

## 再確認すべきアジア地域ファンド・パスポート構想の 意義と成功要因

野村 亜紀子

### ■ 要 約 ■

1. 2015年2月27日、アジア地域ファンド・パスポート（ARFP）の第二次市中協議書が公表された。ARFPは、アジア太平洋地域に投資信託の共通制度を創設しようとする構想で、2015年9月の参加国による合意、その12か月後の制度開始を目指す。
2. ARFPの意義は、アジア太平洋地域の中間層の拡大が予想される中、共通制度の構築により、投資家の選択肢の拡大、運用業界の競争促進によるサービス向上、域内金融・資本市場の発展等が期待できることにある。これらを実現するためには、人口・資産額の両面で十分な規模（クリティカル・マス）を確保できる国・地域の参加が重要となる。
3. ファンド・パスポートの先進事例である欧州 UCITS の歴史を見ると、制度開始当初の予想を遥かに上回る成功を収めたと評される。同制度が、欧州内外の、多くのクロスボーダー志向の運用会社に利用されたことが主要な成功要因の一つと考えられる。ARFP 構想においても、運用業界との対話やインプットが重視されるべきである。
4. 一部のアジア諸国ではすでに UCITS が普及しているのも事実である。クリティカル・マス形成のための一つの方策として、ARFP を、アジアの特性を反映しつつも UCITS との互換性が確保される制度にすることが考えられる。将来的に、世界の投信制度が、米国の投資会社法と、UCITS・ARFP という 2 大勢力に整理されれば、グローバル展開を目指す運用会社にとって、複数制度対応による効率低下が最小限に抑えられることとなろう。

## I アジア地域ファンド・パスポート（ARFP）の第二次意見募集

アジア地域ファンド・パスポート（ARFP、Asia Region Funds Passport）構想とは、アジア太平洋地域に投資信託の共通制度を創設しようとする動きである。ARFP 参加国で承認された投資信託は、他の参加国において簡素な手続きのみで承認され販売可能となる。

ARFP 構想は、2009 年にオーストラリアがアジア太平洋経済協力（APEC）において提唱し、日本を含む多数の APEC 加盟国を交えた議論が行われていたが、2013 年 9 月にオーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、韓国の 4 か国が ARFP 設立趣意書に署名したところから動きが本格化した。2014 年 4 月には、上記 4 か国にフィリピン、タイの 2 か国を加えた 6 か国から市中協議文書が公表され、ARFP の制度骨格がより具体的に提示された。APEC 加盟国からのコメントが募集され同年 7 月に締め切られた<sup>1</sup>。

当初の予定は、寄せられたコメントを踏まえ ARFP 規則が精緻化され、2015 年 2 月に ARFP への参加国が合意文書に署名、必要な国内法改正を経て、2016 年 1 月の制度始動というものだった。ところが 2015 年 2 月 27 日、予定にはなかった第二次市中協議文書が公表され、同年 4 月 10 日まで追加的な意見募集が行われることとなった。図表 1 は同文書に基づく ARFP の概要、図表 2 は改めて意見が求められている 10 の論点である。今回の意見募集の内容は、事務局が ARFP 規則案を修正するに当たって生じた、具体的な事項に絞られていることが見て取れる。

改定されたスケジュールに基づく、ARFP 規則は 2015 年 5～8 月に固められ、同年 9 月に参加国が ARFP の合意文書に署名する。それから 12 か月を目途に参加国にて国内法改正が行われ、早ければ 2016 年 9 月に ARFP が始動する。

図表 1 ARFP 構想の概要

ファンドの運営者	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 所在地</li> <li>➤ 運営者の経験規定</li> <li>➤ 財務基盤基準</li> <li>➤ 運用資産総額</li> <li>➤ 外部委託</li> <li>➤ カストディアン</li> <li>➤ 独立の監督</li> <li>➤ コンプライアンス・レビュー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ファンドの設定と同一国</li> <li>・ 5 年以上</li> <li>・ 経営陣等の経験</li> <li>・ 株主資本 1 百万米ドル以上</li> <li>・ 最低 500 百万米ドル</li> <li>・ 運営者の責任の下で可能</li> <li>・ 資産保管の認可を得ており、運営者とは別</li> <li>・ ファンドに対する外部からの監視</li> <li>・ 法令遵守状況のレビューを実施</li> </ul>
ファンドの運用	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 投資可能な資産</li> <li>➤ デリバティブ規制</li> <li>➤ 分散投資規制</li> <li>➤ ローン</li> <li>➤ 借入</li> <li>➤ 空売り</li> <li>➤ パフォーマンス・フィー</li> <li>➤ 解約制限</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 通貨、預金、金の預託証券、譲渡可能証券、マネーマーケット商品、デリバティブ</li> <li>・ 原資産・指数、カウンターパーティの規制</li> <li>・ 同一発行体への投資上限</li> <li>・ 原則、不可</li> <li>・ 適格資産の 10% 以下</li> <li>・ 原則、不可</li> <li>・ 一定の条件下でのみ可能</li> <li>・ 一定の場合を除き制限を付すことの禁止</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ファンドの形態</li> <li>➤ ファンドの販売</li> <li>➤ ディスクロージャー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 多様な形態が可能</li> <li>・ 母国における販売が必要</li> <li>・ ホーム国、ホスト国での開示</li> <li>・ IFRS または IFRS に収斂の基準</li> </ul>

(注) 主要な事項の抜粋。

(出所) ARFP 第二次市中協議文書 (2015 年 2 月) より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> ARFP をめぐる一連の経緯については、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 (ウェブサイト版)、岡田功太「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」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号を参照。

図表 2 ARFP 第二次市中協議文書のコメント募集事項

	概要	分野
1	・ パスポート規制で、参加国における適格販売者を示す表の提示を考えているが、各国・地域にファンドの適格な販売者が存在するか。	販売に関する規制
2	・ ファンド運営者の財務基盤基準は米ドル建てで設定されるが、為替変動のある中、この措置は適切か。	ファンド運営者の財務基盤基準
3	・ パスポート規則案では現在、合成ポジションでの空売り・現物の空売りともに認めておらず、現存する個人向け集団投資スキームの規制よりも厳格な場合もある。現物・合成の空売り規制を行うべきか。どのようなセーフガードが適切か。	デリバティブ規制
4	・ 同一発行体への投資上限設定方法について、規則案のような発行体の種類別の段階的な上限設定にすべきか、全てについて10%にすべきか。	分散投資規制
5	・ デリバティブに関しバーゼルのガイドライン下で監督される銀行がカウンターパーティの場合の投資上限を、15%と他より高く設定するのは適切か。	分散投資規制
6	・ 同一発行体への投資上限が5%の発行体に関する例外として、許容可能リスク評価の実施、または、それら資産の合計が40%を超えないことを規定。合計が40%未満の場合も許容可能リスク評価を行うべきか。	分散投資規制
7	・ 同一発行体への投資上限において、デリバティブの相殺効果を考慮していないが、不当に厳しいか。	分散投資規制
8	・ パスポート・ファンド又は運営者は一定の条件下でのみパフォーマンス・フィーが容認される。これは不当に厳しいか。	手数料
9	・ 規制当局の命令・ファンドの清算・加入者の最善の利益等、一定の条件下を除き、ファンドの解約の制限を禁止。これは過度な制約か。	解約規制
10	・ デリバティブ価値を、運営者が合理的に他のデリバティブを参照して決定する場合、原資産における同等ポジションの時価または想定元本のどちらか保守的な方とするべきか。	デリバティブの価値

(出所) ARFP 第二次市中協議文書 (2015年2月) より野村資本市場研究所作成

日本は、現時点で ARFP への参加・不参加を表明していないが、いずれにせよ、アジア太平洋地域の一国として、地域の金融・資本市場の発展に向けた議論には参加していくべき立場にあらう。本稿では、ARFP が成功するために何が求められるか、そもそも論に立ち返って論点を整理したい。

## II 再確認：今なぜ ARFP か

まず、ARFP 創設の意義、すなわち、今なぜ ARFP が必要と考えられるのかを再確認する。最も重要なポイントとして、アジア諸国の経済発展に伴う、市場としてのポテンシャルの拡大が挙げられるだろう。アジア太平洋地域の中間層は、2020年に17億人になり世界の54%、2030年には32億人で世界の66%を占めるという予測もある<sup>2</sup>。同地域では、中長期的に、台頭する中間層の貯蓄・資産形成が進み、着実に資産運用ニーズが高まっていくと予想される。

しかしながら、足元のアジア太平洋地域の投信市場は3.6兆ドル、世界の約12%であり、オーストラリアを除き、国ごとの市場規模は限定的である(図表3)。そこで、ARFP という域内共通制度の下で、より広範な市場を構築することにより、各国の個人投資家の選

<sup>2</sup> Homi Kharas, "Emerging Middle Class in Developing Countries," OECD Working Paper No. 285, Jan. 2010.

図表 3 世界の投資信託の地域別残高

	残高(10億ドル)	シェア
南北アメリカ	17,819	56.9%
米国	15,558	49.7%
ブラジル	1,064	3.4%
カナダ	997	3.2%
欧州	9,716	31.0%
ルクセンブルグ	3,225	10.3%
アイルランド	1,552	5.0%
フランス	1,456	4.7%
英国	1,203	3.8%
アジア太平洋	3,636	11.6%
オーストラリア	1,682	5.4%
日本	794	2.5%
中国	612	2.0%
韓国	314	1.0%
アフリカ	144	0.5%
世界合計	31,315	100.0%

(注) 2014年9月

(出所) Investment Company Institute より野村資本市場研究所作成

択肢拡大、国をまたぐ資産運用業界の競争を通じたサービス向上、域内の金融・資本市場の発展やマネー・フローの活性化などが期待されている。アジアの資産運用ニーズに、アジア域内の業者が応えられるようになれば、資産運用ビジネスが発展し、関連の雇用拡大にもつながるという試算もある<sup>3</sup>。

上記のような ARFP のメリットを実現するためには、人口・資産額の両面において十分な規模（クリティカル・マス）を確保できるような国・地域が、ARFP に参加することが決定的に重要であると言える。換言すると、アジア太平洋地域のポテンシャルを最大限に発揮できるような国・地域の参加を得られないまま ARFP を始動させても、本来の目的を十分に果たせない可能性がある。

### III UCITS からの示唆

ARFP という制度が成功を収めるためには、クリティカル・マスの形成に必要な国・地域の参加を得るのに加えて、実際に、ARFP 適格のファンドが多く運用会社により組成され、投資家に提供される必要がある。

ファンド・パスポートの先行事例である欧州の UCITS は<sup>4</sup>、1985 年に UCITS 指令が制定され、1988 年から開始された。2014 年末時点の資産残高は 8.0 兆ユーロに上る<sup>5</sup>。同制度開始の 25 周年記念として、2013 年に作成された文書「UCITS XXV」によると<sup>6</sup>、当初

<sup>3</sup> APEC Policy Support Unit, “Asia Region Funds Passport: A Study of Potential Economic Benefits and Costs,” July 2014.

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> EFAMA（European Fund and Asset Management Association）データ。

<sup>6</sup> UCITS XXV (<http://www.ucitsxxv.eu/>)

からポテンシャルは認識されていたものの、これほどの規模と普及を遂げるとは誰にも予想できなかったというコメントが見られる。UCITS 発展の歴史において、ARFP の成功要因という観点から示唆深いと思われるポイントを挙げると、以下のようになる。

### 1) クロスボーダー・ファンド・センターの登場

UCITS の成功は、ルクセンブルグとダブリン（アイルランド）の、クロスボーダー・ファンド・センターとしての発展に負うところが大きい。両国は海外からのファンド設定に必要なサービスを取り揃えるなど利便性の向上に努め、互いにライバルでありながらも共生して現在に至る。図表 3 にある通り、両国に籍を置く投信は合計 4.8 兆ドルと、欧州投信市場の約半分を占める。1 国が独占的な地位を築くのではなく、2 か所による競争が存在したことが、UCITS 市場全体の発展にプラスに働いた可能性もあろう。

一方で、フランスや英国は、UCITS 開始当時から国内市場が大きく海外運用会社にとっての魅力的なターゲットだった。現地の金融サービス業者の勢力が強く、海外勢の進出は容易でなかったものの、少しずつクロス・ボーダー・ファンドのシェアが高まっていったとされる。

ARFP でもルクセンブルグやダブリンに相当する国・地域、フランスや英国に相当する国・地域の両方が必要であろう。多様な諸国の ARFP への参加を得ることが重要である。

### 2) グローバル志向の運用会社の存在

UCITS は、海外展開を追求する運用会社にとって、史上初のクロスボーダー・プロダクトだった。運用会社は、複数国における販売を前提としたファンドの組成が可能となり、規模の経済を獲得する好機を得た。

UCITS のこのメリットを最初に活かしたのは、実は欧州ではなく米国の運用会社だった。UCITS の第 1 号ファンドである「ワールド・キャピタル・ファンド」は 1988 年 4 月、米国の投信運用会社のスカダー・スティーブンズ&クラークにより、日本の個人投資家向けにルクセンブルグで設定された。UCITS は汎欧州の投信制度として導入されたものの、当初からアジア諸国を含む海外展開に活用されていたことが見て取れる。その後、ドイツのアリアンツ・グローバル・インベスターズ、英国のスレッドニードルといった欧州勢も参画する<sup>7</sup>。

ARFP においても、成功の鍵を握るのは、アジアを舞台にクロスボーダーのファンド・ビジネスを展開しようとする運用会社の存在である。それらの運用会社にとって使い勝手の良い制度とすることが重要であり、運用業界との対話、業界からのインプットは重視されるべきであろう。

<sup>7</sup> 前掲 UCITS XXV より。

### 3) 個人投資家の金融リテラシーの向上

欧州投信業界団体である EFAMA の元会長の Jean Baptiste de Franssu 氏は、UCITS の発展は、欧州諸国における人々の金融リテラシーの向上とも関連していたと指摘する。1980 年代には、長期分散投資による資産形成が人々の間に浸透しておらず、株式投資も限定的だった。これが変化していくにつれて、UCITS は資産形成のツールとして大いに活用されることとなった<sup>8</sup>。

アジア諸国では、未だ投信が幅広く個人の間には普及しているとは言い難い。金融リテラシー向上は、ARFP の真の成功のために、中長期的課題として粘り強く取り組む必要がある。

## IV UCITS との互換性

前述の通り、UCITS は、欧州域内の共通制度と言いつつ、当初から域外も含むクロスボーダー制度として利用された。その結果、一部のアジア諸国では UCITS がすでに普及しており、アジア太平洋地域は、欧州域外で最大の UCITS 販売地となっている（図表 4）。ファンド・パスポート制度が成功するには、これほど広範囲にわたる普及が必要なのだとする、すでに UCITS が存在する中で、果たして ARFP が入り込む余地があるのかという論点が浮上する。

確かに、UCITS は欧州の制度である以上、欧州の事情に基づき制度の運営・変更が行われる。アジア市場の特性が考慮されることもなく、アジア独自のファンド・パスポート制度を持つことの魅力は理解できる。しかし、図表 4 のような現状は、UCITS に対する ARFP の差別化を追求すればするほど、クリティカル・マスの形成が難しくなる可能性を

図表 4 UCITS の販売地域

地域／国	ファンド数
欧州	67,592
アジア太平洋	5,724
シンガポール	2,418
香港	1,155
マカオ	875
台湾	818
韓国	327
日本	90
南北アメリカ	2,349
中東	561
アフリカ	274

(注) 2013 年。ファンド数は、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, “Fund Distribution: UCITS and Alternative Investment Funds (AIFs)”

<sup>8</sup> 前掲 UCITS XXV より。

示唆する。このジレンマに対応する一つの方策として、ARFP を可能な限り UCITS に類似の制度とし、互換性を確保しておくことが考えられる。

繰り返しになるが、ARFP の成功のためには、アジア太平洋地域における主要な国・地域の参加を得ることと、域外も含めた拡張性をあらかじめ織り込んでおくことが重要と言える。参加者が限定的なまま制度を開始し失速してしまう危険性があるなら、2015 年 9 月の合意文書署名、2016 年 9 月を目途に始動というスケジュールの見直しを検討してもよいのではないだろうか。将来的に、世界の投信制度が、米国の投資会社法、同一グループに属する UCITS と ARFP という 2 大勢力に整理されれば、グローバル展開を目指す運用会社にとって、複数制度対応による効率低下が最小限に抑えられることとなろう。