

拡大するクロスボーダーファンド～課題と展望～

目次

- I. はじめに
- II. UCITS 市場の推移(概況)
- III. アジア市場への進展(アジア地域ファンドパスポート(ARFP)の展開)
- IV. ARFP の課題と展望
- V. 終わりに

海外アセットマネジメント事業部 海外業務グループ 調査役 三浦 康平
調査役補 堀永 由紀子

I. はじめに

2018 年は2月の冬季オリンピック・パラリンピック平昌(ピョンチャン)大会に始まり、6月にはサッカーの FIFA ワールドカップロシア大会など、世界規模でのスポーツの祭典が相次いで開催される。近年は人気の高い競技で世界各国を転戦するワールドツアーも開催されており、数多くの日本人選手が国境を越えてボーダーレスに活躍する姿が連日報じられている。

ファンドの世界においても、欧州発祥の UCITS(ユーシッツ)¹に代表されるような国境を越えて登録や販売が可能な投資信託(クロスボーダーファンド)の残高が増加している。UCITS は欧州を跨ぐ大規模な枠組みであるが、アジアでも、東南アジア諸国連合における ASEAN CIS や中国香港ファンド相互承認制度(MRF)のような相対的に小規模な枠組みも存在する。さらに、我が国を含むアジアにおいてアジア版 UCITS と謳われる「アジア地域ファンドパスポート構想(Asia Region Funds Passport : ARFP)」²が、いよいよ 2018 年から本格的に始動する。本稿では、クロスボーダーファンドの代表格である UCITS の発展の振り返りと ARFP の現状に触れた上で、ARFP の課題と展望を述べる。

¹ UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities(譲渡可能証券への集合投資事業)の略称。EC(European Commission : 欧州委員会)による「UCITS に関する欧州委員会指令」(通称 UCITS 指令)を根拠として設立・運用されている投資ファンドを指す。EU 域内の国で認可・承認を受けた投資ファンドが、EU 域内の他の国で再度認可・承認を経ずに販売できるようにするもので、投資ファンドの統一市場を創出する目的で制定された。

II. UCITS 市場の推移(概況)

1. UCITS の沿革

UCITS は 1985 年に欧州委員会により公表された UCITS 指令²を皮切りに、その後繰り返し改定が重ねられている³。

(図表 1) UCITS 指令の推移(～第 5 次指令まで)

		制定(施行)時期	主な内容
UCITS I	第1次指令	1985年制定 (1988年施行)	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンドに関する欧州域内共通の規則の制定 ・欧州域内での販売を可能。 ・投資可能資産の設定(伝統的資産(株式・債券)に限定)
UCITS II	第2次指令	-	1994年に改正案が提出されるも、EU加盟国間の調整が難航し採択されず
UCITS III	第3次指令	1998年制定 (2001年施行)	<ul style="list-style-type: none"> ・管理会社が行うリスク管理に関する規制強化 ・(レバレッジ目的の)デリバティブ投資を可能とするなどの投資可能資産の範囲拡大(開始は2007年) ・簡易目論見書の作成義務付け
UCITS IV	第4次指令	2009年制定 (2011年施行)	<ul style="list-style-type: none"> ・管理業務に関する制度改善(管理会社パスポート) ・ファンドの運用業務に関する制度の国際的整備 ・マスターフィーダーファンドの導入 ・投資家への情報開示の強化、重要事項説明書(KIID)の設定 ・国籍を越えたファンド合併に関する制度改善
UCITS V	第5次指令	2014年制定 (2016年施行)	<ul style="list-style-type: none"> ・預託機関の適格性および機能の明確化 ・報酬方針に関する規則の導入 ・制裁措置に関する規定を見直し

(出所)三菱UFJ信託銀行作成

最初の UCITS 指令は「UCITS I」と呼ばれ、主に個人投資家の保護と、ファンドのクロスボーダー化の促進を狙いとした。UCITS I では、ファンドに投資できる資産は、個人投資家保護の観点から譲渡可能な伝統的資産である株式や債券に限定されていた。その後、2001 年の UCITS IIIにより投資可能資産の範囲が拡大され、一部デリバティブ投資が解禁された。また、全部事項目論見書のほかに簡易目論見書の作成を義務付けるなど、投資家目線での改定も加えられた。

² EU の指令の法的根拠となっているのは、欧州連合の機能に関する条約第 288 条。欧州連合理事会もしくは同理事会より委任を受けた欧州委員会或いは両機関が法令を策定することができる。指令は採択されると、その目的の実現に向けた加盟国の国内法の整備を課すことになる。加盟国で必要な法令が可決されない場合や法整備が十分でない場合は、欧州委員会は当該国に対し欧州司法裁判所(European Court of Justice : ECJ)に提訴を行うなど強制力を伴うものとなっている。

³ UCITS の歴史については、三菱UFJ信託資産運用情報「ファンドパスポートの進展(2014年8月号)」を参照。

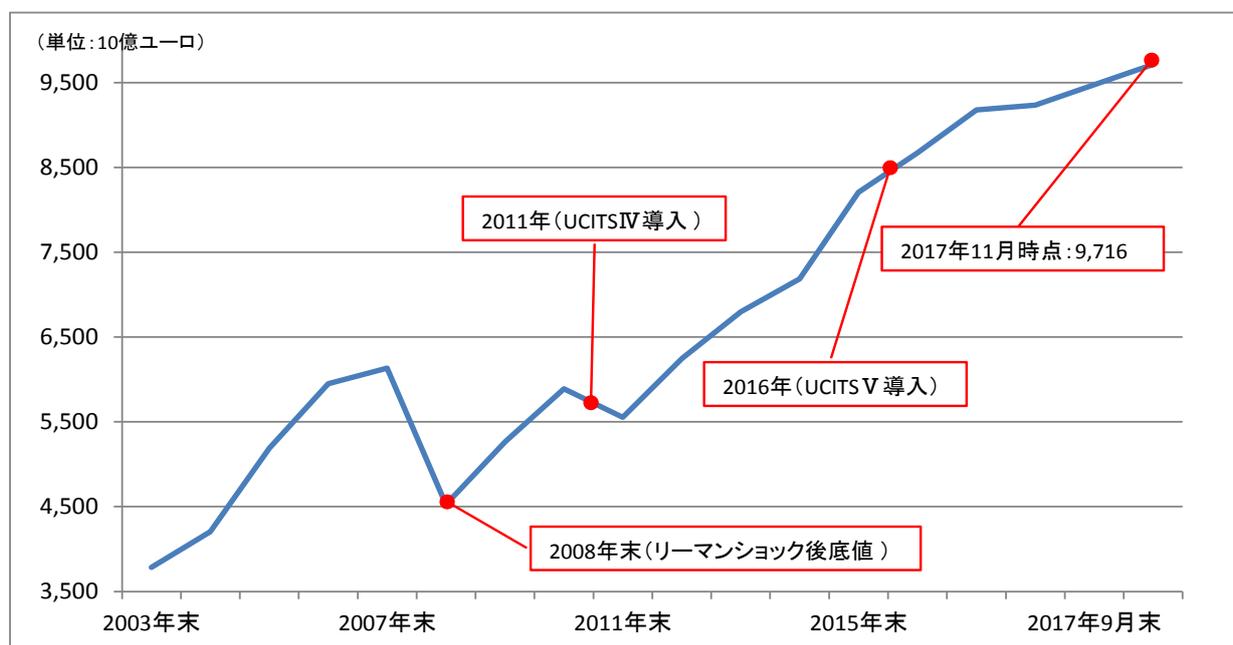
2011年のUCITS IVでは、KIID⁴の導入など投資家保護の規制が強化された一方で、運用会社についても認可を受ければ他の国で設立されるファンドの運用が可能になったほか、国を跨ぐマスターフィーダーファンド(マスターファンド(親ファンド))に対し、域内他国のフィーダーファンド(子ファンド)から投資する仕組みも認められ、EU域内における運用面での自由度がさらに向上した。

その後2016年のUCITS Vでは、近年発生した金融危機や金融に絡む一連の事件などを踏まえた罰則強化やファンド毎の報酬規則の策定義務化などに重点が置かれた。現在は次の改訂となるUCITS VIの議論が開始されており、店頭デリバティブ規制など8分野での検討が進められている。

2. 資産残高の推移

下記の図表2は過去15年間のUCITSの純資産残高の推移を示したものである。2008年頃までは順調に残高を伸ばしていたが、同年に発生したリーマンショックの影響から1兆ユーロ以上残高が縮小した。しかし、その後再び残高が増加し、2017年11月末時点(速報値)で9.7兆ユーロと、10兆ユーロ(約1,300兆円)の大台が目前に迫っている。

(図表2) UCITS 純資産残高の推移(2003年以降)



(出所：European Fund and Asset Management Association (“EFAMA”) EFAMA ANNUAL REPORT, Monthly Fact sheet)

⁴ **Key Investor Information Document** (主要投資家情報文書)：投資家が簡潔に商品を理解できるように作成されたもの。記載事項はESMA(European Securities and Markets Authority：欧州証券市場監督局)により統一されており、運用方針やリスクリターンの説明、手数料や運用コスト、過去10カ年の運用実績などが記載される。UCITS IIIで導入された簡易目論見書に代わるものとして導入された。

リーマンショック以降の約 10 年間で市場がほぼ倍増した背景の一つに、高いレベルで投資家保護の姿勢を明確に掲げ、時代にあった改革を続けてきた点が挙げられる。規制緩和とリスク監視の強化を巧みに混ぜ合わせた制度運営は UCITS への信頼を高め、投資家からの評価を獲得した。とりわけ投資家保護の観点で導入された簡易目論見書や KIID は、リテール販売の裾野拡大に大きく寄与してきたものと考えられる。

また、当局から UCITS ファンドの認証を受けることは、厳格な規制を満たすファンド品質の証左となり、信頼を集める要素にもなっている。お墨付きを得ることでファンドへの信頼が高まる点は、クロスボーダーファンドが広く流通するための一つのポイントであろう。

3. ファンド登録の状況

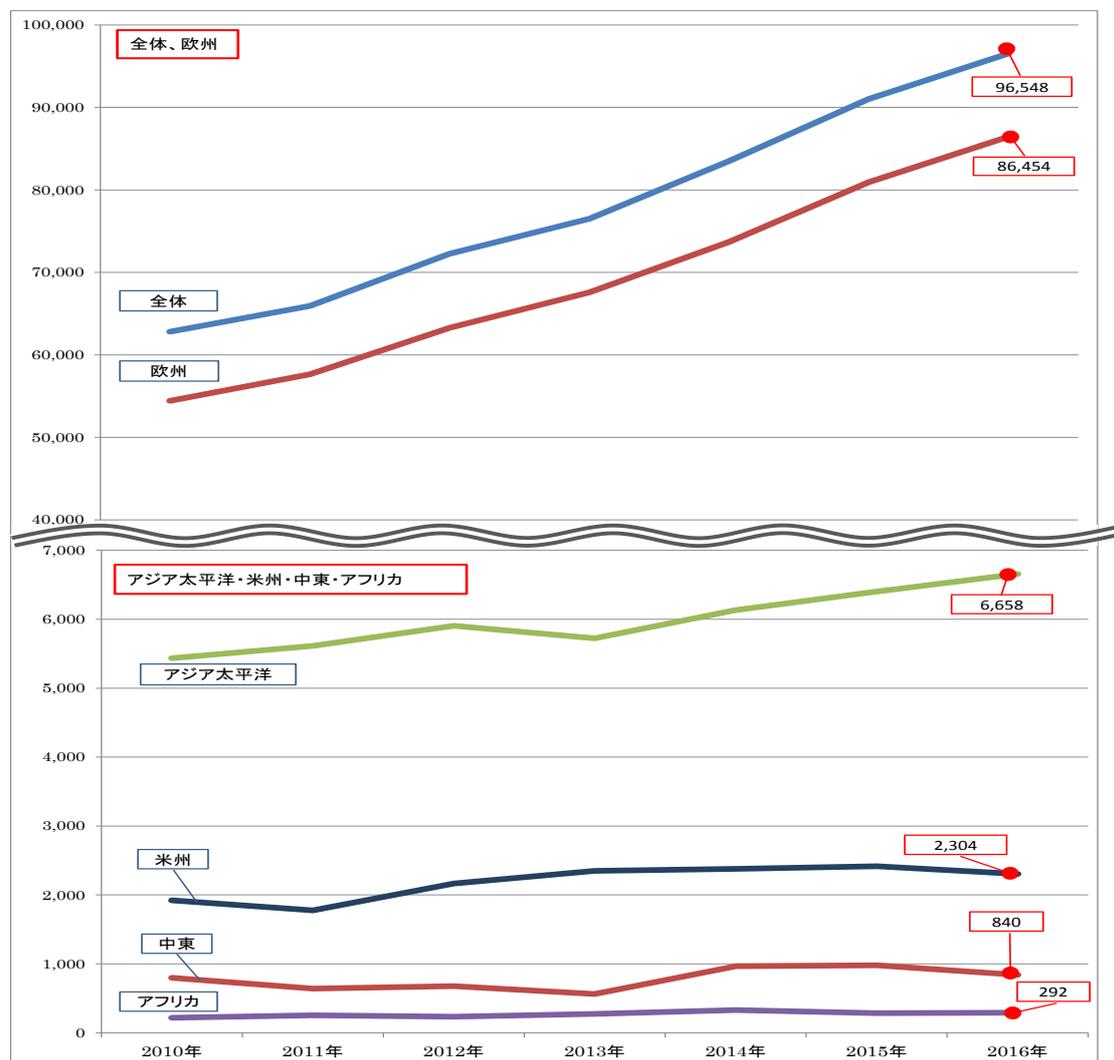
以下の図表 3 は、過去 7 ヶ年間に於ける世界全体の UCITS を含むクロスボーダーファンドの登録状況を示したものである。UCITS の膝元である欧州圏が世界全体の 9 割近い 86,454 件と大半を占めている。欧州で登録件数が堅調に推移している点は UCITS ファンドに対する品質向上の取り組みが奏功し、投資家の間で信認が高まったことの反映といえよう。

一方、米州地域で件数が少ないのは、米州最大の市場である米国においてクロスボーダーファンドの登録が殆ど無いことがその一因である。米国でクロスボーダーファンド(即ち米国籍以外のファンドが米国で登録される場合)が浸透しない理由の一つには、同国では「投資信託(Mutual Fund)」が広く普及しており、そもそも米国籍以外のファンドが入り込む余地が少ないことが挙げられる。また、課税問題(米国籍以外のファンドを購入した場合、税金徴収対象となり米国外の投資家の税負担が増加)やファンド管理コスト(米国ではファンド取締役に対する保険費用が高額である点)なども米国籍以外のファンドが伸びない理由の一つと考えられている。

アジアでは特にシンガポールが突出して伸びており、直近では 2010 年に比べ 1,093 件多い 3,149 件となっている。シンガポールではこれまでファンド登録に対して閉鎖的であったが、2002 年頃を境に方針転換して登録手続きを簡素化(WEB 申請も可能)するなど、国の後押しもあり登録件数が増加した。周辺国に比べ富裕層が多くファンド購入も好調であったことや、当局による審査(デリバティブなどを組み込んだ商品に対する規制)が比較的寛容であったことも理由に挙げられている。

また、件数はまだ少ないものの、中国、ニュージーランド、ブルネイといった数年前には登録がなかった国での登録も散見され、登録件数のみならず登録国の多様化が進行していることが窺える。後述する ARFP のようなファンドパスポート制度が導入されれば、アジア地域におけるクロスボーダーファンドの登録件数はさらに増加することが予想される。

(図表3) クロスボーダーファンドの登録件数(2010年~2016年)



(出所)PwC「Benchmark your Global Fund Distribution 2011-2017」

4. グローバル化に伴う UCITS の課題

UCITS の市場規模拡大の背後では投資家の居住国も多様化しており、今や UCITS は世界中の投資家が購入している。その一方、UCITS では投資家の広がりに伴う新たな課題も生じている。

(1) UCITS の多国籍化に伴う顧客管理

UCITS では投資家の多国籍化に加えて、ファンドの投資スキームの複雑化・高度化がみられる。更に関係者が複数介在し、複数の金融商品を経由するなどにより、真の最終受益者を確認することが難しくなっているケースも多く、顧客の KYC (Know Your Customer : 顧客確認) や AML (Anti Money Laundering : 反マネーロンダリング(資金洗浄)対策) の管理が難しくなっている。最終受益者の捕捉は「二重課税」など国際課税の問題に絡む重要な課題であり、中東、アジア、アフリカのような EU 域外の顧客の増加に

対して、資産運用業者に対する顧客管理の高度化が求められている。

(2) 国際金融規制への適応

一般的に、ファンドは、銀行や証券会社などの金融機関や、投資信託の販売を専門とするファンド・プラットフォームを通じて販売される。近年は国際的な金融規制の導入が、ファンドのみならず、その販売会社にも及ぶようになってきている。例えば、2018年1月に導入された欧州発の金融規制である MiFID II⁵は、その所在地にかかわらず欧州域内にて EU 籍ファンドの販売を行う全ての者に適用される。

このように国・地域を跨ぐ規制が増加し、また規制内容もより複雑化していることから、UCITS のようなクロスボーダーファンドは、ホーム国の規制、パスポートにかかる規制だけでなく、国際金融規制への対応も必要となっている。

Ⅲ. アジア市場への進展(アジア地域ファンドパスポートの展開)

これまで、クロスボーダーファンドの代表格である UCITS の推移をみてきた。本章では、アジア地域におけるクロスボーダーファンドの展開について述べる⁶。

アジアでは UCITS を手本とする本格的なファンドパスポート制度の導入が長年検討されてきており、漸く 2018 年から「アジア地域ファンドパスポート構想 : Asia Regional Fund Passport (ARFP)」が日本を含むアジアの 5 カ国により始動する。

1. ARFP の概要

ARFP とは、投資家保護の制度要件を満たしたファンドについて、ARFP 参加国の間で相互販売を容易にするため、参加国間で規制の共通化を図る枠組みである。参加国とは、アジア太平洋経済協力 (APEC) に加盟する国や地域のうち、ARFP 協力覚書 (Memorandum of Co-operation, 以下「MoC」) に署名した国である。それらの国において一定の制度要件等を満たし、運用されるファンド(適格集団投資スキーム)について、参加国間での相互参入を図る制度である。具体的には、自国(ホーム国)で承認されたファンドが、他の参加国において煩雑な登録手続きを経ることなく認証を受けることができ、当地で販売が可能になる。これにより、ファンド輸出国(ホーム国)における登録基準及びファンド輸入国(ホスト国)における認証手続きの明確化や効率化が推進される。

⁵ 第2次金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive 2) の略称。投資家保護の強化と市場の透明性向上を図るために策定され 2018 年 1 月より施行されている。ESMA (欧州証券市場監督局) が公表した MiFID II のガイドラインでは販売を行う会社(ディストリビューター)に対しても、顧客属性の特定、適切な金融商品の提供などが含まれており、顧客の最善の利益となるような行動が求められている。

⁶ アジア地域では既に一部で先行してファンドパスポートが導入されている。アジアで最初に開始した「ASEAN CIS Framework」(2014 年 8 月から開始)は、ASEAN (東南アジア諸国連合) の ASEAN 経済連合 (AEC) に加盟する国(シンガポール、マレーシア、タイ)で構成され、公募投信の相互販売が可能となっている。

ARFP 制度の導入により、高いレベルでの投資家保護、金融市場の透明性や安定性確保および金融サービスの効率性向上が図られる。更には、優れたガバナンスに基づく ARFP ファンドの普及により、アジア地域の資産運用業界を活性化し、地域の経済発展に貢献することが期待されている。

2. ARFP の沿革

ARFP の起源は 1990 年代に遡る。経済発展に伴いアジアでの資本取引が活発になると、アジア域内での市場相互間の連携強化に向けた取り組みが議論されるようになり、APEC 参加国の間で新たな構想の気運が高まっていった。そして、2013 年 9 月にはオーストラリア、ニュージーランド、韓国およびシンガポールの 4 カ国が「ARFP 創設のための趣意書」に署名し、2015 年 9 月には日本、タイおよびフィリピンを加えた 6 カ国(シンガポールは署名を見合わせ⁷⁾)が参加表明文書へ署名を行った。

2016 年 6 月に ARFP 協力覚書(MoC)が発効し⁸⁾、ARFP 参加各国は 2017 年 12 月までに ARFP についての国内制度整備を行うことが求められている⁹⁾。日本では金融庁が 2017 年 11 月に「アジア地域ファンドパスポートの創設及び実施にかかる協力覚書に基づく、輸出ファンドの登録申請及び輸入ファンドの認証申請の申請等に関する実施要領」を公表し、国内での具体的な手続きについて開示した。

3. ARFP 導入のメリット

投資家や資産運用業界は ARFP の導入により、具体的にどのようなメリットを享受できるであろうか。まず、投資家は ARFP 制度により、外国籍のファンドが流入して投資対象の品揃えが増え、選択肢が拡大することが挙げられる。次に、ARFP の基準や審査をクリアした信頼性のある商品への投資機会が増えることもメリットといえよう。

一方、運用会社などの資産運用業者にとっては、特にファンド輸出の点において大きなメリットが生じる。具体的には、ファンド輸出にかかる事務負担の軽減や登録審査基準の短期間化・透明化、ファンド輸出による運用残高の拡大、新制度導入に関連する業務のビジネスチャンスの拡大などが見込まれる。また、導入初期であれば同業他社に先んじて取り組むことで、顧客に対し先駆者としてのアナウンス効果も期待できるであろう。

⁷⁾ シンガポールは税の公平性が確保されていないことなどを理由に参加表明文書への署名を見合わせた。後述参照。

⁸⁾ 2016 年 4 月に日本、韓国、オーストラリア、ニュージーランドが署名。その後 6 月にタイも加わり 5 カ国が署名。

⁹⁾ 2018 年 2 月時点において申請手続きを公表しているのは日本のみであるが、他の国も年内に公表される見込み。

(図表4) ARFP ファンド導入によるメリット

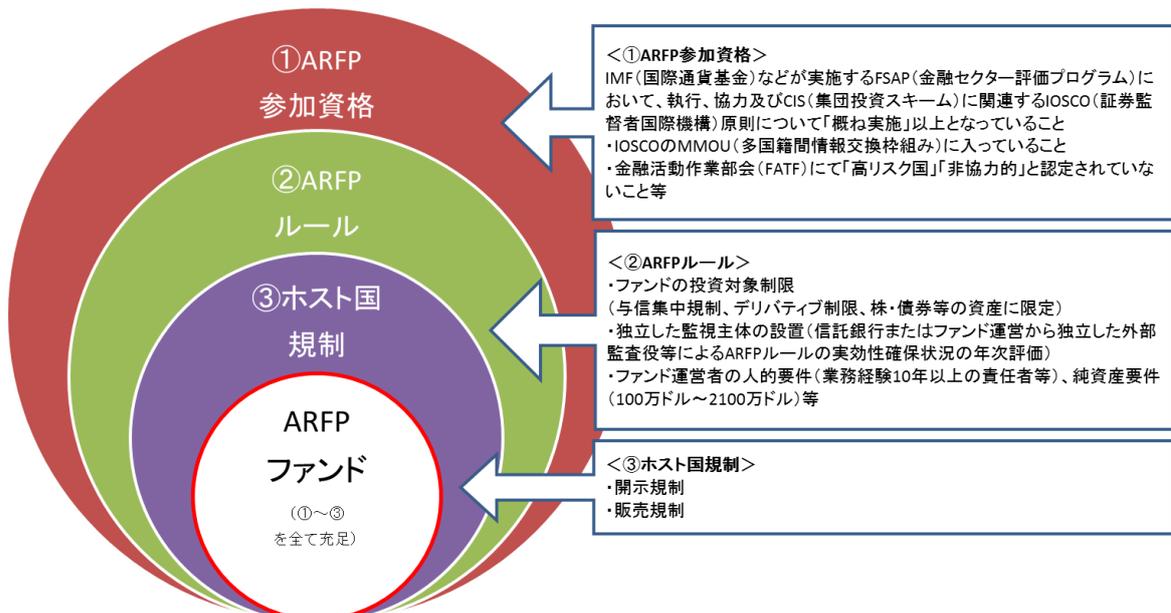
	輸出	輸入
投資家	-	<ul style="list-style-type: none"> ・外国籍ファンドの品揃えの増加による投資商品の選択肢拡大 ・(非パスポートファンドに比べ)より厳しい規制基準をクリアした信頼性の高いファンドへの投資が可能 ・資産運用業界の競争促進による金融サービスの質の向上
資産運用業者 (含む関連業者)	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンド輸出に伴う申請プロセスや審査基準、ファンド申請手続きの明確化など事務負担の軽減 ・参加国における海外投資家への販売による運用残高の増加 ・ファンドパスポート取得によるファンドの信頼性向上 ・新制度の導入によるビジネスチャンスの拡大(新規設定の増加、ファンド監視機関の設置など) ・先んじて取り組むことでアナウンスメント効果が期待 	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンドの品揃え強化など顧客サービスの拡充 ・ファンドの信頼性向上を通じた既存商品との差別化

(出所)三菱UFJ信託銀行作成

4. ARFP ファンドの規制

ARFP を通じてファンドを輸出する場合、投資家保護の観点から、対象ファンドはホーム国(ファンドの本籍がある国)における規制に加え、①ARFP 参加資格、②ARFP ルール、③ホスト国(ファンド輸入国)のファンド規制、についても適合していることが求められる。図表5は、これらの規制のイメージを表したものである。

(図表5) ARFP ファンドの規制構造



(出所)「ASIA REGION FUNDS PASSPORT Annual Report 2016-2017」

ARFP において投資家保護の観点から設けられている規制は大きく3つある。それらは、国レベルで条件を満たしているかが問われる「ARFP 参加資格」、さらにファンドレベルで条件を満たしているかを問われる「ARFP ルール」、「ホスト国規制」である。

一つ目の「ARFP 参加資格」では、ホーム国において国や当局が ARFP に参加できる条件を満たしている必要がある。具体的には、証券監督者国際機構 (IOSCO) の多国間情報交換枠組み (マルチ MOU)¹⁰への正式署名に加え、国際通貨基金 (IMF) 等の審査で執行、協力の評価を得ていること、及び CIS (集団投資スキーム) に関連する IOSCO 原則に対して全4段階中の上から2番目となる「概ね実施」¹¹以上の評価を得ていることが必要である。また、マネーロンダリング問題に係る国際機関 FATF (Financial Action Task Force) から「高リスク国」「非協力的」と認定されていないことも求められる。

二つ目の「ARFP ルール」では、個々のファンドが ARFP 各種ルール (投資対象、ガバナンス、資産規模など) を満たす必要がある。投資対象については、デリバティブの制限を設け、株や債券などプレーンな伝統的資産を投資対象としており、この点は導入当初の UCITS と類似している¹²。

三つ目の「ホスト国規制」とは、輸入されたファンドに対して、ホスト国 (輸入国) が自国の開示や販売にかかる規制への遵守を求める仕組みのことである。この観点で ARFP ファンドは、ホスト国における既存ファンドや非パスポートファンドと同じ規制を受けることになる。

これら3点を基準に ARFP ファンドとしての審査が実施され、認可後には ARFP ファンドとしてホスト国での販売が可能となる。このように ARFP ファンドは投資家保護の観点から複数の規制を設けている。このような厳しい基準での規制の適用は、ファンドへの信頼性を高めるものといえよう。

¹⁰ International Organization of Securities Commissions (証券監督者国際機構)。マルチ MOU の正式名称は「Multilateral Memorandum of Understanding concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (各国証券監督当局間の協議・協力および情報交換に関する多国間覚書)」。マネーロンダリング問題に係る国際機関 FATF から「高リスク国」「非協力的」と認定されていないことも参加条件として必要となっている。なお、フィリピンは ARFP の参加表明文書に署名したもののマルチ MOU への正式署名が済んでいないため、ARFP 協力覚書 (MoC) に署名しておらず、2017 年末時点では正式参加が見送られている。

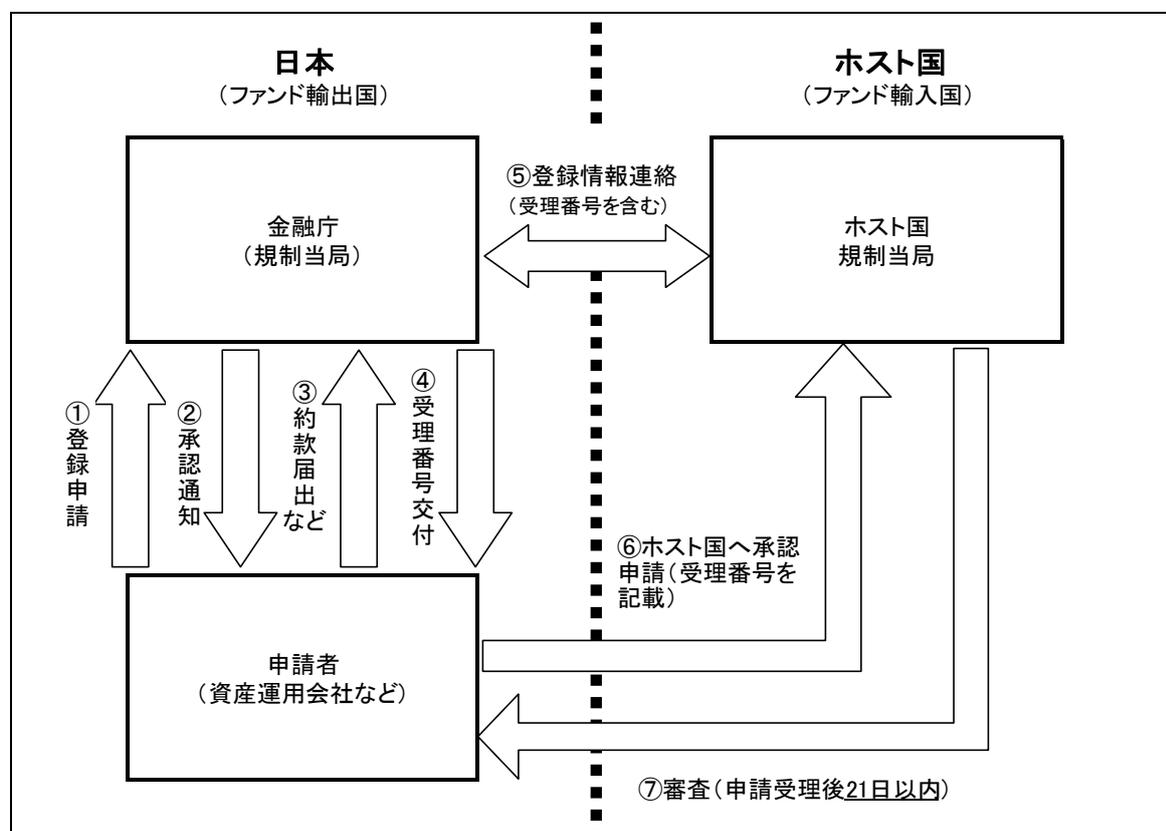
¹¹ 「IOSCO 証券規制の目的と原則 実施の評価に関するメソドロジー (2011 年 9 月 (2017 年 5 月改訂))」によれば、達成度合いのベンチマークとして5段階 (上位から「完全実施」「概ね実施」「一部実施」「不適切) が設定されている。

¹² UCITS I では、組み入れ資産を株・債券などに限定していた。

5. ARFP の申請手続き

以下の図表 6 は、日本から輸出するファンドの登録手続きの概要を示したものである。

(図表 6) ARFP の登録手続き(ファンド輸出の場合)



(出所) Asia Region Fund Passport HP, 金融庁 HP より三菱 UFJ 信託銀行作成

< 日本での初期手続き >

- ① 申請者は申請書類および付属資料を作成し、金融庁に提出¹³。
- ② 金融庁では ARFP ファンドとしての適合性を確認し、申請者へ結果を連絡。
- ③ 申請者は ARFP 要件適合の連絡受領後、当局に対して投資信託約款を届出。さらに「ARFP 登録確認書」を提出し、ARFP 登録申請の確認を受ける。
- ④ 金融庁は申請者に対して「ARFP 受理番号」を交付¹⁴する。

< ホスト国での手続き >

- ⑤ 金融庁はホスト国当局に ARFP ファンドとして登録した旨を連絡。
- ⑥ 申請者はホスト国当局に対して承認申請(ホスト国の書式に従う)を実施。その際に、ホーム国で交付された ARFP 受理番号をホスト国当局に通知。
- ⑦ ホスト国の当局は申請を受領してから 21 日以内に審査を完了。

¹³ 実務では投資信託協会(投信協)に提出し、投信協が確認をした後に投信協経由で当局である金融庁に提出される。

¹⁴ 受理された ARFP 登録確認書については、金融庁のホームページに掲載される予定。

ファンド輸出のケースでは、従来は申請書類や付属資料がホスト国毎に異なることに加え、審査にも時間がかかるなど数多くの問題点が存在していた。ARFP ではこうした問題点を解消して手続きが簡素化され、ホスト国側での審査が申請受領後 21 日以内という従来数ヵ月から場合によっては半年以上要していた審査期間が大幅に短縮されるなど、申請プロセスが大幅に改善されている¹⁵。前述のとおり、登録にかかる申請事務が簡素化、明確化された点は、ARFP の最大のメリットであるといえる¹⁶。

6. ARFP ファンドのスキーム

ARFP のホームページでは年次進捗報告書(アニュアルレポート)を掲載しており、2017 年 7 月に掲載されたレポートに、ARFP のスキーム図および関係当事者に係る記載がある。これによれば、我が国における一般的な投資信託とは異なる特徴的な点として、「ファンド監視機関」の設置が示されている(図表 7)。これは、ファンドが ARFP ルールに沿って適正に運用されているかどうかを、ファンド組成者や運用者とは別の独立した立場から監視を行う機関¹⁷である。ファンド監視機関には、大きく二つの役割が求められている。一つは日々の取引状況についてモニタリングを行う監視機関としての役割であり、もう一つは年次で監視実施状況の検証を行う監査¹⁸の役割である。

ファンド監視機関の設置は、我が国における国内籍ファンドにはない考え方の一つである。UCITS では同様の機能として、デポジタリーバンク(預託機関)が UCITS で定められた運用制限に抵触しないように日々取引状況を管理している。また、「年次での監査」は外部監査人が行っており、その監査結果については「Long Form Report」¹⁹として当局に報告されている。こうした点においても、ARFP は成功事例としての UCITS に倣い、有効な機能を制度に取り込んでいる。

¹⁵ ホスト国側での審査期間の 21 日以内というのは金融庁により ARFP ファンドとして認められた場合に限られる。なお、ホーム国当局での申請手続き(図表 6 ①~④の手続き)については特段の期限は設定されていない。

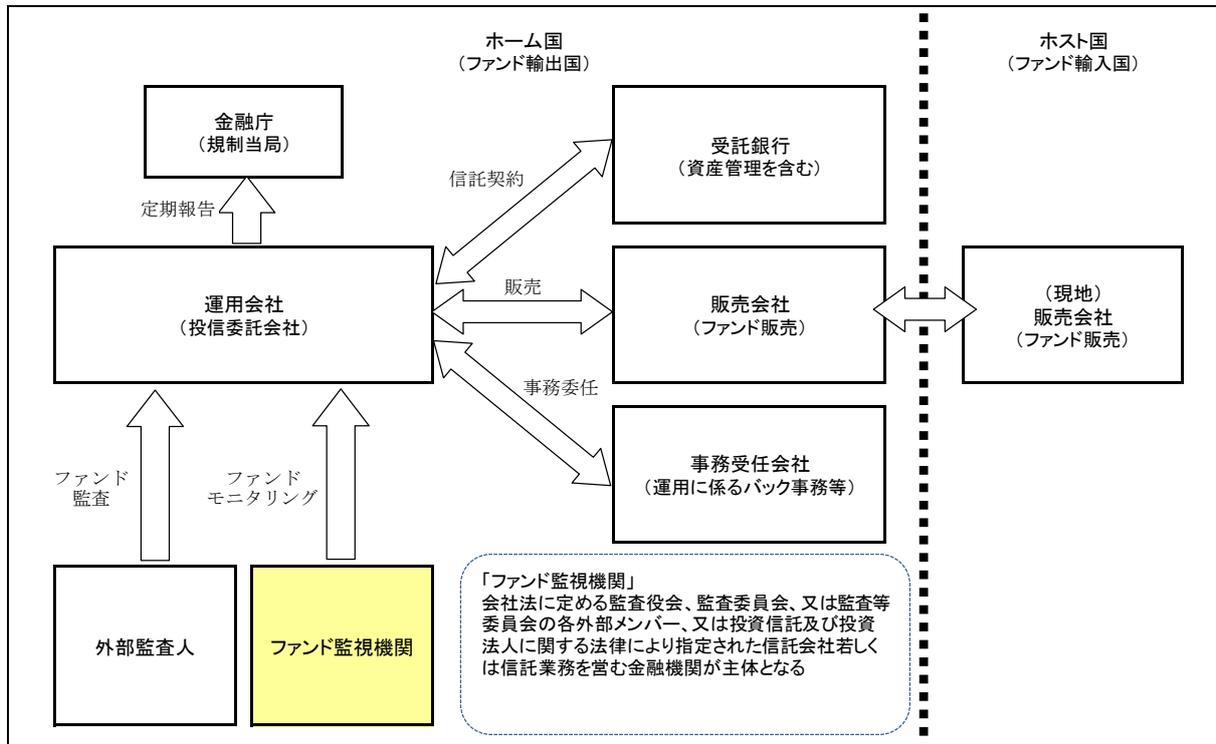
¹⁶ 2018 年 2 月末時点において登録申請にかかる詳細手続きを公表しているのは日本のみ。他の参加国においても順次公表される見通しとなっている。

¹⁷ 「アジア地域ファンドパスポート確認事項書」(別表 3 第 4 節「説明責任」¹⁴ パスポートファンドの独立した監視機関)によれば、独立したファンド監視機関とは「会社法に定める監査役会、監査委員会、又は監査等委員会の各外部メンバー、又は投資信託及び投資法人に関する法律により指定された信託会社若しくは信託業務を営む金融機関」となっており、我が国では実務上は信託銀行等が想定されている。

¹⁸ 財務諸表などのファンド監査を行う外部監査人等が兼ねることも可能である。

¹⁹ UCITS において作成が義務付けられている定期監査報告書。CIRCULAR CSSF 02/81 III. Long form report 参照。

(図表7) ARFP ファンドのスキーム(我が国における一例)



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

IV. ARFP の課題と展望

以上のとおり、ARFP 構想は導入に向けて具体的な進展をみせている一方で、克服すべき課題は山積している。その課題の一つが「税制上の問題」である。

1. 税制上の問題

最大の懸念事項といえるのが、国際税制の問題、とりわけ「課税の公平性」の確保である。クロスボーダーファンドにおいては、投資家にかかる配当金等の課税が、ファンド国籍や投資家の居住地によって影響を受けない仕組みであること、つまりクロスボーダーファンドにかかる全ての投資家は同じ利益を享受できる制度設計であることが理想的である。

しかしながら、アジア各国における国毎の税制の違いは大きい。例えば図表8は、ASEAN CIS²⁰や ARFP に参加する国について、現地源泉税率と日本から証券投資を行う場合の配当所得税率(租税条約税率)を纏めたものであるが、これをみても、各国での税率が異なっていることに加えて、取り扱いも国毎に個別性が高いことがみてとれる。

²⁰ 「ASEAN CIS」については脚注6を参照

(図表8) 証券投資における利子／配当所得税率一覧(2018年1月現在)

	国名	利子		配当		備考
		現地税率	日本との条約税率	現地税率	日本との条約税率	
ARFP	オーストラリア	10%	10%	30%	10%	*年金性資金の現地税率は利子配当とも0%
	ニュージーランド	(国債)0% (社債)15%	10%*	30%	15%	*政府・銀行の場合は0%
	韓国	15.40%	10%*	22%	15%*	*租税条約適用は認可された場合のみ
	タイ*	(国債)0% (社債)15%	25%	10%	規定なし	*タイはASEAN CISにも参加
ASEAN CIS	シンガポール	15%*	10%	0%	15%	*1998年～2018年発行のQDS (Qualifying Debt Securities : 大半の債券が該当)は0%
	マレーシア	0%	10%	0%	15%	
非加盟国	インドネシア	20%	10%*	20%	15%*	*現地当局による書類様式変更に伴い2017年8月以降の条約税率の適用不可
	フィリピン	(国債)20% (社債)30%	10%*	30%	15%	*実務上条約税率適用不可

注：上記税率は最高税率を記載。一定の要件を満たす場合は、軽減税率が適用される。

(出所)財務省データより三菱UFJ信託銀行作成

こうした国毎の税制上の違いに対処するため、上記の国々と日本との間では租税条約が締結されており、現地源泉税率よりも有利な税率(条約税率)が適用できる仕組みが整備されている。しかし、租税条約が締結されていても、このような条約税率が無条件に適用されるものではなく、実務上は条約が有効に機能していないケースも散見される²¹。

二国間の問題である租税条約ですらこのような問題がある現状において、多国籍間のクロスボーダーファンドとなれば、さらに複雑な取り扱いが求められることが予想される。事実、当初 ARFP の議論に参加していたシンガポールが 2016 年 4 月の ARFP 協力覚書 (MoC) で署名を見送った背景には、税制面における取り扱いが MoC に規定されていなかったため、とも報じられている。シンガポールを含む ARFP 未参加国の加入を促すためにも、税の問題を早急に解決することが急務であり、引き続き関係国間での協議が行われている。

2. 税に関する法的枠組みの整備

二つ目の論点は「税に関する法的枠組みの整備」である。具体的には、税制について、ARFP 参加国の間で、税の公平性を確保するための後ろ盾となる法制や調整機関がまだ十分に整備されていないという問題である。

法体系の整備については、地域統合で歴史的にも一日の長がある EU が先行している。

²¹ 租税条約を締結していないながら具体的な還付請求方法が定められていないケース(例：インドネシア、フィリピン)や、或いは条約税率の適用に厳格な運用を強いるケース(例：韓国)などがある。

EU 法²²では、EU 域内の国と第三国の間の資本の移動について差別的な取り扱いをしないよう定めている。この「第三国」との間にも適用されるという点が要であり、しばしば国内法との整合性が問題となっている²³。

実は、EU 内における源泉徴収税を巡る税務訴訟は加盟各国でも増えている。加えて、EU 法上の資本の自由な移動との抵触から、非居住者と居住者に対する課税の取り扱いの違い(差別的措置)について税務訴訟が起きるケースも増えている。欧州司法裁判所(ECJ)にて EU 法に抵触する判断が出た場合、当該国では速やかに税制の変更が求められる。最終的には ECJ のような強制力のある機関の存在が、問題の解消に大きな役割を果たしている。

法制度の整備が先行する EU でさえも税務問題が頻発していることは、ARFP 導入後にも発生が予見される問題として留意すべきであろう。そのためにも、実効性のある法的枠組みの確保や域内調整機関の設置など、紛争の未然防止の手当を施しておくことが望ましい。

3. 販売体制の整備

これまでに示した税制や法整備は国レベルの問題であったが、資産運用業者にとっては「販売体制の整備」も重要な課題の一つである。ARFP の導入に伴い、ファンドの輸出が可能になる一方で、海外からファンドの輸入も予想される。ARFP ファンドの拡大にとって、輸出入両方の販売体制の整備が不可欠であろう。

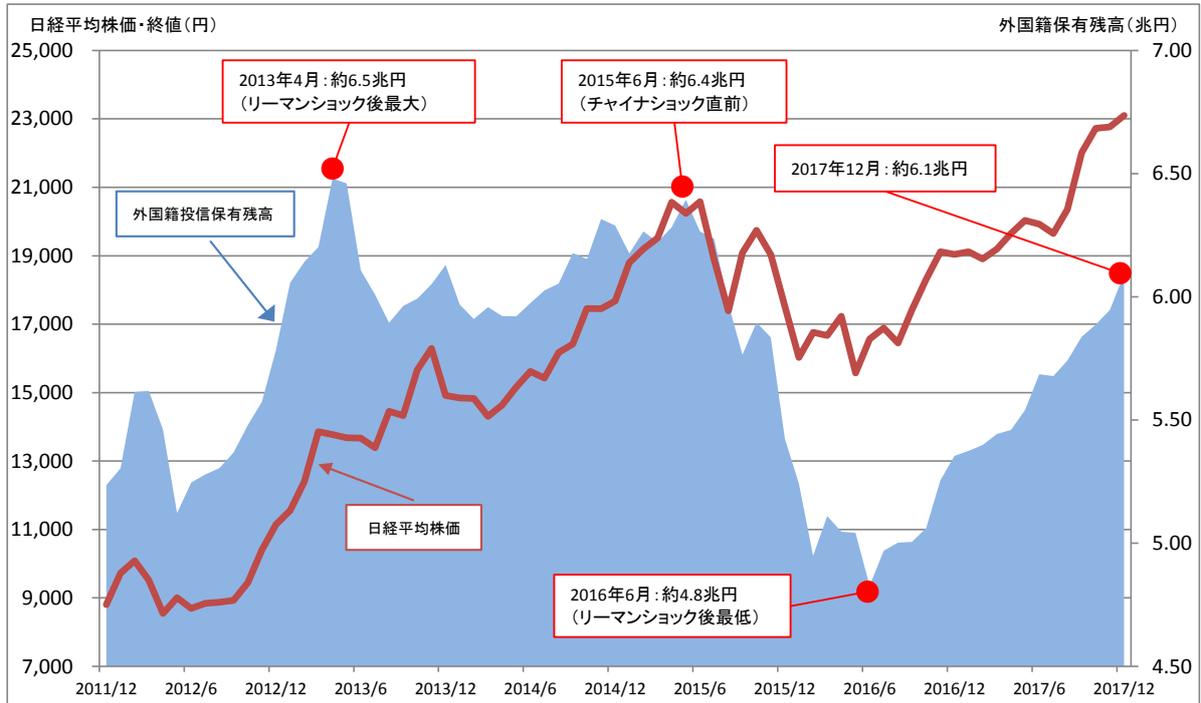
(1) 国内における外国籍投信の保有残高

ARFP による海外ファンドの流入の影響を考えるに際し、まずは我が国の国内投資家の外国籍投信への投資状況を確認しておく。以下の図表9は、2011年12月末から2017年12月末までの、我が国における国内投資家の外国籍投信保有残高と同時期の日経平均株価(月末終値)の推移を比較したものである。

²² EU 運営条約(TFEU)第63条から第66条において「資本の自由な移動」が規定されている。

²³ EU では税に関しては各国の主権の下で EU 法を尊重した上で国内法にて規定されており、EU 加盟国では国毎の源泉徴収税率や還付申請方法なども異なる。加盟国内の税務訴訟から始まって欧州司法裁判所(ECJ)に付託されるケースもあり、ECJ から国内法の規定が「資本の自由な移動」に違反する、即ち課税上の取り扱いの違いを立証できなければ差別的な取り扱いをしてはならないという裁定が下される事例も出ており、EU の基本的自由を定めた EU 法の重要性が示されている。

(図表9) 国内投資家の外国籍投信保有残高と日経平均株価(終値)の推移



(出所) 日本証券業協会、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

外国籍投信保有残高の状況は 2015 年頃まで概ね日経平均株価の推移と相似して増加トレンドで推移してきたが、同年 8 月の「チャイナショック」を契機に約 1.6 兆円減少し、その後は増加基調に転じている。2017 年 12 月末時点では約 6.1 兆円となり、チャイナショック前の水準、およびリーマンショック後の最高値(2013 年 4 月の約 6.5 兆円)に迫っている。ARFP が始動する 2018 年以降についても、市場の混乱が生じなければ、我が国において外国籍投信の普及が一層進むことが期待される。

(2) 販売・サポート体制の整備

今後 ARFP の普及が進めば、上述のとおり、日本でも海外ファンドの品揃えが増え、投資家にとって投資対象の選択肢が広がり、延いては金融サービスの向上が期待できるであろう。しかし、そうした期待とは裏腹に、まだ不透明な部分も残っている。

大きな懸念の一つは、海外の資産運用業者が日本にファンド輸出する際の日本での販売体制(チャネル)整備が容易ではない点である。日本の国内では販売に際しては金融商品取引法などの様々な法規制が適用されている。規制対応を含む販売体制への負担を懸念して、ARFP を通じた海外ファンドの国内流入は期待ほど増えない虞もある。そうなれば、投資家は ARFP 制度の恩恵を享受し難くなるであろう。

もう一つは、投資家への情報提供やサポート体制である。ARFP は公募投信が前提であることから、リテール投資家が中心となることが予想される。日本語での情報提供は最低限必須であり、顧客対応でも丁寧な説明が求められる。販路だけではなく、顧客サポー

ト体制についても整備が不可欠であろう。

ファンドの輸出の場合でも同様に、日本の資産運用業者はホスト国側での規制に耐え得る販売とサポートの体制を確保する必要がある。ARFP ファンドの優位性を投資家に訴求できるセールス体制が整備されなければ、既存ファンドとの競争の中で埋没してしまう虞もある。資産運用業者にとってはパスポートを取得した先の絵を描くことも必要であり、ARFP ファンドを販売戦略上どのように位置づけるのかも重要になってくる。

4. 参加国増加に向けた取り組み

ARFP は当初6ヵ国で開始されている。アジアの主要国が参加しているとはいえ、まだ少ない状況である。但し、ARFP の会合などでは、ARFP 協力覚書に署名していないフィリピンに加えて、参加表明文書への署名を見送っているシンガポールやインドなどの国々がオブザーバーとして参加している。こうした国々では執筆時点において、ARFP への早期加入の動きはみられないが、将来的な参加の可能性は多いに有り得る。より多くの国が参加しやすいよう、ARFP の先行参加国は制度面での改善や課税問題など参入の障壁となる課題の解消に努め、幅広く参加を呼び掛けていくことも必要だ。そして、成功事例を多く積み上げ、参加国に大きなビジネスチャンスと利益をもたらせることを示していくことが、参加国の増加に向けた取り組みとして重要であろう。

V. 終わりに

これまでみたように、クロスボーダーファンドが発展するためには、制度を通じてファンドの価値や信頼性を高める取り組みを、絶え間なく行っていくことが重要である。時代に応じて、その時々における規制と緩和を織り交ぜながら、継続的にファンドへの信頼を高める取り組みが求められる。クロスボーダーファンドである UCITS は EU における共通のインフラ、時代に合った制度への柔軟な対応などの努力に支えられ、大きく発展してきたが、今なお制度の見直しがなされ、価値を高める努力が続けられている。

一方、潜在的に高い経済成長が見込めるアジアにも ARFP が導入される。この制度は、投資家や資産運用業者にとって、多くのビジネスチャンスを含んでいる。資産運用業界は欧米の企業が先行している面もあるが、この制度の導入を機に、アジアの資産運用業界が主体的にクロスボーダーでのファンド販売の容易化を実現し、その成果をアジアの国々が享受できることが重要である。そのため、アジアでは資産運用や資産管理に秀でた実績を持つ我が国が先導役となって率先して取り組み、議論をリードしていくことが大切である。但し、ARFP は魔法の杖ではなく、すぐに経済効果をもたらすことは容易ではないかも知れない。UCITS という成功事例を作った欧州以上に政治や経済の多様性が伴うアジア地域では、ARFP の制度を短期的な視点ではなく、中長期的な観点で育てあげていく必要があるだろう。

欧州やアジアなどで発展するクロスボーダーファンドは、今後とも市場規模を拡大し続ける。パスポート制度については、欧州、アジアに続き、成長余地の大きい南米でも導入を検討する動きがみられている。クロスボーダーファンドが今後も資本市場の健全な発展を促し、地域経済の成長に資する役割を發揮することを期待したい。

(平成 30 年 3 月 15 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 豊巻 雄規 『ファンドパスポートの進展』
三菱UFJ信託銀行 調査情報 2014年8月号
- ・ European Fund and Asset Management Association (EFAMA)
『EFAMA ANNUAL REPORT』 『Monthly Fact sheet』
- ・ Price waterhouse Coopers
『Benchmark your Global Fund Distribution 2011～2017』
『アジア太平洋地域におけるファンドパスポート構想』
- ・ Consultation Paper : Arrangements for an Asia Region Funds Passport (APEC)
- ・ 『ASIA REGION FUNDS PASSPORT Annual Report 2016－2017』

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）