

[illegible]

進展するアジアにおけるファンドの クロスボーダー販売促進構想と日本への示唆

有限責任 あずさ監査法人 金融事業部

シニアマネジャー 保木 健次

2015年2月27日、アジア地域ファンド・パスポート作業グループよりアジア地域ファンド・パスポートに係る規則および運用上の取極めに関する市中協議が行われました。

アジア地域ファンド・パスポートとは、パスポートの枠組みに参加する国のうちいずれか1国において一定の要件を満たすパスポート・ファンドとして承認を受けたファンドは、他のパスポート参加国で改めて複雑な承認手続きを経ることなく当該パスポート参加国のリテール投資家への販売を可能とする仕組みです。

一般的に、ファンド（日本において典型的には投資信託）をリテール投資家（一般的には個人投資家）に販売する際には、投資家保護の観点から組成・運用・販売・情報開示等いくつかの段階で厳格な規制が国ごとに設けられています。したがって、通常、ある国で組成（製造）されたファンドを他の国で販売するためには、販売しようとする国におけるこれらのすべての段階に係る規制に改めて準拠する必要がある、これまで国ごとの規制の差異が大きいアジア地域では、国境をまたがったファンドのクロスボーダー販売は概して活発に行われてきませんでした。

しかしながら、近年、アジア地域では、リテール投資家となり得る中間層が台頭してきたこと、および、そうした投資家・運用資金の成長を取り込みたい先進国の思惑を背景に、リテール投資家へのファンド販売に係る規制の共通化・簡素化を図ることにより、クロスボーダー販売を促進させようという動きが活発化しています。

アジア地域で確認されている3つのファンド・パスポート構想の中でも、特に今回取り上げるアジア地域ファンド・パスポート構想が日本において脚光を浴びつつある背景には、国内の資産運用ビジネス市場が成熟化に直面し海外展開に関する機運が高まっているなかで、成長する「アジア市場」へ進出する足掛かりとしての役割が期待できることに加えて、日本の「参加」が最も期待されることがあると考えられます。

ファンド・パスポートの制度は、遵守が求められる規制とは異なり、制度を利用するかどうかはあくまで利用者側の判断に委ねられていることに留意する必要があります。つまり、いかに遵守するかという一般的な規制対応とは異なり、こうした制度の導入が市場構造や競争環境に与える影響や変化を見極めつつ、自社の中長期的なビジネス戦略にどう組み込んでいくかという観点から対応を検討する必要があります。

たとえば、単に海外展開のあり方について検討するだけでなく、当面は海外展開を想定していない資産運用会社であっても、パスポートを通じて日本に輸入されてくるファンドへの対策や、一定の厳しい投資家保護ルールに基づいて組成されているというファンドの品質保証を示す効果を差別化要因として活用するといった観点も含めて、こうした制度が導入されるこ



ほ き けんじ
保木 健次

有限責任 あずさ監査法人
金融事業部
シニアマネジャー

との影響について分析し、必要な対応を検討する必要があります。

本稿では、「アジア地域ファンド・パスポート」を中心に現在アジアにおいて進展している3つのファンド・パスポート構想を概観するとともに、日本におけるファンド・パスポートへの参加可能性を含めた日本の資産運用ビジネスへの影響を考察します。

なお、本稿の内容は執筆時(2015年4月13日)における情報に基づいていること、および本文中の意見に関する部分は、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。

【ポイント】

- アジアで進展している3つのファンド・パスポート構想は、現在、実現に向けた最終段階に差し掛かってきており、資産運用会社といった関連する市場関係者は、パスポート制度を利用する予定がなくとも、市場構造や競争環境の変化を的確に捉え、自社の中長期的な戦略への影響について調査・分析する必要がある。
- 日本がファンド・パスポートに参加した場合にまず留意すべきポイントは、パスポートの取得が義務付けではなく任意であるということである。これは、パスポートを取得することの是非について分析する必要があるということだけでなく、他社がパスポートを取得することによる相対的な影響についても予測・分析していく必要があることを意味する。
- ファンド・パスポート制度の影響分析に際しては、クロスボーダー販売が容易になるという点や、パスポートの取得による品質保証効果も含めた活用策だけでなく、ガバナンス体制の整備や分散投資といった運用制限を踏まえた運用体制の整備への対応についても考慮すべきである。

I アジアで進展する3つの ファンド・パスポート構想

1. 3つのファンド・パスポート構想の概要

現在、アジア地域では、欧州のUCITS¹のようなパスポートに参加する国のいずれか1国において一定の要件を満たすパスポート・ファンドとして承認を受けたファンドは、他のパスポート参加国で改めて複雑な承認手続きを経ることなく当該パスポート参加国のリテール投資家への販売を可能とする仕組みの導入を目指す構想が3つ進展しています。

最も先行しているのが、ASEAN(東南アジア諸国連合)の枠組みのなかで進められているASEAN CIS(Collective Investment Scheme: 集団投資スキーム)フレームワークと呼ばれるものです。すでに2014年8月からマレーシア、シンガポールおよびタイの3ヵ国において先行して導入されていますが、詳細な規則等について事前の周知期間が十分でなかったこともあり、現時点ではこのフレームワークに基づいて承認を

受けたファンドはまだそれほど多くないようです。

次に進んでいるのが、アジア地域ファンド・パスポート(ARFP)です。2015年2月27日に2度目の市中協議文書が公表されており、2016年後半からの適用開始を想定しています。このARFPについては、後ほど詳述します。

最後に、中国と香港の間で進められているファンドの相互承認に係る構想があります。この構想に関して公表されている情報は少なく、時折、同構想の進展に係るニュースが関係当局幹部の発言として流れるものの、現時点で具体的な規則案や導入時期の目途などは明らかにされていません。

2. ファンド・パスポート制度のチェックすべきポイント

ここでは、ファンド・パスポート構想が自社や市場にどのような影響を与えるか、またどのような対応を取るべきかについて検討していくうえでのポイントを、主として日本国内の資産運用会社の観点から確認します。なお、中国と香港のファンドに関する相互承認制度については具体的な規則案が公表されていないため、ASEAN CISフレームワークとARFPの2つの

1 UCITS とは、欧州において一定の要件を満たして組成されたファンドであり、公衆から調達した資本を、リスク分散の原則に基づき、一定の譲渡可能証券その他の流動性資産に投資することを唯一の目的とし、かつ、投資家の要求により、ファンド資産を用いて持分の買戻し、償還等を行う事業体である。

制度（以下「両制度」という）に絞って考察します。

両制度は、組成・運用・販売勧誘・情報開示のうち、組成・運用に係る分野について規制の共通化・簡素化を図るものです。ファンドの販売業者は、引き続き各国で規制に準拠した登録等を行わなければファンドを販売することができません。したがって、ファンド・パスポート構想について関心を払い、影響を分析し、自社の戦略への反映について検討すべきなのは、主として資産運用会社ということになります。

ファンドの組成・運用についてパスポートを取得する要件が設定されるため、必然的にファンドおよび資産運用会社は母国（ファンドが組成され、規制を受けている国）の規制とパスポート規則についてより厳格な方の基準を満たさなければなりません。また、ファンド・パスポート制度は、資産運用会社がそうした厳格な基準を満たしていることを証明するという副次的効果をもたらします。

3つのファンド・パスポート構想のうち、日本が議論に直接参加しているのはARFPのみです。つまり、ASEAN CISフレームワークを日本の資産運用会社が活用するためには、現地に子会社を設置して組成したファンドについてパスポートを取得する方法や、パスポートを取得したファンドを運用する現地の資産運用会社から運用を受託するなどの方法を考えなければなりません。

ARFPの場合は、ファンドおよび資産運用会社を登録する国がビジネスの主拠点であることを求めていますので、日本が参加しない場合、パスポート参加国に子会社を設置することによりパスポートを取得することは難しいと考えられます。日本が参加した場合は、日本で組成したファンドについてパスポートを取得することが可能になります。

パスポートを取得できるファンドの形態については、分別保管や分散投資規制、母国公募規制といった要件を満たしながらクロスボーダーでリテール投資家へ販売することなどを踏まえると、日本においては投資信託または投資法人の形態をとることが予想されます。

両制度には、欧州のUCITSにはない「母国公募規制」が導入されています。これは、パスポートの取得にあたってはそのファンドを母国においても公募することを求めるものです。この規制を導入する狙いは、投資資金の流用といったファンド・資産運用会社の不正が起こった場合に母国のリテール投資家にも被害が発生する状態におくことにより、母国当局によるパスポートの承認や監督の実効性を高めること、および被害が発生した場合にホスト国（パスポート・ファンドの販売が行われている、または行われようとしている母国以外のパスポート参加国）当局が母国当局の協力を得やすくすることにあると考えられます。こうした母国規制は、海外のパスポート参加国に子会社を設置してパスポートを取得するという戦略を採用するハードルを上げることになると考えられます。

Ⅱ アジア地域ファンド・パスポートの詳細

1. 背景と経緯

ARFP構想は、2009年11月にオーストラリアの金融センター・フォーラムが公表した報告書「Australia as Financial Centre」（金融センターとしてのオーストラリア）において、オーストラリアの資産運用セクターの競争力を生かし、豊富な投資資金のプールと潜在的な資産運用ニーズを取り込むために、成長市場でありながら参入障壁が高く国ごとの規制の差異が大きいアジア市場へのアクセスを改善することを目的として、欧州で普及しているUCITSを参考にしたARFP制度の創設が提言されたことが背景にあります。

この提言を受けた2010年以降、オーストラリアが主導する形でAPEC（アジア太平洋経済協力）財務大臣会合の下に日本を含めたアジアの国々が参加してARFP構想を検討するワークショップが設置され、同構想の実現に向けた議論を重ねてきました。

2013年9月、ARFPへの参加に向けた意思を表明する文書（Statement of Intent）が作成され、オーストラリア、韓国、ニュージーランド、シンガポールの4カ国が署名しました。そして、その4カ国による作業グループをワークショップの下に設置し、ARFPに係る具体的な取極めに関する市中協議文書を作成することになりました。

その後、作業グループにタイおよびフィリピンが加わり、2014年4月にARFPに係る取極めに関する市中協議文書（以下「第一次市中協議文書」という）が公表されました（図表1参照）。

図表1 ARFPワークショップおよびグループメンバー参加国

2010年以降 ワークショップ メンバー	2013年9月署名国 初期作業 グループメンバー	2014年4月および 2015年2月 市中協議国現作業 グループメンバー
・オーストラリア ・韓国 ・ニュージーランド ・フィリピン ・シンガポール ・タイ ・香港 ・インドネシア ・日本 ・マレーシア ・台湾 ・ベトナム	・オーストラリア ・韓国 ・ニュージーランド ・シンガポール	・オーストラリア ・韓国 ・ニュージーランド ・フィリピン ・シンガポール ・タイ

出典：第一次市中協議文書等を基にKPMG作成

2. 第二次市中協議文書の概要

2015年2月27日、前述の作業グループよりARFPに係る規則および運用上の取極め（MOU）に関する市中協議（以下「第二次市中協議」という）文書が公表されました。

第二次市中協議文書には、第一次市中協議文書に対して寄せられたコメントに対するフィードバックおよび主要な変更点とARFPの実施に向けた今後のスケジュール案が提示された文書（Feedback Statement、以下「フィードバック・ステートメント」という）と、実際の「MOU案」の2つの文書から構成されています。

（1）フィードバック・ステートメント

第一次市中協議文書に対して寄せられたコメントに対するフィードバックおよび第一次市中協議文書からの主要な変更点には、次のようなものが含まれています。

- 寄せられたコメントの多くは、より規模の大きなファンド・パスポート制度となること、およびファンド・パスポートに係る取極めがより幅広い国の参加を妨げることのないようにすることの重要性を強調していた。
- ARFPの規定には、資産運用会社の「ビジネス主拠点」を母国に置くことをパスポート取得の要件の1つとするという、ASEAN CISフレームワークにもない規定が設けられていたところ、同要件の緩和を求めるコメントに対しては、域外の資産運

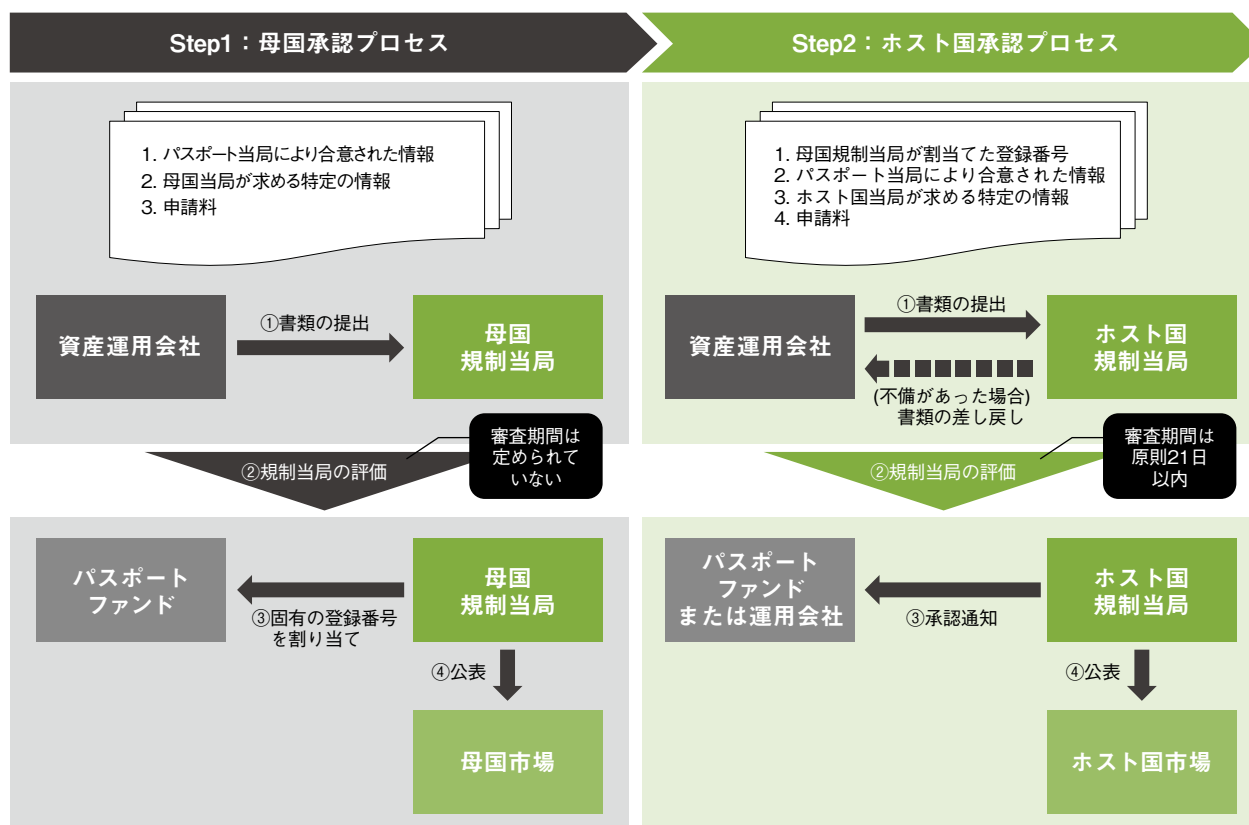
用会社にパスポートを与えることによるファンド・パスポート制度の複雑化を避けるという理由から、当面この規定を維持する。

- 第一次市中協議文書では、資産運用会社は過半数が独立したメンバーである取締役会といった特定の独立した主体によって監督されることが求められていたところ、「主体」の形態について柔軟性を高めるべきとのコメントを踏まえて、監督を行う機能が確保されていることを資産運用会社に求めるのではなく、パスポートに参加する国の適格要件と法規制の枠組みに求めるよう変更する。

図表2 MOU案の構成と概要

記載箇所	取扱い	概要
前文	第二次市中協議文書には不添付	パスポートへの参加意欲 取極めに係るガバナンス の枠組み構築 ARFP参加希望国に係 る適格要件
第1部	第二次市中協議文書に 添付	ホスト国の法規制が適 用される範囲
第2部	第二次市中協議文書に 添付	共通の規制上の取極め
第3部	第二次市中協議文書に 添付	パスポート規則
第4部	非公表	規制当局間の協力に係 る取極め
第5部	非公表	ARFP参加希望国が既 存参加国に承認を求め る際の手続き

図表3 アジア地域ファンド・パスポートの承認手続き



(2) MOU 案

MOU 案は、図表2のように前文のほかに5部の付属書から構成されており、このうち第1部～第3部が第二次市中協議の対象とされています。

第1部は、パスポート・ファンドに対する「ホスト国の規制」が及ぶ範囲について記載しています。具体的には、パスポート・ファンドの情報開示および販売勧誘については、ホスト国の法規制が適用されます。

第2部は、パスポート参加国において有効となるべき「共通の規制上の取極め」について記載しています。なお、この取極めは各参加国において直接法制度に組み込まれるものではなく、各国において所要の法制度の整備を図ることになります。パスポート・ファンドの母国およびホスト国における「承認申請の手続き」に関する共通の規制上の取極めについての概要は図表3のとおりです。

また、前述した母国当局に登録する資産運用会社が満たすべき要件の1つとして、「ビジネス主拠点」を母国に有することを求める規定は、この第2部「共通の規制上の取極め」に含まれています。

第3部は、パスポートを取得するために資産運用会社およびファンドが遵守しなければならない「パスポート規則」について記載しています。このパスポート規則には次のような規定が含まれています。

資産運用会社のCEO、上級幹部、運用担当者等には一定の関連業務経験が必要とされています。たとえば、CEOは過去15年以内に10年以上の金融サービス関連ビジネスの経験があり、なおかつその10年のうち5年は管理職もしくは監督職であることが求められています。

資産運用会社は、運用資産残高に応じた一定の財産を保有することが必要とされています。具体的には100万米ドル＋（運用資産残高－5億米ドル）×0.1%（上限2100万米ドル）により算出された金額の財産の保有が求められています。

3. 今後の予定

第二次市中協議文書によれば、2015年4月に同市中協議に対するコメントを締切るとともに、作業グループでない国にARFPへの参加を呼び掛けるとしています。

その後の予定は図表4のとおりです。

この作業スケジュールによると、2015年9月以降MOU署名によりARFPメンバー国となった国は、署名から1年以内に所要の制度整備を図り取極めを実現することが求められています。実際には、2015年9月には複数の国がMOUに署名し、1年を費やすことなく所要の制度整備を終えると考えられることから、2016年9月を待たずにARFPの運用が開始されることが見込まれます。

図表4 ARFPについての今後の予定

2015年2月	当該署名6ヵ国が第二次市中協議文書を公表（コメント期限は4月10日）
2015年4月	作業グループが他のワークショップメンバー国に参加を呼びかけ
2015年5月	作業グループが市中協議に寄せられたコメントを検討
2015年8月	MOU の最終化
2015年9月以降	MOU への署名によりARFPメンバー国となる
2016年	MOU 署名の1年以内（当初は2ヵ国以上が署名した後1年以内）にARFPの運用開始

Ⅲ 日本の資産運用ビジネスへの示唆

日本が国としてファンド・パスポートに参加する場合、資産運用会社はファンド・パスポート制度が、パスポート取得が義務ではなく任意であることも踏まえて、パスポートの取得の是非について分析する必要があります。

つまり、いかに準拠コストを最小化させるかではなく、パスポート取得からどのようなメリットを生み出せるかといった面も含めて分析する必要があります。このため、パスポートの取得を生かす戦略の構築も重要になってきます。

また、メリットについては、他社の動向に大きく影響される相対的な側面があることにも留意が必要です。特に、パスポートの取得がもたらす品質保証効果を活用する場合、相当程度の他社が追随した時点でその効果は大きく低減することになります。

なお、国内の資産運用ビジネスに対しては、主として2つのルートを通じて影響が波及することが想定されます。まずは、他のパスポート参加国においてパスポートを取得したファンドの日本への輸入であり、もう1つは日本でパスポートを取得したファンドの海外への輸出です。

1. ファンド・パスポートの戦略的活用

ファンド・パスポートの取得には、大きく分けて2つのメリットがあると考えます。1つは、ファンド・パスポートの所期の目的であるクロスボーダーのファンドの直接販売が容易になるということです。前述したように必ずしも利用しなければならない制度ではありませんので、現地子会社の設立や現地資産運用会社の買収、現地資産運用会社との提携等を通じた運用の受託といった他の海外展開手段と比較衡量しながら、戦略的な活用について検討していく必要があると考えます。

もう1つの重要なメリットは、パスポートを取得することにより、パスポートを取得していないファンドと比べて厳しいパスポート基準を充足しているという品質保証を示す効果が得

られることです。パスポートを取得したファンドであることは、母国およびホスト国において公表されることが予定されていますので、この効果は国内にとどまらず、一般的に国内よりも認知度が低い海外においても効果を発揮すると考えられます。

実際にファンド・パスポート制度の普及について先行する欧州では、国内向けのみの販売を想定している場合であっても国内法に準拠したファンドではなくUCITSを取得するケースが見られます。これは厳格なUCITS基準に準拠していることが競争上の利点となっているからだと考えられます。

そして、このような動きが日本国内で起きないとは言いきれません。もし運用手法やパフォーマンス以外での新たな差別化要因としてパスポートの取得が着目され、パスポートを取得したファンドが増え、実際の販売において一定の実績が確認された場合、クロスボーダー販売を全く考えていない国内販売に集中している資産運用会社でさえもパスポート取得に向かい、結果として国内ファンドの大半がパスポート・ファンドとなる可能性がないとは言えないでしょう。戦略的活用という観点からは、むしろ積極的に国内販売向けのファンドについてもパスポートの取得を検討していくことが考えられます。

実際にパスポートを取得する場合、国内の法規制の遵守に加えて新たにパスポート規則への準拠に伴うコストが発生します。ただ、パスポートの取得と海外展開とは切り離して考えるものですので、海外展開をどう考えているかは別に、まずは現時点でパスポートを取得する場合にどの程度のギャップが存在し、コストが発生するかを検証することは有用と考えられます。

そのうえで、実際に日本から海外へファンドを販売する海外展開を考える場合には、業務体制の整備や投資信託計理システムの外貨対応など一定の体制整備が必要になります。パスポートが取得できる時期によっても戦略が変わってくるため、この辺りの戦略についても複数のケースを想定しながら検討を進めていく必要があると考えます。

2. 日本が参加する可能性

これまで日本はワークショップメンバーとしてARFPに係る議論に参加してきたことは確認できますが、作業グループに参加するといった形でARFPへの参加について日本が決断しているという客観的な事実は確認されていません。

ただし、第二次市中協議報告書において、ARFP参加国の拡大の重要性が強調されたほか、他の国に対してARFPへの参加を呼び掛けることも示唆されています。こうした記述に加えて、独立監視要件が緩和されたことなどから、ARFPワークショップメンバー国でオーストラリアに次ぐ第2位のファンド市場規模を誇る日本の参加が期待されていると考えられます。

また、日本にとってもアジアの成長の取り込みや国際金融センター化といった戦略との親和性も高いことから、今後の日本の動向については注視していく必要があると考えます。

IV おわりに

資産運用ビジネスは大きな変革期を迎えています。金融危機に端を発した厳格な金融規制は銀行から他の金融機関にも波及し、ファンドも例外ではなくなってきました。こうした規制の多くは、資産運用会社単位だけでなく、ファンド単位でも規制対象とするものが多く含まれます。

退職給付債務負担の重さなどから先進国の年金制度は、確定給付型から確定拠出型にシフトしており、また新興国では年金制度の整備段階から確定拠出型が標準的な年金制度になる傾向があります。これらは、資産運用ビジネスが、年金基金に対して資産運用会社を商品として売るビジネスから個人に対してファンドという商品を売るビジネスへの転換をもたらしています。

運用資金が伸びる新興国市場と有力な資産運用会社が主拠点とする国のミスマッチにより、クロスボーダー販売を含めた資産運用ビジネスのグローバル展開が加速しています。

国内の資産運用ビジネスに携わっている関係者においては、既存ビジネスの延長だけでなく、こうした国際的な動向から見てくる中長期的な市場構造の変化を機敏に捉え、自らの戦略を再構築し、必要な体制整備を図ることが重要になってきます。そうしたなかで、ファンド・パスポート制度がもたらす市場の変化にも気を配りつつ、パスポート取得の是非および最大限の活用について検討するとともに、自社の中長期的な戦略の中に適切に組み込んでいただければと思います。

アセットマネジメント部の概要

資産運用会社は、「貯蓄から投資へ」の流れの加速等を受け、成長するマーケットに対応すべく、資産運用を高度化し、フィデューシャリー・デューティーを果たすことが求められています。KPMG ジャパンは、資産運用会社が直面する変化への対応を戦略的にサポートするため、あずさ監査法人内にアセットマネジメント部を設け、グループ内に存在するナレッジおよびスキルを集約し、資産運用の高度化の支援をはじめ、業種に特有の課題に対応したサービスを提供しています。

会計監査サービス

- ファンド（投資信託、投資事業有限責任組合等）監査
- アセットマネジメント会社監査

アドバイザーサービス

- ISAE3402/SSAE16/SAS70 号に基づく統制リスクの評価
- グローバル投資パフォーマンス（GIPS）基準準拠の検証業務
- 規制アドバイザー
- 内部統制関連アドバイザー

本稿に関するご質問等は、以下の者までご連絡くださいますようお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人

金融事業部

シニアマネジャー 保木 健次

TEL: 03-3548-5125（代表電話）

kenji.hoki@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com
www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気また光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2015 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2015 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.