

アジアで複数の制度整備が進展するファンド・パスポート構想

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 2014年4月、APEC（アジア太平洋経済協力）に加盟するオーストラリア、シンガポール、韓国、ニュージーランド、タイ、フィリピンの6か国が、アジア地域ファンド・パスポート（Asia Region Funds Passport; ARFP）構想の市中協議文書を公表した。2013年9月の趣意書は4カ国によるものであったが、今般、新たにタイ及びフィリピンの2か国が加わった。
2. ARFP 市中協議文書における規定においては、国境を越えた投信制度としての実績がある欧州 UCITS の規定が数多く取り込まれている。同時に、オーストラリアやシンガポールなど ARFP 構想を牽引してきた主要国のファンド規制の内容が随所に反映されている。
3. アジアでは ARFP の他に、ASEAN ファンド・パスポート、香港中国相互承認制度というファンド・パスポート構想が並走しており、それぞれ進展を見せている。また、近年、UCITS が欧州域外に拡大し、アジアにおいても普及している。各ファンド・パスポートの背景・経緯は異なるが、規定内容には共通点も多い。
4. オーストラリア、シンガポール、香港といったファンド・パスポートに積極的に関与している国々は、ファンド・パスポートを国際金融センターとしての地位向上策と位置付けている。日本による同様の取り組みにより国際的な立地競争力が向上すれば、日本の金融機関、ひいては投資家も恩恵を享受することができよう。また、近年、日本の金融機関がアジア展開を積極化させていることを踏まえると、今後のアジア戦略を考える上で、ファンド・パスポートをどう活用していくかという視点は欠かせないだろう。

I 市中協議文書を公表した APEC のファンド・パスポート構想

2014年4月、APEC（アジア太平洋経済協力）に加盟するオーストラリア、シンガポール、韓国、ニュージーランド、タイ、フィリピンの6か国が、アジア地域ファンド・パスポート（Asia Region Funds Passport; ARFP）構想の市中協議文書を公表した¹。2013年9月、

¹ APEC, “Consultation Paper: Arrangements for an Asia Region Funds Passport” April. 2014.

オーストラリア、シンガポール、韓国、ニュージーランドの4か国が ARFP 創設のための趣意書に合意し、パイロット・プログラムが始動したが、今般、新たにタイ及びフィリピンの2か国が ARFP に参加することとなった²。

APEC 加盟国は、2014年7月11日までに上記の ARFP 市中協議文書に関する意見を提出することができる。それを受けて、2014年末までに規定内容の精緻化が行われる予定である。その後、2015年2月に ARFP 開始時の参加希望国が合意文書に署名し、2015年末までに合意文書の発行に必要な法令改正を各国が実施する予定である。そして、2016年、ARFP が開始する見込みである。

II 明らかにされた ARFP の規定

1. ARFP 創設の目的

ARFP 創設の目的の1つは、アジアの資産運用業界の競争力の強化を促すことである。そのため、ARFP 適格ファンドの運営者は、ARFP 参加国において承認され、ビジネスを行っていなければならない。また、ARFP 適格ファンドは、ARFP 参加国内において既に販売実績があるものと規定されている。ARFP 創設によって、アジア諸国の資産運用会社の競争力が増し、多様なファンドが流通することで投資家にとって資産運用の選択肢が増えることが期待されている。ただし、多様なファンドが広く普及するためには、投資家保護が重要である。ARFP のモデルとも言える欧州の UCITS は、現在、欧州における投信残高の約7割（2013年末時点の残高が6.8兆ユーロ）を占める³。UCITS が普及した一つの要因は、高い透明性を有し、十分に規制（well-regulated）されているという形で投資家保護について高い評価を得たことにある。このような観点から、ARFP は運営者に関して厳しい要件を規定し、高い水準の投資家保護基準を要求している。

2. ホーム国の法令、ホスト国の法令、ARFP ルールの関係

ホーム国とは、パスポート・ファンドが設定・承認され、同国内での公募の認可を得ている国と定義されている。原則として、ファンドの運営者に対してはホーム国の法令が適用される。ホスト国とは、パスポート・ファンドの公募が認可されている、あるいは認可を受けようとしているホーム国以外の国と定義されている。ホスト国内の、販売者と投資家との直接的なやり取りに関してはホスト国の法令が適用される。

ARFP ルールとは、ARFP 市中協議文書における規定のことであり、全ての ARFP 適格ファンドが遵守しなければならないルールを指す（ARFP ルールの詳細は後述する）。ホーム国の法令、ホスト国の法令、ARFP ルールの関係は、図表1の通りである。

² 岡田功太「進展するアジア地域ファンド・パスポート構想」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号。

³ UCITS とは譲渡可能証券の集団投資事業（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）の略称であり、EU 指令に準拠するファンドを指す。

図表1 ホーム国の法令、ホスト国の法令、ARFP ルールの関係一覧

項目	ホーム国	ホーム国及び ARFP ルール	ARFP ルール	ホスト国	
基本的な適格性	ファンドの種別		●		
	ファンド設立地		●		
	ホーム国の募集		●		
ARFP 適格運営者のライセンス	オペレーションの要求	●			
	経験の要求		●		
	最低資本規制		●		
	運用資産残高		●		
ARFP 適格ファンドのオペレーション	カストディ		●		
	独立した監督		●		
	リスク管理	●			
	投資制限		●		
	運用委託		●		
	バリュエーション		●		
	解約		●		
	開示と監査		●		
	利害関係人取引	●			
	運営者の義務	●			
	取引記録	●			
	投資家との取引	開示			●
		販売			●
クレーム対応				●	

(出所) ARFP 市中協議文書より野村資本市場研究所作成

3. ARFP ルールの内容

アジア諸国のファンドの法的形態は、国により異なり多種多様である。そこで、ARFP ルールは、ホーム国において承認されているユニット・トラスト型や会社型を容認している。その他、ARFP ルールは、経験の要求、最低資本金規制、カストディ、独立した監督、コンプライアンスと監査、投資制約、開示と監査、投資家との取引など多岐に渡って詳細な規定をしている（主な概要は図表2を参照）。

ARFP ルールでは、投資対象とする事業体の分散、投資対象とするファンドの分散、同一発行体の有価証券の取得割合制限などの分散投資規制が採用されている。これは UCITS の規定を取り込んでいる。

また、オーストラリアやシンガポールなど ARFP 構想を牽引してきた主要国のファンド規制の内容が反映されている点にも注目すべきである。例えば、上記の分散投資規制において、政府債の制限などはシンガポールのファンド規制の内容と類似する。また、運営者が責務を果たしているかどうかについて独立した機関による監視を行うことで、ARFP 適格ファンドのガバナンスを担保している。これは、メンバーの過半数が運用会社とは独立したコンプライアンス委員会を採用しているオーストラリアの制度や、運用者と独立したエンティティが相互に牽制を図るシンガポールの制度と類似する。さらに、ARFP 適格ファンドの財務諸表は、全てのホスト国において国際財務報告基準（IFRS）に基づき開示する義務がある。ARFP に参加しているシンガポール、香港、韓国などは IFRS を適用済みである。

図表2 ARFP ルールの主な概要

		主な概要
経験の要求	運営者の経験	5年以上の経験（例外規定あり）
	運営者幹部の経験	<ul style="list-style-type: none"> CEOは金融関連業務を10年以上 取締役のうち最低2名は金融関連業務を5年以上 運用者は学士号を有し最低でも過去5年間のうち3年以上の資産運用業務経験、または過去7年間のうち5年以上の資産運用業務経験
最低資本規制		<ul style="list-style-type: none"> 株主資本は最低1百万米ドル AUM5億米ドル超の運営者は、その超過分の0.1%の資本（最大2千万米ドルまで）
運用資産総額		<ul style="list-style-type: none"> 最低5百万米ドル 最低50%を適格資産に投資すること 運用を行う上で適切なサイズ、かつ、規模の経済を享受できること
カストディ	カストディアン	<ul style="list-style-type: none"> 運営者から独立で、ホーム国で承認されていること サブカストディアンへの委託可能
	独立性	法的小および機能的に運用担当者から独立
	分別管理	ARFP適格ファンドと不適格ファンドの資産は分別管理
独立した監督		運営者の義務は独立した機関によって監督される
コンプライアンスと監査		<ul style="list-style-type: none"> ARFPルールを遵守しているか監査するための監査役を常に設置 少なくとも年に1回は監査を行う
資産クラスの投資制限	投資可能な資産	<ul style="list-style-type: none"> 規制された集団投資スキームへの投資 預金 通貨 デリバティブ 譲渡可能証券 等
	デリバティブ規制	<ul style="list-style-type: none"> 原資産が指数である場合 最大ウェイトは25%以下に分散されていること 定期的取引されている金融資産かコモディティに関連していること 明確な目的が定義されていること 広く使用されており、合理的なベンチマークであること 等
ポートフォリオ・アロケーションの投資制限	投資対象とする事業体の分散	<ul style="list-style-type: none"> 同一事業体の譲渡可能証券または短期金融商品への投資は原則としてファンド資産の5%以下（緩和規定あり） 同一事業体への預金はファンド資産の20%以下
	投資対象とするファンドの分散	<ul style="list-style-type: none"> 同一ARFP適格ファンドおよび集団投資スキームへの投資はファンド資産の10%以下 ARFP適格ファンドの集団投資スキームへの投資は合計でファンド資産の30%以下
	同一の発行体の有価証券の取得割合制限	<ul style="list-style-type: none"> 同一発行体の無議決権株式の10%超、同一発行体の債券の10%超、同一のARFP適格ファンドおよびその他の集団投資スキーム持分の25%超 同一発行体の短期金融資産の10%超
デリバティブのエクスポージャー		<ul style="list-style-type: none"> コミットメントアプローチに基づいて算出 ネットティング及びヘッジに関する特例規定あり
レンディング		<ul style="list-style-type: none"> 原則、不可 ファンドは解約対応などの目的において適宜借入可能などの例外規定あり
借入制限		ARFP適格資産の10%まで
空売り		原則、空売りは不可
運用機能の外部委託		可能（ただし、ホーム国で規制され、委託者が外部委託に関して如何なる責任を持つ等の制約付き）
解約		ARFP適格ファンドは、解約の申請を受けてから15日以内に、投資家に解約資金を支払わなければならない等の規定
財務諸表		<ul style="list-style-type: none"> 全てのホスト国において開示する 財務諸表の基準はIFRS 財務諸表の翻訳が要求され、現地語で翻訳証明を付する 等
訴訟		ホーム国、ホスト国ともに裁判管轄権を有する

（出所）ARFP市中協議文書より野村資本市場研究所作成

III 並走するファンド・パスポート構想の現状

1. アジアにおけるファンド・パスポートの比較

現在、アジアにおいては ARFP に加えて、ASEAN（東南アジア諸国連合）のファンド・パスポートと、香港中国相互承認制度の構想が並走し、それぞれ進展を見せている。また、欧州のファンド・パスポートである UCITS のアジアの一部の国における普及も進んでいる。

ARFP と ASEAN のファンド・パスポート構想の、開始（予定）日、対象国、主導国、対象地域を整理すると図表 3 のようになる。シンガポールは、タイと共に ARFP および

図表 3 アジアにおけるファンド・パスポート比較一覧

	ARFP	ASEAN ファンド・パスポート	香港中国相互承認制度	UCITS
ファンド・パスポートの開始日	2016年1月を予定	2014年上半期を予定	不明	1985年にUCITS指令制定
ファンド・パスポート参加国	6か国 ・シンガポール ・タイ ・オーストラリア ・韓国 ・ニュージーランド ・フィリピン	3か国 ・シンガポール ・タイ ・マレーシア	香港および中国	EU（欧州連合）加盟28か国
ファンド・パスポート構想の主導国	オーストラリア	シンガポール	香港および中国	欧州連合
ファンド・パスポートの（潜在的な）対象地域（2014年4月時点）	APEC加盟21か国 ・シンガポール ・インドネシア ・タイ ・フィリピン ・マレーシア ・ブルネイ ・ベトナム ・オーストラリア ・ニュージーランド ・中国 ・香港 ・日本 ・韓国 ・台湾 ・米国 ・カナダ ・チリ ・ペルー ・メキシコ ・パプアニューギニア ・ロシア	ASEAN加盟10か国 ・シンガポール ・インドネシア ・タイ ・フィリピン ・マレーシア ・ブルネイ ・ベトナム ・ミャンマー ・ラオス ・カンボジア	香港および中国	EU加盟28か国。さらに、アジア・南米・中東・アフリカなど欧州域外の国における利用が拡大中

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

ASEAN ファンド・パスポートの両構想に参加している。香港は、中国本土との相互承認制度を推進しているが、ARFP 構想に関する議論にも当初から参加している。さらに、後述するが、シンガポールと香港においては UCITS が普及している。以下で、これら ARFP 以外のファンド・パスポートの動向について整理する。

2. ASEAN ファンド・パスポート

2013 年 10 月、ASEAN 資本市場フォーラムにおいて、シンガポール、マレーシア、タイの 3 か国は、ASEAN ファンド・パスポートに関する要件を規定した「適格集団投資スキーム基準」（以下、ASEAN ルールとする）に合意した⁴。ASEAN ファンド・パスポートは、シンガポールが主導してきた構想であり、2014 年上半期末までに開始することが目指されている。開始後は、シンガポール拠点の資産運用会社が、マレーシアとタイの個人投資家に対して、法的な変更・調整を行うことなくファンドを提供することが可能となる。

図表 4 は、ASEAN ルールとシンガポールのファンド規制の主要項目の比較である。ASEAN ルールにおける譲渡可能証券の定義、借入規制、同一事業体およびグループ規制などは、シンガポールのファンド規制と同様であり、その他の事項に関しては、基本的にシンガポールのファンド規制を、より厳格にした内容となっている。ただし、注目すべきは、ASEAN ルールの運用機能の外部委託の要件である。ASEAN ファンド・パスポートにはシンガポール以外にマレーシアとタイが参加しているにもかかわらず、ASEAN ルールにおける運用機能の外部委託先はシンガポール金融監督局（MAS）が容認できるという規定が含まれている。ASEAN ファンド・パスポートを主導しているシンガポールの影響力がルールの規定内容にも現れていると言える。

3. 香港中国相互承認制度

2013 年 11 月、香港証券先物委員会（SFC）は、SFC、中国証券監督管理委員会（CSRC）、中国国家外貨管理局（SAFE）の 3 者間で、香港と中国間のファンドの相互承認制度に関する税制上の取り扱いや販売時の規定などについて議論していることを公表した⁵。次いで、同年 12 月には、SFC と CSRC の両者が、ファンドの相互承認制度のプロジェクトは最終段階にあり、資産運用会社に対する要求事項等の規定方法について議論していることを公表した。ファンドの香港中国相互承認制度が解禁されれば、香港に拠点を置く資産運用会社が中国本土にアクセスできるようになり、二市場に限定された試みではあるが、一種のファンド・パスポート構想が実現することとなる。

ちなみに、2014 年 4 月、株式投資に関する上海および香港の両取引所間の相互承認制度の解禁が公表された。従来は、外貨と人民元の交換を前提として、適格外国機関投資家

⁴ The ASEAN Capital Markets Forum, “Standards of Qualifying CIS” Oct. 2013.

⁵ 中国証券監督管理委員会より。

図表 4 ASEAN ルールとシンガポールのファンド規制の主な要件比較

	ASEAN ルール	シンガポールのファンド規制
取締役の経験	・ 常任取締役は金融関連業務を 5 年以上 ・ 常任取締役以外は業務を 5 年以上	取締役のうち最低 2 名は金融関連業務を 5 年以上
ポートフォリオ・マネージャーの経験	・ 学士号を有し最低でも過去 5 年間のうち 3 年以上の資産運用業務経験、または、 ・ 過去 7 年間のうち 5 年以上の資産運用業務経験	
最低資本規制	・ 株主資本は最低 1 百万米ドル ・ AUM は 5 億米ドル以上で、超過分の 0.1% の資本 ・ 専門家賠償責任保険に加入	・ 株主資本は最低 1 百万シンガポールドル ・ AUM の 0.1% の専門家賠償責任保険に加入
運用機能の外部委託	参加 3 か国の当局に規制されていない運用者に NAV の 20% まで可能であり、 ・ IOSCO 規定に準拠した法定地に拠点を置き、かつ、 ・ MAS が容認できること	MAS が許容できる運用者に NAV の 10% まで可能
譲渡可能証券の定義	・ 流動性があること ・ 適切な情報が外部公開されていること 等	左記同様
借入規制	ファンドは解約対応などの目的において適宜借入可能で、期間は 1 か月を超えてはならない	左記同様
同一事業体制限	・ AUM の 10% まで ・ 投資適格の政府債は 35% まで	左記同様
同一グループ制限	・ AUM の 20% まで ・ グループは子会社や持ち株会社等	左記同様
デリバティブ制限	コモディティ及びクレジットデリバティブは使用不可	コモディティ及びクレジットデリバティブは使用可
デリバティブに対するエクスポージャー規制	コミットメントアプローチで算出	コミットメントアプローチ、または VaR アプローチで算出
ファンド・オブ・ファンズ規制	ファンドの資産の 85% は適格ファンド、または参加 3 か国において公募されていることが承認された適格ではないファンドに投資すること	5 つのファンド以上に投資すること
ETF 規制	デリバティブ等によるシンセティック型 ETF の設定不可	デリバティブ等によるシンセティック型 ETF の設定可
REIT	不可	可
元本保証及び元本確保	ファンドは元本確保及び元本保証という名称は不可	ファンドは元本保証につき可
成功報酬	不可	可（報酬の取得手法の記載あり）
バリュエーション	値がついている投資の評価は、公式な終値または、それと同等の値で評価する	左記に加え、ファンドの目論見書で規定されている投資先の市場の終了時間で取引された値で行う

(注) 比較可能な主要項目のみを列挙している

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

(QFII) および適格国内機関投資家 (QDII) に株式投資の相互承認は限定されていたが、この度、個人投資家向けの証券投資ルートが確立される見込みとなった。ただし、香港上場のブルーチップ銘柄、H 株と上海上場の A 株に限定され、年間及び 1 日あたりの投資金額に上限があるなどの条件が付与されている。

ファンドに関する相互承認制度に関する規定内容の公表は、上述の個人投資家向けの株

式投資に関する相互承認制度の次のステップとして注目されている。

4. UCITS の利用の拡大

近年、UCITS が欧州域外に拡大している。欧州域外の国において登録されている UCITS は、合計約 7,800 本（2012 年末時点）である⁶。地域別では、アジアで約 5,300 本、南米で約 1,600 本、中東で約 650 本、アフリカで約 250 本の UCITS が登録されており、特にアジアにおける UCITS の普及が目立つ（図表 5）。国別では、シンガポールで約 2,000 本、香港で約 1,200 本、チリで約 970 本の UCITS が登録されており、アジアの中でもシンガポールにおける UCITS の普及が顕著である。

シンガポールのファンドは、証券先物法と同法に準じた集団投資スキーム・コードに規定されている⁷。シンガポールにおいて公募されるファンドは、シンガポール国内で組成される公認スキーム（Authorized Scheme）と、シンガポール国外で組成される認可スキーム（Recognized Scheme）に分かれており、いずれも MAS の認可を受けなければならない。

集団投資スキーム・コードには、認可 UCITS スキームと UCITS に投資する公認スキームに関する規定が盛り込まれている。これは、シンガポールにおいて、MAS がファンド・パスポートを普及させることに積極的であることを意味する。実際、MAS は、欧州が UCITS I から UCITS III に移行したことを踏まえ、2005 年 5 月、シンガポール国内で販売されている UCITS I 準拠ファンドを UCITS III 準拠ファンドに移行するためのガイドラインを示した⁸。

図表 5 UCITS の欧州域外普及状況上位 10 か国

ランキング	国	地域	登録ファンド数
1	シンガポール	アジア	2,042
2	香港	アジア	1,157
3	チリ	南米	973
4	マカオ	アジア	862
5	台湾	アジア	845
6	バーレーン	中東	576
7	ペルー	南米	481
8	韓国	アジア	317
9	南アフリカ	アフリカ	215
10	トリニダード・ドバゴ	南米	52

（注）登録ファンド数とは、販売のために当局に登録・認可・承認された UCITS の本数（出所）PWC Ireland “UCITS Fund Distribution 2012”より野村資本市場研究所作成

⁶ PWC Ireland, “UCITS Fund Distribution 2012” Sep. 2012 よりデータ取得。登録ファンド数とは、販売のために当局に登録・認可・承認された UCITS の本数を指す。

⁷ MAS, “Code On Collective Investment Schemes” May. 2002.

⁸ MAS, “MAS facilitates the offer of UCITS III funds in Singapore” Mar. 2005.

IV 国際金融センター化構想とファンド・パスポート

アジアにおいて並走するファンド・パスポートは、それぞれ歴史的背景や経緯が異なる。まず、ARFP 構想の始まりは、2009年11月の「金融センターとしてのオーストラリア：強みの構築」の公表である⁹。このレポートにおいて、オーストラリアが国際金融センターになるための一つの施策としてファンド・パスポートが位置付けられ、オーストラリアの発案による ARFP 構想につながった。

一方、ASEAN ファンド・パスポート構想の始まりは、2009年4月、ASEAN 資本市場フォーラムが公表した ASEAN 資本市場統合計画である¹⁰。この計画は2015年に ASEAN 経済共同体のブループリントを実現することを目的としたもので、その中で ASEAN ファンド・パスポート構想が提唱された。

また、香港中国相互承認制度は、香港が中国本土市場へのアクセスを確保するためのものであり、2013年1月に香港および中国当局から公表された。

さらに、UCITS は欧州の域内市場統合の一環として1985年に提唱され成功を収めてきたが、近年、域外での利用が進んでいる。

このように、各ファンド・パスポートの背景は異なるものの、それぞれの規定内容には共通点も多く、収斂してきている感もある。各構想が今後どのように進展し、相互に影響を及ぼし合うのか注視する必要がある。

オーストラリア、シンガポール、香港といったファンド・パスポートに積極的に関与している国々は、ファンド・パスポートを国際金融センターとしての地位向上策と位置付けている。自国のファンド規制を反映させることで主導権を握ろうとしているようにも見受けられる。この点は、国際金融センター化を目指している日本にとって示唆に富むと言える。日本の国際的な立地競争力が向上すれば、日本の金融機関は恩恵を享受することができると思われるからである。

また、アセット・マネジメント・ビジネスの観点から、ファンド・パスポートは日本の運用会社のアジア拠点の役割を拡大させる可能性を有しており、金融機関は、ファンド・パスポートをアジア戦略の一環として考える必要がある。近年、日本の資産運用会社はアジアにおける買収や提携に積極的である。アジア拠点の将来的な役割を考える上で、ファンド・パスポートをどう活用していくかという視点は欠かせないだろう。

⁹ The Australian Financial Centre Forum, “Australia as a Financial Centre: Building on our Strengths,” Nov. 2009.

¹⁰ ASEAN Capital Markets Forum, “The Implementation Plan,” April. 2009. 詳細は、林宏美「アセアンの域内金融統合に向けて - 公表されたブループリント「アセアン金融統合への道筋」 -」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号を参照。