



cutting through complexity

FINANCIAL SERVICES

資産運用規制の 進化

透明性が好機をもたらす

2014年6月

kpmg.com



本レポートについて

本レポートは、KPMGが擁する規制関連専門家グループが作成した地域別シリーズの1つです。様々な知見は、弊社顧客とのディスカッション、弊社専門家による主な規制動向の評価、各地域の各種政策機関とのネットワークを通じて得られました。

その他の地域のレポートについては、fsregulation@kpmg.co.ukにご連絡いただくか、www.kpmg.com/regulatorychallengesをご覧ください。

LEAD EDITORS



Charles Muller
Partner, Financial Services
Regulatory Center of
Excellence, EMA region
KPMG in Luxembourg



James Suglia
Head of KPMG's Investment
Management Sector, Advisory
KPMG in the US



Bonn Liu
Head of Investment
Management,
KPMG's ASPAC region
KPMG in China

FINANCIAL SERVICES REGULATORY CENTERS OF EXCELLENCE

Giles Williams
Partner, Financial Services
Regulatory Center of
Excellence, EMA region
KPMG in the UK
T: +44 20 7311 5354
E: giles.williams@kpmg.co.uk

Pam Martin
Managing Director,
Financial Services
Regulatory Center of
Excellence, Americas region
KPMG in the US
T: +1 202 533 3070
E: pamelamartin@kpmg.com

Simon Topping
Partner, Financial Services
Regulatory Center of
Excellence, ASPAC region
KPMG in China
T: +852 2826 7283
E: simon.topping@kpmg.com

目次

2

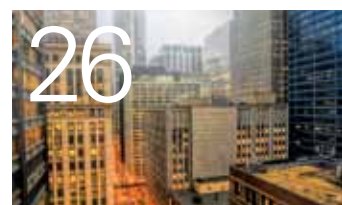
はじめに

4

エグゼクティブサマリー

展望

26



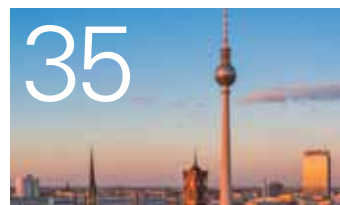
米州の展望

30



アジア太平洋の展望

35



欧州、中東、アフリカ (EMA) の
展望

48

謝辞

49

略語集

6



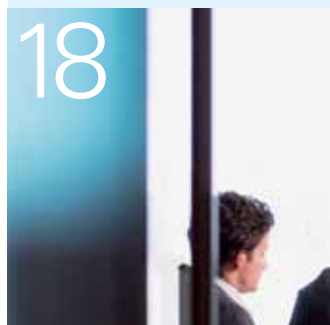
市場構造の変化

14



データおよび報告

18



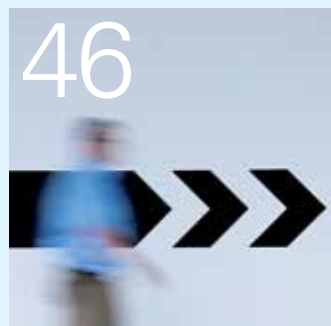
リスクガバナンス

22



事業行為 (コンダクト)、
文化、報酬

46



終わりに：高まる整合性と協力

透明性と一貫性



Jeremy Anderson (ジェレミー・アンダーソン)
Chairman KPMG's Global Financial
Services practice



Tom Brown (トム・ブラウン)
Global Head of KPMG's Investment
Management practice

「現代は資産運用の時代である」。これはイングランド銀行（英国中央銀行）の見解ですが、アナリストやコメンテーターの間でもコンセンサスとなりつつあります。同銀行のアンドリュー・ハルデン理事は、2014年の年初にロンドンで行った講演で、この「資産運用の時代」という言葉を新たに作り出しました。彼が示唆していたのは、銀行業界の収縮に伴って、世界の資本の流れの中心に資産運用業界が押し出されたという事実です。これによって資産運用者には大きな機会が生じます。しかし同時に、資産運用業界における監視が徐々に変わっていくことをも意味します。

いわゆるシャドー・バンキング（銀行以外の金融機関）業界の関係者は、規制上の焦点の範囲が拡大していることをよく認識しています。KPMGの「資産運用業界見通し調査2013」によると、世界の最大手資産運用会社の圧倒的多数は、政治と規制を巡る不透明感が、自社の事業モデルにとって最大の脅威になると考えています。しかしこの1年間で、運用業界にかかる負担が軽くなり始めている徴候が現れました。2014年は事態が動き始める年であり、規制は以前ほど難題ではなく、むしろより多くの機会が生まれることが、明らかになるかもしれません。

このようなことを言う理由は、何年にもわたって規制システムの中で取り組まれてきた多くの規制案が、昨年、ついに実を結んだからです。すなわち、リテールや保険ベースのパッケージ型投資商品（PRIIPs）、UCITS（欧州委員会が制定した指令（UCITS指令）に準拠するファンド）第5指令、ボルカー・ルール、そして外国口座税務コンプライアンス法（FATCA）です。他の規制案については、まだ最終決定段階にあります。永遠に協議プロセスが終わらないかのよ

うに見えた新規制案も、その多くは完全に導入段階に入っています。

規制を理解し、遵守することは困難であり、多くの運用会社にとって大きなコストを伴ってきました。しかし協議プロセスが終了し、導入段階へと移行したことで、ついに、企業の経営環境に透明性がもたらされました。さらに当初、規制が奔流のように導入されていた状況が、より思慮に富み、合理化されたプロセスとなるにつれ、世界の規制当局の多くは、その努力を互いに連携させようとしているようです。かつてそれぞれの規制イニシアチブの間には相違がありましたが、証券監督者国際機構（IOSCO）、金融安定理事会（FSB）、経済協力開発機構（OECD）といった地域の枠を越えた組織は、ルール作りにおけるギャップを埋め、一貫性を持たせる試みを始めています。これによって、将来的に資産運用業界は、グローバルな事業展開が容易になるに違いありません。

2014年の資産運用業界にとってのプラス材料は、規制を巡る透明性と一貫性が増しているという事実だけではありません。多くの規制改革の内容もまた、利益をもたらすそうです。これには、例えば投資家保護やシステミックな保護の強化、そしてより幅広い顧客基盤に規制商品販売する機会などが含まれます。

もちろん、導入段階でもそれなりの課題が生じますし、これにうまく対応するには相当なリソースが必要となります。コンプライアンス強化や徹底した監督への対応に伴うコストは甚大で、しかも幾度も発生するでしょう。しかし少なくとも規制当局は、運用業界における経営環境の骨組みを定めるため、明確なプロセスとゴールを用意しています。事態がついに動き始めたことを理解している業界関係者は、この資産運用の時代、前途に横たわる好機を活用する絶好のポジションに位置することになります。



エグゼクティブサマリー

本年のレポートでは、規制がその他の圧力と相まって資産運用者に大規模な変革を迫っている主な分野、すなわち市場構造の変化、データおよび報告、リスクガバナンス、事業行為（コンダクト）・文化・報酬に焦点を置きます。

01

市場構造の変化

規制強化の結果として生じた現実の変化が、いまや私たちの目の前に姿を現し、運用業界とその関係者の事業手法を変えつつあります。例えばボルカー・ルールで生じると予測されていた大きな変化は、もはや現実のものとなっています。一部の銀行はいち早く動いてM&A計画を完了し、他の銀行もそれに続こうとしています。銀行セクターから流出した資本の受け皿となったのは、主にヘッジファンドやPEファンドです。これは、資産運用者にとっては好ましい状況ですが、「システム上重要な金融機関」と見なされる傾向が強まるにつれ、監視が従来のものより著しく厳しくなることに気付くでしょう。

また規制によって、年金基金、特に助言を受けたリソースを確保したりする機会の少ない小規模な年金スキームの存続可能性が圧迫されています。リスク管理、報告、ガバナンスに関する新たな規制要件のために、多くの小規模スキーム（と一部の大規模スキーム）は統合を余儀なくされています。

さらにファンドの販売方法については、機関投資家向けとリテール向けの双方で、これまでにない変化が起きています。特にアジア地域では、パスポート制度に向けた計画が策定されるなか、リテール販売の方法が変化し始めています。資産運用会社は、これらのイニシアチブに向けて相当な準備が必要となります。

02

データおよび報告

シャドー・バンキング業界全体一主に資産運用会社一が、その透明性を改善するよう求められています。例えばEC（欧州委員会）は、有価証券の貸付や買い戻し条件付き取引契約（レポ取引）に主に焦点を置いて、シャドー・バンキングの取引の透明性を強化し、金融の安定性を改善することを目指しています。一方、米国の年金基金業界では、2つの重要な会計規制の変更—政府会計基準審議会（GASB）基準書第67号および第68号—が行われ、2014年の年初から、年金制度における大規模なデータクレンジングと分析作業が必要となっています。運用業界にとっての課題は、対内的にも対外的にも意味のある報告を可能とすることにあります。すなわち、投資家や規制当局に報告できる状態にすると同時に、競争上の優位を生み出せるようにデータを社内で適合させることを意味します。

しかし別の見方をすれば、これはコストを意味します。資本を効率的に活用する必要性があることから、新たな戦略的観点に報告要求が増大することによる影響を取り入れる必要があります。既存の、また潜在的な販売チャネルや地域の分析に基づいた明確な戦略的アプローチが、いま最も求められています。こうした規制の影響に対するより詳細な戦略的アプローチを採ることで、恐らく、最低要件の遵守かプロセスの完全な統合か、インソーシングかアウトソーシングかといった議論が持ち上がることでしょう。アウトソーシングが望ましい場面では、データから最大の価値を引き出し、これを価値向上につながるその他のデータとリンクさせるため、委託契約よりもパートナーシップ形態の方が望ましいモデルとなりそうです。

03

リスクガバナンス

規制当局は、関連データを保有し、それを効率的に報告できる体制とすることは必要であるが、顧客および金融システム全体へのリスクを緩和するためには不十分であることを認識しています。

規制が急速に複雑化するにつれて、リスク管理部門と、事業・投資に関する戦略的意思決定を行う部門との乖離が広がる恐れがあります。効果的なリスクガバナンスの本質は、組織内の点と点を結んで、データや分析担当の部門が効率的に経営陣への報告を行えるようにすることにあります。そして経営陣は、リスクやコンプライアンス担当の執行役員に、分析結果の意味合いを完全に理解しているかについて、十分に質問する準備がなければなりません。年金業界に関しては、規制当局はこれまでにないほどリスクガバナンスを重要視しています。高度に発展し進歩的な年金制度を有する英国、オランダ、オーストラリアなどの国では大規模な変革が進行中であり、それらはいずれ他の国や地域に幅広く取り入れられる可能性もあります。

リスクガバナンスに関する質の高い意思決定によって、利益相反の管理を含め、将来を見据えた戦略の策定と将来的なリスクの正確な予測が容易に行えるようになります。これには、事業構造、リターン、報酬といった要素が含まれます。規制当局は利益相反への対応を始めていますが、顧客の資金を管理しながらも、顧客向けの受託者としての活動以外の目的を有する企業は、その戦略を再検討すべきでしょう。利益相反について定めた規制は包括的な内容とは言いがたいものの、利益相反が表面



04

化すれば、規制当局が継続的に、場合によっては遡及的に対応するとの前提で考えておくのが妥当でしょう。

規制リスクとコンプライアンスリスクの内容は今後も変化し続けるでしょう。規制が大幅に拡大すれば、システムやプロセスに重複やずれが生じるかもしれません。これらの重複やずれが、様々な国・地域や規制の間でうまく調整されない場合、深刻な問題が生じる可能性が出てきます。規制当局は、ITの重要性を認識しており、例えばシンガポールでは、重要システムの特定およびシステムエラー報告の実施を求める新たなITリスク関係規制が2014年7月から導入されます。

米証券取引委員会（SEC）を初めとする規制当局は、慎重なアプローチから離れ、重い罰則を課す姿勢を強めています。こうしたリスクに対応するためにシステムやプロセスをアップグレードすることは資源集約的ですが、レピュテーションリスクを回避し、重い罰金を科せられる可能性を最小限にするためには望ましい対応です。

事業行為（コンダクト）、文化、報酬

規制当局は、運用会社内部の重要なプロセスに影響を及ぼすべく努力すると同時に、事業行為（コンダクト）や文化の改善や標準化も推し進めようとしています。運用業界のあらゆる部分におけるあらゆる活動を規制でカバーすることは不可能だと規制当局も認識しています。そのため、規制は（ある程度においては）運用業界のプラクティスや慣習を変えることが目的となります。

欧州では、投資家の懸念への対応方法が当面の課題となりつつあります。欧州銀行監督機構（EBA）と欧州証券市場監督局（ESMA）は、共同委員会によるコンサルテーション・ペーパーで、証券・銀行業界の苦情処理ガイドライン案を作成しました。資産運用会社も、商品の開発方法や、商品のその後のパフォーマンスに対してより大きな責任を負うよう奨励されています。急速な高齢化、年金・貯蓄ギャップの拡大、そして金融のセーフティネット整備に関する公的リソースの限界を背景に、適切な商品の開発が規制に関する検討課題の上位に浮上しています。

資産運用会社は事実上、このずれを埋めるべく一歩を踏み出し、自らの価値を証明し、当局と投資家の両方の信頼を勝ち取ることを求められています。徹底的な改革を行う方針の資産運用会社にとっての鍵は、事業のあらゆる側面を評価し、ガバナンス構造が正当なものであるか、また規制当局やメディアから注目された場合にどのように見えるかを問うことにあります。ある行為を禁止する明確な規制がなくても、「一般の人々」にとってすぐには受け入れ難いものであれば、現在または将来の事業行為ルールに抵触する可能性があります。

05

高まる整合性と協力

規制は徐々に統一化に向かう徴候を示しており、これは資産運用会社への圧力を和らげることになりそうです。現在の規制環境の中で特に際立つ特徴は、各国・地域の規制当局が互いに連携する方向で行動している例が多く見られるようになったことです。例えば各規制当局が、現在進行中のリテール分野の規制および監督の改正について連携し、統一化を図っています。また、OTC（店頭）デリバティブの報告・処理方法という難問を巡っては、一貫性が生まれつつあります。当初は米国だけのプロジェクトであったFATCAですら、いまや、より広く国際社会の大部分で採用されると展望されます。

各国の規制当局が話し合いを行い、協調し始めているという状況は、資産運用業界にとってプラスでしかあり得ません。各資産運用会社は、規制に伴う諸問題や各種制約を評価した上で、規制の明確化と整合化を利用し、ビジネスを推進する計画を立てるべきです。

01

市場構造の変化

「変化」は、時に「進化」を意味します。現在の変化は、「革命」と言っても過言ではありません。システミックリスクから市場を隔離することを目指して政治や規制当局が動いても、ほとんど何も変わらないと考えていた人も、現在の市場構造を見れば、変化は一目瞭然です。長期にわたる話し合いや報告を経て、今や現実の変化が私たちの目の前に姿を現し、運用業界とその関係者の事業手法を変えつつあります。

規制がもはやコンプライアンスやコストの問題ではないことは明らかです。規制によって、資産運用業界全体の構造とその関係者の事業モデルに変化が生じています。

これらの構造的変化は、次の4つのカテゴリーに分けることができます。

- オーナーシップ構造
- ファンド商品
- 資産フロー
- 販売

オーナーシップ構造

一部のケースでは、規制当局は利益相反の防止やシステミックリスクの削減を目指して、意識的にオーナーシップ構造を変えようと試みています。他方、別の目的の達成を意図した規制による予期せぬ副産物として、オーナーシップ構造が変化しているケースもあります。

オーナーシップ構造を意図的に変えようとする試みの最も明らかな例は、ボルカー・ルールです。

ボルカー・ルールは目標に向かって進行中

ボルカー・ルールを受けて、銀行業界と資産運用業界の両方で予測されていた大きな変化は、もはや現実のものとなっています。規制当局は公言通り、銀行におけるトレーディングやプライベートファンドを制限しました。その結果として

銀行は、運用資産（AUM）総額の約3分の1に当たる約5兆米ドル相当のファンド数万本を閉鎖するか、または切り離す必要に迫られました。一部の大手銀行は、それぞれ数千本のファンドを売却しました。自己勘定取引は実質的に停止に追い込まれました。

構造面への影響として、銀行から資産運用業界への大量の資本移動が現在進行形で続いています。ボルカー・ルールを見据え、多くの銀行は2年前から資産運用業務と自己勘定取引部門の売却や切り離しを開始しました。その受け皿となったのは、主にヘッジファンドやPEファンドです。いち早く動いた一部の銀行は、すでにM&A計画を完了していますが、他の銀行は依然として、事業を再評価し、資本制限のある分野での事業継続から見込める利益について分析を続けています。検討は、資本の問題のみに基づいて行っているわけではなく、ブランドや評判も重要な要素となっています。

改革のスピードははっきりせずとも、方向性は明らかです。才能あるトレーダー達は銀行業界から離れ、最終的には資産運用業界に転職していくことになるでしょう。

これは資産運用者にとって好ましい状況ですが、同時に運用業界は、金融という車輪の中心に近づいていくことになります。車輪の中心で運用業界は、「システム上重要な金融機関」と見なされる傾向が強まるにつれ、監視が従来のもものより著しく厳しくなることに気付くでしょう。

シャドー・バンキングの規模

→銀行以外の金融機関による金融仲介の規模は、2012年の5兆米ドルから71兆米ドルに増加

→金融仲介業全体に占める銀行以外の金融仲介機関の割合は約24%と、金融危機の勃発時を下回り、近年はほぼ横這いで推移

→米国の銀行以外の金融仲介システムの規模は2012年末で資産額26兆米ドルと世界最大。以下、ユーロ圏（22兆米ドル）、英国（9兆米ドル）、日本（4兆米ドル）と続く

出所：FSB「グローバル・シャドー・バンキング・モニタリング・レポート2013」、KPMGルクセンブルグ、2013年

MMFの利回りは既に歴史的水準まで低下しており、存続が困難となる可能性もあります。

シャドー・バンキングの議論

世界中の政治家、規制当局、中央銀行が、シャドー・バンキングを次なる主戦場として見なし始めています。

2014年5月、米連邦準備制度理事会（FRB）のジャネット・イエレン議長は、資産運用者など大規模なノンバンク金融機関のための規制があり得るとし、「これらの企業の破綻が、金融システムに及ぼすリスクの明確な過程を確実に特定すること」を各国規制当局は必要としたと述べました。2014年3月、中国人民銀行（PBOC）の潘功勝副総裁は同行の公式ウェブサイト、PBOCはシャドー・バンキング業界に対する監視を強化すると述べました。一方、欧州中央銀行（ECB）の政策理事会メンバーであるエフドル・ノボトニー氏は2014年5月、「銀行業界の規制強化によって、重要でリスクの高い事業活動が、シャドー・バンキング事業体など規制のより緩やかな業界にシフトする危険性がある」と語りました。

以前は銀行内部で行われていた多くの活動が資産運用業界にシフトし（左の枠内を参照）、資産運用者はこれまでにない規模となっていることから、シャドー・バンキング業界がより厳しさを増す監視から逃れることは考えにくい状況になっています。資産運用者は、ファンド資産が分別管理されているため、いかなる損失も会社自体ではなく投資家が被ることになると主張していますが、規制当局は依然懐疑的です。規制当局は、リスク分散は可能かもしれないが、総合的なリスクは重大であり、仮に市場が再び混乱に陥れば、金融システムに影響が及ぶと主張しています。

現在認識されているこうしたリスクへの対処の動きが進行中です。例えば2014年の年初、金融安定理事会（FSB）と証券監督者国際機構（IOSCO）は、システム上重要なノンバンク金融機関（NBNIG-SIFIs）を特定するための「評価手法」について提案を行いました。それらは、オープンエンド型やクローズドエンド型の投資ファンドを含め、規模、複雑性、システム的な相互関連性から見て、資金繰り悪化や無秩序な破綻によって「金融システムの広範囲に重大な混乱」を引き起こす可能性のある機関を指します。

米国では、一般企業に対するクレジットテイクは、シャドー・バンキング業界が中心となっている現状を背景に、金融安定監視委員会（FSOC）が同様の提案に取り組んでいます。FSOCは現在、システム的な重要性をより適切に評価・理解するため、資産運用者についての情報を収集しているところです。

さらに、「リビングウィル（生前遺言）」が資産運用業界に導入されることも考えられます。「生前遺言」は金融機関の再生計画として英国で規定され、次いで「再生・破綻処理計画」として欧州で採用されたもので、これによって資産運用者は、大量の中途償還が相次ぐ場合に備えて資本強化を余儀なくされるかもしれません。これは資産運用者自身および運用ファンドのパフォーマンス双方に影響しかねません。

マネー・マーケット・ファンド—絶滅危惧種？

2008 / 2009年の金融危機の後、MMF（マネー・マーケット・ファンド）は、システム上重要であると思われ、その運命はシャドー・バンキング業界全体の運命と密接に関連するようになりました。MMFは、個人と企業の両方にとって短期投資としての役割を果たしていることから、世界金融危機でMMFが破綻したり、価値が大幅に下落したりしたことで、世界経済の大部分が損害を被りました。これは、企業の財務部門が広くMMFを活用している欧州にとっても、リテール投資家が大学進学資金など短期貯蓄や中期的な投資のためにしばしばMMFを活用する米国にとっても、差し迫った問題です。

米国はこの問題に取り組んでいる最中であり、欧州ではIOSCOが、2012年10月に関連のペーパーを発表しました。また2013年9月にはEU議会が規制案を発表しました。議論の中心は、損失リスクに備えて資本の保有をMMFに義務づけるべきか否かという点にあります。しかしMMFの利回りは既に歴史的水準まで低下しており、追加の資本保有によって存続が困難となる可能性もあります。多くの資産運用者が、元本一定型のファンドの破綻に備えて引当金を積む場合には、MMFのようなファンドの将来は依然不透明です。

年金基金のオーナーシップ構造を変える

規制によって、年金基金の一部、特に助言を受けたりリソースを確保したりする機会の少ない小規模な年金スキームの存続可能性が圧迫されています。リスク管理、報告、ガバナンスに関する規制要件を受けて、多くの小規模スキーム（と一部の大規模スキーム）は統合を余儀なくされています。例えばオランダのケースでは、年金基金の数が3年前の約600から現在では約300まで減少しています。しかし同じ期間に資産額は8,500億ユーロから1兆ユーロを超えるまでに拡大しており、資産が減少したために統合を余儀なくされたわけではないことが分かります。同じような統合劇は、オーストラリアの退職年金ファンドの間でも起きています。

オランダでは第1段階として、企業年金の時代遅れのスキームが合理化され、次いで最近、異なる複数の企業の年金プランが統合されました。これらの企業年金の多くはサービスプロバイダーが運営する大規模なマスタートラストの一部となっています。いまだ独立を維持し、資産額が30億ユーロを下回るオランダの企業年金の多くは、独立型の機関としての将来を検討しています。

これまでの統合と、将来も続くと思われる統合の結果として、プロバイダー市場も変化しつつあります。受託サービスのプロバイダーの数は現在30社まで減少しており、競争の内容はもはや、新たな顧客の獲得ではなく、いかに小規模な企業年金を引きつけて、大規模スキームと手を組ませるかに移っています。オランダの年金市場でシェアを拡大しようとしているプロバイダーにとっては、規模が重要になると見られます。

ファンド商品

規制によって、組成・販売できるファンドの種類が変化しており、新たな商品タイプや戦略に好機が生まれています。

規制当局は出発点として、投資家のニーズと利用可能な商品とが一致する状態となることを望んでいます。多くの国の規制当局はリサーチを行い、商品の目的や、それを理解する投資家の能力を把握しようとしています。同時に、商品に対する投資家の期待も変わりつつあります。こうした変化によって、規制当局と投資家、両方との対話を深める必要が生じることになるでしょう。例えば、特定の国・地域の規制当局と投資家にとって、よりシンプルな商品が好ましいのであれば、運用会社は、極めて高い透明性とシンプルな報告を特徴とする様々なウルトラブレインバニラ（ごく基本的な）ファンドの開発や組成を望むかもしれません。バニラファンドは低い手数料収入しか得られない可能性があります。それが市場の向かう方向であれば、洞察力のある資産運用者はそれに追随すると考

えられます。

こうした種類の商品は、年金受給者が自らの貯蓄の投資方法について、以前より遥かに強い権利を持つようになった英国でニーズが高まるものと見られます。2014年4月の英国予算案では確定拠出型年金についての考え方を一大転換し、貯蓄者の年金原資にこれまでより遥かに高い柔軟性を持たせる法律を制定しました。これまでの制度では、退職者は終身年金の購入を義務づけられていましたが、この規定が廃止されました。これにより英国のシステムは、貯蓄者自身が適切と思う方法で退職資産を運用できるオーストラリアのシステムに近づくことになります。興味深いことに、オーストラリアでは自己運用型の退職年金が、最も急速に成長しているセクターなのです。そこでは、主にトラスティ（年金信託の受託者）などに対してより大きな管理権限を与えており、業界や規制当局からも大いに注目を集めています。この影響は非常に大きく、資産運用業界にとっては大きなチャンスとなっています。

オランダの年金スキーム



資産が減少したために統合を余儀なくされたわけではありません。

欧州では今後、「欧州長期投資ファンド (ELTIF)」が基本的な方向性を定めることになるでしょう。



貯蓄者は、リスクとリターンの見込みが分かりやすい長期的な商品に投資し、フィナンシャルアドバイザーや投資プラットフォームの提供者によるシンプルな説明を頼るようになるでしょう。規制に関する検討課題の中で重視され始めている商品のテーマは、持続可能で長期的な投資です。こういった投資は（当局が望んでいることですが）システミックな安定性を高め、投資家にとっては確実性を高め、取引に係るリスクを減らします。欧州では今後、「欧州長期投資ファンド (ELTIF)」が基本的な方向性を定めることになるでしょう。ELTIFについての最初の草案は、投資家や資産運用者の興味を引きませんでした。なぜなら個人投資家と機関投資家が同一のファンドに投資することが想定されていたからです。個人投資家による解約に対応するため一定の流動性確保が必要となり、機会損失というコスト増加を懸念した多くの機関投資家は興味を失いました。しかし、2つの投資家クラス向けにそれぞれ専用のファンドを設定するという最新の提案によって、流動性の問題はおそらく解決されました。またこれまで存在していた不適正販売のリスク、つまり資産を長年動かせないことを個人投資家が完全には理解しないリスクも低下しました。その他の長期投資も推奨されています。EU当局は、社会的価

値のある長期投資を目的とする「欧州社会的起業ファンド (EuSEF)」と「欧州ベンチャーキャピタルファンド (EuVECA)」の運用者向けのマーケティングパスポート制度を導入しました。

規制によって資産フローの流れが変化

規制案は資本の流れを変えることを目的としているわけではありませんが、運用業界に影響を及ぼす一部の新ルールの（意図せざる）結果として、しばしば流れが変化することがあります。

UCITS第5指令と、預託機関に関する厳しい法的責任制度の規定を見てみましょう。オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) の規制下で事業を行う運用会社は、契約によって法的責任を逃れることができますが、この規定はUCITS第5指令には存在しません。これは、どの新興市場やフロンティア市場の資産運用者とも連携を望まない預託銀行が出てくることを意味します。結果として、運用会社はバニラ戦略に傾倒しすぎて判断を誤り、業界のイノベーションのスピードが鈍化しかねません。その徴候は今のところほとんどありませんが、規模の大きい新興市場やフロンティア市場が「崩壊」した場合、問題を引き起こすかもしれません。

また、短期ではなく長期の利益に力点を置いた職域年金向けの企業年金 (IORP) 指令の改

訂版を受けて、「より安全な」資産とバニラ戦略へのニーズが高まるかもしれません。ある投資が指令の定める通り「慎重」であるかどうかを判断するにあたり、規制当局はファンドに対し、主にボラティリティの低い資産に投資するよう強く求める可能性があります。この場合、株式戦略は魅力を失うことになるでしょう。しかし同指令は非上場企業への投資も推奨していることから、ベンチャーキャピタルやPE、あるいは中小企業への融資が活性化されるかもしれません。

欧米では、年金への資金フローが鈍化すると信じるに足る理由があります。米国では、「21世紀における発展に向けた前進法」（通常MAP21と呼ばれています）によって、年金制度が負債を算定するのに使用する割引率に変更されました。同法は2年以上もかけて検討が行われてきましたが、最近ついに発効しました。また年金給付保証公社 (PBGC) に支払われる年金保険料率は、変動部分と固定部分の両方について引き上げられ、変動保険料率については上限が設けられました。これによって事実上、スキームの負債は減少し、今後必要となる拠出金も減少することを意味します。

一方オランダの国内法では、所得が10万ユーロを上回る個人については、2階建て部分の年金に対しては優遇税制が適用されないこととな

独立系アドバイザーは、第三者からの報酬を受け取ってはならない

MiFID1	MiFID2 第24条	レベル2 (実施細則) で対応予定
<p>→企業は現在、機関・個人投資家に提供する運用サービスや付随サービスに関連して、金銭の支払い・授受、その他の非金銭的便益の提供・授受が禁止されている。</p> <p>→以下の場合に、第三者からの報酬が例外として認められる。(i) 顧客に対し、報酬に関する明確な情報開示が事前に行われている (ii) 報酬が、当該企業の基礎的な顧客に対するサービスの質を高める目的で設計されている (iii) 支払いや便益が、顧客の最善の利益のために行動するという企業の義務の遵守を妨げない</p>	<p>→第1のケース：運用会社は、投資助言が独立ベースで提供されていることを顧客に周知する(第24条5項)。第三者からの報酬はすべて禁止される。</p> <p>→第2のケース：運用会社は、ポートフォリオ運用サービスを提供する(第24条6項)。独立ベースで助言を提供している会社は、いかなる第三者からの報酬受領も禁止される。</p> <p>→第3のケース：運用サービスが、別のサービスや商品と共にパッケージの一部として提供されている(第24条7項)。</p> <p>→異なるサービスを別個に購入できるか否かの情報を顧客に開示する。企業は、各サービスの個別のコスト・手数料の根拠を別々に提供するものとする。</p>	<p>→開示要件を修正して、詳細な取引前情報開示を求め、要約形式での報酬内容開示の可能性を排除し、取引後報告義務を導入する。</p> <p>→顧客への情報開示統一のため、開示すべき技術的詳細を明確化し、テンプレートを定義する。</p>

出所：KPMGルクセンブルグ、2013年

りました。英国もまた、やはり国内規定で生涯の年金原資総額の上限を引き下げ、オランダと類似した措置を取りました。これによって、年金基金へのフローや、年金サービスを提供する資産運用者には、小さいながらも重要な影響が及ぶことになるでしょう。

一方、日本では公的年金資金を通じた株式への資金フローの拡大が図られています。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、よりリスクの高い商品への投資を行うことが認められました。新たにアクティブファンドの運用会社が選定され、ワーキンググループが運用戦略、ベンチマーキング、パフォーマンスと基本ポートフォリオについて再検討の作業にあたっています。GPIFは日本国債へのエクスポージャーを減らし、外国株式への投資を増やし始めています。2012年12月時点のポートフォリオ配分は、日本債券60%、国際株式13%でしたが、2013年12月までに、それぞれ55%と15%となりました。

販売構造

ファンドの販売方法については、機関投資家向けとリテール向けの両方で、これまでになく変化が起きています。機関投資家向けは主にシステミックリスクの緩和を目指し、リテール向けは投資家利益の保護を目的とする方向に変化しています。

リテール販売構造

リテール向けに関しては、独立系アドバイザーに対する報酬支払(キックバック)を禁ずる金融商品市場指令(MiFID2)が本当の変革をもたらすきっかけとなっています。この規則は、仲介業者が適切な商品に関する助言を投資家に与える際に生じる利益相反を排除することを目的としています。ファンド販売業者は、仲介業者に対して報酬を提供することが認められていましたが、今後は禁止されます(上の図表を参照)。

報酬の禁止は、昨年、英国が金融商品販売改革(RDR)のもと単独で導入し、来年にはオランダでも導入される予定です。オーストラリアや南アフリカでも同様の規定が導入されているか、あるいはいずれ導入される見込みです。その結果として、一部の国・地域の個人投資家は、投資アドバイスに対して報酬を支払う必要が生じるでしょう。これにより、資産運用者にとっては以下のようないくつかの問題が浮上します。

- 独立系アドバイザーが投資家から直接手数料を受領できる余地を作るため、資産運用会社が管理手数料を引き下げる必要はあるか？
- パッシブ運用の人气が高まった場合、どのように販売すればよいか、また投資アドバイスは必要か？

規制案は資本の流れを変えることを目的としているわけではありませんが、一部の新しいルール(意図せざる)結果として流れがしばしば変化し、運用業界に影響が及びます。



IOSCO：リテール向け ストラクチャード商品

この最終レポートは、規制の選択肢について概略した「ツールキット」を定めている。IOSCO加盟国がリテール向けストラクチャード商品を規制する際に有用であろう。

→リテール向けストラクチャード商品に対する全般的な規制上のアプローチの可能性

→商品の設計・発行に関する規制の可能性

→商品の情報開示・マーケティングに関する規制の可能性

→商品の販売に関する規制の可能性

→販売後（投資家による投資後の）実務に関する規制の可能性

出所：IOSCO：「リテール向けストラクチャード商品規制に関する最終レポート（2013年12月）」KPMGルクセンブルグ、2013年

証券監督者国際機構（IOSCO）の指針による別の規制は、欧州大陸の大部分で普及しているリテール向けストラクチャード商品の組成・販売方法に影響を与えると見られます（左下の枠内を参照）。

2014年4月に最終決定されたリテールや保険ベースのパッケージ型投資商品（PRIIPs）イニシアチブでは、UCITS以外のファンドに対して標準的な販売前書面を交付するよう求めています。多くの企業は1年以上前からPRIIPsへの準備を整えています。コンサルテーション段階の終了は、作業を本格的に開始できることを意味します。PRIIPsに関して唯一未解決の点は、欧州証券市場監督局（ESMA）の技術的助言の問題です。その他の点については、2016年第1四半期までに導入され、販売プロセスの一翼を担うことになるはずです。

その他、リテールに関する重要な提案は、リスクベースのアプローチを正式なものとするAML（マネーロンダリング防止）指令の改正です。その実現は複雑な作業となる可能性がありますが、販売チャネルのどこにリスクがあるかを企業が把握するにあたって確実に効果が見込めます。2014年3月にEU議会で採決にかけられた法案の一部によると、企業は資産の最終的な所有者を特定するため、公共中央記録簿の創設への協力を求められることになります。

アジアでは、各地域内でのファンド・パスポート構想に向けた計画が策定されるなか、リテール販売に変化が生じ始めています。以下のような3つのファンド・パスポート制度が別々に検討されており、それぞれ進行状況は異なっています。

1. 香港と中国本土の規制当局は、相互認証に向けた作業を行っています。これによって、どちらかの地域で運用されているファンドを、もう一方の地域内で販売できるようになります。対象となるファンドは、当初はプレーンバニラファンドですが、今後の方向性としては、いずれ範囲が拡大される可能性が示唆されています。香港の資産運用者にとっては、相互認証制度の対象となるためには、必ず証券先物委員会（SFC）による認可を受けること、そして香港を本拠地とすることが重要となります。中国を本拠地とするファンドの場合、認可は証券監督管理委員会（CSRC）から取得しなければなりません。香港と中国本土の規制当局は2013年12月、いくつかの詳細について作業が残っているものの、このプロジェクトは終了が近いと発表しました。この制度による最大の影響は、香港のリテール販売で圧倒的シェアを誇るUCITSから、国内型ファンドにトレンドが移る可能性があるということです。

2. 2013年9月、オーストラリア、韓国、シンガポール、ニュージーランドの財務相が、アジア地域ファンド・パスポート案に署名しました。いわゆる「APECパスポート」は、当初2009年にオーストラリアが提案したものです。より多くの国が加わる可能性があり、最近ではフィリピンとタイが加盟しました。2014年4月にAPECはコンサルテーション・ペーパーを発表しました。この制度は2014年末から2015年年初にかけて最終決定されると見込まれています。運用上・規制上の要件案は、運用会社の経験、資本充足度、最低運用資産（AUM）、年次監査およびコンプライアンス監査要件、カストディ契約および投資制限、販売およびマーケティング、規制上の報告・監視の分野を網羅すると考えられます。導入は2016年に予定されています。

3. 実現が目前に迫っているのは、いわゆるASEANパスポートです。東南アジア諸国は、2015年までにASEAN経済共同体を創設する努力の一環として、数年間をかけて国境を越えた集団投資スキーム（CIS）について議論してきました。2013年10月、シンガポール、マレーシア、タイの証券市場規制当局は、バンコクで開催されたASEAN資本市場フォーラムの会合で、集団投資スキームを国境を越えて提供する際の条件について合意しました。運用会社が適格とされるためには、業務実績は5年以上、AUMは5億ドル以上でなければなりません。導入目標時期は2013年末に予定されていましたが、現在は2014年上半年とされています。

以上3つの構想は、運用会社にとって、地域の複数の市場で商品を販売し、規模の利益を生み出すチャンスをもたらします。しかし最低要件として、国内を本拠地とすること、またおそらくは国内での運用を求められるため、どちらもコストを伴います。これらの条件によって、新たな体制からUCITS商品は締め出されることになるでしょう。

この3つのスキームを受けて、資産運用会社は周到な準備を必要としており、多くの企業は、要件の遵守状況を確認する作業を急いでいます。

機関投資家向け販売の構造

機関投資家向けの販売分野に最も大きな影響を与える変化の1つとして、私募制度の廃止の可能性がります。

オルタナティブ投資ファンド運用者指令（AIFMD）では、監督規制に適切に従う運用会社に対し、欧州全域のパスポートを付与することになっています。一部の欧州諸国では私募制度が今後も存続する見込みですが、安定

した販売チャネルとしては影が薄くなり始める可能性もあります。このまま行けば、私募制度は2018年7月頃に廃止されると予想されます。2015年7月からは、非EU籍オルタナティブ投資ファンド(AIF)を販売するEU籍のAIFM(オルタナティブ投資ファンド運用者)、およびEU籍または非EU籍AIFをEU域内で販売する非EU籍のAIFMに対して市場パスポートが付与される見込みです。しかしこれは、ESMAから前向きな助言や意見が得られるか、またEC(欧州委員会)での関連法案の採択にかかっています。

AIFMDは2013年7月から発効し、すでに一部の運用会社は自社のファンド向けにマーケティングパスポートを申請・取得しています。これまでのところ、パスポートの取得には時間が必要で、関連文書やプロセスが標準化されていないことから、作業の遅れが拡大している徴候があります。しかし、数多くの資産運用会社がオルタナティブファンド等のパスポートをすでに取得したことから証明されるように、これは乗り越えられない課題では決してありません。

短期的には私募制度を活用し続けると示唆している運用会社もあります。私募制度はすでに十分試されて結果が出ており、他の方法に比べて迅速な販売が可能で、より確実であるからです。しかし、AIFMライセンスの資格要件を満たし、複数の国の投資家を同時にターゲットとするファンドにとっては、ライセンスを取得するのが合理的な行動であると考えられます。

AIFMDがより多くの国で国内法制化されれば、欧州全体でより多くのデータが利用できるようになります。これにより、要件の強制力は増していくでしょう。従って当初は緩い指令のように見えても、時間の経過とともに要件はより厳しく、厳格に適用されるようになるかもしれません。これは悪いことではありません。投資家にとって、厳しい規制監督は好ましいことです。今後は、あらゆる保護手段を提供し、十分な規制を受けたオルタナティブ資産運用者であれば、投資を厭わない投資家が増えていくでしょう。

まとめ — マーケティング制度と導入スケジュール

EU AIFM + EU AIF	2013年～	マーケティングパスポート 国内での私募は許可されない
EU AIFM + 非EU AIF	2013 ～ 2015年	国内の私募制度のみ
	2015年～ *	マーケティングパスポートが利用可能に
	2015 ～ 2018年	国内の私募制度とマーケティングパスポートが併存
	2018年～ **	私募制度は終了 販売はパスポート制度の下でのみ可能
非EU AIFM + EU AIF または 非EU AIF	2013 ～ 2015年	国内の私募制度のみ
	2015年～ *	マーケティングパスポートが利用可能に
	2015 ～ 2018年	国内の私募制度とマーケティングパスポートが併存
	2018年～ **	私募制度は終了 販売はパスポート制度の下でのみ可能

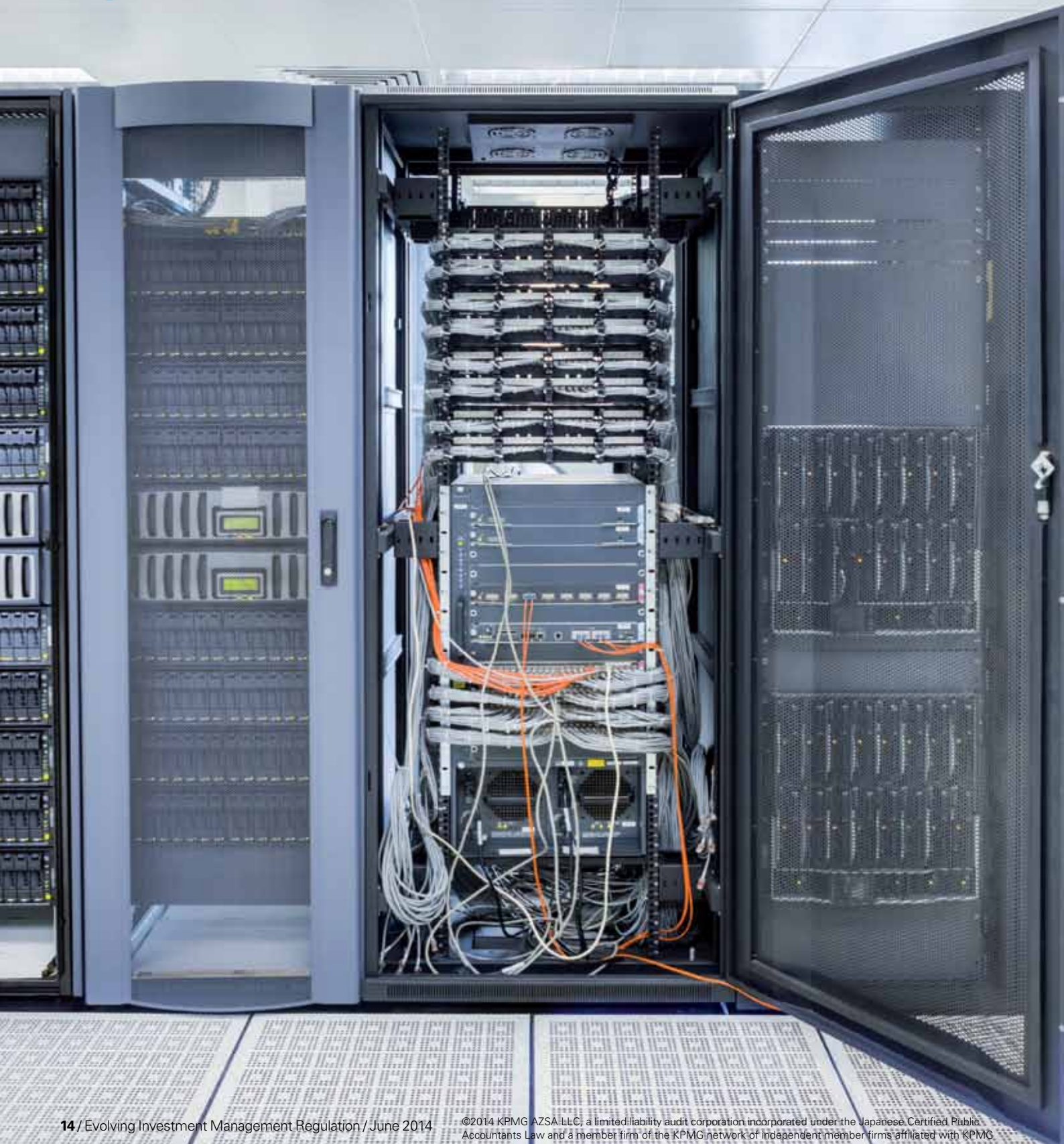
* ESMAは、マーケティングパスポート導入に向けた評価について、EU議会、EU理事会、EU委員会に対し、助言および意見を提示する予定。

** EU委員会による委任法令に関するESMAの事前分析および採択が必要。

出所：KPMGルクセンブルグ、2013年

機関投資家向けの販売分野に最も大きな影響を与える変化の一つとして、私募制度の廃止の可能性があります。

02



データおよび報告

規制当局も政治家も、金融システムと投資家を保護したいと考えるなら、過去にアクセスしていたデータ量よりも遥かに多い量のデータが必要であることを認識しています。要請している莫大なデータの具体的な処理方法はまだ明らかになっていませんが、規制当局や政治家は、運用業界による完璧なコンプライアンスを期待しています。

結 果として資産運用者は、これまでにないほどの量のデータを収集し、報告せねばなりません。これは大規模な戦略的計画の策定と、トップダウンでのコスト構造の見直しを意味します。「資産運用の時代」のコスト構造は、これまでとは大きく異なるものとなりそうです。

注目を浴びるシャドー・バンキング

シャドー・バンキング業界全体（主に資産運用会社）が、その透明性と、証券取引の報告内容を改善するよう求められています。例えばEC（欧州委員会）は、2014年1月に発表したEU銀行業界の構造改革案と並行して、有価証券の貸付や買い戻し条件付き取引契約（レポ取引）に主に焦点を置いて、シャドー・バンキングの取引の透明性を強化し、金融の安定性を改善する方策についても提案しました。目的は、UCITS、AIF、年金基金、銀行、保険会社などEUのあらゆる事業体に、すべての取引に関して中央取引管理機関に対する報告を確実に行わせることにあります。報告は、欧州市場基盤規制（EMIR）下ですでに存在するデリバティブ報告の枠組みに基づくものとなるでしょう。

AIFMDが詳細な要件を設定

資産運用者に追加的なデータ・報告要件を課すいくつかの方策がすでに実施されています。例えばAIFMDでは、以下のような詳細な報告要件を定めています。

- 主要な取引市場および投資対象証券
- 各AIFが保有する主要資産クラス（エクスポージャーと集中度合いを含む）
- 流動性アレンジメントの対象となる資産の割合、新たに締結した流動性アレンジメントおよび流動性ストレステストの結果
- AIFのリスク特性、採用しているリスク管理システム、ストレステストの結果
- 相当な規模でレバレッジを利用しているAIFについては、AIFごとのレバレッジ水準に関する報告

FATCAが導入段階へ

外国口座税務コンプライアンス法 (FATCA) も2013年に詳細の多くが明らかとなり、現在、導入段階にあります。2013年から2014年の年初にかけて、欧州では相互協定を締結した国・地域が急増しました。これによって運用会社は自国の規制当局にデータを提出する義務を負い、各国の当局はそれを米国の当局と共有することになります。欧州ではこの作業の大部分が完了し、アジア諸国はこれに直ちに追随する動きを見せています。米国との相互協定に関して実質的に合意に至っているアジア諸国は、香港、オーストラリア、日本、シンガポールです。

FATCAに関するより大きなニュースといえばおそらく、(米国版と異なる) OECD版が現在進行中であるということでしょう。OECD版では、米国版FATCAのみの場合よりクロスボーダーの報告要件の内容が充実すると見られることから、資産運用者にとっては「オンボーディング活動(新規の顧客口座開設プロセスなど)」を合理化する能力が重要になっています。その投資家に関して、実質的な受益者と税務申告義務を特定できるようにすることが、プロセスと技術上の見地から見て重要な作業となります。米国以外の企業の多くは、いまだにFATCAの対象にはならないと考えていますが、そうとは限りません。違反した場合には、30%の課徴金を課される可能性があります。例えば、米国の資産に投資している欧州の年金基金がFATCAの適用対象になることは、必ずしも認知されていません。さらに、仮にある事業体が貸株取引を行い、カウンターパーティーが米国債で担保を

提供した場合、それらの企業もFATCAの傘下に入る可能性があります。

米国の年金基金

一方、米国の年金基金業界では、重要な報告要件が姿を現したばかりです。2つの重要な会計規制の変更—政府会計基準審議会 (GASB) 基準書第67号および第68号—が行われ、2014年の年初から、年金制度における大規模なデータクレンジングと分析作業が必要となっています。

第1に、米国のすべての政府系年金スキームは、定期的に年金債務と年金資産を記録することが求められます。以前はすべてのケースで求められていたわけではありません。例えば、Calstrs (カリフォルニア州教職員退職年金基金) などの公的年金機関に年金資産の運用を委託している大学は、これまで個別に報告を行う必要がありませんでした。しかし公的年金について規制当局が監視を強められるよう、今後は個別に報告を行わなければなりません。これはすなわち、公的年金ファンドから情報を取得したうえ、独自のITインフラと報告プロセスを構築することを意味します。

第2の変更は、公的年金ファンドが投資に関する報告をどのように行うかという点に関連しています。変更の理由は、資産の本当の価値をより正確に反映するフェアバリュー (適正価値) での報告体制を構築するためです。これにより、他のほとんどの企業や金融機関が従っている会計原則との統合が進むことになるでしょう。これは大変な作業ですが、年金基金にとっての朗

報は、企業はすでにこのプロセスを経験しており、それに対処するためのインフラがすでに存在するという点です。年金基金がエクスポージャーを有する資産とリスクを正確に把握し、それに応じてリスク管理を調整できるようになるという点で、これは最終的には好ましい変化と言えるでしょう。

アジアへの影響

米国や欧州に起源を持つ規制の一部がアジアにも影響を及ぼしています。最も注目すべきものとしては、FATCA、ボルカー・ルール、UCITS第5指令などがあります。さらにアジアの規制当局は、場合によってはデータや報告に大きな影響を及ぼす独自のルールを課そうとしています。例えばOTCデリバティブの規制は、米国ではドッド・フランク法、欧州ではEMIRによって変更されますが、アジアでは各国独自の規制があります。日本ではすでに存在するこれらの規制は現在、シンガポールとオーストラリアで法制化の過程にあります。また香港では2014年3月に法案が議会で可決されたことから、2015年から施行される予定です。

日本では、特に年金基金を対象とした報告要件の拡大に強く力点が置かれ、年金基金には監査を強化しよう規制上の圧力がかかっています。その背景にあるのは主に、2012年のAIJ投資顧問による年金消失問題です。この事件によって、日本の年金基金運営に対する国民の信頼が大きく損なわれることになりました。

日本では、特に年金基金を対象とした報告要件の拡大に強く力点が置かれ、年金基金には監査を強化しよう規制上の圧力がかかっています。その背景にあるのは主に、2012年のAIJ投資顧問による年金消失問題です。この事件によって、日本の年金基金運営に対する国民の信頼が大きく損なわれることになりました。



資本を効率的に活用する必要性があることから、新たな戦略的観点に、報告要求の増大による影響を取り入れる必要があります。



データを巡る今後の課題

運用業界にとっての課題は、対内的にも対外的にも意味のある報告を可能とすることにあります。すなわち、投資家や規制当局に報告できる状態にすると同時に、競争上の優位性を発揮するように社内でデータ照合を実施することを意味します。業界関係者は、より先を見越し、予見性を高められるようにデータを使用するにはどうすべきか、と自問するようになっていきます。つまり、リスク情報を作成し、ガバナンスの仕組みを強化するためにデータ照合を行う必要性が高まっているのです。そして業界関係者はこれらのプロセスを様々な国・地域における報告・顧客要件にまで拡大し、柔軟性を高めて、これらの要件の急速かつ頻繁な変化に対応できるようになる必要があります。

しかし別の見方をすれば、これはコスト増加を意味します。資本を効率的に活用する必要性があることから、新たな戦略的視点に、報告要求の増大による影響を取り入れる必要があります。既存の、また潜在的な販売チャネルや地域の分析に基づいた明確な戦略的アプローチが、いま最も求められています。こうした規制の影響に対して、より詳細な戦略的アプローチを採ることで、恐らく、最低要件の遵守かプロセスの完全な統合か、インソーシングかアウトソーシングかといった議論が持ち上がることでしょう。アウトソーシングが望ましい場面では、データから最大の価値を引き出し、これを価値向上につながるその他のデータとリンクさせるため、委託契約よりもパートナーシップ形態の方が望ましいモデルとなりそうです。

03



リスクガバナンス

規制当局は、関連データを保有し、それを効率的に報告できる体制とすることは不可欠であるが、顧客および金融システム全体へのリスクを緩和するためには不十分であることを充分に認識しています。

規制当局は、この点でITの重要性を認識しています。例えばシンガポールでは、重要システムの特定およびシステムエラー報告の実施を求める新たなITリスク関係規制が2014年7月から導入されます。

リスクガバナンスの問題の多くは、テクノロジーやプロセスと比較して、そのスコープや影響がずっと広範囲にわたります。例えば業界の一部では、リスク選好のフレームワークとリスク機能との間にギャップが存在します。既存の規制や規制案の規定の多くは、リスクガバナンスの欠陥の可能性に対処することを目的としています。

特に年金業界では、規制当局が現在、これまでにないほどリスクガバナンスを重要視しています。高度に発展し進歩的な年金制度を有する英国、オランダ、オーストラリアなどの国では大規模な変革が進行中であり、それらはいずれ他の国や地域に幅広く取り入れられる可能性もあります。

例えばオーストラリア政府は、いわゆる「Stronger Super（退職年金基金の強化）」改革を導入し、2013年7月に実施しました。これはオーストラリアの退職年金業界史上、最大のリスクガバナンス改革です。改革は3つの幅広い領域、すなわち、ガバナンス、健全性基準、スーパーストリーム（退職年金データおよび年金支払の正確性・信頼性確保を目的とする基準）を網羅しており、バックオフィスの強化を目指して考案された包括的改革パッケージとなっています。健全性基準には、リスク管理、投資ガバナンス、ガバナンス、利益相反、オペレーショナルリスク準備金の要件が含まれます。リスク管理基準には、退職年金ファンドに対し、リスク管理の枠組みと戦略、そしてリスク選好ステートメントを備えるよう求める要件が含まれます。リスク選好ステートメントは年金スキームにとっては新しい概念であり、世界の将来的な年金規制の青写真となるかもしれません。これは主として、重大なリスクを特定・評価できる専任のリスク管理部門を置く必要があることを示しています。これらの改革についての情報と分析の詳細は、第6章「アジア太平洋の展望」をご覧ください。

オランダの年金規制改革は、主に外部委託

と年金基金理事会のリスクに関連するものです。オランダの年金基金のほとんどは、以前から業務をフィデュシャリーマネジャー（FM）に外部委託してきました。規制当局は現在、FMとの関係を正式に評価する作業を定期的に行うことを求めようとしています。この評価は、外部委託企業の質と、FMが活用しているプロセスの質を分析するものです。手数料構造も対象になります。規制当局は、FMに委託した業務内容を年金基金が完全に認識しているか、またこれらの活動が、基金自身とその受益者の目的に合致しているかを確認しようと努めています。オーストラリアの改革と同様、オランダの規制当局は、他の年金基金を金融機関と同一視し、同様の義務と責任を課そうとしていることは明らかです。

年金基金理事会に関するオランダの規制としては、年金基金の理事会には退職者の代表を含めること、また社内監視機能を整備し、独立組織がその審査を行うという要件が含まれます。これはガバナンスの大幅な変更を必要とし、最近では業界全体で、年金基金理事会のメンバーになるための見識を持つ候補者探しが行われています。

一方、英国では年金規制当局が年金基金に対し、主に短期の貸し手ではなく、長期の投資家となることで、投資リスクを減らすよう奨励しています。基金の加入者の利益を保護しつつ、英国年金保護基金（PPF）への依存リスクを減らすという当局の目的を踏まえれば、受託者にプロフェッショナルとしての資金供給者たる行動を求めることに重点が置かれても、驚くにはあたりません。実務規範の見直しは、実現可能な長期運用計画を設定するため、年金受託者と母体企業が協力し合うことの重要性を強調しています。また受託者に対しては、ファンディング、投資、母体企業の管理運営能力といった、スキームの主なリスクの管理に関して、総合的なアプローチを取るよう奨励しています。

欧州地域の年金

7,500万

欧州諸国の年金加入者数

12万5,000

2011年時点の職域年金基金数

2兆5,000億ユーロ

資産規模

欧州全体で、年金スキームのリスクガバナンスが問題となりつつあります。EU全体で、約12万5,000の職域年金基金が活動し、欧州の約7,500万人の加入者の代理として2兆5,000億ユーロ相当の資産を保有しています。2014年の年初に提案された企業年金指令の見直し案(IORP2)は、職域年金基金とその監督に関する基本的な要件を制定しています。それには、加入者や受益者の最善の利益のため、慎重に資産運用することを職域年金基金に求める規定が含まれます。新提案はこれらの基金のガバナンスと透明性を改善し、長期投資を促すことを目的としています。新たなガバナンス要件は、リスク管理、内部監査、アクチュアリー機能など重要な機能を対象とするもので、報酬の方針に関する規定も新たに設けられました。またリスク管理システムの自己評価、預託機関を使用する要件、そしてチェーン・アウトソーシング（外部委託先およびそれに続く全ての再委託先）とストレステストに関する監督当局の権限強化も導入されます。

近年、多くの運用会社がバックオフィス機能を外部委託していますが、この動きもまたリスクガバナンスの観点から監視強化の対象となっています。英国では、業界団体の外部委託ワーキンググループ(OWG)が資産運用者向けに、外部委託契約の監視強化と同契約の柔軟性の改善を目的に、実務的指針を発表しました。この

指針は、以下の3つの分野を網羅しています。

- **監視。**外部委託契約の範囲、特質、場所、契約条件を完全に理解し、サービスプロバイダーとの関係を効率的に管理・監督する。資産運用者は、外部委託契約に関してリスクベースの評価も行わなければならない。
- **エグジット計画策定。**これは、外部委託先であるサービスプロバイダーを変更する場合のプロセスを含み、資産運用者のガバナンスフレームワークによって監視される包括的なエグジット計画でなければならない。計画の定期的な見直しも必要である。
- **標準化。**外部委託先であるプロバイダーによる用語・文書、データインターフェース、テストプロセスの標準化は、サービスプロバイダー変更に有効である。

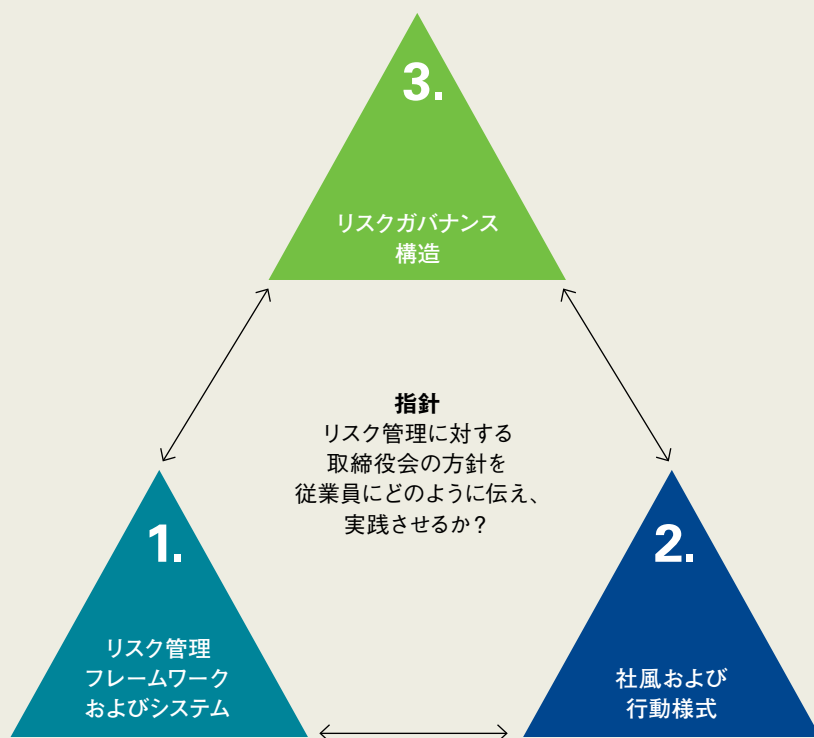
効果的なリスクガバナンス

規制が急速に複雑化するにつれて、リスク管理部門と、事業・投資に関する戦略的意思決定を行う部門との乖離が広がる恐れがあります。効果的なリスクガバナンスの本質は、組織内の点と点を結んで、データ・分析担当の部門が効率的に経営陣への報告を行えるようにすることにあります。そして経営陣は、リスクやコンプライアンス担当の執行役員に、分析結果の意味合いを完全に理解しているかについて、十分に質問する準備がなければなりません。

効果的なリスクガバナンスの本質は、組織内の点と点を結んで、データ・分析担当の部門が効率的に経営陣への報告を行えるようにすることにあります。

ガバナンス構造とリスク管理フレームワーク

基本理念／リーディングプラクティスの連携—指針



規制リスクとコンプライアンスリスクの内容は今後も変化し続けるでしょう。法規制リスクよりも、オペレーショナルリスクや投資リスクに注意が向かいがちです。しかし法規制が大幅に強化される場合、システムやプロセスに重複やずれが生じる恐れがあります。

リスクガバナンスに関する質の高い意思決定によって、将来を見据えた戦略の策定と将来的なリスクの正確な予測が容易に行えるようになります。リスクとは、どのようなものでしょうか。リスクを挙げていったら、そのリストには終わりが見えない可能性もありますが、確実に含まれるのは、利益相反の管理です。これには、事業構造、リターン、報酬といった要素が含まれます。規制当局は利益相反への対応を始めていますが、顧客の資金を管理しながらも、顧客向けの受託者としての活動以外の目的を有する企業は、その戦略を再検討すべきでしょう。利益相反について定めた規制は包括的な内容とは言いがたいものの、利益相反が表面化すれば、規制当局が継続的に、場合によっては選別的に対応するとの前提で考えておくのが妥当でしょう。

規制およびコンプライアンスリスクの内容は今後も変化し続けるでしょう。法規制リスクよりも、オペレーショナルリスクや投資リスクに注意が向かいがちです。しかし法規制が大幅に強化される場合、システムやプロセスに重複やずれが生じる恐れがあります。これらの重複やずれが、異なる国・地域や規制の間でうまく調整されない場合、深刻な問題が生じる可能性が出てきます。米証券取引委員会（SEC）を初めとする規制当局は、ごく慎重なアプローチから離れ、規制が明示または暗示する行為基準を満たさない金融機関等に対して重い罰則を課す姿勢を強めています。こうしたリスクに対応するためにシステムやプロセスをアップグレードすることは資源集約的な作業となりますが、レピュテーションリスクを回避し、重い罰金を科せられる可能性を最小限にするためには望ましい対応です。

04



事業行為（コンダクト）、文化、報酬

規制当局は、運用会社内部の重要なプロセスに影響を及ぼすべく努力すると同時に、事業行為（コンダクト）・文化の改善や標準化も推し進めようとしています。運用業界のあらゆる部分におけるあらゆる活動を規制でカバーすることは不可能と規制当局も認識しています。そのため、規制は（ある程度においては）運用業界のプラクティスや慣習を変えることが目的となっています。

多くの人にとって、責任と倫理の向上を推進することは野心的な目標のように思えるかもしれませんが。しかしながらこれらは規制に関する検討課題の上位に位置しています。

事業行為（コンダクト）および文化

資産運用会社は、商品の開発方法や、運用パフォーマンスに対してより大きな責任を負うよう奨励されています。当局の希望は、「看板に書かれたこと」が正しく実行される商品の開発です。急速な高齢化、年金・貯蓄ギャップの拡大、そして金融のセーフティネット整備に関する公的リソースの限界を背景に、適切な商品の開発が規制に関する検討課題の上位に浮上しています。

資産運用会社は事実上、このずれを埋めるべく一歩を踏み出し、自らの価値を証明し、当局と投資家の両方の信頼を勝ち取ることを求めています。規制当局が事業行為（コンダクト）と社風を重要課題と見なしている証拠の一例としては、米国の証券取引委員会（SEC）による金融機関および個人投資家双方に対する検査の実施と行政が挙げられます。英国と欧州では、倫理行動の焦点が、贈答や接待提供などを中心とする狭義から、より広義な解釈へと移行しつつあります。ファンド組成、販売、シードマネーの調達方法、マネジメントはすべて、詳細に調査されます。運用会社はこれに対応することが求められますが、非倫理的な行動を発見し修正するのは、組織にとって決して簡単なことではありません。なぜなら、業務慣行や社風は数十年、数世代といった時間をかけて育まれることが多いからです。

欧州では、投資家の懸念への対応方法が当面の課題となりつつあります。欧州銀行監督機構（EBA）と欧州証券市場監督局（ESMA）は、共同委員会によるコンサルテーション・ペーパー

で、証券・銀行業界の苦情処理ガイドライン案を作成しました。これは、UCITS運用会社、運用サービスを提供するAIFM、決済機関、銀行に対し適用される予定です。

一部の資産運用者は、社内の文化を徹底的に変革することで、規制の要求を満たし、規制を先取りする必要があると認識していますが、最低限のコンプライアンスのみ満たすだけで終わる資産運用者もありそうです。組織の文化を変革するのは、資源集約的な作業になるかもしれませんが、長期的に得られる競争上の優位は大きいでしょう。

徹底的な改革を行う方針の資産運用会社にとっての鍵は、事業のあらゆる側面を評価し、ガバナンス構造が正当なものであるか、また規制当局やメディアから注目された場合にどのように見えるかを問うことにあります。ある行為を禁止する明確な規制がなくても、「一般の人々」にとってすぐには受け入れ難いものであれば、現在または将来の事業行為ルールに抵触する可能性があります。

報酬

報酬は、規制当局のレーダーにしっかりと捕捉されています。報酬規制のアプローチは、透明性の強化、制限の設置、利益調整の奨励を組み合わせたものとなっています。

透明性に関しては、株主の権利を向上させる欧州の提案によって、機関投資家から資産運用会社への支払いがどのように行われているかが明らかとなるでしょう。2014年の年初にEC（欧州委員会）が発表した「株主の権利指令」の改正提案は、機関投資家に対して資産運用者への支払いに関する情報を公開するよう求めています。年金基金や寄付基金なども、資産運用者のパフォーマンスの評価方法を説明するよう求められるでしょう。



リテール向けに関しては、多くの資産運用者が適正なプライシング、コストパフォーマンス、リスク評価に関して熱心に取り組んでいます。資産運用者が今後もパフォーマンスのみに基づいて報酬を受け取るのであれば、その行動は変わりそうにありません。

UCITS第5指令では運用担当者に対する賞与制限も設けられました。賞与の最低50%は運用するUCITSの受益証券で支払われ、40% (報酬額が極めて高い場合は最大60%) は少なくとも3年間支払いが繰り延べられます。

オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) の賞与に関する規定は、UCITS第5指令とおおむね一致しています。AIFMDにおける賞与に関する方針は、運用するオルタナティブ投資ファンド (AIF) のリスク特性やファンド規定と合致しないリスクテイクを阻止するものです。さらにパフォーマンス評価は、運用するAIFのライフサイクルに適合した複数年の枠組みで行う必要があります。パフォーマンス賞与は、運用するAIFの償還規定や投資リスクを考慮し、一定期間に分散して支払う必要があります。AIFMDの下では、賞与の固定部分と変動部分のバランスを適切に保ち、変動部分の少なくとも50%はAIFの受益証券やユニットで支給しなければなりません。またUCITS第5指令と同様、変動賞与の少なくとも40%の支払いを最低でも3～5年間繰り延べなければなりません。最後に、大手のオルタナティブ投資ファンド運用者 (AIFM) は、報酬委員会を設置することが義務づけられます。

AIFMDにおける特に大きな課題の一つは、繰り延べ対象とすべき変動賞与の割合でしょう。例えば英国の金融行動監視機構 (FCA) は、変動報酬の少なくとも40%は3～5年後のいずれかの時期まで繰り延べ、変動賞与が50万ポンドを超える場合は繰り延べ対象となる報酬の割合を最低60%にするとの要件を規定しました。しかしEU全体では、報酬制限の基準値をもっと低く設定している国・地域がほとんどで

す (多くの場合、わずか10万ユーロに設定されており、これは、繰り延べ対象の変動報酬の割合が60%となるグループに、大多数のマネージャーが入ることを意味します)。

いわゆる現物支給 (ファンド自体の受益証券など) が求められている場合は、特に困難が伴います。例えばクローズドエンド型のファンドは、AIFMDの要件を満たすビークルを構築するにあたり、期限までに相当量の作業が必要となります (例えば現金での支給を運用パフォーマンスに連動させるなど)。

多くの資産運用会社にとっては、税務やその他事業上の影響がほぼ確実に生じることでしょう。報酬の繰り延べがすでに行われたり、実際支払われた場合の返還請求はどのように行うのかといった点に注目したりする必要も出てくるでしょう。すべての変革が間近に迫っているというのに、かくも多くの資産運用者が、AIFMD準拠の報酬政策に踏み出すのをためらうのはなぜなのでしょう？それはおそらく、報酬制限規定は早くても2015年まで発効しないため、この問題は後回しに出来ると考えている運用者が一部にいたためです。しかし多くの国・地域はAIFMD準拠の報酬政策を認可申請と同時に提出するよう求めています。そのため、資産運用会社にとって、節税効果のある報酬構造と報酬繰り延べの影響を適切に見定める時間はほとんど残されていません。

他にも、自社が関わっている国・地域の報酬比例モデルのもと、より厄介な一部の要件の適用を逃れるため、説得力のある主張の展開に注力している資産運用者もいます。しかしこれは多くの場合、リスクの高い行為です。特に自社の主張が後に規制当局によって否定された場

合、その提案が商業的に実現可能であることを効果的に保証する時間はほとんどありません。

リテール向けに関しては、多くの資産運用者が適正なプライシング、コストパフォーマンス、リスク評価に関して熱心に取り組んでいます。資産運用者が今後もパフォーマンスのみに基づいて報酬を受け取るのであれば、その行動は変わりそうにありません。報酬の算定には、顧客からのフィードバックやパフォーマンスの継続性などの基準を加えるべきでしょう。多くの銀行や一部の大手資産運用会社は、すでにこういった基準を報酬政策に取り入れています。

標準的な行為原則

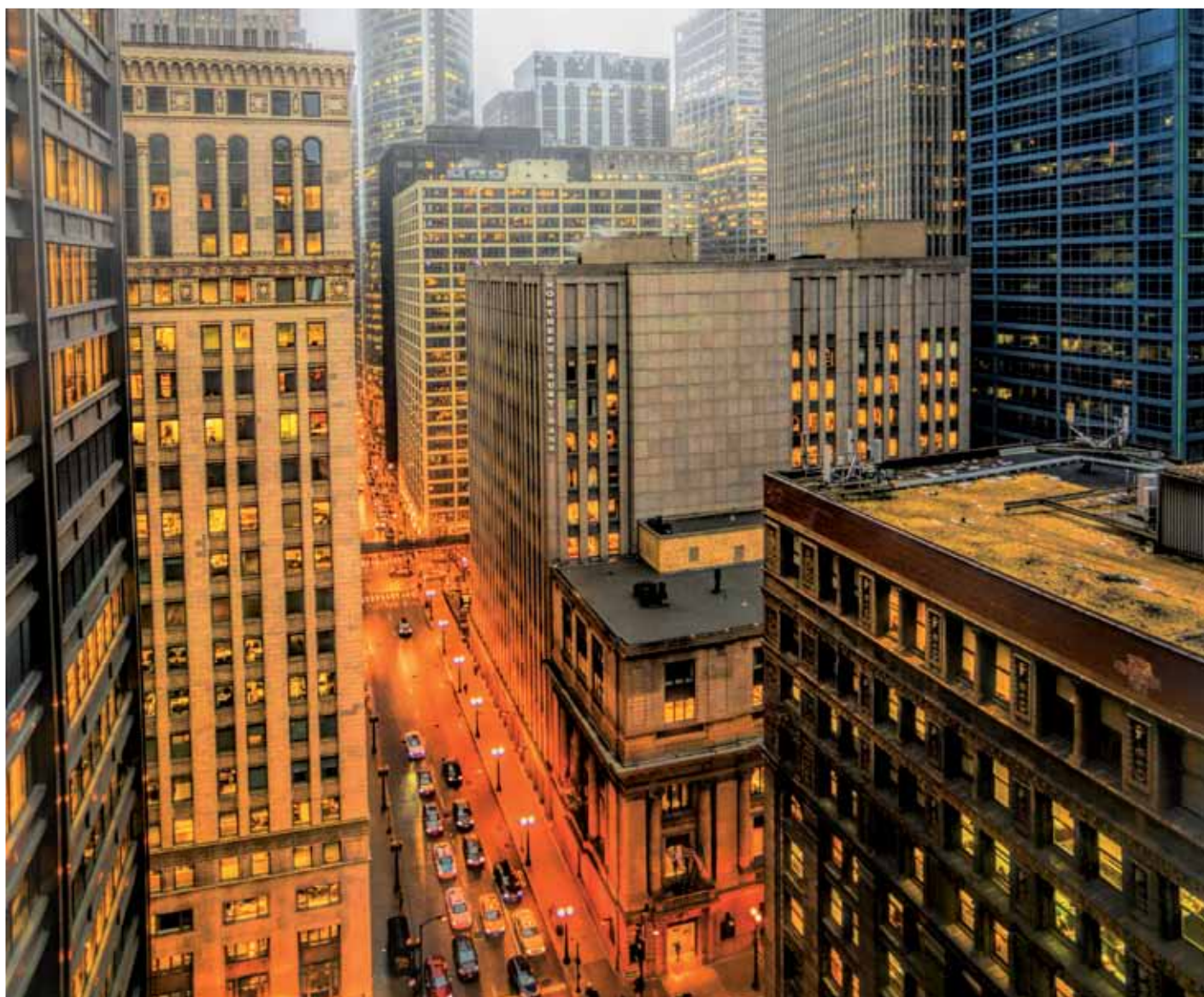
AIFMDは以下のような標準的な行為原則を定めている。



大きな変革が間近に迫っているのに、かくも多くの資産運用者が、AIFMD準拠の報酬政策に踏み出すのをためらうのはなぜなのでしょう？



米州の展望



規制の適正バランスを求めて

金融危機の余波で、米州各国の規制当局は、民間投資がもたらす経済的利益と、市場の「アニマル・スピリッツ」に内在するシステミックリスク回避の必要性とのバランスを取ろうと努めてきました。所得格差の拡大に対する不満が高まり、累進課税の是非も検討されています。FATCAは、その第一歩となるものです。

国内外で規制が強化されていく中、法令遵守にとどまらず、さらに一歩進んで効果的なリスク管理体制を整備する資産運用会社は、効率性の向上、規制当局による検査要件の緩和、競争優位性の獲得といったメリットを享受できます。

米国は、監督強化に向けた動きの最前線に立っています。この取組みにより、金融機関は高収益部門の分離を余儀なくされ、さらにコンプライアンスコストが大幅に増加しています。また、オルタナティブ運用会社も、監督の強化に直面しています。

規制面での米国の新たなスタンスは、米州全体に波及しています。カナダでは、資産運用会社における報酬体系の透明性をこれまで以上に重視してきており、FATCAとAIFMDの遵守は避けて通れないという認識が強まってきています。チリは、企業および民間投資ファンドへの課税引き上げにより、所得の不平等に対処する予定です。一方でブラジルは、投資家をつなぎとめるために、規制環境を簡素化しています。

国内外で規制が強化されていく中、法令遵守にとどまらず、さらに一歩進んで効果的なリスク管理体制を整備する資産運用会社は、効率性の向上、規制当局による検査要件の緩和、競争優位性の獲得といったメリットを享受できます。

カナダ



進化的変化が速いペースで続く

カナダは、内および外の規制当局による監督強化への適応を続けています。ただし、カナダのファンド業界は公募ミューチュアルファンドもヘッジファンドも一掃で厳しく規制されているので、この変化は革命的というよりも進化的なものです。

手数料の透明性の一層の重視

カナダ国内では、カナダ証券管理局 (CSA) が、投資ファンドを「近代化」するための規則を提案しています。その目標は、提供商品を簡素化すること、そして手数料の透明性を高めることで手数料を下げることです。

この規則がアドバイスに対する支払いの情報開示を改善すると期待され、投資家は販売者や投資アドバイザーに支払われた全手数料（年間サービス料 (trailing commissions) や売買手数料 (loads) を含む）の概要を年間の金額ベースで閲覧できるようになる予定です。最新のモーニングスターのレポート (Global Fund Investor Experience, 2013) は、「手数料・費用」の評価項目でカナダを最下位（低廉であることを意味する）にランク付けしました。

また、CSAは、資産運用市場での競争促進に力を注いでいるように見えます。大手銀行がブローカー・ディーラー子会社を介して資産流入額の80～90%を支配しており、年間サービス料が投資家に自社商品を売りつける大きなインセンティブとなってきました。また、CSAは、見通しに基づいた投資が増えることも期待しています。提案の1つとして、販売の際には目論見書の交付と複数の商品の選択肢の提示を義務付けることなどを提案しています。

世界的な規制の変化への適応

カナダ国内で起きている変化は際限なく続くとは言え慎重で控えめなものは対照的に、米国とEUで起きている抜本的な転換には、カナダの運用会社と投資助言会社も注目せざるを得なくなっています。一見すると、AIFMDやSEC/CFTC登録のような地域的なイニチアチブは、その法域外の資産運用会社にはほとんど影響がないかのように見えます。けれども、このような規制は、国境にとらわれず広範囲におよび、カナダの運用会社の多くにも影響を及ぼします。さらに、FATCAのような地域的なイニチアチブは、母国の直接の支配が及ばないところで、市場参加者を捕捉することを目的として策定されています。

運用会社がどの法域で事業を展開しているにかかわらず、業界は規制がじわじわと忍び寄ってくるのを感じています。運用会社にとって、刻々と変化するグローバル規制環境の最新情報を把握することは困難な課題であり続けます。多くの運用会社は進行中の一部の変化には同意するかもしれませんが（変化は避けられないものであり、コンプライアンスは必須であることに同意する運用会社がほとんどでしょう）、誰もがコンプライアンスコストの影響に悩まされつつあります。

米国



規制の全体像が明らかになりつつある

金融危機を受けて、米国は金融規制システムの抜本的見直しに乗り出しました。2010年に成立したドッド・ فرانクリン法が、その中心的要素となっています。同法は、新たな監督を課し、規制当局に他のシステミックリスクを調査し、対処する権限を与えました。それから4年間で、200以上の規制が提案または最終決定されました — その要件の半分以上は、2010年当初のスケジュールに従って計画されたものです。

資産運用会社にとって、ドッド・フランクリン法を取り巻く懸念の多くは、バックミラーにはっきりと映っています。現在そして今後数年間に起きることは、次のような二次的影響をめぐるものとなるでしょう—新たな規則やこれまでよりも積極的な規制当局にどのように対応するのか、事業戦略をどのように調整するのか、単なる遵守にとどまらずに、価値をもたらす効率的なリスク管理体制をどのように整備するか。

利幅の縮小、コンプライアンスコストの増大

規制強化の影響は、コンプライアンスコストの大幅な増加、金融機関の高収益部門の分離に現れています。そのような例として、ボルカー・ルール（ドッド・フランクリン法第619条）が挙げられます。これは、銀行業を営む事業体に、自己勘定取引を行うこと、並びにPEまたはヘッジファンドへの資金援助（sponsoring）、投資および持分保有を禁じています。KPMGの各クライアントは、ボルカー・ルールの対象となるファンドを分離独立させるか、保持しつつファンド内での銀行の活動を監視するか、決断を迫られる状況にあります。

投資資金はより低コストのインデックス・ファンドや上場投資信託（ETF）へとシフトしてきていますが、金融機関は自己資本比率引き上げの圧力も受けています。こういった逆風が、痛みを伴うビジネスモデル変更を余儀なくしています。

オルタナティブ投資は締め付けを感じている

オルタナティブ投資も検査の厳格化に直面しています。独立系運用会社の登録申告制度の（Form ADV）2年目です。米証券取引委員会（SEC）の新たな規則であるForm PF（プライ

ベートファンドの略）は、プライベートファンド・アドバイザーに、ファンドの基本的な識別情報、戦略、資産クラス別（ヘッジ、流動性およびプライベートファンドなど）に定められたその他のシステミックリスク情報を報告することを義務付けています。

2012年の通称JOBS（Jumpstart Our Business Startups）法は、ヘッジファンドや他のオルタナティブ資産運用会社に自社ファンドをより幅広い顧客に販売する機会をもたらしました。けれども、調査結果によれば、そのために登録している業者数は、ヘッジファンド運用会社のわずか4%、PE運用会社5%にすぎません。足かせの1つは、コストです。その他の問題は、規制当局の監督強化に対する懸念です。

ハイテクを駆使した取締り

規制当局は体制整備を整え、作業の開始点となる道具箱（ツールボックス）を備えているようです。2010年、SECは、不正疑惑に関する内部情報、照会、告発の収集とレビューを専門とする市場情報室（OMI: Office of Market intelligence）を創設しました。OMIは、2つの技術システムによってサポートされています。

「全国調査分析ツール」（NEAT: National Exam Analytics Tool）により、SEC調査官は、かつての何分の1かの時間で、企業からの膨大な量の取引データにアクセスし、体系的に分析できるようになっています。最近、SECは、NEATを使って、ある投資助言会社が行った1700万件の取引を36時間で分析しています。「市場情報データ分析システム」（MIDAS: Market information Data Analytics System）は、マーケットイベントを再構築する多目的ツールです。SECは、これをフロントランニング、粉飾、その他の不適切配分を発見するために使うことになっています。

マネー・マーケット改革

SECがマネー・マーケット改革を最終決定すれば、市場圧力がさらに強まると予想されます。最新の提案は、一部のマネー・マーケット・ファンドに、(1) 変動NAVの採用、(2) 流動性トリガーに達したときには、解約手数料を課して、解約を一時的に停止のいずれかまたは両方を求める可能性があります。

AIFMD

資産運用会社はAIFMDをはじめとする間近に迫った欧州指令に対して大きな懸念を抱いています。EU加盟各国レベルの規定によるか、あるいはAIFMDを完全遵守すべきか、決めかねています。また、一部の国については、投資家からのアプローチに頼るのではなく、マーケティングの是非およびその実行可能性も検討しています。

デジャブ、初めからもう一度？

金融危機の再発を防止するために、監督当局は、金融機関に、データの質、利用可能性および分析、並びに情報をサポートする技術やプロセスの向上を求めています。その裏側で、金融機関は、重複する規制要件や要件が出されるペースに圧倒されています。そのギャップが危機前の問題でした。システムは、リスク管理に関する洞察を提供するというよりも、むしろ遵守のニーズや期限を満たすために構築されていました。

資産運用会社は、最大限にフレキシブルな報告やテクノロジーが可能となるシステムの構築を検討すべきです。機敏性が大きくなればなるほど、より迅速に遵守し、長期にわたって維持できる再現性のある報告モデルを構築できるようになります。

チリ



規制の簡素化と増税

所得格差の拡大と、2013年10月の大統領選でのミシェル・バACHELEの当選が、数十年にわたる投資改革を終わらせる可能性があります。

チリは、30年以上も、法律の下での海外投資家への待遇を誇ってきました。海外投資家は外国投資法 (DL 600) および憲法に基づく中央銀行基本法 (チャプター XIV) 第47条の下で、強力な保護を享受してきました。さらに、2004年の米国・チリ自由貿易協定や環太平洋パートナーシップ (TPP) 協定などの取り決めが、さらに海外からの投資を促進してきました。

2013年11月、チリは投資ファンド法 (LUF) を可決し、さらに一歩進みました。同法の目標は、既存のファンド関連法の歪みや欠陥をなくすこと、そして税制を簡素化することにより一定の税障壁をなくすことです。また、LUFは、キャピタルゲインおよび配当に対する10%の源泉徴収税と、国内で登録しているファンドが一定の資産に投資する場合のパススルー課税控除 (pass-through exemption) も定めています。

社会的不平等に対処する新たな税制構想

しかしながら、今、この流れが変わりつつあります。新大統領は、教育制度の見直し、医療の改善、貧富の差の縮小を目的とした150億米ドル規模の支出計画¹を提案しています。最近のOECDの調査で、チリは加盟国34カ国中4番目に貧しい国であり、所得格差が最大の国であると格付けされました。

今年5月、チリ下院は、82億米ドルを社会保障プログラムに割り当て、公教育を見直すことを目的とした税制改革法案を可決しました。この法律は、2017年までに法人税率を20%から25%に引き上げ、株主への課税を配当金ではなく企業の総収入に基づいて賦課することになっています。企業が利益に対する一定の課税控除を受けられる制度である非課税再投資基金 (FUT) は廃止されることとなります。この法案は、外国からの投資家に税制面で一定の保証を与えているDL 600も終了させることとなります。

提案されている投資ファンドを対象とした税率も、タイプによって様々に異なるようです。

私募ファンドは、25%の法人税率を支払うことになります。この法案以前には、私募ファンドは、パススルー事業体の機能を有しており、利益を受け取ったとみなされた場合に、投資家に課税されていました。公募ファンドの納税に関しては、税率は10%のようですが、一部混乱がありました。けれども、財務相は、最近、年金ファンドは課税対象とはならないことを示唆しています。

このほか、政府が運営する退職年金基金を設立して民間の基金と競争させるという提案が、今年後半に提出される見込みです。

新政権はFATCAを受け入れる

3月、チリの新政権と米国は、FATCAのモデル2協定を結びました。この相互的取り決めにおいて、チリは、国内の外国金融機関に対して、IRSに登録し、直接IRSに税に関する情報を報告するよう指示します。

前政権下では、米国の金融機関は、チリの国内法に準拠することができました。中央銀行基本法第154条は、チリの銀行が顧客の承認を受けることなく預金に関する情報を開示することを禁じていましたが、裁判所命令による無効判決が出されていました。

ブラジル



BRIC各国で異なる投資規制の改善状況

2001年、ゴールドマン・サックスは、21世紀に大きな経済発展を遂げる4カ国の1つとしてブラジルの名前を挙げました。上昇の一途をたどっていたインフレ率を抑えたばかりで、大規模な資本流出に悩まされていたブラジルにとって、そのような急成長は夢のような話でした。けれども、「BRIC」に名を連ねたことで、ブラジルは世界で容赦ないスポットライトを浴びることになりました。

景気が減速する中、ブラジルは過去の過ちから学ぶ決意をしています。この方針での措置の1つは、緩やかながらも着実に規制環境の改善を促すことにより、投資家を満足させ続けることでした。ブラジルの資産運用業界は、1兆1,000億米ドル超の運用資産を擁し、世界第6位にランキングされる成長性の高い業界となっています。ブラジル金融資本市場協会

(ANBIMA) によれば、2014年、ブラジルのファンド業界には、13,000近くの投資ファンドがあり、その純資産の総額は約2兆1,720億ブラジルレアルに達します。

「Instruction 409」の改正

ブラジル証券取引委員会 (CVM) は、投資ファンドの設立、経営、業務、関連情報の開示に関する規則 (Instruction 409) の改正案を提出しました。この改正は、ファンド運営管理費を削減し、電子株主総会の開催をはじめ、電子コミュニケーションをより多く活用できるようにすることを目的としています。

PEへの朗報

ブラジルでの投資機会を利用する上での最も有力なオプションの1つは、通称「FIP (Brazilian Participation Fund)」を介した投資です。FIPは、ブラジルの公開または非公開会社の株式、無担保社債、募集債、転換証券、デリバティブ (ヘッジ目的に限る) に投資可能なクロウズドエンド型投資ファンドです。規制第540号 (Regulation 540) は、規制第391号を改正して、PEファンドが経営者の役割を担っていない企業の株主持分の35%まで投資できるようにするものです。この改正は、中小企業への投資促進を目的としています。

IFRSへの移行完了

もう1つの改善は、税法規を国際会計基準 (IFRS) に準拠した会計と足並みを揃え、適合させる新たな規則です。MP627は、暫定的課税方式 (RTT) を廃止し、税の算定をIFRSに合わせ、税法規に関連の変更を導入するものです。法律第12973号は、2015年1月から適用されますが、納税者は2014年にそれに従うことを選択できます。

FATCAに慎重

2014年4月2日、米国とブラジルは、モデル1政府間協定 (IGA) を結ぶことで合意に達しました。IGAの文面はまだ公開されておらず、ブラジル憲法改正によって決まります。

¹ 「Chile's Bachelet stands by reform despite slow-down」、Luis Andres Henao、AP通信、2014年3月12日



アジア太平洋の展望



構造と市場の変化：アジア・ファンド・パスポート構想

ファンド・パスポートは、アジア太平洋地域の規制当局、政府、主要な業界関係者の多くにとって、焦点となる重要分野でした。2013年、3つの別個のファンド・パスポート構想が発表されました。それぞれの構想がアジア太平洋地域の資産運用業界に及ぼす影響を順に評価していきます。

香港は潤沢な資金を持つ中国本土経済の玄関口としての地位を強化し、中国は資本投資の流れ、国内外の顧客へのエクスポージャー、ベストプラクティスおよび国際基準から恩恵を受けるでしょう。2つが相まって、中国の資産運用業界を変革する可能性があります。

3つの構想のうち、最初に発表されたのは、「香港－中国ファンド相互承認」（以下、「相互承認」）でした。香港証券先物取引委員会（HK SFC）と中国証券監督管理委員会（CSRC）は、2013年1月にその概要を発表しました。この境界を越えた協定の下で、SFCは、香港を本拠地とするファンドを中国本土で個人投資家向けに販売することを承認し、CSRCは中国を本拠地とするファンドを香港で個人投資家向けに販売することを承認しました。これは両法域にとって「Win-Win」になるとして推進されてきました。香港は潤沢な資金を擁する中国本土経済の玄関口としての地位を強化し、中国は資本投資の流れ、国内外の顧客へのエクスポージャー、ベストプラクティスおよび国際基準から恩恵を受けるでしょう。2つが相まって、中国の資産運用業界を変革する可能性があります。

一方、「アジア地域ファンド・パスポート」（ARFP）は、2013年9月に、オーストラリア、韓国、シンガポール、ニュージーランドの財務相が発表したアジア太平洋経済協力（APEC）の構想です。最近、フィリピンとタイもARFPに加わりました。ARFPでは、明確に定義された枠組みの下で、あるパスポート参加国（本国）で設立され、規制対象となっている集団投資スキームを、他のパスポート参加国（受入国）の投資家向けに提供するという国境を越えた販売が認められます。

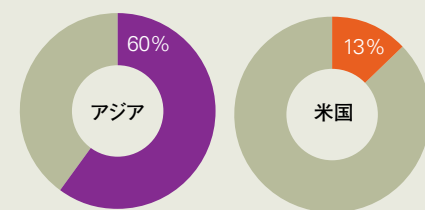
ARFPに関するコンサルテーション・ペーパーが、2014年4月にAPECから発行され、パスポート取り決めの当初の運営に関して、市場参加者のフィードバックが求められました。ARFPのパスポート参加を決めた国が、2014年終わりから2015年初め頃に、取り決めに最終決定すると

思われます。参加者に対する業務上、規制上の要件として提案されている内容は、現在、評価中ですが、次の領域をカバーしていると思われます：運用会社の経験、資本要件、最低運用資産、年次監査およびコンプライアンス監査要件、カストディの取り決め、投資の制限、販売およびマーケティング、規制当局への報告および監督。その後は、国内での法制化・施行は、パスポート参加国に任されます。プロジェクト施行日は、2016年となります。

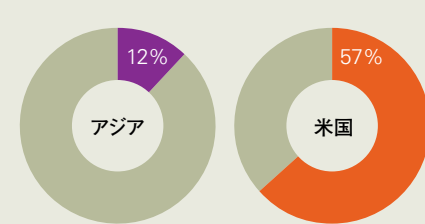
「ASEAN集団投資スキーム（CIS）」は、2013年10月、シンガポール、マレーシア、タイの規制当局によって発表されました。この構想では、CIS運用者（資産運用会社）は、本国（参加国）の規制当局から免許を受けているか、登録していなければならない、少なくとも5年の業務実績を有し、グローバルの運用資産が最低5億米ドルあり、株主資本（自己資本）として最低100万米ドルに加え、運用資産のうち5億米ドル超部分について0.1%の追加資本が求められます。

概して、アジアでのファンド・パスポートは、グローバルレベルで事業を展開する資産運用会社に、共通のプラットフォームとフレームワークを介してアジア太平洋の様々な市場へのアクセスを確保するという前例のない利益をもたらします。アジアの人口は世界の人口の60%を占めていますが、運用資産は世界の運用資産市場の12%にすぎません。対照的に、米国は世界の人口の13%を擁し、AUMの57%を占めています²。アジアの新興市場で増加している中流階級の投資意欲の高まりに呼応して、ファンド・パスポートは、資産運用会社がある1ヵ国でファンドと事業を設立し、本拠を構えることで、複数の市場にアクセスできるようにするのです。

世界の人口



世界の運用資産市場



2 人口情報の出典：国連経済社会局人口部「世界人口推計2012年版」
運用資産情報の出典：ICI worldwide Mutual fund Market Data, Q1 2013

資産運用会社の事業が地域的か、国際的かを問わず、将来的な世界の成長の原動力に直接アクセスできることは、本拠地が単一であることによるコスト削減と規模の経済と共に、明らかなメリットになります。

また、国内市場でオフショアUCITSファンドが優勢であるシンガポールや香港などの法域では、ファンド・パスポート構想がエンドツーエンドの成長を促進します。ファンド・パスポートは、ルクセンブルグやダブリンなどのオフショア・ファンド・センターに資本を還流させるのではなく、貯蓄を地域内で循環させ、アジアの資本市場を深化させます。それ以外の潜在的なメリットとして、投資の多様化、より幅広い商品および投資家の選択肢、より競争力のある手数料率の設定が挙げられます。

3つの構想にはいずれもメリットがありますが、ARFPが、長期的な可能性が最も大きく、最も広範にアジア太平洋地域をカバーしているとする向きもあります。ARFPの最終的な成功は、アジア太平洋全域に参加国を拡大することによって測れるでしょう。現在、パスポート参加国は、当初の4カ国から6カ国に増えています。参加国がさらに増えたならば、これが欧州のUCITSに対するアジアの答えになる可能性があります。

データおよび報告：アジア太平洋地域におけるFATCA

この地域では、米国政府との協議や合意の進捗段階は国によって異なります。地域全体の資産運用会社は、この7月の期限に先立って、自社のFATCA規制への該当について評価しています。各国の現状は、以下のとおりです。

- 香港は、2014年5月9日の時点で米国と実質的に合意に達している地域の1つとしてIRSのサイトに掲載されています。ただし、その発表の時点で、IGAのモデル2協定の内容は公表されていません。市場は、強制積立年金(MPF)制度のほか、香港のMPF制度当局に登録している一部の任意積立年金制度(ORSO)並びに香港の一定の資産運用会社および投資助言会社を対象とした適用除外があると予測しています。
- オーストラリアは、米国とIGAのモデル1協定を締結しました。ただし、その執行に法的権限を与える国内法やガイダンスは、今のところ公表されていません。
- 日本は、米国とIGAのモデル2協定を締結しました。ただし、その執行に法的権限を与える国内法やガイダンスは、今のところ公表されていません。
- シンガポールは、2014年5月5日の時点で米国と実質的に合意に達している国の1つとしてIRSのサイトに掲載されています。ただし、

IGAのモデル1協定の内容やガイダンスは、今のところ公表されていません。

リスクガバナンス

アジア太平洋全域で、もともと銀行および金融機関を対象としていたバーゼルIIIの波及効果で、投資家保護および教育、現行の顧客確認(KYC)およびマネーロンダリング対策(AML)の要件、資産運用会社を対象としたリスク資本要件の強化に引き続き重点が置かれています。

シンガポール



アジアにおける中心的な資産運用ハブになるというシンガポールの計画は、今年、シンガポールがアジア太平洋地域における2つのファンド・パスポート構想に参加したことで、大きな前進を遂げたようです。

計画されている「ASEAN集団投資スキーム」(CIS)では、シンガポールに本拠地を置く資産運用会社は、簡素化されたプロセスで、マレーシアとタイで自社のファンドを投資家に販売できるように、コストを削減できるようになるでしょう。ASEAN CISで提案されている基準は、概してファンドの募集に関するシンガポール国内要件に沿ったものになりそうなので、シンガポールを本拠地とする運用会社は、大きな変更を加えることなく、マレーシアやタイの投資家に、現行の範囲の個人向けファンドを販売できる見込みです。

提案されている「アジア地域ファンド・パスポート」(ARFP)では、シンガポールで設立され、規制対象となっている集団投資スキームが、他のパスポート参加国(受入国)で投資家に提供されるようになります。ARFPに参加する国が増えれば、シンガポールは、安定した堅固な法規制制度と、資産運用業界を対象とした各種の税制優遇措置(オンショアファンドへの課税免除など)を提供しつつ、アジア太平洋地域に直接アクセスできるようになるので、グローバルな運用会社がアジアに拠点を置くのに最適な資産運用ハブとしての地位を強化できます。

シンガポールでは、銀行規制が次第に資産運用の領域にも波及してきています。KYC/AMLといった領域での規制の進展が続いているほか、現行のリスクベース資本(RBC)の見直し

も進行中です。また、FATCAやテクノロジー・リスク・マネジメント(TRM)も、資産運用業界に及ぼうとしています。

2013年4月に導入された新たなRBC要件が、資本市場(CM)ライセンス所持者を対象として、施行されています。資産運用会社には、新要件の遵守期限である2015年4月2日まで24ヵ月間の移行期間があります。この要件は、資本ベースの全般的な質の改善を目的としています。

同様に、2013年6月に発表された金融管理局(MAS)の「TRMガイドライン」と、2014年7月1日発効の「テクノロジー・リスク・マネジメントに関する通知」(通知番号CMG-N02)も、金融機関に適用されます。この通知は、金融機関に、重要システムを特定・維持するためのフレームワークおよびプロセス、並びに事故が発生した場合に従うべき手続きの整備を求めています。また、この通知は、顧客情報への不正アクセスや開示を防止するためのIT統制も求めています。

一般的に、シンガポールの資産運用業界は、既存および新たな規制のコンプライアンスコストの増大に直面しています。銀行規制は資産運用の領域にも手を広げてきており、強力なコンプライアンスおよびリスクマネジメント基盤の整備は、業界参入に不可欠な条件となっています。このような圧力にもかかわらず、2つのアジアのパスポート構想の進展は、シンガポールを本拠地とする資産運用会社に大きなビジネス機会を提供しており、国際的な資産運用ハブとしてのシンガポールの競争優位性を高めていくでしょう。これにより、ASEANや広範なアジア太平洋地域にアクセスしようとする際に、シンガポールを拠点に選ぶ国際的運用会社が増えそうです。

香港および中国



2013年1月に発表された中国本土と香港のファンド相互承認スキームの詳細は、まだ公表されていません。けれども、2013年12月4日に開催された香港投資ファンド協会(HKIFA)の第7回年次会合で、HKSFとCSRCは、同スキームに基づいて、資産運用会社はSFCが承認した香港籍ファンドを中国本土の個人投資家に販売でき、中国の資産運用会社はCSRCが承

認した中国籍ファンドを香港の個人投資家に販売できるようになることを示唆しました。最初に承認を受ける商品は、ごく普通の基本的なファンドで、追って他の商品にも拡大される予定です。

相互承認は、豊富な資金を抱えた中国本土市場を開拓する入り口となります。中国本土では、家計部門の貯蓄率はGDP比で50%を超え³、資本市場の成長はまだ端緒についたばかりです。この構想発表後、香港の資産運用業界では、香港およびグローバル運用会社がSFCの承認を受けた香港籍ファンドの設立と実績づくりの先陣争いが見られました。

現行では、中国本土の外資系資産運用会社の運営は、ジョイントベンチャー形式（中国現地の運用会社との提携）に限定されており、外資の出資比率は49%までとなっています。このスキームは、グローバル運用会社に、中国現地の運用会社とのジョイントベンチャー設立の高額なコストを負担することなく、あるいは経営支配を失うことなく、中国本土への直接のアクセスを享受する機会をもたらします。

HK SFCと業界関係者は、この構想が、香港を今のファンド商品販売センターという地位から、投資ポートフォリオ管理から資金管理、カस्टディ・受託業務まで、世界に通用するサービスをフルコースで提供する国際的なエンドツーエンドの資産運用ハブへと進化させることを期待しています。

中国側では、このスキームは、中国の投資家により多様な投資環境をもたらし、中国の投資家が国際的な商品を利用できるようにします。より重要なことは、このスキームにより、中国の資産運用会社は、中国のファンド商品を国際社会に提供し、資本投資の流れを中国に呼び込むためのプラットフォームとして、香港を利用できるということです。

2014年4月、HK SFCとCSRCは、相互承認スキームを補完するパイロットプログラムを発表しました。この「滬港通（ここうつう）」（香港—上海ストック・コネクト）と呼ばれるパイロットプログラムは、中国本土と香港の証券市場への相互乗り入れ制度の確立を目的としています。このプログラムの下での取引には、最初は境界をまたぐ投資には上限額が設定されています。投資上限額は、香港から上海市場への投資である「滬股通」（ノースバウンド・トレーディング・リンク）が総額3000億元、1日当たり130億元に設定されており、中国本土から香港市場への投資である「港股通」（サウスバウンド・トレーディング・リンク）が総額2500億元、1日当たり105億元に設定されています。

「滬股通」（ノースバウンド・トレーディング・リンク）で取引可能な株式は、「上海証券取引所（上証）180指数」および「上証380指数」構成銘柄と、A株とH株の重複上場銘柄です。「港股通」（サウスバウンド・トレーディング・リ

ンク）で取引可能な株式は、「ハンセン総合大型株指数」および「ハンセン総合中型株指数」構成銘柄と、上証と香港証券取引所に重複上場している銘柄です。香港および海外投資家は誰でも、香港—上海ストック・コネクトによって上証銘柄の取引ができるようになるのに対して、「港股通」に参加できる中国本土の投資家は、機関投資家と、有価証券と現金勘定の合計残高が50万元以上の個人投資家に限定される予定です。

この構想は、中国経済の自由化と貿易決済通貨および準備通貨としての人民元の国際化に向けた一歩となります。香港には、主要な国際的資産運用ハブとなり、主要なオフショア人民元センターとして、また中国本土への玄関口としての地位を強化する機会がもたらされます。

オーストラリア



ファンド・パスポート

「アジア地域ファンド・パスポート」（ARFP）は、2009年のジョンソン・レポート「金融センターとしてのオーストラリア」の提言の1つです。国境を越えた協定の下で、オーストラリアの資産運用会社は自社が運用するファンドをアジア太平洋地域の他のパスポート参加国に提供できるようになり、その逆もまた然りです。これは、金融商品をアジアに輸出したい、自国の運用会社がこれまでよりも大きな地域市場にアクセスしてファンドや商品を販売できるようにしたいと長年考えてきたオーストラリア金融サービス業界にとって、初めての大きな機会をもたらします。アジア太平洋地域の投資家にとって、ARFPは、投資対象商品の選択肢を広げ、安定した成熟市場で活動するオーストラリアの運用会社の専門知識に触れられるようにするものです。

フィナンシャルアドバイスの未来（FOFA）

2009年のStorm Financial（フィナンシャルアドバイス）の破綻、2008年のOpes Prime（証券貸付）の破綻など、消費者の信頼を揺るがす国内での事件を受け、オーストラリアでは「フィナンシャルアドバイスの未来」改革が始まりました。主な改革には、以下が含まれます。

- 利益相反に該当する報酬（例えば、金融商品を勧めることに対して支払われる手数料やソ

フトダラー）の禁止。投資プラットフォーム運営会社、ファンドマネジャーおよびフィナンシャルアドバイザー間の出来高払い報酬の制限。

- アドバイス手数料に関する情報を年次明細書の形で開示することによる透明性の向上。
- 個人投資家保護の強化、また、フィナンシャルアドバイザーに顧客の最善の利益のために行動し、自己の利益を第一としないことを求める法律上の義務の強化。

このような改革が、商品とアドバイス手数料の切り離し、報酬・手数料体系の変更、アドバイспロセス、品質基準およびガバナンスモデルの改善という成果をもたらしました。

FoFA改革は2013年7月1日に発効しましたが、新政権はさらなる改正を議論しています。これには、以下が含まれます。

- 一部の報酬開示条項の規模縮小
- 最善の利益に関する法律上の義務の明確化
- 発行企業の代表者への支払いができるように手数料の禁止条項を修正

また、2014年7月1日から、フィナンシャルアドバイザーは、2009年の税務代理人サービス法（TASA）の対象になります。今回の改正は、新たな税務代理人サービス、すなわち、税務（金融）アドバイスサービス、新設の「税理士委員会」の登録要件、新たな民事上の罰則を盛り込んでいます。この法律は、金融アドバイスという職業にとって、会計と税務上のアドバイスとの境界は明確ではないことを認識したものです。

退職年金および自己運用型退職年金基金（SMSFs）

オーストラリアは、強制退職年金制度がある、世界第4位の民間年金市場です。自己運用型スーパー基金（SMSFs）は、退職年金業界で最も成長が目覚ましい領域の1つと捉えられており、現在オーストラリアの退職年金貯蓄の3分の1以上を占めています。SMSFは、これまで以上に、投資および課税の管理を強化したい規制当局と投資家の注目を集めています。

SMSF部門の規制の進展として、以下のような管理者に対する基準の引き上げがあります。

- 最低限の業界基準を適用し、SMSF監査人の専門能力の水準を引き上げるためのSMSF監査人の登録
- 顧客にSMSFへの加入または切り替えに関するアドバイスをを行うオーストラリア金融サービス免許を受けた企業およびその正式代表者を対象とした特定の開示要件を定める提案
- SMSFsに関するアドバイスをを行う会計士への免許付与

³ JPモルガン「Framing 2014: Concessions, Consolidations and a Return to Growth, Q1 2014」

「Stronger Super (退職年金基金の強化)」改革や退職年金の健全性基準の漸進的な実施に続き、個人向け、業界、公的部門の基金に対しても、現在、規制が強まっています。

今後見込まれる規制

オーストラリアの立法機関は、過去数年間、多くの金融業界規制 (FoFA、Stronger Super、FATCA、個人情報保護、資本規制変更など) を施行してきました。また、店頭デリバティブ改革、GATCA、AML3、全国消費者信用法も後に控えており、一層の変化が見込まれます。金融制度審議会 (Financial System Inquiry) の前進は、規制体系の見直しと改善を行い、おおむね健全な金融制度を改善するための一層の強化を行う機会となります。審議会は、今後10年の金融制度の「青写真」を示すことになっています。

規制の変化が事業運営モデルに及ぼす影響

資産運用会社は、競争の激化と規制圧力に同時に対処し、事業を最適化すべく構造とテクノロジーの変革に取り組んでいます。KPMGメンバーファームは、企業が、より顧客重視の事業運営モデル、より機敏な意思決定へと向かい、利益性のあるビジネスモデルやセグメントを厳密に検討し、事業運営モデルを見直す傾向が強まっているのを目にしています。ベビーブーム世代が資産の積立段階から取り崩し段階へと移行する人口動態的变化の中で、販売チャネルや事業に合った顧客維持手法や顧客層のターゲティングにより、退職年金部門でシェアを獲得・拡大することが、鍵となります。

規制の変更が多く、手数料ベースの収入がなくなることを考えると、小さな独立系投資助言会社の存続可能性には疑問の余地があり、フィナンシャルプランニング会社の市場再編が一層進む機会が生じます。TASAにより課された義務により、会計とフィナンシャルプランニングの事業者の統合がさらに進み、その組織に会計・税務スペシャリストが取り込まれ、このタイプの組織間での委託モデルの活用が増える可能性があります。

オーストラリアのKPMGメンバーファームは、市場参加者が管理業務から退職年金および資産運用会社へと規模を拡大できる様々な市場機会を見ています。

日本



構造と市場の変化

安倍晋三首相が打ち出したアベノミクスを受け、日本銀行は2013年4月から量的金融緩和 (QE) を拡大し、毎月7兆円の日本国債 (JGB) を購入しています。日本銀行は、国債利回りの低下によって、銀行、金融機関および年金基金に、国債を保有する代わりに投資先を多様化し、リスク性資産への投資を促したいと考えています。QEは、経済を活性化し、インフレ率を上げることを目的としています。

銀行、金融機関および年金基金は、現在、従来の日本国債への投資を、国内株式、外国債券、外国株式に再配分しつつあります。日本における最も重要な構造改革の1つは、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の運用およびガバナンス体制を見直すことと発表したことです。この改革案は、投資を低利回りの日本国債からより高いリターンが期待できる資産にシフトさせることにより運用利回りを高めるとともに、急速な高齢化に対処することを目的としています。

日本の公的年金を運用するGPIFは、運用資産1兆2600億米ドルの世界最大の年金基金です。⁴ GPIF再編の一環として、運用委員会が再編され、それまでの10人の委員のうち残ったのは2人だけでした。また、アクティブ運用会社为新たに選任され、作業部会が運用戦略、ベンチマーキング、実績および基本ポートフォリオの見直し作業を行っています。パッシブ運用のベンチマークを新たな株価指数「JPX400」に変更するなど、作業部会の提言のいくつかは、すでに実施されています。また、GPIFは、アクティブ運用会社に対して、これまでの定額報酬アプローチに代えて成果主義の報酬体系を導入することも約束しています。GPIF職員の報酬体系を見直すためにコンサルタントを選定する計

画も進行中です。

GPIFは、日本国債のエクスポージャーを減らし、外国株式のエクスポージャーを高めました。2012年12月の基本ポートフォリオは、日本国債が60%、外国株式が13%でした。2013年12月までに、この比率は、それぞれ55%、15%に変更されました。

既存の資産運用会社と、日本進出を希望している外資系運用会社にとって、GPIFの動向は、機関投資家と年金基金がリスク資産への投資を選択していくことを示唆しています。結果として、外国株式や外国債券のプロフェッショナルである外資系運用会社のサービスへの需要が高まることが予想されます。年金基金や投資信託の運用会社の報酬は、国際基準に比べると低くなっています。GPIFはアクティブ運用会社に対する報酬体系の見直しを進めていますが、これは日本の資産運用業界が待ち望んでいた変化の促進要因となるかもしれません。

事業行為 (コンダクト)、企業文化および報酬

日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (以下「検討会」) は、設置された2013年8月以降、6回にわたり議論を重ねてきました。検討会は、2014年2月26日、「責任ある機関投資家の諸原則」(「日本版スチュワードシップ・コード」) を公表しました。日本版スチュワードシップ・コードの目的は、スチュワードシップの責任に関して機関投資家に指針を与える7原則に基づいて、中長期の持続可能な企業利益を促進することです。この原則は、機関投資家が投資の決定に責任を持つようにし、顧客、機関投資家、投資先企業間の対話とコミュニケーションが促されることを目指しています。

⁴ 2013年12月31日付、www.gpif.go.jp/en



欧州、中東、 アフリカ (EMA) の展望



欧州

欧州全域に広がるイニシアチブ

2014年7月22日までのAIFMD移行期間にあって、この1年、欧州連合 (EU) 加盟各国では、規制当局も資産運用会社も、膨大な量の規制導入作業と免許申請作業に追われてきました。指令の国内法制化が進み、規制当局は相次ぐ免許申請の処理に追われています。AIFMD適用対象事業体や報酬条項の適用に関する有益なガイダンスを発行して歓迎されている国もあります。AIFMsから規制当局への最初の報告期限が迫っており、資産運用会社は当局が期待する水準の質の高いデータを提出するために膨大な時間を費やしています。

フランス



フランスでは、主としてAIFMDを国内法制化し、EUの規定をできる限り忠実に反映することに重点的に取り組んできました。同時に、フランスは、資産運用セクターの魅力を増すために一連の措置を講じてきました。その1つとして、運用会社が利用できる集団投資ビークルを以下の6つのカテゴリーに簡素化して分類しました。

- UCITS
- 個人向け非UCITS
- プロ向けファンド
- 従業員貯蓄ファンド
- 証券化ビークル
- その他の集団投資ファンド

また、フランスは、オプションとしてのスウィングプライスの導入、最低投資額（個人投資家は下限なし、機関投資家は10万ユーロ）の設定、個人向けファンドはすべて預託機関を指定しなければならないという要件の導入も行ってきました。

アイルランド



新たな形態のビークル

アイルランドでは、2013年12月下旬、同国の投資ファンドを対象としたICAVと呼ばれる新たな事業形態を導入する法案が発表されました。2014年半ばまでに成立する見込みのICAV法案は、UCITSとAIFの双方が利用できるファンドビークルの範囲を拡大するものです。ICAVには独自の法規が整備されています。集団投資スキームに関連しない、または適切でない会社法の部分は適用されません。主な特徴の1つは、既存の公開有限会社 (PLC) の形態とは異なり、ICAVは米国の「チェック・ザ・ボックス (Check-the-Box) 規則」に適合した事業体として分類されることを選べるので、米国の税務上はパートナーシップとみなされ、したがって米国の課税対象投資家は一定の税務上の影響を回避できるという点です。既存のアイルランドのPLCは、ICAVに転換するという選択肢を与えられる予定です。

ルールブックの統合

アイルランド中央銀行 (CBI) は、多数のコンサルテーションを開始しました。そのうちの1つは、既存のUCITS通達とガイダンスに代わる、AIFMDルールブックのアプローチに沿った単一の規則集をまとめるという新たなUCITSルールブックに関するものです。また、AIFMDの国内法制化との関連で、CBIは、ファンド管理会社が同じEU域外AIFに管理業務や預託業務の提供を申し出る場合の利益相反を管理するために適用すべき要件に関するコンサルテーションも始めました。CBIは、利益相反を回避するために、預託業務は別子会社が行い、親会社の経営幹部レベルに直接報告することを義務付けることで、預託業務と管理業務の機能および階層上の分離を求める考えです。

ファンドによる融資の組成

CBIは、非UCITSファンドによる直接融資の組成に関するディスカッションペーパーを発表し、金融危機発生時におけるファンドによる資金供給の是非について議論を開始しました。このペーパーは、ファンドが持続可能な信用供給チャネルになる場合のリスクとその緩和方法を考察しています。



ルクセンブルグ



リミテッドパートナーシップ制度の改革

ルクセンブルグは、2013年にAIFMDを国内法制化し、リミテッドパートナーシップ制度を刷新することにより、資金調達ビークルのプラットフォームとしての魅力を高める好機を捉えました。これは、(i) 普通リミテッドパートナーシップ制度 (SCS: *societe en commandite simple*) の改善と (ii) 新たな特別リミテッドパートナーシップ (SCSP: *societe en commandite speciale*) という形態の導入により、成し遂げられました。この2つの形態の主な違いは、SCSPは法人格を付与されないという点です。この洗練された柔軟な契約制度は、アングロサクソン型のリミテッドパートナーシップとおおむね同様ですが、特にPE、ヘッジファンド、不動産の分野で投資家を呼び込むと期待されています。

スイス



スイスではAIFMDに触発された条項を導入

スイスは、AIFMDに関しては、「第三国」の区分に入ります。EUのファンドの多くがスイスで運用または販売されていることから、市場アクセスと販売の問題は極めて重要です。スイスのファンド法は、AIFMD導入を受けて、2013年に大幅に改正されました。AIFMDに触発された条項が「スイス集団投資スキーム法 (CISA)」と「スイス集団投資スキーム条例 (CISO)」に盛り込まれたことにより、スイスの法的枠組みはEUと同等とみなされました。したがって、スイスの資産運用会社がEU域内のAIF運用を続けることが認められ、スイスのAIFが2015年にEUパスポートを利用できるような基盤を築けるようになりました。新法には、様々な移行期間が定められています。例えば、資産運用会社と外国集団投資スキームの代表者、販売者（いずれも改正後CISAの適用対象となっている）は、それぞれの法定要件を2015年3月1日までに満たす必要があります（CISA第158b条および第158c条参照）。

この改正の一環で、ファンド販売要件は、特にスイスにおいて私募で販売される外国ファンドに関して、大幅に改正されました。「投資スキームの販売」に関する新たなFINMA公報 (Circular 2013/9) は、2013年10月1日に発効しました。この結果、公募という概念がなくなり、それに代わって、同公報で「集団投資スキームの募集・宣伝をいい、相手は規制対象の金融仲介業者に限定されない」と広く定義された「販売 (distribution)」という概念が打ち出されました。したがって、販売には、適格および非適格投資家の双方へのマーケティングが含まれ、逆勧誘（投資家からのアプローチ）と一任ポートフォリオ運用を除いたあらゆる種類の募集・売り出しが、スイス法とFINMA 規制の適用対象となります。

外国集団投資スキームを非適格投資家にスイスで、またはスイスから販売する場合には、販売者と外国集団投資スキームの双方がFINMAの承認を受けなければならない、スイスの代表者と支払代理人を指名しなければなりません。ただし、適格投資家への販売には、FINMAの承認は必要ありません。

顧客とのミーティング記録管理に関する新たな要件

2014年3月、顧客とのミーティングの議事録作成に関する条項が発効しました。免許取得企業およびユニットの販売に携わる第三者は、顧客の要求と特定の集団投資スキームへの投資を勧める理由を書面で記録しなければなりません。この書面による記録は、顧客に提供されなければなりません。

議事録の形式と内容は、スイス金融市場監督庁 (FINMA) が最低基準とみなしている自主規制機関が発行した行動基準に従わなければなりません。2013年11月、スイス銀行協会 (SBA) は、この記録管理要件に関するガイドラインを公表しました。

レトロセッション／勧誘

最近の数々の判決の中で、スイス連邦最高裁判所は、レトロセッション (販売手数料、仲介手数料、キックバック等の取扱い) に適用される法的枠組みを明確にしました。最高裁によれば、運用会社と銀行は、運用委託契約との関連で受け取った手数料を顧客または投資家に返済する責任を負います。顧客が事前に差し入れた権利放棄書は、対象範囲と支払金額の両方の詳細な情報が記載されていない限り、無効となります。言うまでもなく、このような慣行は、金融活動における情報開示と透明性の向上へと進む一般的なトレンドに加え、スイス金融業界に大きな影響を及ぼします。特に、外国のファンド提供者にとって、この制約的な「返還慣行」は、一般的に自前の販売ネットワークがないことと相まって、スイスでの商品販売を負担が重いものにすると思われます。

英国



行動に対する監督当局の検査の厳格化

消費者保護の重視は、過去18ヵ月間の金融行動監視機構 (FCA) の最重要課題となっており、英国の資産運用業界は監督当局の検査が厳しくなってきたと感じています。業界の様々な部門の行動に焦点を合わせたテーマ別レビューで、FCAは利益相反の管理、商品ガバナンスおよび商品設計、個人向け金融商品販売改革 (RDR) の実施、市場不正行為に関する資産運用会社内の統制、並びに商品設計およびガバナンスにおける運用会社の役割に目を向けています。現在進行中の監督当局の作業には、特定のトピックを分析するために行う各社への綿密な訪問調査 (deep-dive visit) も含まれ、その結果、規制要件の違反に重い罰金が科された資産運用会社もあります。

資産運用会社による取引手数料の使用についてのレビュー

コンサルティング期間を経て、FCAは取引手数料の使用に関する改正の最終版を発表しましたが、それが2014年6月から発効します。この改正により、資産運用会社が投資家の最善の利益になるように取引コストを抑えるようになり、取引手数料の見返りとして得る商品やサービスが規制条件を満たすようになるはずです。この規則改正は、資産運用会社が調査やサービスをどのようにして入手するか—例えば顧客取引手数料の見返りとしてのブローカーや第三者のコーポレートアクセス (投資先企業の経営幹部との個別面談のアレンジ) —、また費用が顧客に転嫁され得るかに影響を与えるでしょう。各資産運用会社は、新規則を遵守して活動しており、取引手数料の使用に関して顧客に適正な情報開示をしていると証明するのに十分なシステム、統制、記録を備えている必要があります。

個人向け販売、独立したアドバイス

FCAは、現在、企業が新たな要件をどのように満たしているかを評価するために、RDR実施の3段階のテーマ別レビューを行っているところです。これまでのレビュー結果で、アドバイス費用に関する明確な情報開示、アドバイザーが独立した、または限定的なサービスを提供しているかどうかといった分野での遵守違反がかなり広範に見られることがわかっています。これを受けて、FCAは企業がこの規則をどのようにして遵守すべきかに関する追加ガイダンスを策定し、公正、包括的かつ偏見のない商品のレビューを行わなければならないという観点からの独立系投資アドバイザーへの期待事項の詳細を示しました。FCAは期待される基準に継続的に従わない者に対する処分を行う見通しなので、投資アドバイザーは進捗をスピードアップさせる必要があります。また、FCAは、資産運用会社の適切性にも注目しており、自社ファンドの利用について徹底的に調べる予定です。資産運用会社やプライベートバンクが顧客資産をこのようなファンドに投資する場合に、利益相反をいかに効果的に管理しているかを評価します。

アフリカ



南アフリカ



南アフリカのヘッジファンド規制

ヘッジファンド規制は世界各国で様々に異なり、その重点も報告要件から、操作や不正を防止することを目的としたガバナンス体制まで多岐にわたっています。2008年から、南アフリカのヘッジファンド運用会社は、「金融アドバイスおよび仲介サービス法 (FAIS)」に基づいて、CAT IIAの認可を受けなければならなくなりました。このようなオルタナティブ資産クラスは富裕層の個人のみに門戸が開かれていたことから、業界はこれで十分だと考えていました。機関投資家顧客に対する投資制限がその考え方の根拠となっていました。しかしながら、2011年に年金基金法の下で、改正Regulation 28による投資制限の修正が発表され、年金基金がヘッジファンドに10%まで配分できるようになりました。これは、1つにはヘッジファンドがもたらす多様なリターン（南アフリカのヘッジファンドの半分以上が株式ロング・ショート戦略で運用している）を認めたものであり、今や約420億ランドの運用資産を持つ（2008年は300億ランド）業界の成長を促すための改正でした。

ヘッジファンド部門の制度化が進むにつれ、資産運用会社に対する、特に規制当局からの監視が強まってきました。南アフリカがG20参加国として、ヘッジファンドに対する規制当局の監督の強化・拡大を確約したのは、信用危機を受けてのことでした。これは、財務省とFSBが発表した南アフリカのヘッジファンドの枠組みに関する提案によって頂点に達しました。

常設委員会と草案策定への助力を依頼されて参加した業界関係者によるプロセスには、透明性がありました。最終規則は、2002年集団投資スキーム管理法第45号 (CISCA) に基づき発行する予定であり、FSBは、公布内容にはFSB登記官がパブリックコメントを募集している、ヘッジファンドに適用される予定のCISCAの条項も含まれ、これは2014年第3四半期に成立する見通しであると付記しています。

この抜本的な変化が進む時代にあってこの部門が成長を遂げるためには、資産運用会社は、今日の市場において直面する課題と提供される解決策についての明確な洞察を持つ必要があります。最近のグローバル調査で、KPMG南アフリカは、事業費総額の7%以上がコンプライアンスのためのテクノロジー、人員、戦略に充てられているという結果を目にしました。コンプライアンスコストの増加が、利ざやを圧迫し、商品や事業運営モデルに関する意思決定に影響を与えています。南アフリカのこの業界の規模や性質を考えると、運用会社は、コンプライアンスコストをファンドに転嫁するのではなく、自ら負担することになりそうです。これを踏まえると、従来型のヘッジファンド運用会社の多くが、コンプライアンスをアウトソーシングするコスト効率の良い方法を探すことになり、ファンドのホワイトラベル化が進みそうです。

財務省は、2014年3月に資産運用業界に影響を及ぼす可能性のある文書を2つ発表しました。

退職年金改革に関する2014年度予算についての最新情報

南アフリカの退職年金改革に関する提案は、退職基金の対象範囲および保全を改善すること、退職基金積立に関連するコストを削減することを目指しています。

主な提案には、以下が含まれます。

- 退職基金への自動加入または拠出の義務化
- 退職前の年金資産保全の改善

KPMG南アフリカ（以下、「KPMG」）コメント：上記の措置はいずれも貯蓄プールを増やし、退職基金の資金運用を行うプロバイダー（資産運用会社、保険会社等）にとってプラスになるはずだと思います。

- 退職基金のコストに関する情報開示を改善する

KPMGコメント：プロバイダーにも退職基金にも、コストに関する情報開示の透明性の向上が求められると思われます。規制案は、2014年終わりから2015年初めに公表される見込みです。

- 加入者が規模の利益を享受できるように退職基金の数を削減する
- 退職貯蓄商品を簡素化し、異なるプロバイダー間で移行可能にする



KPMGコメント: 商品設計に影響を与え、競争を促し、最終的にプロバイダーの手数料の利ざやに圧力がかかると考えられます。

- 効果的な仲介が行われるようにし、仲介業界の利益相反を減らす

KPMGコメント: 投資プラットフォームでの仲介業者の報酬とリベートに関する草案は、「個人向け金融商品販売改革 (RDR)」で公表される予定です。金融サービス委員会 (FSB) がRDR報告書を発行するのは2014年第2四半期中になると考えられます。

- 市場行為規制を厳格化し、監督を改善する

KPMGコメント: これにより、規制がより実効性を持ち、詳細になり、退職基金にもプロバイダーにも影響を及ぼすと考えられます。受託者の研修、適格性要件およびガバナンスを取り扱った草案は、現在、作成中です。

非退職貯蓄：非課税貯蓄口座

主な焦点となるのは、提案されている税制上優遇される貯蓄口座の導入です。この貯蓄口座は、家計部門の貯蓄を促進するための措置として提案されています。

この文書の主な提案は、次のとおりです。

- 個人は、最大2つの非課税貯蓄口座の開設が

認められる。それぞれの口座で、有利子金融商品もしくは株式等、またはその2つの組み合わせに投資することができる。

- 各課税年度の積立額合計は、年度上限を超えてはならず、当初の上限は3万ランドに設定されている。
- 引き出した金額の預け替えを禁じることで、不要不急の引き出しを抑制する。
- 生涯の積立額にも上限があり、当初の設定は50万ランドとなっている。
- 銀行業務または集団投資スキームの免許を受けた機関および政府は、非課税貯蓄口座を通じて商品を提供するのに自動的に適格となる。FSBおよびヨハネスブルグ証券取引所 (JSE) に登録されている株式ブローカーも、提供商品が定められた原則と特性を満たすならば、非課税貯蓄口座を通じて投資商品を提供することができる。

したがって、銀行預金口座、定期預金、個人向け貯蓄債券、REIT、定められた原則を満たす保険投資商品と共に、ほとんどの集団投資スキームも非課税貯蓄口座に含まれることになる。財務省は示唆しています。

財務省は、契約で定められた定期的な積立義務がある商品 (保険契約等) または過大な早期解約手数料のある商品は、この口座に適切な商品ではないとみなしています。

KPMGコメント: この提案は、南アフリカ市場における集団投資スキームに対するニーズが増

すと考えられます。ただし、この提案は、税申告 (配当金の源泉徴収税を含む) や各投資家の積立上限のモニタリングといった事務的負担も大きくします。

非課税貯蓄口座は、2015年中に導入される見通しです。

集団投資スキーム管理法 (CISCA)

外国集団投資スキーム

南アフリカ金融サービス委員会は、委員会通達第257号を発行し、これが2014年1月1日から施行されています。この通達は、外国集団投資スキーム (CIS) が南アフリカで投資を勧誘できる条件を定めています。

主な条件は、以下のとおりです。

- 外国CISスキームを管理する者または事業体 (以下、「事業者」) は、南アフリカの規制環境と同等の規制環境にある規制当局によって、承認され、監督されなければならない。
- 外国CISスキームは、その登録地で投資可能でなければならない。投資家のタイプに関して登録地と同じ、またはほぼ同じ要件・条件で、同じタイプの投資家への販売促進を行わなければならない。
- スキーム承認を申請する事業者は、代表者契約を締結するか、駐在員事務所を設置および維持しなければならない。事業者は、駐在員事務所を設置した場合、当該駐在員事務所が

200万ランド以上の払込済み株式資本および準備金を保持していることをFSBに示さなければならない。駐在員事務所が所定のスキームの事業以外の事業を行う場合には、当該事業は金融サービス関連事業に限るものとする。この場合、資本200万ランドは当該スキームのみに充当されるものとし、いつでも7日以内に現金化できる資産に投資されなければならない。

- スキーム承認を申請する事業者は、以下の条件を満たしていることを登録機関に示さなければならない。
 - スキームに、投資家からの償還請求を満たすのに十分な流動性があること
 - スキームが定期的に償還を認めていること
 - スキームがコモディティの現物引き渡しを受け入れさせる商品に投資することを認めず、スキームの説明書または目論見書が、現物引き渡しの受け入れを禁じていること
 - 投資家の資産が、分別管理原則に基づき適切に保護されること

KPMGコメント:上記条件は、南アフリカ市場における外国CISスキームの数を増やすことにつながると考えられます。

個人情報保護法 (POPI)

2013年11月27日に成立した個人情報保護法 (POPI) は、官民の団体が処理した個人情報の保護を推進するものです。POPIは幅広く適用され、一部例外はありますが、個人情報を収集、保管および改変または使用する (すなわち、情報を処理する) 者または事業体はすべて、この条件に従わなければならない。

情報規制機関 (information regulator) の設立および同法に係る規制に関するPOPIの一部の条項は、2014年4月11日に発効となりました。情報規制機関は、消費者からの苦情への対応、POPI遵守の監視および執行など、POPIの下での多数の職務を担います。POPIの規定を守らない企業およびその他の者は、1000万ランド以下の罰金または10年以下の懲役が科される場合があります。

個人情報を処理する際に従わなければならない条件を定めた条項は、まだ発効に至っていません。ただし、同法の残りの条項の発効日が発表されたら、企業は遵守するまでに1年の猶予しかありません。

FATCA

2014年7月1日に発効となるFATCAが金融機関の規制動向に大きな姿を現す中で、KPMGメンバーファームは、最近、米財務省とIRSによる興味深い発表をいくつか目にしてきました。最近発表されたAnnouncement 2014-17には、南アフリカはまだ米国とIGAを締結するに至っていないものの、南アフリカがIGAに関して米国と「実質上の」合意に至ったので、南アフリカは2014年4月2日からIGA法域とみなされると書かれていました。これにより、南アフリカの金融機関が待ち望んでいた明確化が実現しました。より厳しいIRS発行のFATCA規則ではなく、IGAの規定に専念できることがはっきりしたのです。南アフリカの金融機関は、重大な違反という状況さえなければ、全面的にFATCA規則の範囲外に置かれることになったのです。南アフリカは、最終的に2014年12月31日までに米国とIGAを締結しなければなりません。ただし、2014年4月3日の南アフリカ歳入庁 (SARS) のプレスリリースを考慮すると、この期日より前にIGAが締結されると思われます。

南アフリカの金融機関は、目前に迫ったSARSによる業務要件明細書 (BRS) 最終版発行を待っています。これが発行されたら、関連情報の移転を円滑にするのに必要な財務報告システムの開発ができるようになります。また、SARSは、IGAに定められた義務履行を明確にする待望のIGA ガイドンスノートも作成中ですが、現段階では、それがいつ完成するか明らかな見通しが立っていません。

2014年5月2日にIRSが発行した通達2014-33号は、米財務省およびIRSがFATCA規則をさらに改正する予定だと発表しています。同通達は、FFIは2014年7月1日以降2015年1月1日より前に開設された事業体口座を既存口座として取り扱うことができるとしています。これは、実質的に事業体口座に関して、発効日を6ヵ月延長するということで、FFIがFATCAのオンボーディング (新規顧客申込み) に係る義務を満たすまでに一息つく余裕ができたわけです。

源泉徴収義務者、外国金融機関およびその他のFATCA適用対象事業体によるFATCA規則の施行に関して、IRSの執行および事務管理上は、2014年および2015年は移行期間とみなされます。重要なことは、IRSは、このような事業体がFATCA規則遵守のためにどれだけ誠実な努力をしてきたかを考慮に入れるという点です。FATCA規則遵守のために誠実な努力をしてこなかった事業体は、移行期間中、IRSによる執行から救済されません。

CISCAに基づく委員会通達第80号の改正

2014年1月、FSBは、集団投資スキームに適用される有価証券のタイプおよび上限を定めた委員会通達第80号に代わる通達案を発表しました。この通達案は、主に現行条件のテクニカルな修正を取り扱っています。

年金基金法1956年—Regulation 28

デリバティブ商品の利用条件を定めたRegulation 28通達案第3版が、2013年11月6日に公表され、コメントが募集されました。

南アフリカの退職基金によるヘッジファンドへの投資条件を提示したRegulation 28通達案第2版は、2013年10月末に、FSBによって公表されました。資産運用会社は、南アフリカ貯蓄投資業協会 (ASISA) を通じてこの通達に回答しました。金融サービス委員会 (FSB) は、業界からのコメントへの回答を発表し、コメント提出期間を2014年後半まで延長しました。

最近のグローバル調査で、KPMG南アフリカは、資産運用会社は事業費総額の7%以上をコンプライアンスのためのテクノロジー、人員、戦略に充てているという結果を目にしました。

中東

規制は中東市場開放へ

国際基準ではまだ萌芽期とは言え、中東は次第に世界中の資産運用会社にとって重要な地域になりつつあり、魅力的な市場機会を提供しています。

上昇基調の石油・ガス価格がもたらす力強い経済成長と金融の発展は、確実に、この地域の資産運用業界に絶好の機会を数多くもたらすはずです。さらに、ドバイでの2020年万国博覧会をはじめ、最近になって開催が決まったイベントは、この地域への資本流入を促進するでしょう。この地域の人口動態の特徴も、人口の60%が30歳未満と、明るい材料になっています。⁵

中東の資産運用会社にとって最も心躍る成長機会の1つは、人気が高まってきているシャリア（イスラム教の教義）を遵守したファンドの成長にあります。シャリア・ファンドへの関心は、好調な運用実績、保守的な投資アプローチ、この地域に歴史的に主力投資商品がなかったことを背景に高まってきています。

世界の人口の約26%がイスラム教徒と推定されますが、シャリア適格の金融資産は、世界の金融資産の1%未満にすぎません。⁶ 若年層のイスラム教徒とコミュニティが将来に備えた貯蓄を始めている中、この明らかなギャップが、資産運用会社に、年15 - 20%で成長している好調なセクターに進出する大きな機会を示しています。この層の投資の好みが広がるにつれ、より広範で革新的な金融商品を提供できる現地の資産運用会社が求められます。

オマーン



安定した緩やかな成長

2014年の経済成長率は5%近くになると予測されます。オマーンの政府予算は、同国の主要収入源である原油に依存していることを認識しており、以下の達成を目指しています。

- 政府支出の増加を抑える
- 石油以外の収入を伸ばし、経済基盤の多様化を進める
- 民間部門の参加一官民連携の活発化一を推進して、共同経済プロジェクトを立ち上げ、就業機会を増やす
- 国内投資および外国投資を奨励する

バーゼルIIIの資本規制に関するガイドライン

バーゼルIIIは、資本の中心的な形態はTier 1 資本であり、そのうち普通株式等Tier 1 (CET 1) が中心的な構成要素になると提言しています。したがって、オマーンで事業を行う銀行は、現在定められている自己資本充実度に基づき、次の最低自己資本比率を常時維持しなければなりません。

普通株式等資本比率：
リスク加重資産 (RWA) の7%
Tier 1 資本比率：
RWAの9% (事業継続ベースの資本)
総資本比率：
RWAの12% (事業継続ベースの資本)

追加資本バッファー要件

追加資本バッファーは、各銀行に平常時のうちに資本バッファーを増強するよう促し、非常時にそれを取り崩せるようにしておくことを目的としています。カウンターシクリカル資本バッファーの目的は、信用残高が過剰に増える傾向がある景気上昇期に高まりがちなシステムリスクから、銀行セクター全体を守ることです。ひとまとめにバッファー要件と呼ばれるこれらのバッファーは、以下により構成されています。

- 資本保全バッファー (CCB) : 総RWAの2.5%とする
- カウンターシクリカル資本バッファー (CCYB) : 総RWAの0%から2.5%までの間

資本保全バッファーは2014年1月1日から施行され、完全施行期限は2017年1月1日となっています。CBOは、2014年中に、施行に関するさらなるガイダンスをまとめたコンセプトペーパーを発行する予定です。

CBOが銀行に与信総額の5%を中小企業に割り当てることを義務付け

CBOは、オマーンで事業を行うすべての銀行に、2014年12月末までに与信ポートフォリオ総額の5%を同国の中小企業に割り当てるよう命じました。

⁵ [ICAEW Economic Insight: Middle East] 2013年第1四半期

⁶ 世界の金融資産総額225兆米ドル([Global Capital Markets 2013]、マッキンゼー・グローバル・インスティテュート) およびイスラム金融資産総額1.8兆米ドル([Islamic Finance Industry]、マレーシア国際イスラム金融センター) をベースとして算出。



関連公報も、銀行に対して、中小企業のニーズによりよく応えるために別個の担当部署を設置し、信用の流れを改善するようにし、プロジェクト組成、財務および経営管理、ビジネス・イニシアチブの指導、技術的支援、原材料調達、プロセス管理、マーケティングその他を通じて起業家精神を育むようにと助言しています。

非居住者への信用エクスポージャーおよび海外に配分している銀行資金に関するガイドライン

CBOは、2014年3月31日、非居住者への信用エクスポージャーおよび海外に配分している銀行資金に関する新たなガイドラインを発行しました。このガイドラインに定められた健全性の上限を超えている銀行には、公報の日付から6ヵ月以内にエクスポージャーを健全性の上限までに減らすか、エクスポージャーの満期日か、どちらか早い方までの猶予期間が与えられます。

イスラム金融規制フレームワーク

2000年銀行法を改正した国王勅令 (Royal Decree 69/2012) に従ってCBOは待望のイスラム金融規制フレームワーク (IBRF: Islamic Banking Regulatory Framework) を発行しました。IBRFは、イスラム金融のあらゆる側面を網羅した詳細かつ包括的な文書です。イスラム系銀行および投資銀行業務を行う窓口は、IBRFに記載された一定の要件および条件に従わなければなりません。

2013年には、イスラム系銀行2行と、従来からの現地銀行のイスラム金融窓口6カ所が開設されました。

カタール



2008年の金融危機後、湾岸協力会議 (GCC) 諸国の資産運用業界は、緩やかに回復してきています。カタールの資産運用業界は、比較的低リスクの環境で他の新興国市場と同水準のリターンを創出する機会があるので、今後数年間、力強く成長することでしょう。

カタールは萌芽期ながら急成長している資産運用業界の本拠地となっており、運用会社6社と11のファンドビークルの資産規模は1億5,660万米ドルに上ります。こうした資産の大部分が株式ビークルに投じられており、その割合は運用資産の約99%に達します。また、これらのファンドを運用するのはカタールの資産運用上位5社です。

GCC諸国の政府系ファンド (SWF) も過去数年間に資産ベースを大幅に拡大しており、GCC諸国が保有するすべての外国資産の半分以上を占めています。カタールのSWFは、カタール投資庁 (QIA) によって運用されており、世界のSWF資産 (SWF協会による) のうち約1700億米ドルを占めています。

MSCIが2014年5月にカタールをフロンティア市場から新興市場に分類し直したことは非常に大きな進展で、カタール証券取引所に4億米

ドル以上の資本流入を呼び寄せると期待されています。

新たな規制の枠組み

カタールには、カタール中央銀行 (QCB)、カタール金融センター規制庁 (QFCRA)、金融・資本市場を規制するカタール金融市場局 (QFMA) の3つの規制機関があります。2012年12月、金融規制制度を単一化した新たな規制の枠組みが誕生し、これら3つの規制機関が1つの傘下で機能することになりました。規制機関が「国家ビジョン2030」や「国家開発戦略2011年 - 2016年」の目標を達成すべく、規制方針を定めて適用し、国際基準やベストプラクティスを実現していく過程で、この新法が規制機関の相互協力を強化する基盤を築くことになります。また、以前はビジネス通商省が行っていた保険、再保険、保険仲介会社の許認可と監督責任を、今後はQCBが負います。

2013年12月、カタールの金融セクター規制当局間の徹底した協力の成果として、3ヵ年戦略計画が導入されました。これは、カタールを金融セクター規制におけるこの地域のリーダーの地位に押し上げ、グローバル金融センターになるというカタールの野心的な大望に貢献することを目指しています。戦略計画は、互いを強化し合う6つの目標を定めた包括的な文書です。以下に掲げた目標のそれぞれに戦略と作業プランが示されています。

- 一貫性のある、リスクベースの個々の金融機関レベルでの健全性フレームワーク構築による規制の強化
- マクロレベルでの健全性監督の強化
- 金融市場インフラの強化

欧州、中東、アフリカ (EMA) の展望

- 消費者および投資家保護の強化
- 規制当局間の協力の推進
- 人的資本の強化

カタール金融センター (QFC) の資産運用制度は、資産運用業界を強力かつダイナミックで進歩的なものとするための道を切り開いた多数の規制イニシアチブの恩恵を受けています。

資産運用業界に関する主要な規則集は、QFCRAの「集団投資スキーム規則2010年 (COLL)」および「私募スキーム規則2010年 (PRIV)」です。これらの新規則は国際基準に則しており、あらゆる種類の顧客ニーズを満たす様々なスキームを提供しています。さらに、QFCRAの「事業行為規則集 (COND)」が、集団投資スキームのマーケティングや販売を含め、QFCが行う金融商品の勧誘・広告に関する要件や基準を明記しています。QFCRAが定める資産運用会社の最低資本要件は、25万ドル (業務がファンド管理に限定されている場合の、集団投資ファンドの運営目的) から200万ドル (投資に携わる場合) まで幅があります。

QFCRAによる規制改革

2013年、QFCRAは金融機関に対する規制をさらに強化するため、次のような改革を実施しました。

コーポレート・ガバナンス: 2013年7月1日、ガバナンスおよび管理対象業務に関する新たな規則が施行されました。QFCRAによると、この新規則はガバナンスとリスク管理をカバーする規則の強化を目指しており、QFCから認可を受けた企業の運営母体には、以下の事項を決定・構築することが求められます。

- ガバナンスの公式な枠組み
- リスクマネジメントおよび内部統制の枠組み
- 報酬ポリシー

マネーロンダリング対策: カタールは2010年、金融活動作業部会 (FATF) と連携してマネーロンダリングおよびテロ資金供与防止策を実施するというコミットメントの一環として、関連法制を改正して2010年法令第4号「マネーロンダリングおよびテロ資金供与防止対策法」を發布しました。また、QFCRAは2013年2月1日、マネーロンダリングおよびテロ資金供与防止に関連する新たな規制改革を実施しました。これは、カタールのFATFに対する広範なコミットメントを反映したものとなっています。

イスラム金融窓口: 2013年2月1日、イスラム金融窓口 (カタールの従来型の銀行でイスラム金

融を提供する部署) の営業を禁止する新たな規制が施行されました。この新規制はQFCの認可企業に対し、実質的にすべてのイスラム金融窓口の営業中止を求めるものですが、QFCの「保険事業規則2006年」に基づくタカフル (イスラム法に基づく保険) 事業は例外とされます。

FATCA: 資産運用会社が直面する最も大きな課題の1つは外国口座税務コンプライアンス法 (FATCA) の導入です。FATCAは、運用会社に米国以外の金融口座や事業体に投資している米国人を特定することを義務付けています。遵守には膨大なプロセスと技術的変更が必要となります。

シャリヤ・ファンドの成長: カタールを含めたGCC地域の資産運用業界にとって最も心躍る成長機会の1つは、人気が高まってきているシャリヤ (イスラム教の教義) を遵守したファンドの成長にあります。シャリヤ・ファンドへの関心は、好調な運用実績、保守的な投資アプローチ、この地域に歴史的に主力投資商品がなかったことが促進要因となってきました。世界の人口の約26%がイスラム教徒と推定されますが、シャリヤ適格の金融資産は、世界の金融資産の1%未満にすぎません。

この明らかなギャップが、資産運用会社に、この好調なセクターに進出する大きな機会を示しています。

急成長するカタール経済と、オンショアの事業環境、強固な法規制が組み合わさり、必ずやこの先何年もカタールの資産運用業界を後押しすることでしょう。

アラブ首長国連邦 (UAE)



GCC地域全体で目の当たりにしてきたのと同様に、ここ数年、UAEにおいても資産運用セクターに関する規制課題をめぐる活動が活発化してきました。2012年6月、投資ファンド規制 (IFR) がUAEで国内法制化されました。IFRは、投資ファンドの許認可およびマーケティング、並びに多数の関連活動の規制責任をUAE中央銀行 (CBUAE) から証券・商品委員会 (SCA)

に移管しました。SCAは、UAEが金融サービスの規制と監督の「ツインピークス」モデルの導入を検討しており、IFRはその方向への第一歩であることを確認しました。このモデルでは、CBUAEは、システムの安定性と健全性の監督に責任を負い、SCAは事業行為に関する事項 (市場の監視と消費者保護を含む) に責任を負います。

IFRで重要な点は、UAE自由貿易地域内で設立された投資ファンドは、「外国」ファンドとみなされるという点です。これは多数の国際金融企業招致に成功してきたドバイ国際金融センター (DIFC) とその独自規制に直接影響を及ぼしかねないことから、市場に驚きを持って受け止められました。主な懸念は、DIFCを本拠地とする投資ファンドを外国ファンドとして分類することにより、DIFCファンドの運営コストが増大し、利益が減少するのではないかとということです。DIFCはこれまで中東の玄関口と捉えられてきたので、DIFCを本拠地とする投資ファンドに特権を与えないことによって、投資ファンドの運営拠点としてのUAEの魅力に影響が出る可能性があります。

IFRが発効になり、最近、SCAは資産運用規制に関する取締役会決定2014年第1号を発表しました。これは2014年2月28日に発効しました。

新たな資産運用規制 (IMR) は、UAEの投資ファンドの投資家の保護を強化しています。

新たなSCA制度とその影響

投資と資産運用活動に対する規制がSCAに移管されたため、UAEで当該活動を行う既存事業体はすべて (銀行および投資会社を含む)、2015年2月28日までに、SCAから新たな免許を受けなければなりません。2015年2月28日以前の中央銀行への問い合わせや申請については、SCAにまわされ、承認されます。IMRは既に発効しているので、SCAから免許を受けることができます。

最近の改正は、個人投資家保護の維持と、投資家を惹きつけたいファンドスポンサーや運用会社にUAEを魅力的な金融ハブとしてプロモーションをすることのバランスを慎重に取っています。

DIFCで営業している国際的なファンドスポンサーと運用会社、そしてDIFCを本拠地とするファンドは、IMRの下では外国法域として取り扱われますが、最近の改正の恩恵を受けるでしょう。特に、UAEでの適用免除クラスの投資家へのアクセスは、UAEへの「玄関口」としてのDIFCの独自のセールスポイントの土台となります。

バーレーン



バーレーンの資産運用業界は、免許を受けた投資会社と集団投資ユニット（ファンド）によって構成されています。業界は、バーレーン中央銀行（CBB）によって規制されています。

投資会社とは、規制対象の投資サービスのみに従事し、CBB規則集第4巻「投資事業」に基づいて規制される、CBBから免許を受けた会社をいいます。この1年、投資会社に関する大きな変更はありませんでした。

一方、ミューチュアルファンドの規制環境は、地域的、国際的動向の変化を受けて2012年5月に新たな集団投資スキーム規則が導入されたことで、法制上の大きな変化（1992年から3度目の改正、前回の改正は2007年）がありました。CBBは、投資業界参加者との広範なコンサルテーションを経て、CBB規則集第7巻に当たる「集団投資事業（CIU）」を発表しました。

バーレーンのミューチュアルファンド業界は、CBBが国際的、地域的動向やベストプラクティスと歩調を合わせて規制の枠組みを改正することが必要となるほど成熟していました。また、特定の投資家のニーズを満たす新しいイノベティブな投資商品への需要が高まり、投資家主導となっていました。

新たな規制の枠組みは、コーポレート・ガバナンス、ファンドの関係当事者それぞれの役割と責任などの重要分野の強化に貢献してきました。これは、役割が明確に定められたことで、実質的に規制当局の監督が強まったということです。

2012年5月以前の規制の枠組みは、実質的に、個人投資家を対象としていました。新規則は、旧規制を改正すると共に、プロ向けCIUや適用免除CIUに関する規定が盛り込まれ、提供できるCIUの範囲が広がりました。ファンドの新たな主要カテゴリーが2つ導入されました。1つは国内・地域市場のニーズに応える「バーレーン不動産投資信託（B-リート）」で、もう1つは柔軟なファンド構成ができる新しいタイプのミューチュアルファンド「私募投資事業（PIU）」です。いずれも私募投資を促進するためのものなので、富裕層の個人投資家と機関投資家のみに提供できることになっています。これにより、

バーレーンで設定できるファンドの種類が広がりました。新規則は、ミューチュアルファンドをカテゴリー別に（個人向け、プロ向け、適用免除、私募）に特徴づけて投資家のニーズに応えています。ターゲット投資家のタイプとその投資熟練度に応じて、また適切なレベルの監督を適用して、カテゴリー別に規則を定めています。バーレーンの規制の枠組みでは、バーレーン籍のCIUを設立しようという事業者がバーレーンに本拠地を置いている必要はなく、CBBが許容できる定評のある法域に本拠地を置いていけばよいのです。

また、バーレーンの規制の枠組みは、CBBが信頼できると認めた法域で設定され、規制対象となっている外国ファンドをバーレーンで投資家に提供することを認めています。これは、投資家に提供される前にCBBに登録・承認されていることを条件とし、提供対象はプロと適格投資家に限られます。これにより、国内投資家は世界中の投資機会を利用できる機会を与えられています。

サウジアラビア



サウジアラビアでは、投資銀行の事業活動は、資本市場の唯一の規制・監督当局である資本市場庁（CMA）によって規制されています。CMAは、投資家の権利を守り、市場における公平さと効率を確かなものとするための規則や規制の発行を目指しています。

CMAにおけるコーポレート・ガバナンス基準に関するイニシアチブ

2014年1月、CMAは「私たちの活動および作業のガバナンス基準」を適用しました。これに従って、CMA審議会（board）は、庁内にいくつかの専門委員会を構成、設置することを承認しました。審議会は、「CMA内部監査委員会規制」や「CMA専門委員会規則」をはじめとする委員会に適用される規則や規制を承認しました。承認された委員会向けの規則や規制の目的は、最高水準の職業意識を持って意思決定が行われるようにするために、庁内でワーキングポリシーを策定し、内部手続きを強化するこ

とです。この委員会は、活動を強化し、ガバナンス、責任、意思決定の慣行を実施するCMAの継続的発展のための枠組みの一部です。これが、業績や効率に反映されることでしょう。

市場の開放、機会の増加

この地域に対する国際的投資家の関心が高まり、大いに期待されていた政策転換が起こる中で、CMAと国内の証券取引所は、市場の規制と監視を向上させるための措置を講じることに、投資家の信頼を育もうと努めています。

サウジ上場企業に関する情報を国際舞台に紹介し、強化するために、2014年5月、タダウル（サウジ証券取引所）とGoogleは、情報ライセンス協定を締結しました。これは、テクノロジーおよびインターネット検索エンジンの世界のリーダーに、中東・北アフリカ（MENA）地域最大のサウジ証券取引所に上場している160社の直近および過去データの配布を認めるものです。

インターネット利用者は、GoogleファイナンスやGoogle検索でこのような情報にアクセスできるようになります。サウジ証券取引所は、Googleファイナンスを介してデータを発信することを認めたMENA地域初の証券取引所であり、世界の30以上の主要証券取引所の1つです。

FATCA

FATCAは、サウジアラビアの資産運用会社にとって、引き続き大きな課題です。FATCAがサウジアラビアの資産運用会社に大きな影響を及ぼすのは明らかです。登録も、コンプライアンスも、大変な作業です。資産運用会社の多くは、FATCAの税法について学び、米国人顧客をより把握するためのプロセスを策定する必要があります。FATCA遵守機関になるためには多大な時間が必要です。

08



おわりに： 高まる整合性と協力

間違いなく、現在の規制強化の波は、資産運用会社に大きな課題を突き付けています。規制強化は確かにビジネスチャンスをもたらすものの、同時に代償が伴うことに疑いの余地はありません。しかし、規制が徐々に統一性を持ってきている兆しがあり、これが資産運用会社にかかる圧力を緩和していくかもしれません。現在の規制環境の際立った特性は、各国・地域の規制当局が明らかに連携を始めたいと考えていることです。

各 規制当局が、現在進行中のリテール分野の規制および監督の改正について連携し、統一化を図っている例があります。2013年12月、IOSCOは、「個人向け仕組商品規制」という報告書を発行しました。これは、証券規制当局が個人向け仕組商品を規制する上で役に立ちそうな規制オプションを概説したツールキットを定めています。このツールキットは、発行から販売、投資まで個人向け仕組商品市場のバリューチェーンに沿って取りまとめた5分野15種の規制ツールから成ります。

- 個人向け仕組商品を対象とした考えられる規制アプローチ（規制逃れ、バリューチェーン全体への注目等）
- 商品設計および発行に関して考えられる規制（ターゲット投資家の特定および評価、金融モデルの利用、商品承認プロセス、商品基準のツール等）
- 商品の情報開示およびマーケティングに関して考えられる規制（開示基準、略式または要約による開示、コストおよび報酬・手数料、公正価値評価の採用、シナリオ仮説、バックテスト、情報に基づいた投資決定の拡大に関するツール等）
- 商品販売に関して考えられる規制
- 販売後の慣行に関して考えられる規制

店頭デリバティブの報告および処理方法に関して論争となっている問題をめぐっても整合性が図られるようになってきています。金融安定理事会は、店頭デリバティブのデータ集計手法に関するフィジビリティスタディを発表しました。

G20首脳陣は、店頭デリバティブ改革へのコミットメントの一環として、店頭デリバティブ契約はすべて、取引情報蓄積機関（TR: trade repository）に報告しなければならないことに合意しました。FSBは当初、この改革の実施がデリバティブ市場の透明性を高め、システミックリスクを軽減し、市場を不正行為から守るのに十分かどうか評価するように依頼されていました。データが多数の法域に複数あるTRに報告されることから、FSBは、現在、どのようにすればTRに報告されたデータが、特に集計された形で入手できるようにすることで、当局に有効に使われるようになるかについて、さらに調査するように依頼されています。米国のプロジェクトだと広く認識されているFATCAさえも、現在、国際社会で導入されてきています。2014年2月、OECDは、金融口座情報の自動交換についての国際基準を発表しました。OECDとG20各国がEUと緊密に連携して策定したこの国際基準は、「OECD FATCA」プロジェクトの一部を成しています。この基準は、2014年初めのシドニーでのG20会合で、20カ国の財務相と中央銀行総裁によって署名承認されました。各国の規制当局が話し合いを行い、協調し始めているという状況は、資産運用業界にとってプラスでしかあり得ません。各資産運用会社は、規制に伴う諸問題や各種制約を評価した上で、規制の明確化と整合化を利用しビジネスを推進する計画を立てるべきです。それには必然的に、追加投資や、将来的な戦略と資源の見直しが求められますが、顧客はその成功を期待しているのです。

謝辭

Americas region

Marco Andre Almeida

KPMG in Brazil
T: +55 21 3515 9404
E: maalmeida@kpmg.com.br

Peter Hayes

KPMG in Canada
T: +1 416 777 3939
E: phayes@kpmg.ca

Joaquin Lira

KPMG in Chile
T: +56 2 2798 1203
E: jlira@kpmg.com

Cara Scarpino

KPMG in the US
T: +1 201 505 3474
E: cscarpino@kpmg.com

John J. Schneider

KPMG in the US
T: +1 61 7988 1085
E: jjschneider@kpmg.com

EMA region

Mahesh Balasubramanian

KPMG in Bahrain
T: +973 17224807
E: bmahesh@kpmg.com

Ravi Beegun

KPMG in Luxembourg
T: +35 222 5151 6248
E: ravi.beegun@kpmg.lu

Paul Callaghan

KPMG in Oman
T: +968 2474 9234
E: pcallaghan@kpmg.com

Justin Chait

KPMG in South Africa
T: +27 8 2719 1711
E: justin.chait@kpmg.co.za

Dominique Duneau

KPMG in France
T: +33 1 5568 6723
E: dduneau@kpmg.fr

Bhavesh Gandhi

KPMG in Kuwait
T: +965 2228 7000
E: bgandhi@kpmg.com

Gerard Gaultry

KPMG in France
T: +33 1 5568 7030
E: ggaultry@kpmg.fr

Roseline Glaizal

KPMG in France
T: +33 1 5568 8766
E: rglazal@kpmg.fr

Tim Howarth

KPMG in the UK
T: +44 20 7311 6640
E: tim.howarth@kpmg.co.uk

Gabrielle Jaminon

KPMG in Luxembourg
T: +35 222 5151 7635
E: gabrielle.jaminon@kpmg.lu

Furqanullah Khan

KPMG in Saudi Arabia
T: +966 1 1874 8500
E: furqanullahkhan@kpmg.com

Gustaaf Kruger

KPMG in South Africa
T: +27 2 1408 7044
E: gustaaf.kruger@kpmg.co.za

Omar Mahmood

KPMG in Qatar
T: +974 4457 6444
E: omarmahmood@kpmg.com

Sven Muehlenbrock

KPMG in Luxembourg
T: +35 222 5151 6819
E: sven.muehlenbrock@kpmg.lu

Margaret Murphy

KPMG in Ireland
T: +353 1700 4016
E: margaret.murphy@kpmg.ie

Raphael Ongom

KPMG in Bahrain
T: +973 17224807
E: rongom@kpmg.com

Gary Pickering

KPMG in South Africa
T: +27 2 1408 7310
E: gary.pickering@kpmg.co.za

Heleen Rietdijk

KPMG in Ireland
T: +353 1700 4111
E: heleen.rietdijk@kpmg.ie

Dee Ruddy

KPMG in Luxembourg
T: +35 222 5151 7369
E: dee.ruddy@kpmg.lu

Jeroen Ruepert

KPMG in the Netherlands
T: +31 2 0656 8346
E: jeroen.ruepert@kpmg.co.uk

Austin Rudman

KPMG in Dubai
T: +973 4 403 0323
E: arudman1@kpmg.com

Elmar Schobel

KPMG in Germany
T: +49 69 9587 1700
E: eschobel@kpmg.com

Markus Schunk

KPMG in Switzerland
T: +41 58 249 36 82
E: markusschunk@kpmg.com

Manvinder Singh

KPMG in Oman
T: +968 2474 9276
E: manvindarsingh@kpmg.com

Edward Snieder

KPMG in the Netherlands
T: +31 2 0656 7941
E: snieder.edward@kpmg.nl

Shawn Spilsbury

KPMG in the UK
T: +44 20 7311 4122
E: shawn.spilsbury@kpmg.co.uk

Pascal Sprenger

KPMG in Switzerland
T: +41 58 249 42 23
E: psprenger@kpmg.com

Michèle Steinmann

KPMG in Switzerland
T: +41 58 249 7789
E: msteinmann@kpmg.com

Rizwan Yaseen

KPMG in Qatar
T: +974 4457 6444
E: ryaseen@kpmg.com

ASPAC region

Seiji Kamiya

KPMG in Japan
T: +81 3 3548 5100
E: seiji.kamiya@jp.kpmg.com

Samantha Kim

KPMG in Australia
T: +61 2 9335 8633
E: samanthakim@kpmg.com.au

Jane Leung

KPMG in China
T: +852 2826 8032
E: jane.leung@kpmg.com

Ryuichi Murasawa

KPMG in Japan
T: +81 3 3548 5100
E: ryuichi.murasawa@jp.kpmg.com

John Teer

KPMG in Australia
T: +61 2 9335 7569
E: jteer@kpmg.com.au

David Waller

KPMG in Singapore
T: +65 6213 3007
E: davidwaller@kpmg.com.sg

Kaye Wheatley-Brown

KPMG in Australia
T: +61 3 9288 6189
E: kwheatleybro@kpmg.com.au

Shahid Zaheer

KPMG in Singapore
T: +65 6411 8923
E: szaheer@kpmg.com.sg

略語集

AIFMD	Alternative Investment Fund Manager Directive : オルタナティブ投資ファンド運用者指令	GPIF	Government Pension Investment Fund : 年金積立金管理運用独立行政法人
ANBIMA	Brazilian Financial and Capital Markets Association : ブラジル金融資本市場協会	HK SFC	Hong Kong Securities and Futures Commission : 香港証券先物取引委員会
APEC	Asia-Pacific Economic Co-operation : アジア太平洋経済協力	IBRF	Islamic Banking Regulatory Framework : イスラム金融規制フレームワーク
ARFP	Asia Region Funds Passport : アジア地域ファンド・パスポート	IFR	Investment Funds Regulation : 投資ファンド規制
ASISA	Association for Savings and Investment South Africa : 南アフリカ貯蓄投資業協会	IGA	International Governmental Agreement : 政府間協定
AuM	Assets under Management : 運用資産	IMR	Investment Management Regulations : 資産運用規制
BOJ	Bank of Japan : 日本銀行	IORP	Institutions for Occupational Retirement Provision : 企業年金
B-REITs	Bahrain Real Estate Investment Trusts : バーレーン不動産投資信託 (B・リート)	IOSCO	International Organization of Securities Commissions : 証券監督者国際機構
BRS	Business Requirement Specification : 業務要件明細書	JGB	Japanese Government Bonds : 日本国債
CBB	Central Bank of Bahrain : バーレーン中央銀行	JOBS	Jumpstart Our Business Startups : JOBS法
CBI	Central Bank of Ireland : アイルランド中央銀行	JSE	Johannesburg Stock Exchange : ヨハネスブルグ証券取引所
CBUAE	Central Bank of the UAE : UAE中央銀行	MIDAS	Market Information Data Analytics System : 市場情報データ分析システム
CCyB	Capital Conservation Buffer : 資本保全バッファ	MiFID	Markets in Financial Instruments Directive : 金融商品市場指令
CCyB	Countercyclical Capital Buffer : カウンターシクリカル資本バッファ	NBNL G-SIFIs	Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions : システム上重要なノンバンク金融機関
CET1	Common Equity Tier 1 : 普通株式等 Tier 1	NEAT	National Exam Analytics Tool : 全国調査分析ツール
CIS	Collective Investment Scheme : 集団投資スキーム	OMI	Office of Market Intelligence : 市場情報室
CISA	Swiss Collective Investment Schemes Act : スイス集団投資スキーム法	OWG	Outsourcing Working Group : 外部委託ワーキンググループ
CISCA	Collective Investment Schemes Control Act : 集団投資スキーム管理法	PBOC	People's Bank of China : 中国人民銀行
CISO	Swiss Collective Investment Schemes Ordinance : スイス集団投資スキーム条例	PE	Private Equity : プライベート・エクイティ
CIUs	Collective Investment Undertakings : 集団投資事業	PF	Private Fund : プライベートファンド
CMA	Capital Market Authority : 資本市場庁	PIUs	Private Investment Undertakings : 私募投資事業
COLL	Collective Investment Schemes Rules 2010 : 集団投資スキーム規則2010年	PLC	Public Limited Company : 公開有限会社
COND	Conduct of Business Rulebook : 事業行為規則集	POPI	Protection of Personal Information Act : 個人情報保護法
CSA	Canadian Securities Administrators : カナダ証券管理局	PPF	Pension Protection Fund : 英国年金保護基金
CSRC	China Securities Regulatory Commission : 中国証券監督管理委員会	PRIIPs	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products : リテールや保険ベースのパッケージ型投資商品
CVM	Brazilian Securities and Exchange Commission : ブラジル証券取引委員会	PRIV	Private Placement Schemes Rules 2010 : 私募スキーム規則2010年
DIFC	Dubai International Financial Centre : ドバイ国際金融センター	QCB	Qatar Central Bank : カタール中央銀行
EBA	European Banking Authority : 欧州銀行監督機構	QFC	Qatar Financial Centre : カタール金融センター
ELTIF	European Long-Term Investment Fund : 欧州長期投資ファンド	QFCRA	Qatar Financial Centre Regulatory Authority : カタール金融センター規制庁
EMIR	European Market Infrastructure Regulation : 欧州市場基盤規制	QFMA	Qatar Financial Market Authority : カタール金融市場庁
ESMA	European Securities and Markets Authority : 欧州証券市場監督局	QIA	Qatar Investment Authority : カタール投資庁
EU	European Union : 欧州連合	RBC	Risk Based Capital : リスクベース資本
EuSEF	European Social Entrepreneurship Funds : 欧州社会的起業ファンド	RDR	Retail Distribution Review : 個人向け金融商品販売改革
EuVECA	European Venture Capital Funds : 欧州ベンチャーキャピタルファンド	RWA	Risk Weighted Assets : リスク加重資産
FAIS	Financial Advisory and Intermediary Services : 金融アドバイスおよび仲介サービス法	SBA	Swiss Bankers Association : スイス銀行協会
FATCA	Foreign Account Tax Compliance Act : 外国口座税務コンプライアンス法	SCA	Securities and Commodities Authority : 証券・商品委員会
FATF	Financial Action Task Force : 金融活動作業部会	SCS	Societe en Commandite Simple : 普通リミテッドパートナーシップ制度
FCA	Financial Conduct Authority : 金融行動監視機構	SCSp	Societe en Commandite Special : 特別リミテッドパートナーシップ
FINMA	Swiss Financial Market Supervisory Authority : スイス金融市場監督庁	SFC	Securities & Futures Commission : 証券先物取引委員会
FOFA	Future of Financial Advice : ファイナンシャルアドバイスの未来	SMEs	Small and Medium Enterprises : 中小企業
FSB	Financial Stability Board : 金融安定理事会	SMSFs	Self Managed Superannuation Funds : 自己運用型退職年金基金
FSB	Financial Services Board : 金融サービス委員会	SSE	Shanghai Stock Exchange : 上海証券取引所
FSOC	Financial Stability Oversight Committee : 金融安定監視委員会	SWFs	Sovereign Wealth Funds : 政府系ファンド
GCC	Gulf Cooperation Council's : 湾岸協力会議	TASA	Tax Agent Services Act : 税務代理人サービス法
		TRM	Technology Risk Management : テクノロジー・リスク・マネジメント
		TRs	Trade Repositories : 取引情報蓄積機関
		UAE	United Arab Emirates : アラブ首長国連邦

Contact us

Jeremy Anderson

Chairman Global Financial Services

KPMG

T: +44 20 7311 5800

E: jeremy.anderson@kpmg.co.uk

Bill Michael

EMA Head of Financial Services

KPMG in the UK

T: +44 20 7311 5292

E: bill.michael@kpmg.co.uk

Giles Williams

Partner

Financial Services

Regulatory Center of

Excellence, EMA region

KPMG in the UK

T: +44 20 7311 5354

E: giles.williams@kpmg.co.uk

Charles Muller

Partner

Financial Services

Regulatory Center of

Excellence, EMA region

KPMG in Luxembourg

T: +35 222 5151 7950

E: charles.muller@kpmg.lu

Tom Brown

Global Head of Investment Management

KPMG

T: +44 20 7694 2011

E: tom.brown@kpmg.co.uk

James Suglia

Head of KPMG's Investment Management Sector, Advisory

T: +1 61 7988 5607

E: jsuglia@kpmg.com

John Schneider

US Head of Investment Management Regulatory

KPMG in the US

T: +1 61 7988 1085

E: jjschneider@kpmg.com

Pam Martin

Managing Director,

Financial Services

Regulatory Center of

Excellence, Americas region

KPMG in the US

T: +1 202 533 3070

E: pamelamartin@kpmg.com

Bonn Liu

Head of Investment Management

KPMG's ASPAC region

T: +85 2 2826 7241

E: bonn.liu@kpmg.com

Tom Jenkins

Partner

KPMG in China

T: +85 2 2143 8570

E: tom.jenkins@kpmg.com

Simon Topping

Partner

Financial Services

Regulatory Center of

Excellence, ASPAC region

KPMG in China

T: +85 2 2826 7283

E: simon.topping@kpmg.com

Seiji Kamiya

Partner, Financial Services

Regulatory Center of

Excellence, ASPAC region

KPMG in Japan

T: +81 3 3548 5100

E: seiji.kamiya@jp.kpmg.com

fsregulation@kpmg.co.uk

www.kpmg.com/regulatorychallenges

KPMGファイナンシャルサービス・ジャパン

〒100-8172

東京都千代田区大手町1丁目9番7号

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

TEL : 03-3548-5100

financialservices@jp.kpmg.com

本レポートは、KPMGインターナショナルが2014年6月に発行した“Evolving Investment Management Regulation”を翻訳したものです。翻訳と英語原文間に齟齬がある場合は、当該英語原文が優先するものとします。

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavor to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.

© 2014 KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. Member firms of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International. KPMG International provides no client services. No member firm has any authority to obligate or bind KPMG International or any other member firm vis-à-vis third parties, nor does KPMG International have any such authority to obligate or bind any member firm. All rights reserved. Printed in the UK.

© 2014 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name, logo and “cutting through complexity” are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

Produced by KPMG's Global financial services Practice in the UK.

Designed by Mytton Williams

Publication name: evolving investment Management regulation

Publication number: 131473 Japan 14-1530

Publication date: June 2014