

低流動性資産に投資する外国投資信託証券に係る Q & A

2025 年 3 月 13 日

日本証券業協会

目次

「流動性に欠けるものに投資する場合」の考え方について	1
価格の透明性の確保の具体的な方法について	2
価格の透明性確保に関する協会への届出について	2
低流動性資産に投資する外国投資証券について	3
その他、低流動性資産に投資する外国投資信託証券について確認すべき事項（流動性の確保が担保できる措置等）について	3
流動性の確保が担保できる措置等に関する協会への報告について	4

外国証券の取引に関する規則（抜粋）

第 3 章 外国投資信託証券の販売等

（対象証券）

第 15 条 協会員が顧客（適格機関投資家を除く。）に対し勧誘（外国証券売出しを除く。）を行うことができる外国投資信託証券は、次の各号の全てを満たしており投資者保護上問題がないことを当該協会員が確認したものでなければならない。

（外国投資信託受益証券の選別基準）

第 16 条 外国投資信託受益証券（オープン・エンド型に限り、外国 E T F を除く。以下、この条において同じ。）の選別基準は、次の各号に掲げる事項とする。

11 価格の透明性の確保

私募株式、非上場株式及び不動産等流動性に欠けるものに投資する場合、価格の透明性を確保する方法が取られているものであること。ただし、ファンドの投資方針として、流動性に欠ける資産への組入りを 15%以下としていることが明らかであるものについてはこの限りでない。

「流動性に欠けるものに投資する場合」の考え方について

Q1：私募株式、非上場株式及び不動産等流動性に欠けるもの（以下「低流動性資産」という。）に投資する外国投資信託受益証券（オープン・エンド型に限り、外国 E T F を除く。以下同じ。）については、「外国証券の取引に関する規則」第 16 条第 1 項第 11 号に基づき、価格の透明性を確保する方法が取られている必要がありますが、この例外となる「ファンドの投資方針として、流動性に欠ける資産の組入りを 15%以下としていることが明らかであるもの」の基準について、外国投資信託受益証券が投資信託証券等（投資信託証券や投資事業有限責任組合の持分等）に投資する場合、組入比率はどのように算定すればよいですか。

A1：外国投資信託受益証券が投資信託証券等を投資先とし、当該投資先の投資信託証券等が低流動性資産に投資する場合には、当該投資信託証券等における投資方針よりポートフォリオを把握（ルックスルー）して各低流動性資産を合計した上で、低流動性資産への組入比率を計算し、外国投資信託全体の純資産総額の 15%を超えるか判定する必要があります。

（事例 1）

外国投資信託受益証券 A の純資産総額が 100 億円であり、その内訳が投資信託受益証券 90 億円（90%）、現金等の流動資産 10 億円（10%）、また、組入投資信託受益証券 90 億円

の内訳が、私募株式等の流動性に欠ける資産 45 億円（50%）、上場株式等 45 億円（50%）とする。

この場合の外国投資信託受益証券 A における低流動性資産の組入比率は 45% ($0.9 \times 50\%$) となる。

価格の透明性の確保の具体的な方法について

Q2：外国投資信託受益証券の価格の透明性の確保が求められる場合、具体的にはどのような方法で価格の透明性を確保することが考えられますか。

A2：代行協会員は、外国投資信託受益証券の価格の透明性を確保する方法として、その主要な投資先資産について現地規制等（規制等が存在しない場合には管理会社等が規定した価格評価手法等に関するガイドライン等を含みます。）により当該資産の価格の透明性が確保されていることを確認することが考えられます。

例えば、以下のような方法が取られていることを確認することが考えられます。

< 価格の透明性の確保手段の例 >

- ・ 投資先資産が投資信託証券や投資事業有限責任組合のような集団投資スキーム持分の場合、当該投資先（投資信託や集団投資スキーム）の財務諸表について外部監査等を受検する態勢が取られていること。
- ・ 投資先資産が非上場株式や私募株式の場合、当該投資先資産の取得又は譲渡にあたって、ブローカー等の第三者の提示する価値を用いる態勢が取られていること。
- ・ 投資先資産が不動産等の場合、当該投資先資産の取得又は譲渡にあたって、ブローカー等の第三者や不動産鑑定士等から鑑定評価を受ける態勢が取られていること。

価格の透明性確保に関する協会への届出について

Q3：代行協会員は「外国証券の取引に関する規則」第 18 条に基づき、協会に選別基準への適合状況に係る「確認書」の届出を行う必要がありますが、外国投資信託受益証券において価格の透明性を確保する方法が取られていることを確認した内容についても、協会へ届出を行う必要はありますか。

A3：代行協会員は「確認書」の届出における「価格の透明性」の「選別基準適合の根拠」の欄に、流動性に欠ける資産の概要や価格の透明性を確保する方法について具体的に記載する必要があります。

低流動性資産に投資する外国投資証券について

Q4：低流動性資産に投資する外国投資証券（オープン・エンド型に限り、外国ETFを除く。以下同じ。）について、外国投資信託受益証券と同様に価格の透明性の確保についても確認する必要がありますか。

A4：代行協会員は、外国投資証券については「外国証券の取引に関する規則」第17条に掲げる選別基準において、価格の透明性の確保について確認することは求められておりません。しかし、低流動性資産に投資する外国投資証券（※）については、同規則第15条に基づき、勧誘を行う外国投資証券が投資者保護上問題がないことを確認する必要があります。その観点から、低流動性資産に投資する外国投資信託受益証券と同様に価格の透明性が確保されていることを確認する必要があります。

（※）ここでいう「低流動性資産に投資する外国投資証券」とは、低流動性資産に投資する外国投資証券であって、投資方針として低流動性資産の組入れが15%以下であることが明らかである外国投資証券以外のものを指します。

その他、低流動性資産に投資する外国投資信託証券について確認すべき事項（流動性の確保が担保できる措置等）について

Q5：低流動性資産に投資する外国投資信託証券について、「外国証券の取引に関する規則」第15条に基づき、投資者保護上問題ないことを協会員が確認する際に、価格の透明性が確保されていること以外に確認すべき事項はありますか。

A5：低流動性資産に投資する外国投資信託証券（※）については、流動性の確保が担保できる措置、及び当該低流動性資産の時価の算出頻度が1か月から四半期に1回等の頻度でしか算出されないことが想定されるため、投資者保護の観点から設定・解約をする顧客の間に不公平が生じることのないよう、受益者の平等性に配慮するための措置（ファースト・ムーバー・アドバンテージの抑止措置等）が講じられていることを確認することが考えられます。具体的には、当該外国投資信託証券について以下のような措置が講じられていることを確認することが考えられます。

（※）ここでいう「低流動性資産に投資する外国投資信託証券」とは、低流動性資産に投資する外国投資信託証券であって、投資方針として低流動性資産の組入れが15%以下であることが明らかである外国投資信託証券以外のものを指します。

＜措置の具体例＞

（流動性の確保が担保できる措置）

- ・ 顧客の解約への対応が可能となるような流動性資産に係る投資方針（保有割合等）が定められていること。

※当該措置の確認にあっては、流動性資産の換金性や価格変動リスクを考慮する必要がある。

- ・ 顧客の解約への対応が可能となるような一定の借入が可能とされていること。

（受益者の平等性に配慮するための措置）

- ・ 一定の解約制限が課されていること（ファンド・オブ・ファンズ形態で、組入投資信託証券の換金に上限が設定されている場合は、当該上限を踏まえ、一定の解約制限が課されていること）。
- ・ 外国投資信託証券の設定・解約の頻度が組入低流動性資産の時価の算出頻度を超えないようにされていること。
- ・ 信託財産留保額が設定されていること。

流動性の確保が担保できる措置等に関する協会への報告について

Q6：本 Q&A に基づき、低流動性資産に投資する外国投資信託証券に関して確認した価格の透明性の確保手段や流動性の確保が担保される措置及び受益者の平等性に配慮するための措置について、選別基準への適合状況に係る「確認書」の届出と同様に協会へ報告を行う必要はありますか。

A6：代行協会の行う、選別基準への適合状況に係る「確認書」の協会への届出とあわせて、低流動性資産に投資する外国投資信託証券に関して価格の透明性の確保手段や流動性の確保が担保される措置及び受益者の平等性に配慮するための措置について確認した内容を協会へ報告する必要があります。

報告の方法については、協会員通知「低流動性資産に投資する外国投資信託証券に関する本協会への報告について」（日証協（公）2024 第 70 号）をご確認ください。

以 上