



Viewpoint

在日米国商工会議所意見書

外国籍上場投資信託の規制改革に
関する提言

Recommendation to Reform of Foreign
Exchange Traded Fund Regulation

投資運用委員会
Investment Management Committee

2025年2月まで有効
Valid through February 2025
英語正文

在日米国商工会議所 / **The American Chamber of Commerce in Japan**

〒105-6415 東京都港区虎ノ門 1-17-1, 虎ノ門ヒルズビジネスタワー15階
Toranomom Hills Business Tower 15F, 1-17-1 Toranomom, Minato-ku, Tokyo
105-6415

external@accj.or.jp

<http://www.accj.or.jp/advocacy-papers>

ACCJ Viewpoint

RECOMMENDATION

The American Chamber of Commerce in Japan (ACCJ) recommends that the Government of Japan (GOJ) update and reform regulation pertaining to distribution and marketing of foreign domiciled exchange traded funds (Foreign ETFs) in Japan by expanding eligibility for exemption from certain notification requirements, eliminating conditions to qualified institutional investor (QIIs) taking positions in Foreign ETFs, reducing administrative burdens on ETFs, and exempt Foreign ETFs from a translation requirement under the Proviso to Article 2 of the Regulation for Enforcement of the Investment Trust Act.

This recommendation is intended to help investors in Japan access a broader range of products to better manage risks and meet long-term investment goals. While we very much appreciate the recommendation in the final report of the Investment Management Task Force that the FSA should introduce a new type of registration for the “Intermediary for Professional Investors Business”, it is still important to eliminate these non-tariff barriers to foreign investment products to increase the attractiveness of the Japanese investment market to the global investment management community, establish Tokyo as a Global Financial Center and encourage new entries to the financial markets in Japan.

BACKGROUND AND ISSUES

ETFs have become a key investment tool around the world.

ETFs have grown in importance to Japanese investors over the past 20 years. ETFs, including Foreign ETFs, play a key role enabling individual and institutional investors to meet their investment objectives. Certain structural issues with the existing Foreign ETF framework, however, hinder Japanese investors from fully utilizing the advantages offered by Foreign ETFs.

Efficient Investment Tools: Individual investors, utilizing investment strategies such as dollar cost averaging, use ETFs including Foreign ETFs, as low-cost and efficient investment vehicles to build diversified portfolios. Foreign ETFs can be accessed indirectly through mutual funds that hold Foreign ETFs, but this fund-of-ETF approach often results in higher costs and less flexibility for the end investors.

提言

在日米商工会議所(ACCJ)は、日本政府に対し、日本における外国籍の上場投資信託(外国籍ETF)の販売およびマーケティングに関する規制を更新し、改正することを提言する。この提言は、届出義務の適用除外範囲の拡大、外国籍ETFを購入する適格機関投資家に対する条件の撤廃、外国籍ETFに関する事務的な負担の軽減および外国籍ETFについて投資信託及び投資法人に関する法律施行規則第二条に規定する日本語訳文添付義務の適用除外を主な内容とする。

この提言は、日本の投資家が、リスク管理を強化し、長期的な投資目標を達成するために、より広範な商品にアクセスできるよう支援することを目的としている。金融審議会「資産運用に関するタスクフォース」の報告書が「プロ向け仲介業」という新たな登録の種類の導入を提言していることを非常に高く評価するものであるが、世界の投資運用会社に対して日本が投資運用関連市場としての魅力を高め、東京の国際金融センターとしての地位を確立し、国内金融市場への新規参入を促進したいのであれば、外国籍の投資商品に対するこれらの非関税障壁を取り除くことが今まで以上に重要である。

背景と問題点

世界中で重要な投資ツールとなっているETF

ETFはこの20年間で日本の投資家にとっての重要性を増してきた。現在、外国籍ETFを含むETFは、個人投資家や機関投資家が投資目的を実現するうえで重要な役割を果たしている。しかし、外国籍ETFをとりまく既存の枠組みには構造的な問題があり、日本の投資家が外国籍ETFの利点を十分に活用することの妨げとなっている。

効率的な投資ツール: ドルコスト平均法などの投資手法を用いる個人投資家は、分散されたポートフォリオを構築するため、低コストで効率的な投資商品として、外国籍ETFを含むETFを活用している。外国籍ETFには、外国籍ETFを組み入れた投資信託を通じて間接的にアクセスすることができるが、このファンド・オブ・ファンズのアプローチは、最終投資家にとって、コストが高めとなり、柔軟性に欠ける場合が多くなる。

テーマ別・セクター別投資: テーマ別・セクター別投資(例: ESG、テクノロジー銘柄、AI)は個人投資家に人気があるが、日本で提供されているファンドは限定的で、コストも高い傾向にある。このような(テーマ別・セクター別)ETFは日本国外に多数存在し、外国籍ETFは、投資家が多様な新しいトレンドを活用するための低コストの手段を提供している。

投資助言: 独立系ファイナンシャル・アドバイザーおよびロボ・アドバイザーが、投資ツールとして外国籍ETFの利用を拡大することは、提供商品の幅を広げることになり、日本の投資家

ACCJ Viewpoint

Thematic & Sector Specific Investments: Thematic and sector specific investments (e.g., ESG, technology stocks, and AI) are popular among individual investors, but such funds that are offered in Japan tend to be limited and high in cost. With the large number of such ETFs available outside Japan, Foreign ETFs provide a low-cost way for investors to capitalize on a wide variety of trending investment opportunities.

Investment Advice: The availability of Foreign ETFs as investment tools to independent financial advisors and “robo” advisors, by expanding the product mix is expected to improve the quality of such services for Japanese investors, encouraging long-term asset formation for individual investors in Japan and by meeting those needs, providing a new pillar of growth in the financial advice space.

Institutional Investor Usage: Foreign ETFs are utilized extensively by institutional investors as building blocks for portfolio construction and as quick and efficient trading vehicles to access broad and diversified exposures. Thematic and sector-specific ETFs are also important tools used by institutional investors to meet the growing demand for customized solutions that often cannot be delivered in a timely manner via separately managed accounts or local fund offerings.

Regulatory Issues Hindering Foreign ETF Usage in Japan

Utilization of Foreign ETFs in Japan has been hindered by several technical requirements that we believe can be addressed relatively easily.

A. Notification Requirement: Under the Act on Investment Trusts and Investment Corporations (hereinafter the “Investment Trust Act”), the issuer of a foreign investment trust (which is one type of Foreign ETF) is required (i) to make a filing to the Financial Services Agency (FSA) about the details of the ETF; (ii) to notify the FSA of any change of the trust deed (and as a practical matter, any material changes of the trust deed); (iii) to prepare and deliver investment reports to known investors; and (iv) to file prepared investment management reports to the FSA. In practice, a Type I Financial Instruments Business Operator only deals with Foreign ETFs of which notifications under the Investment Trust Act have been filed. There is an exemption from this notification requirement, but the regulations provide that only Foreign ETFs that track stock indices and operate under a fully “in-

に提供されるサービスの質を向上させ、日本の個人投資家の長期的な資産形成が促進されるとともに、これらのニーズを満たすことにより金融助言分野における成長の新たな柱となることが見込まれる。

機関投資家による利用: ポートフォリオ構築のビルディングブロックとして、また広範で多様に分散されたエクスポージャーへのアクセスの迅速かつ効率的な取引手段として、機関投資家は外国籍ETFを幅広く活用している。テーマ別・セクター別ETFも、カスタム化されたソリューションへの需要の高まりに対応するために、機関投資家が利用する重要なツールである。これは、投資一任契約による対応や各法域でのファンドの設定では迅速な対応が難しいことが多いためである。

日本における外国籍ETFの利用を妨げる規制の問題

日本における外国籍ETFの利用拡大は、比較的容易に対処できると考えられるいくつかの技術的要件によって妨げられている。

A. 届出義務: 投資信託及び投資法人に関する法律(投信法)のもと、外国籍ETFを含む外国の投資信託の発行者は、(当該投資信託の募集の取扱い等が行われる場合には) (i) 当該投資信託に係る詳細な事項の金融庁への届出、(ii) 当該投資信託の約款の変更(実務上は上記届出の重大な変更)の金融庁への届出、(iii) 知れている投資家への運用報告書の交付、および(iv) 当該運用報告書の金融庁への届出を行う義務がある。実際には、第一種金融商品取引業者は、投信法に基づく届出がされた外国籍ETFのみを取り扱う。この届出義務には適用除外の規定があるが、外国籍ETFで株式指数に連動し、「現物」のみにより設定・交換が行われるもののみが適用除外の対象となると規定で明記されている(投信法施行規則94条、施行令12条2号)。外国籍ETFで、株式以外の指数に連動するものや指数連動型以外のもの、また金銭および現物による設定・交換が可能な外国籍ETFは適用除外の対象とはならない。外国籍ETFは、そのほとんどが現物および金銭によるハイブリッド・モデルでの設定・交換が可能であるため、適用除外の対象となる外国籍ETFは実質的には存在しない。

B. 金融庁への届出の確認: 証券会社は、外国籍ETFを個人投資家に勧誘し始める前に、当該外国籍ETFの届出が金融庁になされているかを確認する必要がある。前述の通り、この届出義務の適用から除外される外国籍ETFは、あるとしてもごくわずかである。外国籍ETFの届出は公表されていないため、証券会社において届出が行われていることを確認する唯一の実質的な手段は、当該外国籍ETF発行者の日本に所在する系列投資運用会社に問い合わせることである。証券会社は、通常、外国籍ETFの発行者との契約関係を有さないこと

ACCJ Viewpoint

kind” creation and redemption model are eligible for the exemption (see Article 94 of the Regulation for Enforcement of the Investment Trust Act and Article 12, item (ii) of the Order for Enforcement of the Investment Trust Act). Foreign ETFs tracking indices other than stocks, non-index-linked Foreign ETFs and Foreign ETFs that allow cash and in-kind creations and redemptions do not qualify. Since the vast majority of Foreign ETFs are created and can be redeemed via the hybrid cash and in-kind model, virtually no Foreign ETFs are eligible for this exemption.

B. Confirmation of FSA Notification: Before commencing sales of Foreign ETFs to individual investors, securities companies must confirm that notification of the Foreign ETF has been made to the FSA. As noted in the prior paragraph, few if any Foreign ETFs are eligible for the exemption from this notification requirement. Since the notifications of the Foreign ETFs are not made public, the only practical way for securities companies to confirm that notification has been made is to contact the Foreign ETF issuer’s affiliate investment management company in Japan. Considering that securities companies typically do not have contractual agreements with the Foreign ETF issuers, whether the securities companies can rely on informal communication to commence sales of such products may become a legal challenge and a barrier for Foreign ETF distribution to individual investors.

C. Restrictions on QIIs: Qualified institutional investors (QIIs) can take positions in Foreign ETFs that have not provided the FSA notification, under the condition that the QII agrees via written agreement to accept restrictions pertaining to trading such positions (the position can only be sold on the exchange via agency trade or via OTC back to the broker-dealer who facilitated the purchase of the initial position). QIIs are hesitant to purchase Foreign ETFs because (a) the QIIs feel burdened by the process of submitting a written agreement to the securities company to limit their trading options and (b) a QII may not be able to trade at the best execution price because the QII is unable to trade OTC with a broker-dealer other than the broker-dealer the QII used to acquire its position.

を考慮すると、証券会社がそのような商品の勧誘開始のために非公式なやり取りに依存してよいのかという問題が、法的な課題および外国籍ETFの個人投資家への販売の障壁となる可能性がある。

C. 適格機関投資家の制限: 適格機関投資家は、保有する外国籍ETFの売買に関する制限(取得した外国籍ETFは、取得をした相手先であるブローカーディーラーに店頭取引にて譲渡する、または委託取引により当該外国籍ETFを上場している取引所を通じてのみ売却することが可能)を受け入れることに書面にて合意するという条件のもと、金融庁への届出がなくても外国籍ETFを取得できる。適格機関投資家は、(a)取引の選択肢を制限する確約書を証券会社に提出するという手続きを負担に感じる、(b)当初ポジションを取得したブローカーディーラー以外の相手とは店頭取引ができず、最良な取引価格で取引できない可能性がある、という理由から、外国籍ETFの利用を躊躇している。

D. 業務負荷と規制上の義務: 外国籍ETFの発行者は、以下の理由により、新たな届出を行うことを慎重に検討する必要がある。

- i. 届出の対象となる外国籍ETFは9,000以上存在する。
- ii. 届出がなされると、運用報告書および重要な変更の翻訳版の提出に伴う多大な業務上の負荷が生じる。
- iii. 現行の日本の規制枠組みでは、ある外国籍ETFが日本で積極的に勧誘・マーケティングされていない場合でも、当該ファンドの販売会社による登録の取り下げや関連する届出の停止する手続きがない。

こうした状況は、系列外資系投資運用会社が規制違反を避けるために、日本での活動を機関投資家に対する「勧誘」に至らないと考えられる範囲に制限するという事態につながっている。また、「勧誘」と「情報提供」の活動の境界線が明確でないという点にも留意すべきである。

E. 投資家のニーズ: 最終投資家と証券会社の双方からの新規外国籍ETFに対する需要は強く、拡大しているにもかかわらず、外資系投資運用会社は、上記セクションDに記載されている現行の申請プロセスの煩雑さおよび業務負荷を考慮して、新規の届出に消極的になっている。このため、国外では需要の高い外国籍ETFの多くは、日本の個人投資家や機関投資家には提供されていない。

F. 運用報告書: 外国籍ETFの発行者は、運用報告書を作成して知っている投資家に交付し(投信法59条で準用する同法14条1項)、当該運用報告書を金融庁に提出する

ACCJ Viewpoint

D. Operational Burden & Regulatory Obligations: Foreign ETF issuers are disincentivized from making any new notifications for the following reasons:

- i. There are currently over 9,000 Foreign ETFs subject to notification
- ii. There is a heavy operational burden and cost associated with filing translated investment reports and material changes after a notification has been made
- iii. The current Japanese regulatory framework does not allow fund providers to deregister funds and cease associated filings, even if the Foreign ETF is not being actively sold and marketed in Japan

The above situation has resulted in affiliated foreign investment management companies limiting their activities in Japan to what would be considered outside the scope of “solicitation” to institutional investors to avoid regulatory breach. It should also be noted that the distinction between activities considered “solicitation” and “provision of information” is not clear.

E. Investor Needs: Despite strong and growing demand for new Foreign ETFs from both end investors and securities companies, foreign investment management companies (Foreign IMCs) have become reluctant to file new notifications, given the onerous nature of the current filing process and associated resources mentioned in section D. For this reason, many Foreign ETFs in high demand elsewhere in the world are not made available to individual and institutional investors in Japan.

F. Investment Reports: The issuers of Foreign ETFs are obligated to prepare investment reports, deliver them to known unitholders (Investment Trust Act, Article 14, Paragraph (1) as applied mutatis mutandis pursuant to Article 59 thereof), and file the investment reports with the FSA (Investment Trust Act Article 59 and Article 14, Paragraph (6)). Such investment reports must be prepared in Japanese, as they are not exempt from the requirement under the Proviso to Article 2 of the Regulation for Enforcement of the Investment Trust Act).

必要がある(投信法59条および14条6項)。また、これらの運用報告書は、施行規則2条のただし書に該当しないため、日本語で作成しなければならない。

規制枠組みの改革に関する提言

1. 届出免除の拡大

届出免除は、株式連動型以外のものや、金銭による設定・交換が可能なものも含め、すべての外国籍ETFに適用されるようにすべきである。特定の指数または設定・交換のメカニズムに基づいて届出免除の範囲を規定する必要性はないと考える。

2. 金融商品取引業者向けの指針に沿った販売

世界中の証券取引所に数多く上場されているETFは、分散されたポートフォリオを構築しリスクを管理するための効率的なツールである。インバース戦略やレバレッジ戦略を採用している一部の外国籍ETFは、短期的なポートフォリオのリスク管理に役立つ。これらは一般的に個人投資家には適切ではないと考えられているが、経験豊富な機関投資家にとっては効果的なリスク管理ツールとなり得る。「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」によると、金融商品の販売業者には、以下の実施が義務付けられている。

- 金融商品を販売または宣伝する前提条件として、それらの商品の運用特性および関連するリスクを把握するための体制を確立する。
- すべての投資勧誘または販売に先立ち、勧誘対象となる金融商品が、顧客の属性や投資目的に沿ったものであるかを評価する。

証券会社や金融商品仲介業者において顧客属性や投資目的に応じた適切な投資勧誘の枠組みが確立されれば、外国籍ETFについて別途届出の手続きを課す必要はないと考える。

仮に、外国籍ETFの届出を完全に不要とするのが困難なのであれば、監督当局の主な懸念に対応する最低限の要件を設けることでも十分なはずであり、届出義務の対象とするのは、こうした懸念を生む外国籍ETFに限定すべきである。また、日本語による運用報告書の提出が不要となれば、届出に伴うリソースやコストが大幅に削減され、外国籍ETFの届出件数の増加につながる。これにより、日本国内の個人投資家および機関投資家双方にとって投資機会が増加する。

3. 運用報告書提出の廃止

届出を行った外国籍ETFの発行者には、定期的に運用報告書を作成し、知れている投資家に交付することが求められる。しかし、外国籍ETFの発行者は海外に所在するため、これは実務的に不可能であり、ACCJは海外に所在する発行者が、

ACCJ Viewpoint

Recommendations to Reform the Regulatory Framework

1. Expansion of Notification Exemptions

The notification exemption should be extended to cover all Foreign ETFs, including those that track non-equity indices, and accept creation and redemptions in cash. We believe there is no need to limit exemptions to funds tracking a specific index or using a specific creation/redemption mechanism.

2. Distribution in line with Guidelines for Financial Instrument Business Operators

Many ETFs listed on stock exchanges around the world are efficient tools for building diversified portfolios and managing risks. Some Foreign ETFs, such as those employing inverse or leveraged strategies, are helpful in managing short-term portfolio risk. While these are generally considered inappropriate for individual investors, they can be effective risk management tools for experienced institutional investors. According to the Comprehensive Guidelines for Supervision of Financial Instruments Business Operators, etc., distributors of financial products must:

- Be equipped to understand the investment characteristics and risks associated with any financial instrument as a prerequisite to marketing or sales of such securities, and
- Evaluate whether such financial product is in line with the clients' profile and investment objectives prior to any solicitation or sales

Once an appropriate investment solicitation framework considering the customer's profile and investment objective is established by securities firms or intermediaries, we do not believe that there should be a need for a separate notification process for Foreign ETFs.

If eliminating the need for notification of Foreign ETFs outright is difficult, setting minimum requirements to address key concerns of the supervisory authority should suffice, and only those Foreign ETFs that trigger those concerns should be subject to the notification requirement. Furthermore, eliminating the need to file investment reports in Japanese would significantly reduce the resource burden, including out-of-pocket costs, associated

英語の関連資料をウェブサイト上で開示することで十分であると考えている。これにより、運用報告書の作成自体が不要となっている国内ETFとも整合性がとれる。

4. 届出の取下げの手続き

前述の通り、現在は、届出の取り下げのためのプロセスが存在しない。ACCJは、不必要な事務的負担を削減する、この手続きの制定を要望する。

結論

外国籍ETFを含むETFは、世界中の投資家にとって欠くことのできない投資手段となっている。上述の提言を実施することで、また、事務的な負担を軽減することにより、日本における外国籍ETFの利用可能性が高まり、個人および機関投資家の双方が、リスクを管理し、長期的な資産成長のための効率的かつ低コストのポートフォリオを構築するためのより良い手段の提供が促進される。日本の金融市場への国外からの参加を拡大し、日本の投資家が選択できる低コストの商品を増やすことは、日本政府にとっても有益なこととなる。

ACCJ Viewpoint

with filing notifications. We would expect this to result in an increased number of Foreign ETFs being prepared to submit notifications and therefore more investment opportunities for both individual and institutional investors in Japan.

3. Elimination of Investment Report Filings

Issuers of notified Foreign ETFs are required to prepare and deliver an investment report to known investors on a regular basis. However, since the issuers of Foreign ETFs are located overseas, we believe that this is impossible in practice. We believe that it is sufficient for an overseas issuer to disclose the relevant materials on its website in English. This would be consistent with the requirements imposed on domestic ETFs, for which the preparation of investment reports is not required.

4. Procedures for Withdrawing Notifications

As noted above, currently there is no process to allow for the withdrawal of notifications. The ACCJ urges that such procedures be established in order to reduce unnecessary administrative burden.

CONCLUSION

ETFs, including Foreign ETFs, have become indispensable investment tools for investors around the world. Implementing the proposals above, by reducing the administrative burden, will allow the greater availability of Foreign ETFs in Japan, facilitating a better way for individual and institutional investors to manage risks and build efficient, low-cost portfolios for long term asset growth. It is in the best interest of the GOJ to expand both participation by Foreign ETF issuers in the Japanese financial markets, and Japanese investors' choices of low-cost products.