

オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応
～FSB の 2017 年提言改訂、市中協議報告書

目次

I. はじめに

II. FSB の提言、改訂案の主なポイント

1. オープンエンド型ファンド（OEF）の構造的な流動性ミスマッチの把握
2. 流動性管理ツール（LMT）の利用状況
3. 昨年 12 月の評価報告書での提言改訂の検討

III. FSB の提言の改訂案（提言 1～提言 3 の改訂案）

1. 提言が扱う範囲と用語
2. 情報と透明性の改善（提言 1、提言 2）
3. デザイン段階及び継続的な流動性管理の適切性（提言 3）～OEF を 3 分類して対応

IV. FSB の提言の改訂案～流動性管理の適切性確保（提言 4～提言 6 の改訂案）

V. FSB の提言の改訂案～ストレス時の市場状況への対応（提言 7、提言 8 の改訂案）

VI. 市場流動性に関する追加的な検討（提言 9）～システム全体のストレステスト

VII. 結論に代えて

参考 1：市中協議報告書の質問事項

参考 2：FSB の評価報告書に基づく提言の実施状況

参考 3：各法域の OEF の流動性リスク管理手段の整備状況と使用状況

2023 年 8 月 31 日

佐志田晶夫

（公益財団法人日本証券経済研究所）

オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応 ～FSB の 2017 年提言改訂、市中協議報告書

要約

FSB は 7 月に“資産運用活動から生じる構造的脆弱性に対処するための 2017 年の提言”改訂の市中協議報告書を公表した。FSB の提言は、各国当局が OEF（オープンエンド型ファンド）の流動性ミスマッチがもたらす脆弱性に対処する規制・監督枠組みの主なポイントをまとめている。今回の改訂は、希釈化防止 LMT（流動性管理ツール）に関する IOSCO の新たな指針と共に、OEF のマネージャーによる流動性管理の大幅な強化を目指している。

検討対象となった提言 1～9 の内、提言 3 の改訂が最も大きく、市中協議報告書で詳しく説明している。改訂案は OEF を保有資産の流動性（流動性が高い、流動性が低い、非流動的または同様なカテゴリー）に基づいて異なるカテゴリーに分類し、カテゴリー毎に投資家に提供できる解約条件を明確にするとのバケッティングアプローチを提案している。

また、流動性管理ツールを活用するためには、提言 4、5、8 を強化すべきだとしている。提言 4 の改訂では、当局は、OEF のマネージャーが平常時とストレス時に希釈化防止及び定量的 LMT を幅広く利用できるようにすべきだとし、提言 5 では、①OEF の定款に希釈化防止 LMT をより組入れること、②平常時とストレス時の両方で希釈化防止 LMT をより使用することを促しかつ使用に一貫性を持たせること、が提案されている。

提言 8 は、例外的な LMT への言及を定量的 LMT や特にストレスのある市場状況で使用するその他の流動性管理手段への言及に置き換えるように修正することを提案している。そうした手段や措置には、解約の一時停止、解約ゲート、現物による解約、サイドポケットが含まれる。IOSCO が実施する予定の作業に関する言及も更新された。

他の提言では、大幅な変更は提案されていないが、改訂のために行った検討や 2017 年以降の作業を踏まえた修正を提案している。提言 2 では、OEF のマネージャーに平常時とストレス時の市場状況での LMT の利用可能性と使用について、より明確な開示を要請することを提案し、提言 7 は提言 8 の変更と言葉を揃えるように修正。提言 1 と 6 では、データの利用可能性に関する作業と IOSCO のファンドレベルのストレステストの作業を反映する説明を追加している。システム全体のストレステストを扱った提言 9 の修正はない。

なお、ETF は構造と流動性管理が他の OEF とは異なること、MMF は別途対応が検討されていることから、改訂された FSB の提言は両者に適用しないことが提案されている。

オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応 ～FSB の 2017 年提言改訂、市中協議報告書

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

FSB が 2017 年に公表した「資産運用業の活動から生じる構造的な脆弱性に対応する政策提言」は、ファンドの運用資産の流動性とオープンエンド型ファンド (OEF) は投資家が日次で解約できることとの差による潜在的なミスマッチがもたらす脆弱性への対処を目指していた。FSB は、その後の推移や 2020 年 3 月の市場混乱の教訓を踏まえ、NBFI の強靱性強化の作業の一環として、提言の実効性の評価と見直しの検討を行ってきた。

2022 年 12 月に FSB は、メンバー法域の状況についての評価報告書⁽¹⁾を公表して提言改訂の主なポイントをまとめ、それに基づく改訂案を今年の 7 月に市中協議報告書⁽²⁾として公表している。FSB の提言改訂の市中協議は、同時に公表された IOSCO による OEF の流動性管理ツールの指針案の市中協議と一体になったものであり、両者を合わせて検討すべきである。IOSCO の市中協議報告書についてトピックス⁽³⁾で取り上げたのに続いて、本稿では FSB の提言の改訂に関する市中協議報告書を紹介したい。

II. FSB の提言、改訂案の主なポイント～流動性ミスマッチの問題点と提言改訂の要点

1. オープンエンド型ファンド (OEF) の構造的な流動性ミスマッチの把握

OEF の構造的な流動性ミスマッチは、投資家に提供される解約条件と OEF のマネージャーがファンド保有資産を秩序だてて流動化するのにかかる時間との差によるものといえる。構造的な流動性ミスマッチは、特にストレス時には、大きな資産売却を余儀なくするような過度の解約を促すことによってショックを増幅する懸念がある。

過度の解約が起きる要に因は、①OEF の投資家が解約コストの全部を負わず残る投資家に負担が生じるという先行者利益、②投資家が OEF の保有資産の流動性を誤認し、既存のポジション解消に伴う追加的なコストや困難を予期しないかもしれず、投資家が資産売却コストを内部化しないなら、同じ資産を直接自分で持っていたとした場合よりも OEF

1 FSB: “Assessment of the Effectiveness of the FSB’s 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds”, December 2022

2 FSB: “Addressing Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds – Revisions to the FSB’s 2017 Policy Recommendations: Consultation report”, July 2023.を参照。

3: 拙稿: “OEF の流動性リスク管理に関する IOSCO の市中協議報告書の概要” 当研究所、トピックス、2023 年 8 月。

の保有の方が解約でポジションを解消しがちになるという経路がある。過度の解約とそれに伴う資産売却は、ストレス時に市場変動を高め、資産価格への追加的圧力になりうる。特定の市場での OEF が保有する資産の集中や規模や、売却の規模、他の投資家の行動などによっては、中核市場の機能にも影響しかねない。FSB の作業は、OEF の構造がもたらす潜在的な脆弱性に対処する手段に集中してきた。ただし、OEF は広範な市場のエコシステムの一部であり、脆弱性への対応には包括的で比例的なアプローチが求められる。

昨年 12 月の FSB の評価報告書では、OEF の構造的な流動性ミスマッチの動向を利用可能なデータで測定を試みたが、データなどの制約はあるがミスマッチの大きな低下はみられなかった。OEF 部門は増大しているため構造的な流動性ミスマッチによる脆弱性は拡大していると考えられ、ストレス時に資産市場の一部で流動性供給が低下する場合には、OEF や他の投資家の流動性需要の増加に対応する市場の能力に影響が生じかねない。

評価報告書は、目的とする成果についてより明確化、特定した表現をすることで、構造的な流動性ミスマッチに関する FSB の提言を強化できるとしている。具体的には、流動性リスク管理に関する提言 3 を OEF が投資家に提供できる解約条件は保有資産の流動性に基づくように明確化するべきだとして、保有資産により OEF をカテゴリ分けするバケッティングアプローチを提案している。また、報告書は、全てのファンドが希釈化防止 LMT の実施を含め、流動性管理実務の強化を続けるべきだとしている。

これを受けて FSB は、バケッティングアプローチを改訂案に組入れた。市中協議では、資産が“流動的”、“より流動的でない”または“非流動的”か決定する際に検討すべき要素、及び“ある資産クラスに主に投資”するファンドと“かなりの割合”を平常時でも非流動的な資産に配分するファンドの識別方法、ファンドが明確に分類できない場合の対応を含む提言の改訂を提案している。また、ファンドのマネージャーと当局が、通知、決済期間を含む解約条件の適切性的を検討する際に考慮すべき要素も提案している。

2. 流動性管理ツール (LMT) の利用状況

評価報告書では、FSB の多くの法域は、OEF のマネージャーが幅広い LMT を利用できるようにしているがさらに LMT を活用する余地があると指摘しているが、これは希釈化防止 LMT に特に当てはまる。当局が LMT を利用可能なものにすれば、OEF のマネージャーは定款にそれを組み入れて使用可能にすることが選択できる。

評価報告書は、2017 年の FSB の提言公表以降、LMT を定款に含める動きが徐々に広がったとしている。最も多いのはゲートや解約の一時的停止のような定量的な LMT だった。なお、LMT の使用状況については、解約の一時停止を除くと OEF のマネージャーか

ら一貫した開示がなされていない。評価報告書は、先行者利益を軽減し、投資家が解約と応募（購入）に伴う流動性コストを負担することを確実にすると共に、LMT 使用についてのアプローチをより一貫としたものにするを目的として、LMT の枠組みはグローバルに強化の余地があるとしている。

3. 昨年 12 月の評価報告書での提言改訂の検討

FSB の評価報告書は、希釈化防止 LMT を OEF の定款により含めるために、FSB 提言の 4、5、8 を強化すべきであり、これらの改訂によって希釈化防止 LMT のより多くの使用と使用の一貫性を達成すべきだとしていた。市中協議では以下の改訂を提案している。

- ・提言 4：ストレス時の市場状況で解約できることの重要性に焦点を当てるのではなく、平常時でもストレス時の市場状況でも、OEF のマネージャーが幅広い希釈化防止と定量的な LMT の使用が可能であることを当局が確実にする必要性を強調する。
- ・提言 5：①希釈化防止 LMT を OEF の定款により含めるようにすること、及び②平常時でもストレス時の市場状況でも希釈化防止 LMT のより多くの使用と使用の一貫性、を達成するような修正の実施を提案する。提案された修正によれば、希釈化防止 LMT は、解約／購入する投資家に明示的及び暗黙のコストをあらゆる大きな市場インパクトを含めて課すべきである。また、改訂された提言 5 は、IOSCO が公表する希釈化防止 LMT の指針を参照する。
- ・提言 8：例外的な LMT への参照を定量的な LMT と他の特にストレス時の市場状況で用いられる流動性管理手段への参照で置き換える。こうした手段には、解約の一時停止、ゲート、現物での解約、サイドポケットと借入が含まれる。IOSCO が行う予定の作業への参照も改訂／更新し、IOSCO は、希釈化防止 LMT の指針に加えて、2018 年の定量的な LMT とその他の流動性管理手段の使用でも指針を提供するように提言の検討と強化を行うことが期待される。

FSB は、提言の他の部分は大幅な変更は提案していない。ただし、評価報告書での調査結果・検討と 2017 年以降の作業を参照し、追加で以下の変更を提案している。

- ・改訂された FSB の提言は、構造と流動性管理が他の OEF とは異なるため、ETF には適用しないことを提案。
- ・提言 2 には、平常時とストレス時の市場状況での LMT の利用可能性と使用に関してより明確な開示を OEF のマネージャーに要請するとの修正を提案。これは評価報告書の希釈化防止 LMT の目的と運用について投資家の認識を強化するという提言に基づくもの。
- ・提言 7 は、提言 8 で行われた変更と言葉を揃えるように修正することを提案。
- ・提言 1 と 6 は、FSB が IOSCO と協調するデータの利用可能性に関する作業と IOSCO のファンドレベルのストレステストの作業を反映するような修正を提案。
- ・システム全体のストレステストに関する提言 9 は、現段階では修正を提案しない。

Ⅲ. FSB の提言の改訂（提言 1～提言 3 の改訂案）

1. 提言が扱う範囲と用語

全ての OEF や法域での構造的な流動性ミスマッチへの対応について、汎用的な答えがあるわけではない。OEF が投資する資産の種類と採用する投資戦略は極めて様々である。OEF のマネージャーは、運用するポートフォリオの流動性に関して主な責任を負い、管理に最適な立場にある。様々なファンドの種類にわたって一貫した結果を得るために OEF のマネージャーは、規制枠組みに基づいて当局の監督の下でその責任を果たすべきである。FSB の提言は金融規制監督当局に向けたものであり、効果的な規制・監督枠組みが達成すべき主要な目的を、各法域の状況に合わせられるようにハイレベルで柔軟に設定している。

なお、MMF には別の政策提案があるため改訂された提言は適用されない。ETF も構造的な特徴と流動性管理が他の OEF とは異なるため適用されない。

広範な流動性管理枠組みの下では OEF のマネージャーは、幅広い流動性管理手段とツールを利用できるべきであり、そうした手段は以下のように分類できる。

- ・流動性リスク管理やファンドの資産の流動性を高めるか投資家に提供する流動性を削減し（解約頻度の減少、通知・決済期間の延長）、構造的な流動性ミスマッチを削減する手段。
- ・OEF の構造的な流動性ミスマッチから生じるショックの増幅と伝播を削減する手段（価格に基づく経路：希釈化防止 LMT（スイングプライシングや希釈化防止賦課手数料））。これらは、効果的に運用されれば、先行者利益の可能性による解約を削減する。
- ・定量的な LMT の使用（定量的な経路）。解約する投資家が利用可能な流動性を制限する。一般的には解約増加への対応としてストレス時の市場状況で発動される。なお、定量的な LMT のみへの依存は、投資家がそれを予想して過度に解約することで意図せざる影響を生じさせかねない。ただし、ストレス時に OEF の資産の評価が困難なときには、希釈化防止 LMT を補完できる。定量的な LMT には解約の一時停止やゲートがある。
- ・その他の流動性管理手段の使用（特にストレス時）。これには、現物での解約やサイドポケットがあり、与信ファシリティが利用可能な場合は借り入れもある。ただし、与信ファシリティの利用は、既にストレス下にあるファンドがレバレッジを用いることになる。また、銀行などによる与信は、金融システム内での相互関連と伝播の可能性を高める。

2. 情報と透明性の改善（提言 1、提言 2）

提言 1：当局は、所管法域内のオープンエンド型ファンドの流動性プロファイルの情報を、金融安定の観点からもたらしうるリスクに応じて収集すべきである。当局は、既存の報告要件を見直し、求められる報告が適切で十分な詳細さと頻度があることを確実にするため、必要に応じてそれを強化すべきである。

市中協議では提言 1 は文言の改訂は提案されていない。ただし、説明部分には修正がありデータギャップ解消の取組みについて以下のように記述している。

“データギャップ解消は、当局が金融安定の観点から流動性ミスマッチとその管理を監視する能力を改善する。作業を進めるのには、FSB メンバー法域でのデータの利用可能性をどう改善するか調査する自発的プログラムが含まれる。これはデータの範囲と報告の改善に必要な費用と努力、中央銀行と証券規制当局が流動性ミスマッチに関連する OEF の脆弱性を監視する能力を改善するためのデータギャップ解消での優先順位付けを含む。”

この後の説明文は変更なしで、“報告要件の見直しに際しては、他の法域の報告要件の検討と金融安定目的のために各法域にわたって効果的なモニタリングを促すこと、そして不必要な報告負担を削減するために、一貫した要件を求めることが奨励される。可能な限り、既存のデータ収集に基づいた努力をすべきである。”として協調を促している。

提言 2：当局は、既存の投資家向け開示要件を見直し、ファンドの流動性リスク及び流動性管理ツールの利用可能性と使用に関して、オープンエンド型ファンドが投資家に対して提供すべき追加的な開示の程度を、金融安定の観点からファンドがもたらしうる流動性リスクに比例して定めるべきである。所用の開示が十分な質と頻度なことを確実にするために当局は、既存の投資家向け開示要件を適宜強化すべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年提言を見直し、適宜、強化すべきである。

提言 2 の改訂では“リスク及び流動性管理ツールの利用可能性と使用”が加えられた。

説明の文章には“こうした開示は、投資家が様々な種類のファンドとその流動性リスクを明確に区別するのに役立つべきであり、また、LMT の利用可能性と使用と平常時及びストレス時の市場状況で（提言 7 を参照）投資家への影響に対応すべきである。希釈化防止 LMT の目的と運用に関する投資家とのコミュニケーションの改善は、投資家が流動性のコストを、投資判断により組み入れられるようにするだろう。”との記述が追加されている。

後の文章は変更なしで“資産運用者は、金融安定の目的に適切に重要な情報を十分な頻度で一貫して投資家に開示すべきである。投資家への開示の内容と頻度の決定では、詳細な情報の公表が意図せざる結果を生む可能性を検討することが重要である。”としている。

3. デザイン段階及び継続的な流動性管理の適切性（提言 3）～OEF を 3 分類して対応

提言 3：オープンエンド型ファンドの重大な構造的な流動性ミスマッチを削減するため当局は、ファンドの流動性リスク管理に関する要件または指針を設けるべきである。そうした要件や指針には、ファンドの投資戦略や資産の流動性は、ファンドのデザイン時点及び継続的に、ファンド・ユニットの解約の条件と整合的でなければならないと明記すべきである。オープンエンド型ファンドが投資家に提示する解約条件は、平常時およびストレス時の市場状況での保有する資産の流動性に基づくべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化すべきである。

提言 3 は、3 分類の導入などかなりの改訂が提案された。改訂の説明は以下の通り。

当局は、平常時およびストレス時の **OEF** の流動性リスク管理に関する要件や指針を持つべきである。市場流動性が複数の要因に影響を受けることと、様々な資産と法域で異なることを踏まえ当局は、**OEF** のマネージャーがそれに基づいて運用すると期待される詳細な流動性枠組みを設定すべきである。こうした要件や指針は、以下の点を示すべきである。

- ①**OEF** をデザインする際は、解約を規定する条件はファンドの投資戦略とファンドが保有を計画する資産の流動性（流動的、より流動的でない、非流動的等）と整合的であるべきだ。
- ②**OEF** のポートフォリオと資産の流動性は、ファンドの解約条件と整合的なように継続的に管理されるべきである。
- ③そのために、解約条件の見直しは適切な間隔で行われるべきである。

当局の要件や指針は、**OEF** のマネージャーがファンドをその資産の流動性（平常時及びストレス時）によって分類することを期待すべきである。マネージャーは **OEF** のポートフォリオ全体の流動性プロファイル、資産の流動性の分布及び個別資産の流動性を検討すべきであり、これには、ポートフォリオレベルの流動性尺度の定期的な分析、**OEF** が保有する資産レベルでの流動性尺度の分布についての分析が含まれる。なお、資産の流動性の評価は、ファンドのストレステストの結果に照らして調整されるべきである。

マネージャーは、全体的な枠組みの諸要因を満たしていることを当局に示せなければならない。当局はマネージャーがファンドをどう分類したかを、法域の流動性枠組みと一貫した、分類の促進を目指す監督アプローチに基づいて、定期的に評価すべきである。各法域は、全般的な流動性枠組み及び資産を流動的、非流動的、より流動的でないと定義するアプローチとを決める必要がある。

市場流動性にはいくつかの要因がある。例えば、市場の深さと売買高、取引に要する日数、プライシングメカニズムの効率性と有効性、大規模な取引の価格インパクト、運営上の特徴と潜在的な摩擦、バリュエーションの確実性などである。一般的には、定量的要因と定性的な要因を混合すべきであり、平常時とストレス時の市場状況の両方を考慮すべきである。

こうした要因に基づく流動的な資産は、平常時及びストレス時に、大きな市場インパクトなしに即座に現金に変換ができる資産とみなされる。より流動的でない資産とは、その流動性が市場状況を条件とし、通常時は大きな市場インパクトなしに現金に変換できるが、ストレス時にはかなりのディスカウントなしには現金に変換できず、バリュエーション評価が困難になる資産である。非流動的な資産は、流通市場の取引がほとんどまたは全くなく、平常な状況でも資産の売買は困難で時間がかかる（数日ではなく、数週間か数か月）。

ポートフォリオと資産の流動性を決定する際にはマネージャーは、①ポートフォリオ資産の流動性の性質は評価が難しいか否か、市場状況に依存するか、及びストレス時にポートフォリオ資産の評価が困難になる程度、②ポートフォリオ資産の流動性の性質が投資家に早い解約の動機になり他の投資家の不利になる程度、を考慮に入れるべきである。

上記の流動性の決定に基づいてファンドを以下の 3 つに分類できる。

・分類 1：主として（即ち、50%超）、流動性資産に投資するファンド

こうしたファンドは、日次の扱いが引き続き適切である。これらのファンドのマネージャーは、適宜、提言 5 にあるように希釈化防止 LMT の実施を含めて、流動性管理実務の強化を続けるべきである。

・分類 2：かなりの割合（30%以上）を非流動性資産に配分しているファンド

こうしたファンドは、日次より低い頻度での設定／解約をすべきであり、また、長期の通知または決済期間にすべきである。当局は、こうしたファンドをクローズドエンド型ファンドにするよう要請することも検討できるだろう。

・分類 3：主として（即ち、50%超）、より流動性が低い資産に投資するファンド

投資家への日次の扱いの提供は（通知または決済期間なし）、OEF のマネージャーが希釈化防止 LMT の実施を当局に示せることを条件に引き続き適切かもしれない。ファンドが希釈化防止 LMT 実施の期待を満たせないなら、当局が適切と考えるような投資家に提供する流動性の削減措置（解約頻度減少、長い通知・決済期間の実施）を検討しなければならない。

分類 2 または分類 3 に属するファンドの解約頻度と通知または決済期間の適切さを検討する際にはマネージャーは、ポートフォリオの構成、資産の流動性と解約頻度または通知／決済期間との平仄、投資家層の性質、ポートフォリオの特性により早期に解約するインセンティブの可能性、ファンドのストレステストの結果などの定性的及び定量的な要因を注意して考慮し、包括的なアプローチを行うべきである。

・3 つの主要分類の 1 つ（のみ）に明確には分類されないファンド

ファンドが 3 つの主要な分類に明確に分類できない場合に適用する扱いは、慎重なアプローチを取るべきである。こうしたファンドのマネージャーは、決定が適切なことを当局に示せなければならない。例えば、ファンドが主として流動性資産に投資しているが、かなりの比率の非流動性資産もある場合には、通常は、かなりの資産を非流動性資産に投資するファンドとみなされるべきだろう。

IV. FSB の提言の改訂案～流動性管理の適切性の確保（提言 4～提言 6 の改訂案）

提言 4、5 もかなりの改訂が提案されている。改訂案とその説明は以下の通り。なお、提言 4、5 での IOSCO の指針の開発と 2018 年の提言の見直しについての説明は省略した。

提言 4：当局は、オープンエンド型ファンドのマネージャーが、頑健な流動性管理実務の一環として、平常時及びストレス時の市場状況で、幅広い流動性管理ツールや手段を利用可能なようにすべきである。また、当局は、そのようなツールや手段の使用を妨げる運用上の障壁やその他の障壁を削減すべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化すべきである。

当局は、OEF のマネージャーが幅広い LMT と手段が利用できることを確実にするべきで、希釈化防止 LMT と定量的な LMT、ショックの増幅と伝播を削減する他の流動性管理措置をツールに含むべきである。相対的に少ないツールしか利用できない法域は、流動性リスク管理実務の促進と強靭性を育むため、利用可能なツールの範囲を増やすべきである。

各法域で利用可能な IMT を検討する場合には当局は、以下の観点から希釈化防止 LMT と定量的な LMT のバランスをとることを目指すべきである。

- ・希釈化防止 LMT が効果的に運用されれば、先行者利益の可能性による解約と資産売却とを減らして強靭性を高められる。投資家がこうしたツールの運用を理解し、使用を予想すれば、その投資判断に流動性のコストをより組み入れるようになる。ただし、希釈化防止 LMT は、“現金への駆け込み (dash-for-cash)” や “安全への逃避 (flight-to-safety)” のような要因で生じる解約を減らすことはないだろう。

- ・過度の解約と資産売却を対象にデザインされた定量的な LMT のみに依存することは、意図せざる結果を招きかねない。OEF による定量的 LMT の使用についての投資家の予想は、投資家が解約の制限を予期するのなら、ストレス時に過度の解約を増やしかねない。

提言 5：当局は、オープンエンド型ファンドのマネージャーが、希釈化防止流動性管理ツールを利用可能なことを確実にするべきである。また、当局は、オープンエンド型ファンドのマネージャーが、運用するオープンエンド型ファンドにおける構造的な流動性ミスマッチから生じる潜在的な先行者利益を緩和し、ファンドの解約や応募（購入）に伴う流動性コストを投資家が負担することを確実にし、流動性管理ツールの使用についてより一貫したアプローチを実現するため、当該ツールを検討・使用することを確実にすべきである。

こうしたツールは、解約や購入に伴う明示的及び暗黙のコストを、解約・購入に応じるための資産売却や購入が市場に与える重大な影響を含め、解約・購入を行う投資家に課すべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化するとともに、希釈化防止流動性管理ツールの設計に関する指針を作成すべきである。

当局は、希釈化防止 LMT が OEF のマネージャーに利用可能なことを確実にすべきであり、また、構造的な流動性ミスマッチから生じる先行者利益削減と投資家保護のため、OEF がこうしたツールを検討し使用することを確実にすべきである。この目的は、ファンドの解約・購入に伴う流動性コストを投資家に課し、マネージャーによる LMT の使用についてより一貫したアプローチを達成することである。

こうしたツールは OEF の定款に記載するだけでなく、①使用の拡大とその一貫性のため、平常時及びストレス時にいっそう検討・使用されるべきであり、②資産の売買に伴う大きな市場インパクトを含む、OEF の解約・購入の明示的及び暗黙のコストを考慮すべきである。当局は要件か指針により、OEF のマネージャーが希釈化防止 LMT の使用を日常的な流動性リスク管理の一部とする適切な内部システム、手順、管理の構築を期待すべきである。

希釈化防止 LMT は、NAV の調整（スイングプライシングなど）や手数料賦課（希釈化防止賦課手数料など）で投資家に流動化のコストを負担させ、ファンドへの投資家は証券に直接投資する投資家と同等な経済的条件になる。こうしたツールの実施のため OEF のマネージャーは、明示的及び暗黙のコストを推定し投資家に配分する手段を構築すべきである。

提言 6：当局は、金融安定リスクを軽減するための流動性リスク管理を支援するために、個別のオープンエンド型ファンドレベルのストレステストの要請及び／または指針を提供すべきである。要請及び／または指針は、ストレステストの必要性和実施方法に対処すべきである。

提言 6 の改訂は提案されていないが、IOSCO への指針の作業の要請が削られた。説明文では OEF、LMT との略称を使用している。説明の概要は以下の通り（内容は変更なし）。

当局は OEF にストレステストを要請または指針を提供すべきである。ストレステストは、ストレス下の市場状況で他の市場参加者の行動を考慮し、資産の流動性の変化と解約の影響についての資産運用者の評価を支援するべきである。また、既知のファンド間の関係（ファンド間の貸借契約など）を考慮すべきである。頑健なストレステストの使用は、市場ストレス時に利用できるファンドの流動性だけでなく、全体的な流動性リスク管理も強化することで、金融安定リスクに対処するための重要な構成要素になる。

ストレステストの結果は、資産運用者がストレス時の市場状況で予期される解約フローと対比したファンド資産の流動性の特質の評価やファンドの資産構成、流動性リスク管理と緊急時計画を調整するために用いられるべきである。当局も OEF のストレステストの結果の検討状況を監視できるだろう。テスト結果の報告は、当局に様々な状況下での資産運用者の市場の見方を提供し、当局がファンドや資産クラス間の不整合を探知する能力を強化するだろう。

V. FSB の提言の改訂案～ストレス時の市場状況への対応（提言 7、提言 8 の改訂案）

提言 7、提言 8 の修正点は“定量的な流動性管理ツール”という用語やストレス時の市場状況という文言の追加など限定的。改訂後の提言と説明の概要は以下の通り。

提言 7: 当局は、オープンエンド型ファンドが定量的な流動性管理ツールやその他の流動性管理手段を利用する際の明確な意思決定プロセス、特にストレス時の市場状況における意思決定プロセスを（規制要件や指針を通じて）促進すべきであり、そのプロセスは、投資家及び関連当局に対する透明性を持つべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化すべきである。

ファンドが定量的な LMT や他の流動性管理手段（解約の一時停止、ゲート、現物での解約、サイドポケットなど）を使用する状況を明確化することは、こうした手段が、いつ、どう使われるかに関する投資家の理解に役立ち、スティグマ効果の軽減にも有用である。

あるファンドがこうした手段を使う特定の理由を投資家が理解できれば、他のファンドへの波及効果も軽減されるだろう。

改訂ではストレス時の市場状況でのツールの使用への実務的な障害の除去を提案しているが、利用に伴う波及効果は注意深く検討すべきである。当局にはツールの使用の決定され方やファンドのガバナンス（ボードの関与など）、ファンド保有者及び当局とのコミュニケーションに関する期待を設定する重要な役割がある。資産運用者と投資家が、ストレス下の市場状況での定量的な LMT の使用により備えるようになれば、こうした手段の使用はより有効になるだろう。

こうした手段の有効性及び資産運用者が実施と運用の準備がどの程度できているか、ファンド間の波及効果やレピュテーションなどの障害を理解するには追加の評価が必要だろう。この点について IOSCO は、2018 年の提言を見直して必要なら強化すべきである。

提言 8: 資産運用者には、量定量的な流動性管理ツールやその他の流動性管理手段を検討し使用する第一義的な責任があるが、当局は、特にストレス時の市場状況においては、使用に関する指針を提供すべきである。この点に関して IOSCO は、2018 年の提言を見直し、適宜、強化すべきである。また、各法域が適切だと考える場合は、当局は、ストレス時の市場状況で、オープンエンド型ファンドがそうしたツールや手段を使用することを、金融安定の観点から、措置のコストと便益を考慮した上で指示すべきである。

当局による定量的な LMT の使用についての一般的な指針の提供は、特にストレス時の市場状況では、波及効果の可能性を認識・最小化しつつ、どうすればこうした手段を採用できるかを明確化するのに役立つ。また、資産運用者がこうした手段の利用にレピュテーション及び競争によって消極的になることを克服する助けにもなりうる。

同時に、定量的な手段の使用を決定するのは資産運用者であることが認識されているが、それは資産運用者が投資戦略、ポートフォリオの流動性、市場状況及びその他の状況に関し、特定のファンドには何が適切かを評価する責任があるためである。ただし、市場の混乱や

市場の全般的なストレス、資産運用者が適切な行動をとることが運営上困難になるなど例外的な場合は、資産運用者は決定に最適な立場でないかもしれない。

その場合は、当局がこうした手段の適用を促すために状況に固有な指針の提供を検討すべきである。規制上の指針の強化は、資産運用者がストレス時の定量的な LMT などの使用について、事前に計画する能力を向上させるだろう。

最後の手段の選択肢の一つとして、いくつかの当局は、特定の状況でファンドに解約の一時停止を要請できる。当局がストレス時に定量的な LMT などの使用を命じる権限を持つことが適切と考える場合は、金融安定の観点からのこうした行動の費用対効果だけでなく、行動が求められる条件も検討すべきである。当局は、可能な限りストレス状況が発生するよりも前に、様々な政策の選択肢の評価をするべきである。

VI. 市場流動性に関する追加的な検討（提言 9）～システム全体のストレステスト

提言 9：必要な場合には、当局は、ファンドや他の投資家による集団的な売却が金融市場及び金融システム全般の強靱性に及ぼす影響を把握できるような、システム全体のストレステストの実施を検討すべきである。

今回の改訂では、提言 9 は対象となっていない。なお、評価報告書によれば（本稿末の参考 2 参照）、対象の 16 法域中 10 法域がシステム全体のストレステストを実施し、3 法域は、検討はしたが実施せず他の手段でファンド部門を監視、監督している。3 法域（日本を含む）は、ファンドを含むシステム全体のストレステストは検討していないと回答している。

市中協議報告書での提言 9 についての説明も 2017 年の提言からの変更はない。一部を紹介すると以下の通りで、各法域での適切な対応を促している。

様々な投資家の潜在的な影響をどの程度までストレステストに含めるかは、そうした投資家の重要性とデータの利用可能性により、法域によって異なるだろう。

当局が、ファンドや他の投資家の活動がシステミックな重要性をもつレベルに達していると思ふなら、潜在的な影響をシステム全体のストレステストに組み入れるか、どう組み入れるかを検討すべきである。

システム全体のストレステストはまだ探求的な段階だが、時と共に、規制上の行動とファンドの流動性リスク管理実務への情報提供に役立つ洞察を提供するだろう。ストレステスト実施では、マクロプルデンシャル当局と証券規制当局の協調が期待される。

VII. 結論に代えて

以上で見てきたように、FSB は資産運用での構造敵な流動性ミスマッチに関する 2017 年の提言を見直し、OEF が投資する資産をその流動性で 3 分類してその分類に応じた適切な

解約条件の提供を求めるなど、構造的な流動性ミスマッチへの対応方法をより明確化・具体化していくことを各国の金融当局に促している。

市中協議報告書でも言及されているように、全ての OEF や法域での構造的な流動性ミスマッチに対応する汎用的な答えはないが、報告や開示の強化などではある程度は共通性を求めていくことが有用だと思われ、グローバルなデータの蓄積とその分析の拡充に向けて、FSB や IOSCO を通じて各国が協調していくことは重要だと考えられる。

OEF の流動性リスク管理の枠組みについては、FSB の提言（特に提言 3）改訂を踏まえて共通化を進めていくことは、各法域の市場の機能や効率性を考慮する必要があるが、妥当な考え方だと思う。OEF が金融システムに占める重要度は、FSB のメンバー法域の間での違いが少なくない。

一方で、OEF の脆弱性が金融システムに及ぼす影響の重要度や波及経路について、各法域それぞれが分析を深めていく必要がある。ファンドのマネージャーが流動性リスク管理ツールで何に重点を置くか（例えば、希釈化防止賦課手数料とスイングプライシングの実務的な利用しやすさを踏まえた評価）などは、各法域で OEF を含むファンドによる運用の重要度や OEF の 3 分類それぞれの規模、運用対象の市場の機能、OEF 保有者の特性などを踏まえ、各法域がそれぞれに最適な政策対応策を考えるべきだと思う。市中協議の結果、FSB の提言の改訂がどうなるかと日本での今後の対応に注目したい^{(4) (5)}。

以上

4：本稿の作成に際しては、藤原慎也氏（前金融庁）、北里紀子氏（金融庁）の“オープンエンド型ファンドの流動性リスク管理向上の取り組み”2023.2.10 きんざい Online 掲載（金融庁のサイトを参照）を参考にさせていただいた。

5：市中協議報告書でコメントを求められた質問事項については参考 1 を参照。

参考 1：市中協議報告書の質問事項

市中協議報告書では、以下の点についてコメントを求めている。

FSB構造的な流動性ミスマッチへの対応についての提言改訂の市中協議－質問

構造的な流動性ミスマッチ（提言3）
1. バケッティング・アプローチの適用を容易にするために、“通常”と“ストレス”の市場状況をさらに説明すべきか。もしそうなら、そうした状況をどう記述することを提案するか。 2. 資産が流動的、流動性が低い、または低流動性か判断する際に考慮すべき要因の事例は適切か。他に考慮すべき要因はあるか。ある場合は、どんな要因で、その理由は何か。 3. 特定の閾値を用いることは、バケッティング・アプローチを導入するための適切な方法か。適切な場合には、流動性の高い資産または流動性が低い資産に主に投資する（50%以上）ファンド及び、資産のかなりの割合（30%以上）を低流動性資産に配分するファンドを定義するため提案されている閾値は適切か。適切ではない場合は、どんな閾値がより適切か、またその理由は何か。 4. FSBは、流動性が低い資産に投資するOEFで、希釈化防止LMTの実施についての期待に見合わないものに対しては、解約頻度の削減（単独使用ベース）、通知期間の延長（単独使用ベース）または決済期間の延長（単独使用ベース）の利用についての提言を検討すべきだろうか。あるいは、特定の日に解約が集中するリスクを考慮して、これらの措置は併用すべきだろうか。 5. 解約頻度や通知または決済期間を設定するに際して、考慮すべき要素についての追加的な指針は有用か。もしそうなら、どんな点で有用か。
流動性管理ツール（提言4、5、8）
6. 提言4及び5の変更案は、IOSCOの希釈化防止LMTに関する指針案と合わせて読むと、希釈化防止LMTの利用の拡大とより一貫したアプローチの達成に役立つか。そうでない場合は、FSB提言にどんな変更を提案すべきか。 7. 希釈化防止LMTの使用に関するFSB提言の改訂の実施に障害となるもの（普遍的か、法域固有のものかは問わない）はあるか。ある場合には、そうした障害に対処するためには、どんな追加的な提言や指針が役立つか。 8. 追加的な提言や指針は、OEFのマネージャーが、OEFの日常的な流動性リスク管理の一環として希釈化防止LMTを使用することを可能にする内部システム、手続、統制を持っていることへの期待を明確にするのに役立つか？ 9. 希釈化防止LMTを解約する投資家だけでなく購入する投資家にも適用することに同意するか。同意しない場合、その理由は何か。 10. 定量的なLMTの利用可能性と使用に関する追加的な国際指針は有用だろうか。有用な場合、そうした指針はどんな点に重点を置くべきか。有用ではない場合、その理由は何か。
その他のFSB提言
11. 提言2についての変更案は、投資家への開示に関するIOSCO指針案と合わせて読むと、希釈化防止LMTの使用に関する投資家への開示の強化に役立つか。もしそうでないのなら、FSB提言にどのような変更を提案すべきか。 12. その他の2017年FSB提言（提言1、6、7または9）は、意図する政策的な成果の明確性及び具体性を高めるために修正すべきか。もしそうであれば、どの提言か、その理由は何か。
追加的な検討事項
13. 提言が金融安定の観点から効果的であることを確保するため、改訂されたFSB提言について検討すべき他の側面はあるか。

参考 2：FSB の評価報告書に基づく提言の実施状況

FSB 提言の評価には FSB メンバーの 16 法域（オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、香港、インド、アイルランド、イタリア、日本、ルクセンブルグ、スペイン、スイス、英国、米国）が参加した。以下では日本に関連する部分をまとめた。

提言1：当局の情報収集、報告に関する質問 ・オーストラリア以外の法域は、ファンドの流動性プロファイルに関する定期的な報告を要請、全法域がファンドのマネージャーから監督義務の一部でアドホックに情報を収集。 ・ほとんどの法域がファンドのポートフォリオの構成に関する包括的な情報の定期的な報告を求めている（多くが月次または四半期毎。日本は半年毎）。 ・ほとんどの法域でバリュエーション手順とリスク管理の情報は承認プロセスの一部で、更新すべきものである。日本では、マネージャーが従うべき各種の資産のバリュエーション方法の幅広い記述が提供される。 ・日本では緊急時の資金源に関する報告は求められないが、借入額（または上限）は開示されている。 ・4法域（香港、日本、スイス、英国）では、当局が監督上の情報と共に集めたデータで、異常さ、違反及び外れ値を識別するためにファンドの流動性リスクを監視し評価している。
提言3：構造的な流動性ミスマッチ軽減の要件、指針に関する質問 ・全ての回答者が、ファンドの資産、投資戦略と解約条件の整合性についての規制要件または指針があるとしている。 ・全ての法域が規制要件または指針の中に、OEFの解約方針が流動性プロファイルと整合的でなければならないとの一般的な原則がある。 ・全ての法域が運用会社に、適切な流動性リスク管理をする義務または期待を課している。 ・ほとんどの法域（オーストラリア、ブラジル、カナダ、フランス、ドイツ、香港、インド、アイルランド、イタリア、日本、ルクセンブルグ、スペイン、スイス、英国）が、正常時と例外的な流動性状況でのストレステストを定期的に、またはOEFの性質に適切な頻度で実施することを要請または期待している。 ・ほとんどの法域（オーストラリア、ブラジル、中国、フランス、ドイツ、香港、インド、アイルランド、イタリア、日本、ルクセンブルグ、スペイン、スイス、米国）では、投資家の大きな解約があったときに解約の一時的な制限を認めている。ただし、個別のストレス事象ではなく市場のストレスに限定される場合がある。
提言4：流動性リスク管理ツール（LMT）の拡張に関する質問 ・2017年のFSBの提言の公表以降に利用可能なOEFの流動性リスク管理ツールを拡張したかとの質問には、日本を含む13法域が拡張したと回答。なお、他の3法域（オーストラリア、香港、アイルランド）は、既に幅広いLMTの使用を認めていた。 ・カナダ、インド、日本では、規制条項の中で一定のLMTを容認しようとしていた。日本（JITA／投信協会）については、もし、投信協会の規則または他の理由により、既存の法令では利用可能ではないツールがあり、それが投資家の利益保護に有効なら、投資マネージャーは、投信協会と協議することが奨励され、投信協会は他のメンバーと共に前向きに検討する。 ・ブラジル、インド、日本では、2017年のFSBの提言の公表後に、当局が幅広いLMTの使用をファンドのマネージャーに許可している。 ・日本では、流動性リスク管理プロセスの定期的なレビューが要請され、責任主体が適宜、追加のLMT（希釈化防止LMTを含む）を検討することへの期待が導入されている。 ・LMTの使用に障害はあるかとの質問に、5法域（カナダ、中国、香港、インド、日本）が“ない”と回答している。これは規則／指針で使用を促しているということである。 ・ストレス時の市場状況でのツールの使用では2020年3月に多くのファンドがLMTの使用を増やしている。これにはフランス、香港、日本、スペイン、英国、米国が含まれる。他の法域（ブラジル、中国、インド、スイス）は最近のストレス事象は大きな影響がなくLMTは使用されていない、または、流動資産の保有が既に義務付けられていたとしている。 ・いくつかの法域ではスイングプライシングが利用可能で、特にストレス時には広く使用されている（香港、アイルランド、ルクセンブルグ、英国）。フランス、スペイン、スイスでは時々用いられ、対照的に米国では許可はされているが使用はされなかった。日本ではスイングプライシングの使用は実際にはなかった。インドでの導入は最近になってである。 ・他の希釈化防止ツール（解約手数料、希釈化防止賦課手数料）も使用された法域は少数だった。日本では、希釈化防止手数料、解約手数料及び解約の制限が幅広く利用された。 ・流動性リスク管理ツールの使用による意図せざる結果が見られたかとの質問には、インドを除き“ない”とされている。なお、インドはファンドの収益に影響する可能性を指摘している。

提言5：先行者利益を削減する流動性リスク管理手段の整備に関する質問

- ・2017年のFSBの提言公表以降、投資家に全ての解約コストを負担させるのを確実にするためにどんな規制の変更があったかとの質問には、多くの法域（オーストラリア、カナダ、フランス、香港、アイルランド、日本、ルクセンブルグ、スペイン、スイス、英国、米国）が、FSBの提言が公表される前に、既に規制要件または指針があったと回答。
- ・9法域（カナダ、フランス、香港、アイルランド、日本、ルクセンブルグ、スイス、英国、米国）は、希釈化防止ツールを2017年より前に許可していた。
- ・スペインは2017年よりかなり前に、ファンドで大きな解約が起きた場合には、バリュエーションをミッドプライスからビッドプライスに変えることを奨励していた。
- ・これらの法域の中には、FSBの提言公表後に追加的に規制手段を強化したものがある。日本では、投信協会が対応を公表し、これには投資家に推定取引コストを負担させるのを確実にするための、希釈化防止賦課手数料とLMTの使用の指針が含まれている。
- ・希釈化防止ツールの許可については、イタリアを除くすべての法域で許可されている。なお、希釈化防止ツールの公式な定義を法律やOEFの規制で定めることは一般的ではないが、希釈化の可能性に対する投資家の利益の保護は普遍的に受け入れられている。
- ・どんな希釈化防止ツールが許可されているかとの質問には、スイングプライシングが13法域（日本を含む）、解約手数料／希釈化防止賦課手数料は14法域（日本を含む）が許可していると回答。ただし、概念の理解は全く同じではないと考えられる。
- ・希釈化防止ツールについて指針を提供しているかとの質問には、11法域（日本を含む）が提供していると回答し、5法域はしていないと回答。
- ・ファンドのマネージャーにツールの使用を促すために当局が実施したことがある行動を説明して欲しいとの質問には、14法域が市場のストレス時に希釈化防止ツールの使用を促す行動を取ったと回答。
- ・オーストラリア、ブラジル、カナダ、フランス、香港、アイルランド、日本、ルクセンブルグ、スペイン、英国は、責任主体に流動性の管理と解約のモニタリングに関する義務を説明・再認識させる様々な資料を公表している。規制要件の免除を認めた当局もある。

提言8：例外的な状況での当局の指示に関する質問に関する質問

- ・当局が、ストレス状態で例外的な流動性リスク管理ツールの使用についての指針を提供したことがあるかとの質問には、全ての法域があると回答している。
- ・また、例外的な状況では当局はOEFのマネージャーに指示する権限があるかとの質問には、13法域（日本を含む）があると回答している。
- ・日本は、資産運用会社に対して行動することについての行政上の指針、提言及び助言の提供しか行っていないが、これは自主的な協力によって達成されている。

提言9：システム全般のストレステストに関する質問

- ・ファンド及び他の投資家の集団的な売却が金融市場と金融システムに及ぼす影響を捉えるために、当局がシステム全般のストレステストを実施したことがあるかとの質問には、10法域（ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、スペイン、英国）があると回答し、6法域（オーストラリア、香港、インド、日本、スイス、米国）がないと回答している。
- ・システム全般のストレステストが行われたことがないなら、当局は実施を検討したことがあるかとの質問には、3法域（香港、スイス、米国）が検討していると回答、3法域（オーストラリア、インド、日本）は実施したことはなく検討もしていないと回答している。

参考3：各法域の OEF の流動性リスク管理ツールの整備状況と使用状況

評価報告書は、付属文書 6 で各法域の OEF の流動性リスク管理ツールの整備と使用状況をまとめている（MMF は対象としていない）。空欄は、メンバー法域から情報提供がなかったもの。「代替手段」は同様な結果を目指す他の手段が利用可能なことを意味する。

参考図表1：FSBメンバー法域でのオープンエンド型ファンドの流動性管理ツールの利用可能性

法域	解約ゲート	解約の一時停止	解約手数料等の解約制限の賦課	サイドボケット	スイング・ブライシング	非流動性資産への投資制限	流動性バッファー	資産集中の制限	ポートフォリオ資産の満期制限
アルゼンチン	○	○	○	×	×	×	×	○	×
オーストラリア	△	△	△	△	△	△	代替手段	代替手段	×
ブラジル	○	○	○	○	×	代替手段	×	○	×
カナダ	×	○	○	×	×	○		○	×
中国	○	○	△	△	△	○	○	△	△
フランス	○	○	○	○	○	△	×	○	×
ドイツ	○	○	○	×	△	代替手段	○	○	×
香港	○	○	○	○	○	○	○	○	○
インド	○	○	○	○	○	○	○		○
インドネシア	○	○	○	×	×	○	○	○	○
イタリア	代替手段	○	○	代替手段	代替手段	○	代替手段	○	×
日本	○	○	○	×	×	○	×	○	×
韓国	×	○	×	○	×	○	×	△	×
メキシコ	○	○	○	○	○	×	×	○	×
オランダ	○	○	○	○	○	△	×	△	×
サウジアラビア	○	○	○	×	×	○	○	○	○
シンガポール	○	○	○	○	○	△	×	○	○
南アフリカ	○	○	○	×	×	○	△	○	△
スペイン	△	○	○	○	○	△	△	△	×
スイス	○	○	○	○	○	○	代替手段	○	代替手段
トルコ	△	○	△	○	×	△	△	○	×
英国	代替手段	○	△	×	△	△	代替手段	△	
米国	×	○	○	△	△	○	○	○	○

出所：FSB“Assessment of the Effectiveness of the FSB’s 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds”, December 2022, Table1より
（筆者注）元の図表の語句を記号化した～○：Yes for all、△：Yes for some、×：Not for any

参考図表2：FSBメンバー法域でのオープンエンド型ファンドの流動性管理ツールの使用状況

法域	解約ゲート	解約の一時停止	解約手数料等の解約制限の賦課	サイドボケット	スイング・ブライシング	非流動性資産への投資制限	流動性バッファー	資産集中の制限	ポートフォリオ資産の満期制限
アルゼンチン		○	×						
オーストラリア	△	△	△		△				
ブラジル	○	○	○	○		○		○	
カナダ		△	△			○		○	○
中国	○	×	△	×	×	○	○	○	△
フランス	○	○	○	○	○	△			
ドイツ	×	○	○		×	○	○	○	
香港	△	△	△	△	△	○	○	○	○
インド					○		○		
インドネシア	○	○	○				×	○	○
イタリア	△	×	○	△		○	○	○	
日本		○	○			○		○	
韓国		○		○		○	×	△	×
メキシコ			○		○				
オランダ	○	○	○	×	○	△		△	
サウジアラビア	○	○	○	×	×	○	○	○	○
シンガポール	○	○	○	○	○	△		○	△
南アフリカ	○	○	○	○		○	△	△	△
スペイン		×	○	△	△	△	△	△	×
スイス	△	○	○	×	△	○	○	○	○
トルコ	△	×	△	△		○	△	○	
英国	△	○	△	×	△	△	○	△	
米国	×	△	△	△	×	△	△	△	

出所：FSB“Assessment of the Effectiveness of the FSB’s 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds”, December 2022, Table2より
（筆者注）元の図表の語句を記号化した～○：Yes for all、△：Yes for some、×：Not for any