化、CIS オペレーターの役割の高まり、デリバティブや複雑な商品の組み入れなどに加えて、世界金融危機の中で、CIS の流動性リスク管理の必要性が改めてクローズアップされ、とりわけオープンエンド型 CIS の流動性リスク管理にかかわる新たな原則の策定が求められたという事情も見逃せない。

### （ア） 集団投資スキームの解約停止にかかわる原則

2012 年 1 月、IOSCO 専門委員会は、「集団投資スキームの解約停止にかかわる原則」と題する最終報告書（以下、「本報告書」）を公表した。本報告書には、オープンエンド型 CIS、すなわち、継続的に解約に応じる全てのタイプの CIS の解約停止にかかわる原則が提示されている。

当該原則は、CIS のすべての業務および各法域（jurisdictions）における法規制の枠組みの遵守に責任を持ち、したがって、当該原則の実施に責任を有する主体（以下、「責任主体」）に向けられたものであり、解約停止を可能な限り避けるべく継続的に CIS の流動性を管理するという CIS の責任主体が持つ基本的な義務に立脚している。当該原則は、それに照らして、規制当局および業界の双方が解約停止にかかわる規制や業界慣行のクオリティを評価することが可能となるような共通のアプローチの水準を示すものであり、規制当局や業界関係者にとっての実務ガイドとなるものである。

CIS の解約停止にかかわる 9 つの原則の概要は以下のとおりである。

#### 流動性リスクの管理

原則 1：責任主体は、それが管理しているオープンエンド型 CIS の流動性の水準を、一般的な意味において、解約義務およびその他の義務を履行できる水準に維持すべきである。

原則 2：いかなる投資にあっても、投資前および投資期間中、責任主体は、商品および資産の流動性とオープンエンド型 CIS の全体的な流動性プロファイルとの整合性について考慮する必要がある。こうした目的を達成するために、責任主体は、流動性管理にかかわる適切な方針および手続きを策定し、適用し、維持すべきである。

#### 投資家への事前開示

原則 3：責任主体は、投資家が CIS への投資を行う前に、例外的な状況においては解

---

<sup>8</sup> *Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, Consultation Report, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, CR06/12, 26 April 2012.

約停止ができる旨を、投資家に対して明確に開示すべきである。

#### 解約停止の基準・理由

原則 4：責任主体による解約停止は、次の二つの場合に限って正当化される。

- a) 解約停止が、もっぱら CIS のユニット所有者に最善の利益をもたらすことを前提として、法により、また、例外的な状況において許容された場合。
- b) 解約停止が、法規制あるいは規制当局によって要請された場合。

解約停止は、例外的な状況に限って（一時的に）正当化される。例外的な状況とは、公正かつ厳格な CIS 保有資産の評価が困難であるような状況のことである。以下に掲げたのは、包括的なリストではないが、解約停止の理由として考えられる例外的な状況の例である。

- ① 市場の失敗、取引所の閉鎖
- ② 事業面の問題
- ③ 流動性問題
- ④ 拙劣なマネージメント
- ⑤ その他の自然災害や大惨事

#### 解約停止の決定

原則 5：責任主体は、整然かつ効率的に解約停止を行うことのできる業務能力を備えるべきである。

責任主体は、例外的状況の発生に迅速に対応するためのプロセスと手順を整えるべきである（緊急対策）。責任主体が解約停止を考慮せざるを得ない状況に直面した場合、当該機関は、徹底的な分析を行い、状況判断を行うべきである。状況判断に当たっては、専門的な分析（例えば、外部の弁護士による分析）も必要となる。責任主体は、解約停止がユニット所有者の最善の利益にかなうものであると判断するに至った理由を明らかにする必要がある。

原則 6：責任主体による解約停止の決定、とりわけ、停止の理由および事後の対応策は、適切に

- a) 文書化されるべきである。
- b) 規制当局および関係者に伝達されるべきである。
- c) ユニット所有者に伝達されるべきである。

#### 解約停止の期間中

原則 7：解約停止の期間中、責任主体は新たな払い込みを受け入れてはならない。

原則 8：責任主体は、解約停止措置について定期的に見直す必要がある。また、責任主体は、ユニット所有者にとっての最善の利益を考慮しながら、できるだけ早く通常

の業務を再開するための適切な措置を講じるべきである。

原則 9：責任主体は、解約停止期間を通じて、継続的に規制当局およびユニット所有者に情報を提供すべきである。通常業務の再開の決定についても現実的に可能な限り迅速に伝達すべきである。

#### (イ) 集団投資スキームの評価にかかわる原則

2012年2月、IOSCO 専門委員会は、「集団投資スキームの評価にかかわる原則」と題する市中協議報告書（以下、「本報告書」）を公表した。本報告書には、オープンエンド型であり、基準価格（NAV）で解約に応じる CIS の評価にかかわる原則案が提示されている。

IOSCO 専門委員会は、1999年にCISの評価についての調査を実施<sup>9</sup>し、2007年には、ヘッジファンドのポートフォリオ評価にかかわる原則を公表<sup>10</sup>している。その後CISは、ある種の仕組み商品のようなかつては存在しなかった多くの複雑で評価が困難な資産を組み入れるようになった。こうした資産の価格は時価を利用して決定することが困難であり、その結果、マネジャーの判断に委ねざるを得ない内部的なテクニック（mark-to-model）を利用することになる。こうした評価の困難性と主観性は、規制リスクを高めることとなり、CIS資産の適切な評価に対応しうるように設計された方針および手続きを特定することによって補完される包括的な評価原則が求められるにいたった。

本報告書は、IOSCO が 1999 年および 2007 年に CIS およびヘッジファンドの評価にかかわる原則を策定した後に生じた、規制・業界・市場の発展を考慮して、当該原則を更新し、改訂することを目指したものである。

#### CIS の評価

CIS 資産の評価のための包括的な方針および手続きの実施は、当該セクターを支える基本的な原則であり、本報告書は、そうした方針および手続きの策定および実施に適用すべき一般的な原則を提示している。

CIS 資産の評価は投資家にとって極めて重要である。それは、何よりも、CIS の基準価格、貸借対照表、損益計算書、サービスプロバイダーへの手数料に影響を及ぼすからである。したがって、CIS 資産の正しい価値を評価するために必要なすべての要因（valuation driver）を理解することが重要となる。

本報告書には、CIS の評価にかかわる 13 の原則案が提示されているが、以下はその概要である。

<sup>9</sup> *Regulatory Approaches to the Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*, Report of the Technical Committee, May 1999.

<sup>10</sup> *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*, Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO, November 2007.

## CIS の評価にかかわる原則案

**原則 1 : 責任主体は、CIS が保有または運用している資産の評価を管理するための、包括的かつ文書化された方針および手続きを策定すべきである。**

**原則 2 : 方針および手続きは、CIS が保有または運用している各種の資産を評価するために用いられるメソドロジー（方法論）を特定すべきである。**

CIS が保有している個々のタイプの資産は、当該 CIS の投資目的および適用される規制に応じて様々である。したがって、CIS の方針および手続きも、それが保有または運用している資産のタイプや複雑性に照らして相応しいものでなければならない。CIS の方針および手続きは、資産タイプごとに、その評価に用いられるメソドロジーを提示すべきである。例えば、頻繁に取引され、価格が容易に入手可能で信頼しうる資産に投資している CIS については、評価のためのメソドロジーは、どちらかといえば汎用的なもの（時価や公正価格による評価）であると考えられる。OTC デリバティブのような評価が困難な複雑な資産に投資している CIS の評価については、そうした資産に係る特別なメソドロジー（mark-to-model による評価）を利用することになる。

**原則 3 : 評価方針および手続きは利益相反に対処しうるものを目指すべきである。**

利益相反について、CIS は種々の方法で対処することが可能である。例えば、第三者によるレビューは、資産評価が公正かつ誠実に行われることを保証する手段となる。

**原則 4 : CIS が保有または運用している資産は、当該方針および手続きに従い一貫性を持って評価されるべきである。**

CIS の方針は、同じタイプの資産（例えば経済的特性を同じくする証券）、あるいは、同一オペレーターが管理する CIS については一貫したものでなければならない。当初のメソドロジーが投資家の公平な取り扱いをもたらさないような場合には、当該メソドロジーとは別のメソドロジーを使って資産評価を行うことが適切である。

**原則 5 : CIS は、プライシング（基準価格計算）の誤りを発見・防止しうる適切な方針および手続きを整える必要がある。CIS の投資家に重大の損害をもたらすプライシングの誤りは即座に対処されるべきであり、投資家は完全な賠償を受けるべきである。**

プライシングの誤り（pricing error）は CIS のユニット当たり価格が不正確な（間違っている）場合に生じ（たとえば、価格が当該 CIS の評価プロセスの結果を正確に反映していない場合）、それは、投資家に不正確な価格で持分を購入しあるいは解約するという不利益をもたらす。

プライシングの誤りは、さまざまな理由で生じる可能性がある。したがって、CIS は、プライシングの誤りを見つけ出し、回避するための方針および手続きを設定しなければならない。そうした方針および手続きは、また、法域における適切なガイダンス、裁定（determination）、ルールに基づいて、投資家に重大な損害を与えるこうしたプライシングの誤りを特定しなければならない。

重要なプライシングの誤りについて、CIS は、間違いを訂正するやり方で、そうでなければ、法域における適切なガイダンスあるいはルールに沿って、プライシングの誤りによって生じた金額を全額投資家に補償すべきである。

**原則 6：責任主体は、適切性を維持するために、評価方針および手続きの定期的な見直しを行うべきである。**

**原則 7：責任主体は、評価方針および手続きの効果的な実施を確保すべく、その定期的な見直しを行うべきである。**

CIS の方針および手続きは、何よりも、CIS 資産が常に指定されたメソドロジーに沿って評価されるようにすべきである。この目的を達成するために、CIS の方針および手続きが当初の設定通りに機能しているかどうかを確認するための定期的な見直しが求められる。こうした見直しは、客観的な見直しを確保するために、評価プロセスから完全に独立した機関あるいは人物によって行われるべきである。

**原則 8：CIS の評価プロセスは、少なくとも年 1 回は、第三者による見直しを受けるべきである。**

**原則 9：責任主体は、評価業務を行うように任命された第三者について、任命当初に、また、その後も定期的に、デュー・ディリジェンス（精査）を実施すべきである。**

**原則 10：責任主体は、CIS のポートフォリオ資産の評価のための適切な枠組みを、CIS の募集書類（offering document）の中で投資家に適切に開示するか、そうでなければ、その他の方法で投資家に対する透明性を確保するように努力すべしである。**

**原則 11：CIS 持分の取得および解約は、過去の基準価格（historical NAV）に基づいて実施されるべきではない。**

過去の基準価格（historical NAV）とは、ヒストリカル・プライシング（historical pricing）というプライシング方式によって設定される価格のことである。ヒストリカル・プライシングは、フォワード・プライシング（forward pricing）<sup>11</sup>に対する用語で、過去に計算されたCISの基準価格に基づいて、投資家が

---

<sup>11</sup>フォワード・プライシング（forward pricing）は、一般的に、顧客注文受領後の直近の基準価格（NAV）でCIS持分を取得または解約するという慣行であると理解されている。一般的に、注文受付終了時間（cut-off time）は、投資家が彼らの購入注文あるいは解約注文について適正な基準価格の適用を受けられるように設定されている。その結果、投資家は、注文を入れる時点においては、持分あたりの基準価格を知ることはなく、また、注文が受付終了時間までに順を追って受領されるとすれば、投資家の注文は同一の取り扱いを受けることになる。このように、フォワード・プライシングは、CIS持分の購入および解約が非裁量的に行われることを通じて、CISを購入し、保有し、解約する投資家が、平等に取り扱われることを可能にする。

ユニット／持分を購入し、解約するというプライシング方式であるが、この方式は、インサイダーによる不正な取引をもたらすリスクおよび結果として生じるCISの利益の希薄化が最小限に抑えられる場合に限って正当化される。

**原則 12： CIS のポートフォリオは、CIS ユニットが取得あるいは解約されるいかなる日においても評価されるべきである。**

CIS 資産が CIS の購入日あるいは解約日において評価されなければ、投資家は、安すぎる、あるいは高すぎる価格でユニットを購入し、あるいは解約することになる。CIS の購入日あるいは解約日における評価は不可欠である。

**原則 13： CIS の基準価格は、投資家に無償で提供されるべきである。**

#### **(ウ) 集団投資スキームの流動性リスク管理にかかわる原則**

IOSCO 専門委員会は、2012 年 4 月に「集団投資スキームの流動性リスク管理にかかわる原則」と題する市中協議報告書（以下「本報告書」）を公表した。本報告書は、CIS の流動性リスク管理にかかわる規制および業界慣行の質を評価するために利用されうる原則を設定するものである。

世界金融危機の勃発によって、流動性問題が規制当局にとっての大きな懸念として浮上してきたが、規制改革に関する議論はもっぱら銀行業界における流動性の重要性に焦点が当てられてきた。

CIS の流動性と銀行のそれとは大きく異なる。流動性危機が銀行において発生したシステムミックな信用問題を CIS にもたらす可能性は低い。しかし、CIS の流動性リスク管理は複雑であり、CIS の業務面にとどまらず、他の側面、とりわけ評価に直接関連している。流動性問題が CIS の一時的な解約停止をもたらす可能性も否定できない。

CIS の流動性リスク管理の基本的要件は、「解約義務およびその他の義務を履行するために十分な流動性を確保すること」（CIS の解約停止にかかわる原則 1）である。本報告書に掲げられた原則案は、こうした要件を満たすための方法について詳述している。

#### 原則案の適用範囲

本報告書の原則案は、CIS 業務に責任を持つ主体および加盟国における法規制の枠組みの遵守、したがって、原則の実施に責任を持つ主体を対象にしている。また、当該原則案はオープンエンド型 CIS を対象としているが、クローズドエンド型 CIS であっても、当該原則の中のいくつかはかかわりを持っている。したがって、クローズドエンド型 CIS の責任主体も、どの原則が当該 CIS にかかわりを持つのかを判断したうえで、適切に対応すべきであるとしている。

本報告書には、発売前の流動性リスク管理にかかわる 7 つの原則案と日常の流動性リス

ク管理にかかわる 8 つの原則案が提示されているが、以下はその概要である。

#### 発売前の流動性リスク管理にかかわる原則

**原則 1：責任主体は、各法域の流動性要件に準拠して、有効な流動性リスク管理プロセスを策定すべきである。**

流動性リスク管理のプロセスとその業務は、CIS 内部における流動性統制を支える基本的な原則である。この流動性リスク管理プロセスは、どのような市場状況においても有効なものでなければならない。

**原則 2：責任主体は、当該 CIS の解約義務およびその他の義務に対応する適切な流動性限度 (liquidity limits) を設定すべきである。**

**原則 3：責任主体は、CIS のユニットの適切な取引頻度 (dealing frequency) を設定すべきである。**

**原則 4：特定の CIS について、それが許容され、適切であり、そして投資家の利益にかなう場合には、責任主体は、解約に影響を及ぼす可能性のある特殊なルールや例外的な措置を利用する権限を当該 CIS の定款に含めるようにすべきである。**

特殊なルールとしては、解約手数料 (exit charge)、解約制限 (limited redemption restrictions)、希薄化賦課手数料 (dilution levies)、ゲート (Gate)<sup>12</sup>などを挙げることができる。例外的な措置には、サイドポケットあるいは解約停止が含まれる。サイドポケットというのは、CISポートフォリオの中の特定の資産（非流動資産、評価困難な資産）を分離し隔離するために設定されるものである。サイドポケットに割り当てられた資産の部分については解約することができないが、ユニット所有者は、サイドポケットの運用成果に関与し、サイドポケット資産の売却益を受け取ることができる。こうしたサイドポケットの設定は、資産売却を阻害する要因が長期間継続するとみられる場合には適切であると考えられる。

**原則 5：責任主体は、販売チャネルにかかわる流動性の側面にも留意すべきである。**

責任主体は、CIS のマーケティングおよび販売が流動性にどのような影響を及ぼす可能性があるかを考えるべきである。いくつかの法域では、投資家が CIS 持分を名義人勘定 (nominee accounts) を介して所有するのが一般的であり、それが、責任主体による持分所有者の正確な把握（持分所有者の数およびその内訳）を困難なものにしている。こうした状況においては、責任主体は、名義人から投資家集団にかかわる情報を取得するためにあらゆる合理的な措置を講じるべきである。

**原則 6：責任主体は、流動性管理にかかわる情報にアクセスし、有効な予測ができるよう**

<sup>12</sup> 一時的に発生する過剰な解約請求に対処するために、責任主体が解約請求を管理することを可能とするルール。責任主体は、解約請求が CIS 資産の一定割合（ゲート）を超過した場合、一日の解約数量を解約請求の一定割合に制限する（ゲートを開く）ことができる。当該日における解約注文はすべて一律に制限され、制限を超える部分の解約注文は無効とされるか、あるいは、次の解約日まで執行が延期されることになる。しかし、ゲートは、あくまでも極端に過剰な解約請求に対処するためのルールであり、平常時の解約に対処するためのものではない。



にすべきである。

原則 7：責任主体は、見込み客（投資家）に対して、流動性リスクおよび流動性リスク管理プロセスに関する情報を効果的に提供すべきである。

#### 日常の流動性リスク管理にかかわる原則

原則 8：責任主体は、流動性リスク管理プロセスを有効に活用し、また、維持すべきである。

原則 9：責任主体の流動性リスク管理プロセスは、強力かつ有効なガバナンスによってサポートされねばならない。

原則 10：責任主体は、ポートフォリオに組み入れられた資産の流動性を定期的に評価すべきである。

原則 11：責任主体は、投資決定（プロセス）の中に流動性管理を組み込むべきである。

原則 12：流動性リスク管理プロセスは、新たに生じる可能性のある流動性不足を、その発生以前に特定するという責任主体の能力を高めるためのものでなければならない。

原則 13：責任主体は、発生する可能性のある流動性リスクについての確固とした包括的な見通しを構築するために、流動性リスク管理プロセスに、関連するデータおよびファクターを組み込むようにすべきである。

原則 14：責任主体は、ストレス状況を含む様々なシナリオのもとで、流動性の評価を行うべきである。

原則 15：責任主体は、流動性リスク管理プロセスの実施に関連して、適切な記録が保管され、関連する開示が行われるようにすべきである。

流動性リスク管理プロセスの実施の一部として、責任主体は、流動性が十分に確保され、有効に働いていることを明らかにしなければならない。流動性リスクが、リスク水準あるいは責任主体のアプローチに関して大きく変化した場合には、責任主体は投資家に対して適切な方法で、また、継続的に、情報提供を行うべきである。後者について言えば、責任主体が投資家の解約権に影響を及ぼす可能性のあるツールや例外措置を導入しようとしている場合がこれに該当する。