

「第2回 資産運用等に関するワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成27年12月9日(水) 午後1時～3時
場 所 日本証券業協会 第1会議室 (東京証券会館5階)
出席者 大崎主査ほか各委員

議事概要

1. 資産運用業強化に向けたビジネス環境の整備について

ステート・ストリート信託銀行株式会社 取締役会長 高橋 秀行氏及び同社リレーションシップ・マネジメント部長 跡部 顕氏から、資料1に基づきグローバル・カスタディアンから見た海外運用会社のミドル・バックオフィス活用事例について説明が行われた。説明の主なポイントは以下のとおりである。

(1) ステート・ストリート信託銀行について

① 国外拠点

世界中に約3万2000人の従業員がおり、強固なグローバルネットワークによりローカルのニーズにも対応できる各拠点体制を確保している。さらに、ポーランドのクラクフやアイルランドのキルケニー等、人件費が安く、数学的及び英語の素養を持つクオリティの高い人材を求めて世界中にオフィスを展開しており、これをセンター・オブ・エクセレンスと呼んでいる。

② 国内拠点

東日本大震災の後、東京一極集中を避けるため、東京のほか、福岡にオフィスを設けた。

日本における戦略の一つに、東京オフィス20、福岡オフィス40、中国の杭州を中心とするアジアの地域のオフィス40の割合で人員体制を組む「20：40：40(トゥエンティー・フォーティー・フォーティー)」と呼ばれる戦略があり、福岡は単なるバックアップサイトでなく、東京のオペレーションの一部であるとともに、アジア・パシフィックビジネスの一部となってきた。

(2) グローバル・アウトソーシングサービスについて

① グローバル・アウトソーシングサービス

グローバル・アウトソーシングサービスとは、ミドルオフィス・オペレーションと投資信託計理・アドミニストレーション、投資信託レポート、顧問レポート・記帳管理等を運用会社に提供するサービスである。

弊社ではアウトソーシング業務をグローバルに展開しており、共通のプラットフォームで24時間対応できる態勢をとっている。グローバルでは、約2,800人がアウトソーシング業務のみに従事しており、フル・アウトソース・サービスの提供先が18社、部分的サービスの提供先が28社あり、資産規模は約10兆ドルである。

国内におけるアウトソーシング業務の提供先としては、投資顧問業が6社、投信業務が8社、生命保険会社の会計業務が1社あり、口座数にすると約1,000口座、資産規模は約1,000億ドルである。アウトソーシング業務に従事している人員は、東京と福岡あわせて約130名である。

② アウトソーシングサービスを利用するメリット等

運用会社にとっては、競争の核となる運用そのものに人員を割り、集中することができる。また、投資信託経理や記帳管理等について共通のプラットフォームを利用することで、簡略化・効率化が図られる。特に新興の運用会社にとっては、ミドル・バックオフィスのコストをコントロールしながら新規参入することが可能になる。

ただし、業務移管後の運用会社にとっては、「オーバー・サイト」という外部委託先のモニタリング業務が重要となってくる。

(3) データ・マネジメントの重要性について

リスク・マネジメントやレポーティング業務においては、データの正確性とデータ・セキュリティが最重要課題であり、我々は今後、このデータ・マネジメントの分野にリソースを傾注していく。

2. 意見交換

- ・ どんないきな企業のアウトソーシング業務でも請け負うのか。
- ・ アウトソーシングサービスに対するフィーを設定しているなので、サービスがフィーに見合っているかどうか、お客様に判断してもらうこととなる。
- ・ 運用会社から運用のアウトソースを受けた場合、取引先も同じ仕組みを利用している場合とそうでない場合とでは、オペレーションに差が出るのか。
- ・ 当社がアウトソーシングサービスを提供している先が運用のフローの中に入っていると業務を非常に行いやすい。当社が受託する海外と日本国内の運用会社のプラットフォームのデータ統合がポイントになってくる。
- ・ 新興国の株式への投資をグローバルに行うに当たり、最近特に重要になってきていると感じるのが、各国の規制対応とスチュワードシップ・コードの観点からの議決権行使である。これら2点について、どのように取組んでいくのか。
- ・ 各国の規制対応への取組みとしては、世界中に拠点を持っているため、当局の規制の変化や新しい動きについては常にアップデートしてグローバルにシェアしている。
- ・ 日本の国内における規制のモニタリングについては、各業界団体に所属し情報を得ており、アウトソーシングサービスを提供している運用会社にどのように影響するか分析している。
最近では、実務面への影響を知るため、運用会社の実務者を集めたラウンド・テーブルを開催し、当社のサービスに対する意見や業界の規制等の動きについての意見交換ができるような場を設けて、よりよいサービスが提供できるように取り組んでいる。
- ・ 議決権行使については、カストディアーの立場で通常の議決権行使の指図処理を行な

っているほか、ガイドラインに沿った議決権行使がなされているか等のコンプライアンス・モニタリングという別のサービスも提供しており、アウトソース業務においては議決権行使の結果についての報告書の作成等も行っている。

- ・ 運用会社にとって一番重要なのは基準価額の算出における正確性の確保であり、次にコスト削減である。しかし、アウトソーシング業務を提供している会社がそれぞれのプラットフォームで行っているため、共通化されたプラットフォームを確立できずにコスト削減ができていない。

また、現状、運用会社は自社で算出した基準価額と受託銀行で計算された基準価額との照合を行わなければいけないが、このように二重で計算する必要があるのか等、業界全体で構造的な課題を真剣に議論していかなければ、日本において海外で提供されているグローバル・アウトソーシングサービスを提供することはできないのではないか。

- ・ 構造的に改善すべき点があることは否めない。日本独自に必要なルール等があるかもしれないが、グローバル・スタンダードと比較して、もう少し効率化や標準化することができないか検討し、今後も様々な形で提言していきたい。
- ・ 例えば、リフトアウトと称する、ミドル・バックオフィスの人員をそのまま移管するアウトソーシングサービスのカルチャーが、従来の日本の会社にはない。リフトアウトによってコストが削減し、効率化することがわかっているにもかかわらず、人事上の慣習を考えると踏み込めていない。
- ・ 個社の業務プロセスを改善することで解決することと、法令を改正しなければ解決しない問題がある。今後、研究を重ねていき、必要があれば金融庁に提言する必要があるかもしれない。
- ・ ルクセンブルクには基準価額の過誤訂正に関するマテリアリティー・ポリシーが導入されているが、日本にない。ルクセンブルクでは、重要性の観点から、基準価額の

過誤が生じた際の対応を行うが、日本ではそれがないので、様々な形で運用会社やアウトソーシングサービスを提供する会社に相当の負荷がかかってしまう。マテリアリティ・ポリシーを導入すれば、相当効率化するのではないか。

- ・ 受託会社と委託会社で基準価額の照合を毎日行わなければいけない日本独自の慣行について、金融審議会の投信部会においても議論となったが、ガバナンスの観点から、規制を緩くする方向の議論は見送られ、今後の検討課題となった。この基準価額の照合は、投信協会のルール等に応じ行っていることなので、法令の問題ではない。協会あるいは団体のルールとして話し合っていくべきである。

また、アジア地域ファンドパスポート(以下「ARFP」という。)の導入の観点からは、現在の日本独特の投資信託がすぐに海外で販売できるわけではないので、グローバル・スタンダードに合わせていくべきであり、その際、現在の投資信託の仕組みを変えていくべきである。

- ・ 本WGの課題としてマネージャーや資金を日本に呼び込むことが挙げられているが、グローバル・カストディアンとして新興のマネージャーの人たちにとって魅力が高く、選ばれる国・地域はどこを考えるか。
- ・ 当社のオペレーションの人数を判断基準とすると、ルクセンブルクやダブリン、ジャージー及びガーンジーである。
- ・ 最近、マージン規制やデリバティブに関する規制が諸外国において厳しくなっており、日本やアジア地域が時差の関係で不利になるというようなことが多いと思う。厳しい規制への対応の観点から、御社のようにグローバルなネットワークが構築されている点がプラスになる面はあるのか。
- ・ 当社のネットワークでは、一般的には、24時間シームレスで対応できるようにグローバルな拠点網があり、ワークフローそのものが、どこか1カ所で完結するわけではないので、アジアが不利になるということにはならない。

- ・ 運用会社にとってミドル・バックオフィスのアウトソーシングのどこにメリットがあるかについては、投資家の立場から考えてみればよいのではないかと考える。

日本におけるグローバル投資は、コストの競争が激しくなっており、全て日本で業務を行うことになれば、他国に比べどうしてもコストが高くなってしまふ。また将来を考えると人材の問題も避けられない。

グローバルなアウトソーシングサービスはコストが低い場所で提供すべきであり、グローバルなものを提供するためには、グローバルの規制に基づかなければならない。日本で運用コストが高過ぎるとなれば、資金が海外に流れていってしまうのではないかと考える。この点を踏まえると、アウトソーシングサービスは必要不可欠なサービスであり、選択というよりも時代の流れではないかと考える。

- ・ コストの問題を考えるにあたり、ただ単にサービスのフィーが安い高いということだけではなく、そこにかかる負荷の部分について考える必要がある。例えば、日本でオペレーションを行う場合、日本人の特性なのか、日々の詳細なオペレーションにこだわりそれに関連する質問その他のやり取りも多いため、これに対応するための時間が取られるといわれる。そのため、全体のオペレーションに負荷がかかり、全体として見ると、さらに高コストなオペレーションになってしまっている。
- ・ アウトソーシング業務における共通化がキーワードとなっていると思うが、グローバルな観点からどのような部分の共通化を図ったらよいか。
- ・ オペレーションそのものを共通化することは可能になってきている。しかし、日本の顧客の求めるクオリティを維持するためには、海外でのオペレーションだけでは不十分で、日本においてもある程度の管理が必要である。
- ・ 当社では、日本人のお客様と直接会って話をする担当者は、全員日本人である必要があるため、東京オフィスの機能は不可欠となってくる。一方で、事務的なバックオフィスの業務は必ずしも日本で行う必要はないため、日本固有の事務ではない部分に

については、グローバルに共通する事務処理に揃えるべきである。共通の幹の部分が増えれば増えるほど、コストとしては安くなるから、その次に、枝葉の部分を経地的な特性をもって補っていくことがポイントとなる。

- ・ 標準化をキーワードとして、以下の2つの点を検討するべきではないか。

第1点は、今後日本の投資信託市場が国際化を進めていき、投資信託をグローバルに販売していくためには、日本においても世界共通の基準を採用すべきで、インフラストラクチャー、商慣行や使用言語も世界のベスト・プラクティスとの共通化を図るべきである。

第2点は、日本国内における業界共通の分野においては、基盤の標準化と集約化に利を見出すべきではないか。それぞれのアセット・マネージャーには事務のやり方に伝統的な家の流儀のようなものがあることは事実だが、標準化を図ることで、アウトソース可能な部分については外注化をすることで業界全体の集約化を考え、アセット・マネージャーは運用の企画、運用、ソリューション提供能力等、本来的な部分で競争すべきではないか。

3. 資産運用業強化に向けた制度面の整備について

外国法共同事業法律事務所リンクレーターズ パートナー弁護士 坂田絵里子氏から、資料2に基づき海外におけるファンドパスポートの活用事例について説明が行われた。説明の主なポイントは以下のとおりである。

(1) ファンドパスポートについて

資産運用において、国境を越えた販売、運用を可能とする規制のあり方であり、ARFPでは、「パスポート参加国間において適格集団投資スキームをクロスボーダーで提供するための取決め」と定義されている。

① ファンドプロダクトについてのパスポート

UCITS、ARFP、香港中国相互承認制度構想 (Greater China Fund Passport : GCFP) 及びASEAN版UCITSがある。

② 運用業のライセンスについてのパスポート

1カ国でライセンスを保有すれば他の加盟国でも運用業が可能となる仕組みであり、UCITSⅢやAIFMDがある。

(2) ヨーロッパにおけるファンドパスポート

- ① UCITS : Undertaking for collective investment in transferable securities (譲渡性のある有価証券を投資対象とする投資信託)について
ルクセンブルクにおいては、1985年のEU UCITS指令を国内法として組み込んだ投信法によって1998年に施行された。

承認された国の規制当局に対する通知をもってEU全域において投資家に対してUCITSの販売が可能となるため、ファンドを販売する場合の重要な利点になる。少なくとも1国のEU加盟国において公募されなければならない、リテール向けのオープンエンド型と定義されているが、実際はかなりフレキシブルにファンドが設定され販売されているようだ。個別のサブ・ファンドを有するアンブレラ・ファンドや、各クラスで異なる通貨及び報酬体系を可能とするマルチ・クラス・ファンドとして組成することが可能である。日本の投信法では、このようなアンブレラ・ファンドという形ではファンドを設定することはできず個別毎に設定する必要があるが、UCITSでは1つファンドの登録で済むため効率的である。

② New UCITS

UCITSⅢの規制において新たに認められたデリバティブ等への投資を通じて設定されるファンドであり、ヘッジファンドの設定も可能となった。リテール向けの比較的ステイブルな運用がされているものが多く、投資家保護もされ安心なブランドであるとして説明されている。

- ③ UCITSⅢ : マネジメントカンパニーパスポート (運用業のライセンスについてのパスポート)

UCITSの設定国は、例えばドイツの運用会社がルクセンブルクでUCI

T Sを設定する場合、管理会社の運営等にはドイツ法が適用になり、リスク管理手法や監督、利益相反、業務規程、委託手続等が管理される。他方で、UCITSの組成、認可、ユニットの発行及び買戻し、投資方針等はルクセンブルクの規定が適用になる。このため、規制当局間の連携が非常に重要になり相互に情報交換してモニタリングを行う。

④ A I F M D : Alternative Investment Fund Management Directive(オルタナティブ投資ファンド運用者指令)

ヨーロッパ経済圏内の運用者は、“alternative investment funds” に対して “Management services” (運用サービス)を提供する場合には認可を得る必要があるが、逆に、認可を得さえすればEU域内であればマネジメント・サービスを提供することが可能である。A I F M D遵守のプロダクトではEU域内でのマーケティングが可能である。

(3) アジアにおけるファンドパスポートについて

① A R F P

A P E C加盟国のうち参加を表明したエコノミーが、投資者保護上の要件を満たしたファンドの相互販売を容易にするため、規制の共通化を図るための枠組みと定義されている。2015年の9月11日のA P E C財務大臣会合で日本を含めた6カ国が参加表明文書に署名した。

② A S E A N C I Sフレームワーク

東南アジア諸国連合が公表したクロスボーダーファンド導入の構想であり、2014年8月から制度の運用が開始されているが、あまり利用されていない印象である。

③ G C F P : Greater China Fund Passport(香港中国相互承認制度構想)

香港と中国で検討を進めている制度であるが、相互にファンドに対する規制のレベル観に差異があるため、当局間で調整中である。

(4) ファンドパスポート導入と発展における課題

UCITSにおいては、欧州連合条約の下で司法・内務協力が既に合意されているが、ARFPにおいては、アジアの各国間における経済発展状況、規制状況に差があるため、規制当局間での調整等をどのようにしていくのかが大きな課題であり、マネージャー、外国人規制当局における外国人投資家等へ対応を行える人材育成が大きな問題になる。

パスポートの導入は、海外へのファンド輸出も容易にするが、逆に海外から競争相手を招くことにもなるため、いかに競争力を高めるかが非常に重要な問題になる。そのためには、フレキシブルな規制制度を導入し、迅速なファンド設立を可能としていく必要がある。パスポートが導入されると、国家間でのファンド産業の競争が発生する。これには、関連業者の自助努力だけでは足りず、自主規制当局や業界団体、政府当局として、国vs国の競争、交渉の名中で、力強くサポートしていくことや、海外マーケット、海外投資家ニーズをいち早く捉えて規制状況に反映していくことが求められる。当局が規制等の対応を迅速に行うためには、人材の確保が必要であり、例えばルクセンブルグ当局では、ファンドの管理に関してのみ外人の雇用も認め、規制を強化しつつマーケットのニーズに対応してきた。日本の規制がネックとなり、日本の代わりに香港やシンガポールが選ばれ、日本は単に販売拠点となることは避けなければならないと考える。例えば、日本のファイアーウォール規制について、今後は業態によって情報を分断するのではなく、グループ全体で情報共有を図りクライアントに対してサービスを提供できるようになればよいのではないか。

とはいうものの、日本の場合はマーケットが既に相当程度の規模で確立されているため、投資家保護規制、業者規制を基盤としたマーケットへの信頼性を確保しつつ、フレキシブルで迅速なファンド設立を可能とする規制のバランスの調整は、非常に難しい課題である。日本におけるファンドパスポートの導入において、日本と同程度の規模のマーケットがない国と競争する際に障害となり得る点として、少子高齢化を反映した投資家平均年齢の上昇を踏まえた過度な投資家保護規制も挙げられる。

また、英語での目論見書やマーケティング資料等の作成等について、単純に日本語の目論見書を英訳するのではなく、海外マーケットで確立されている Offering Circular、Prospectusの様式に近いものを作るなど、外国人投資家にとって利用しやすいものとなっているかを検討する必要があると考える。特に、これまでは外国人投資家と言っても機関投資家を想定していればよかった。そのため、マーケットスタンダードではない日本語目論見書の英訳でも対応できたという側面がある。今後は、アジアファンドパスポートを前提に、海外リテール投資家向けの商品を開発していく必要があるとすると、この点についての規制の柔軟性は、商品の競争力とも直結するため、必須である。

4. 意見交換

- ・ UCITSというシステムだが、まずUCITS適合であるかどうか判定され、その後に公募を行う際に各国で別個の登録が必要となる。例えて言えば、UCITS適合であるか否かが上位概念としてあり、個別国での登録はその下位概念となる。現時点において日本は自己完結的な市場であるから、ARFPを導入するならば、日本は国家主権の上にUCITSに相当する上位概念を認め得るのが問われるだろう。もちろん上位概念を認めるならば、それを決定する組織にガバナンスを効かせ、そこに日本が良い影響力を持つ必要が生じる。また、UCITS導入により、ルクセンブルクとアイルランドの間で熾烈な競争があるのと同様に、ARFP導入にあたり、日本は香港やシンガポールと競争できるかが問われることになる。
- ・ 日本形式の目論見書をそのまま英文に翻訳するだけでは違和感があり、英文化は必要であるがそれだけでは十分ではない。日本独自の目論見書の形式ではなく、用語や形式自体を世界標準に合わせる事が求められることになる。
- ・ ARFPが導入された場合、このパスポートを持って日本で販売される外国籍ファンドは、外国投資信託又は外国投資証券として金商法上のルールに服することになるのか。

- ・ A R F Pの外国籍ファンドは、外国投資信託として金商法上のルールに服することになる。ただし、外国投資信託の日本における販売のルールをそのまま使うとA R F Pと整合的ではない部分もあるため、外国投信の販売のルールについてA R F P用の修正が必要である。

- ・ U C I T Sの世界において、ヨーロッパの業者が自国で集めた金額はそのままU C I T Sの中の金額としてカウントされるが、日本の業者が日本において1,000億円集めていても、U C I T Sの世界では残高ゼロから出発せざるを得ない。今のU C I T Sに係る仕組みは、日本のような国の市場で売れている商品や日本の業者が自動的に差別を受けるという状況になっている。今後、A R F P導入にあたっては、このようなことが発生し、日本の業者が不利になるリスクについて考えなければいけない。海外の資金が日本の投信には流入せず、日本の資金だけが海外のA R F P商品に向かうことになる可能性がある。日本の資金が海外の投信業者へ一方的に流出することにもなりかねない。

日本のファンドのガバナンスについても考えなければいけない。日本のファンドのガバナンス形態は、日本だけに存在する、いわばガラパゴス化したしろもの。投資家目線のガバナンスの仕組みがない日本のファンドが海外で認めてもらえる蓋然性は低い。ファンドに取締役会をおかないのは、日本の商慣習であるが、面白いことにこの商慣習から利益を得ている既得権者は思い当たらない。立法措置も考えて、既存投資信託に意思決定権限を持つ取締役会を置けるようにしてはどうか。

- ・ 資料P 1 5によると、A R F Pによる外国へのファンド輸出に当たってホスト国の「認証」が行われるとあるが、ホスト国によるファンドの審査は、行政的な概念でいうと、許可、届出、登録等のうちどれにあたるのか。一方、U C I T Sに関しては、一旦承認を受けた場合、規制当局に対する「通知」をもってE U全域における販売が可能になるとのことである。この点の違いは両者で残ってしまうのか。A R F Pの場合、規制緩和として十分ではない面があると言えるのか。
- ・ 現在は、U C I T Sは通知という形で、審査の内容が共通化されているが、当初は、

ARFPのように、その国独自の審査基準があったのかもしれない。ARFPは、不備があった場合に差戻しになるので、おそらく、それぞれの国で審査することを想定しているのだろう。

- ・ ARFPはヨーロッパのような共通市場ではないため、共通のARFPの要件はあるものの、それを各国内で販売する場合に多少違うルールが適用される。したがって、ヨーロッパでは通知だけよいが、アジアの場合には改めてホスト国で認証を受ける必要がある。ただし、審査基準に共通部分も多く、また審査期間も決まっているため共通パスポートの意味はある。
- ・ 当社は、ルクセンブルクでUCITSを使っているものの、運用チームはルクセンブルクに置いておらず、ロンドンあるいはジュネーブ、チューリッヒで運用を行っている。運用会社の立場からすると、運用のケーパビリティさえあればファンドが設定できるため、アドミニストレーションやカस्टディアン機能は完全に分業できる。
- ・ ルクセンブルク金融監督委員会(CSSF)に届出しているため、ルクセンブルグにおいて弁護士や会計士、オペレーション等の高度金融人材の需要が高まる。弁護士事務所、会計士事務所やオペレーション等のインフラを日本に呼び込めるかが議論の一つとなる。
- ・ 現在の日本の法律事務所のファンド・ローヤーの業務は、ケイマンの法律事務所が作成した海外の外国投信に係る契約書等を翻訳し、届出書の形式にして金融庁に持っていくというものである。弁護士事務所として関わることができるのは、外国投資信託の届出業務がほとんどで、グローバルにファンド設定をするアドバイスができる弁護士は非常に少ない。
- ・ ARFPについて、個人的には日本が今回参加を表明して、今後意見を出していくことに賛成である。ファンドのオペレーションを共通化していくことで、日本独自の慣習を打ち破ることができ、海外のファンドを持ち込むことができるようになってい

くはずである。一方で、アメリカ、オーストラリア及びヨーロッパでは、自国のファンドや域内のファンドを販売するようになってきおり、日本のファンドを輸出することも考えるべきではないか。その際、日本のファンドがすぐに韓国や台湾で売れるわけではないので、グローバル化した枠組みを日本の法令の中で作っていくことを今から運用会社や業界の中で検討していくべきである。

ルクセンブルクやアイルランドでは、弁護士、会計士、オペレーション等のファンドに関連する様々な人々が集まって発展してきた。日本の信託銀行等がサービスの幅を広げることで対応し、日本におけるファンドの関連業務の発展を今から完全にあきらめる必要はないのではないかと。

- ・ ファンドのオペレーション業務は世界中どこでもできるのが現状であるが、資産運用業を産業政策として、日本においてどのような再構築するのか検討する必要がある。資産運用の場として日本が選ばれれば、資産運用業の発展に伴い雇用が生まれ、ファンド関連の業務を行う弁護士や会計士の業務内容がより専門的でクリエイティブになるだろう。ミドル・バックオフィスのサービスの提供等も含め、今までの日本独自の手法にこだわらずに見直していけば、産業政策的に日本の地位が高まるようなきっかけが生まれるだろう。
- ・ 投資信託の規模が一定の水準を下回ったときのファンドの償還や合併等の整備について、UCITSではどのようなになっているのか。
- ・ ファンド約款にファンドの資産規模の水準が規定されているので、規定された資産規模を満たさなければ自動的に償還されることが多いと思う。

(配付資料)

- ・ 資料 1 グローバル・カストディアンから見た海外運用会社のミドル・バックオフィス活用事例と日本への示唆
- ・ 資料 2 海外におけるファンドパスポートの活用事例

(以 上)