

FINANCIAL SERVICES

資産運用規制の 進化

相反する力に対処する

2015年6月

KPMG International



03



04



24



32



38



46



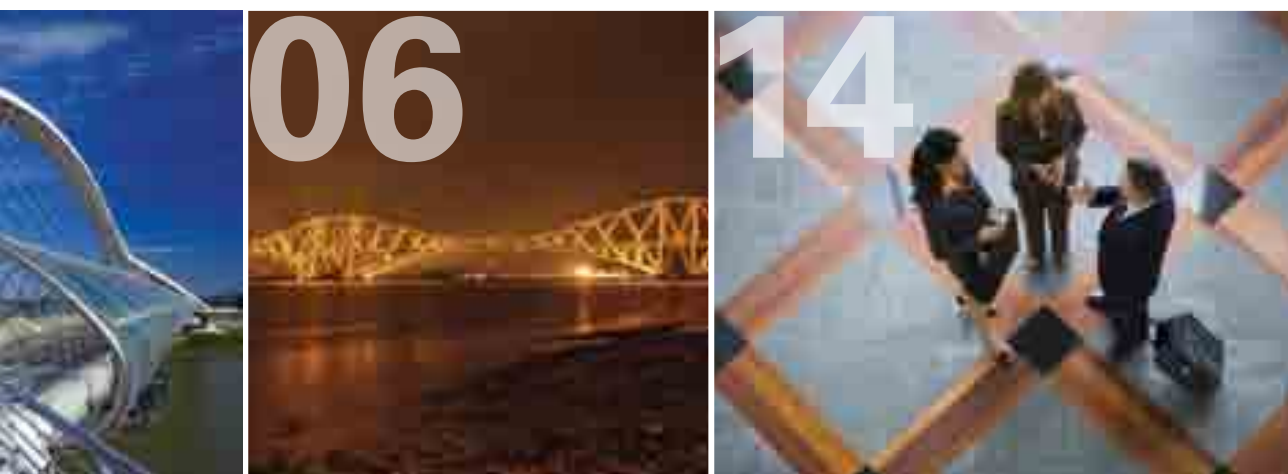


TABLE OF CONTENTS

はじめに	03
エグゼクティブサマリー	04
1. 資産運用が注目の的へ	06
2. 文化、コンダクト、利益相反： 当局は具体的な改革を求める	14
3. 政府による民間投資の奨励	24
4. 政府による長期貯蓄の奨励	32
5. ファンド販売：一部の障壁は低くなるが、高くなるものも	38
6. データ：規制により、報告は著しく変更	46
7. サイバーリスクは主流の位置へ	54
略語集	62
謝辞	64





はじめに



Jeremy Anderson
Chairman KPMG's
Global Financial Services
practice



Tom Brown
Global Head of Investment
Management

相反する力に対処する

資産運用業界にとって、現在は黄金期と言えるかもしれません。長寿、繁栄、そして貯蓄サービスへの需要といった要因が組み合わさり、さらに市場ベースの資金調達に対する需要の増大もあって、資産運用者にとって無数のチャンスが生じています。しかし運用会社は、2つの異なる方向へ向かいつつある規制環境、顧客の希望の変化、資本市場の動向にうまく対処することを学ばなければなりません。

金融危機以降、かつてないほど多くの規制が新たに作られ、現在、導入段階にあります。大部分の規制の意図は前向きなものです。実行には煩雑な作業が伴い、意図せざる結果を招くこともしばしばあります。新規制は非常に多く、内容が重複していたり、互いに矛盾していたりすることすらあります。これらを運用会社が理解し、順守するためには、大量のリソースが必要であり、事業上非常に重要な意思決定を数多く行う必要が出てきます。

さらに、規制による逆風も生まれつつあります。政策議論の新たな段階において、運用業界は舞台の前面に押し出され、2つの異なる方向から引っ張られています。まず一方において、世界の大部分の国の当局は、資産運用者に対して、資本市場の開放政策を通じ、経済成長の促進に寄与することを求め、貯蓄者に対しては、資金を長期的に投資するよう奨励しています。他方、資産運用業界の規模と活動の幅が拡大していることが金融市場の不安定化要因と見なされ、またリテール投資家が過度な投資リスクを取ることを規制当局が懸念するなか、資産運用会社は新たな規制と、当局による監視の強化に直面しています。

このように特殊な状況が組み合わさった結果、経済成長を求める各国政府によって、運用業界はその最前線に押し出されることとなりました。第1に銀行セクターは、その資金供給における伝統的な役割を、以前と同じように果たすことはできなくなっています。第2に、各国の財政には大きな穴が依然残っており、各国は縮小する公的資金の代わりに民間の資金を求め、生産的長期貯蓄を増やすことを目指しています。第3に、急成長する新興国市場は、力強い成長を維持し、上位諸国の間に地位を得るため、資本市場を発展させる必要があります。

戦略的に言えば、資産運用業界は重要な役割を果たすに相応しい立場にあります。業界の目的は、お金を貯蓄・投資しようとしている人から、資金を必要としている人への資本の流れを作ることにあるからです。また資産運用業界は、サービスや商品が国境、言語、文化、時差を越えて販売される、本当の意味で国際的な業界でもあるからです。

しかしながら、まさにその地理的範囲の広さ、そして業界の規模と活動領域の拡大を背景に、資産運用業界は、規制上の大きな課題に直面しています。規制当局は、システミックリスクの削減、適正で秩序ある市場の確保、リテール顧客に関する法制上・規制上の適切な保護体制の構築について、当然ながら関心を寄せています。一方で運用業界は、手数料やコストパフォーマンスに対する疑念に取り組み、対応する必要があります。また増大する脅威から顧客の資産を確実に守らなければなりません。

変革は容易ではありません。しかし、先見の明のある企業は、新たな環境にうまく適応しています。この黄金期の恩恵を享受するには、規制当局との前向きな議論と、何よりも業界の基本的な目的、すなわち、この不透明な世界のなかで、資金を求める企業と、長期的に貯蓄・投資を行う人々を結びつけることに注力しなければなりません。

エグゼクティブ サマリー

資産運用業界は、資本の流れ、ひいては経済成長の促進にあたって、理想的な位置にあります。しかし注目を浴び、政策議論の中心となることはまた負担でもあります。当局は、システミックリスクを削減し、より良い文化を根付かせる一方で、民間投資と生産的な長期貯蓄を拡大することを望んでおり、これによって生じる摩擦は、運用会社の経営幹部の能力を厳しく試すものとなるでしょう。

この摩擦は、どのような影響をもたらすのでしょうか。「資産運用規制の進化」2015年版では、資産運用業界が直面する規制上の綱引きに焦点を当てます。

注目の的に

最大手の資産運用会社やファンドが「システム上重要」な機関として指定される可能性は、今や低くなっているようですが、**資産運用会社とファンドはその規模を問わず、すべてより厳しい監視の対象となっています。**安定し秩序ある市場が引き続き最優先事項であり、マネー・マーケット・ファンド (MMF) と債券ファンドが特に規制上の焦点となっています。また世界の監督当局は、資産運用会社の日常的な監督において、より積極的なアプローチをとろうとしています。

文化、コンダクト、利益相反

規制当局は、資産運用会社の文化の改善に努めています。「文化」および「コンダクト」という言葉の理解と、それに対して各国の

規制当局が選択するアプローチはさまざまですが、いくつかの面は共通しています。運用会社は、サプライチェーンへの責任を一部引き受け、カウンターパーティ、サービスプロバイダー、販売者を監督し、積極的にモニターすることがますます求められています。また、社内のガバナンス、顧客資産の安全、報酬ポリシー、コストパフォーマンスへの注力も必要です。

資産運用会社の至上命題は、代理人として、明確に顧客の利益のために行動し、正面から利益相反に対処することにあります。具体的には、投資家に真の価値と恩恵をもたらす商品を生み出し、販売しなければなりません。資産運用者は透明性を失ってはならず、すべてのコストと手数料について、それがどのように設定されたかということも含め、その正当性を証明できなければなりません。こういった点について、規制当局は強い態度を示しています。

民間投資を促進する

特に西欧諸国の当局は、新興企業や物的・社会的インフラ建設向け融資のため、民間投資を促進しています。**資産運用会社は、さまざまなタイプの資産への資本の流入を促進する役割を求められています。**そして世界全体では、新しい証券市場が開設され、新たな資金調達構造やファンド商品が導入されつつあります。しかし同時に、多くの規制当局は依然として、小額の貯蓄しか持たない一般の人々が、「リスクが高い」可能性が

ある資産クラスに投資することを懸念しています。多数の規制当局が、クラウドファンディングの成長に関心を寄せているほか、責任あるスチュワードシップが引き続き規制上の注目点となっています。

長期貯蓄も奨励

退職後の備えを拡大する必要性は、今なお当局が最も気にかけている点です。既存の年金制度に関する多くの変更のほか、新たな年金商品や非課税貯蓄口座の導入が進んでいます。これは資産運用業界にとっては、運用資産と、ファンドベースの新たな退職商品を提供する機会が増えることを意味します。しかしながら、その結果として**運用資産がさらに拡大すれば、システミックリスクに関する規制上の議論において、さらに摩擦が強まるかもしれません。**

販売方法はなお流動的

販売障壁の一部は撤廃されつつありますが、新たに生じつつある障壁もあります。例えば新しいファンド・パスポートは、地域内の国境という障壁を低くするものですが、それらの市場で活動する外国の運用会社にとっては、障壁が高くなることを意味します。一方、**以前は受け入れられていた販売慣行の多くが、今となっては受け入れられず、**規制当局は、コストと手数料の透明性を大きく高めるよう強く求めています。特に、リテール市場で販売される商品の複雑さについては、詳細な検討が行われています。



“銀行は特別”とはよく言われることです。資産運用会社は、銀行とは完全に異なるリスクと機会の組合せを作り出します。しかし彼らもまた、金融システムや、経済全体にとって特別なのです。運用業界がその規模と重要性を増せば、さらに特別な存在になるかもしれません。“資産運用の時代”が到来した可能性があります。”

アンドリュー・ホールデン、イングランド銀行金融安定化担当理事、2014年4月4日

報告は著しく変化

資産運用会社にとって、規制上のデータの扱いに関する課題は重く、いまま増大し続けています。成功の鍵の1つは、いかにデータを処理するかという点です。業界全体がまとまって対応している国はほんのわずかしかありません。資産運用会社は、**長期的なデータ・アーキテクチャ戦略を構築**することによって、増大するデータニーズに対処し、関連支出を「増分費用」から「エンベディッド・バリュー（EV）」に進化させること

ができます。一旦、適切なデータ・アーキテクチャと成熟した解析法を構築してしまえば、事業上の重大な問題に対する答えを導き出したり、確実に報告義務を果たしたりすることが可能となります。

サイバーリスクがアジェンダの中心に

サイバーリスクの規模の大きさが明確になるにつれて、世界の規制当局と監督当局はこの問題に対応するようになっていきます。企業の取締役会は、**社内のサイバーセキュリティ**

ポリシーと組織能力について、鍵となる質問を自らに問うべきでしょう。

現在、規制を巡り事業活動全体に生じている摩擦を解消できる能力のある資産運用会社はほとんどないでしょう。しかし多くの運用会社は、現在の環境下で何とかして前進していくと見られます。こうした企業は、多くの機会を活かすだけの十分なイノベーション能力と、データを巡る課題に正面から対応できるだけの柔軟性を持つことになるでしょう。

資産運用会社は規制上の相反する動きに対処する必要がある



出典：KPMGインターナショナル、2015年

1.

資産運用が 注目の的へ

重要ポイント

- 最大手の資産運用会社やファンドが「システム上重要」な機関として指定される可能性は、今や低くなっているようです。
- しかし資産運用会社とファンドはその規模を問わず、すべて監視の対象となっています。
- 安定し秩序ある市場は、その内部での資産運用会社のコンダクトと合わせ、引き続き規制上の最優先事項となっています。
- 世界の監督当局は、より積極的なアプローチをとろうとしています。



金

融危機後の早い時期の規制改革は、ホールセール市場、OTC（店頭）デリバティブ取引、ヘッジファンドに焦点が置かれていました。銀行構造に関する議論は続いています。政策担当者と規制当局は現在、資産運用業界への注目を強めています。

最大手の資産運用会社やファンドが「システム上重要」な機関として指定される可能性は、今や低くなっているようです。しかし資産運用会社とファンドは、その規模を問わず、すべて監視の対象となっています。多くの規制当局が、資産運用会社の活動と市場の安定性について疑問を提起しつつあります。特に、債券ファンドとローンファンドは規制当局の関心の的です。また、秩序ある資本市場と、顧客の代理としてそれらの市場を利用する資産運用会社のコンダクトは、今もなお規制上の最優先事項となっています。

資産運用会社とシステミックリスクに関する問題

資産運用会社とシステミックリスクに関する議論が注目を集めています。

国際通貨基金（IMF）、国際決済銀行（BIS）、金融安定理事会（FSB）、証券監督者国際機構（IOSCO）¹、米国の金融安定監視委員会（FSOC）はいずれも、資産運用会社が運用する資産の大幅な増加と、それに伴って、市場が危機に陥った際に1つあるいは複数の資産クラスから大量の資金が流出することへの懸念に、全面的に対応しています。

2015年4月に発表されたIMFの報告書²は、各国当局に対し、運用業界の改革を断固として推し進めるよう促しました。またIOSCOの「銀行・保険会社以外のグローバルなシステム上重要な金融機関（NBNI G-SIFIs）」の枠組みに関するペーパーに基づき、IMFは各国当局による積極的なアプローチに賛意を示しました。

IMFの懸念については、イングランド銀行のマーク・カーニー総裁も同意しています。総裁は、2015年のダボス会議で、世界の規制当局は銀行への対処を終え、今や新たなターゲットを視界に捉えていると語りました。「我々にとっての大きな問題は、レバレッジをかけていない運用会社から発生する流動性サイクルです。比較的流動性の低い証券に投資している、35兆米ドル規模のミューチュアルファンドのことです。」

一方、IMFは米国の証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）に対し、新たに出現するリスクやシステミックリスクを特定する能力を引き続き強化するよう、強く求めています。特にそれぞれの機関がリスクに対する評価とモニタリングといった対応への関与を強めることで、リスクを総合的に捉えるためのメカニズムを強化することを推奨しています。

IMFは、そのメッセージをより明確なものとするのみを目的に、最新の国際金融安定性報告書（GFSR）³で、資産運用と金融の安定性に1章を割きました。GFSRにこのような章が設けられるのは初めてのことで、この問題が当局のアジェンダとして急速に浮上していることがよく分かります。

この報告書は、資産運用業界の規制に関する将来の方向性に関して、明確な知見を提供するものとなっています。報告書では、運用業界は今後、主要な金融仲介チャネルになるとの予想が述べられ、資産運用会社のミクロ健全性の監視と、業界全体のマクロ健全性の監視を強化することを奨励しています。

これには、監視の世界基準、より良いデータおよび（財務の健全性と流動性を測る）リスク指標、ストレステストをベースとした、より集中的な監視が含まれます。

また報告書は、高い水準の情報開示を義務化する可能性も含め、報酬がシステミックリスクに与える影響についての考察も取り

最新情報

証券監督者国際機構（IOSCO）は2015年6月17日、第40回年次総会で、「システミックリスクと脆弱性の可能性を特定するための世界的な努力において、世界金融の幅広い文脈から資産運用会社の活動と商品に関する全面的な見直しを行うことを、当面の焦点とすべきである」との結論を発表しました。この見直しは、システム上重要な資産運用機関の特定方法に関する作業より優先され、見直しの完了後、この特定方法についての作業が再検討されることになるでしょう。

1 IOSCO＝証券監督者国際機構（International Organisation of Securities Commissions）

2 「米国の証券規制におけるIOSCOの目的と原則の実施に関する詳細な評価」IMF、2015年4月

3 <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/pdf/c3.pdf>

上げており、運用会社への報酬の支払い方法が、株式・債券市場を膨張させる価格バブルの「主要な」寄与要因であるとしています。また運用会社は、資産を成長させることで利益と運用報酬を増加させており、これが投資を継続するインセンティブになっていると指摘しています。

IMFのワーキングペーパー「資産バブル：資産運用の時代に向けた政策の再考⁴⁾」で、エコノミストのブラッド・ジョーンズ氏は、「過去25年間、機関投資家を対象とする資産運用業界の隆盛は、歴史上特に大きな3回のバブルの時期と一致していた」と指摘しました。このペーパーでは、銀行業界と同様に、複数年にわたる返還要求規定（クローバック条項）を含めた資産運用会社の報酬制度の改革を推奨したうえで、長期のパフォーマンスにより力点を置くこと、また資産価格バブルを収縮させるインセンティブを資産運用会社に与えることが必要とも指摘しています。

IMFはまた、流動性要件（例えばファンドが特定の流動性資産を最低限保有する要件など）、レバレッジの上限、資産集中の上限、償還手数料の下限、ゲート条項（解約制限）、償還停止、ファンドの受益証券のプライシング規定を含め、リスク管理への取組みを強める意向を示しています。

この報告書がどのような影響を及ぼすかは、まだ分かりません。多くの国・地域では、こうした要件はすでに導入されているか、あるいは金融危機以降に大幅に拡充されてきたからです。

システム上重要な運用事業の特定方法は？

証券監督者国際機構（IOSCO）は、2014年1月のコンサルテーションで、規模、複雑性、システミック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、世界の金融システムや国・地域を超えた経済活動に大きな混乱を引き起こす可能性のある事業体を特定することを目指しました。

金融安定理事会（FSB）は2015年3月、投資ファンドと運用会社の両方を含む、銀行・保険会社以外のグローバルなシステム上重要な金融機関（NBNI G-SIFIs⁵⁾を特定するための修正案を打ち出しました。これまでのところ、NBNI G-SIFIsに指定された個別の事業体はなく、これらの事業体に適用される政策も示唆されていません（すべてではないにしても、多くが米国の事業体になると見られます）。しかしながら、FSBの提案は参考になります。まず初めに、バランスシート規模が少なくとも1,000億米ドル以上、または運用資産（AUM）規模が1兆米ドル以上の企業を評価します（投資ファンドの基準値はこれと異なります）。これは、多くの国の企業がこれ以上検討の対象とならないことを意味します。しかし一部の規制当局——例えばカナダの当局——は、1,000億米ドルの基準値に届かないオープンエンド型ファンド

であっても、その流動性を監視しています。

これらの数値を超える事業体については、規模、相互関連性、代替性、複雑性、クロスボーダーの活動など、すでに銀行と保険会社について設定されている基準が概ね採用されると見られます。そして恐らく、それらの事業体は2016年に国内の主要当局による最初の指定評価を受け、国と業界をまたいだ一貫性チェックに掛けられた後、IOSCOとFSBのレビューを受けることになるでしょう。しかしこれらの進行速度は、遅々としたものとなる可能性があります。

FSBの修正案は、「システム上重要」が意味するところを明確にするものとなっていますが、最近、イングランド銀行のカーニー総裁と国際通貨基金（IMF）が提案したような、運用会社や投資ファンドが有する可能性のあるシステミックな重要性について、議論は進展していません。その意味で、時間の歪みに捕らわれてしまったと運用業界が考えても仕方がないかもしれません。実際、イングランド銀行金融安定化担当理事のアンドリュー・ホールデン氏は2014年4月、次のように語りました。「資産運用会社がシステミックリスクを発生させる経路を理解し測定するにあたって、我々はまだ山のふもとまでしか到達していない。」

FSB提案による資産運用会社と投資ファンドの基準値

 資産運用会社	 投資ファンド
1. バランスシート規模が1,000億米ドル以上、または 2. 運用資産（AUM）規模が1兆米ドル以上	1. 純資産価値（NAV）300億米ドルでレバレッジがNAVの3倍、もしくは運用資産（AUM）規模が1,000億米ドル以上、または 2. 総資産2,000億米ドル以上（ただし市場の主要プレイヤーではないことを証明できる場合は除く）

出典：KPMGインターナショナル、2015年

注：AUM＝運用資産（Assets Under Management）、NAV＝純資産価値（Net Asset Value）

4 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1527.pdf>

5 <http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/2nd-Con-Doc-on-NBNI-G-SIFI-methodology>

MMFに関し、米国と欧州は異なるアプローチをとっている

米国では、かつてバニラ（基本的な）投資と見なされていたマネー・マーケット・ファンド（MMF）が、システミックリスク削減努力の焦点となりつつあります。2008年から2009年にかけて、一部のMMFが極めてボラティリティの高い運用を行った結果、「額面割れ」を起こし、投資家は巨額の損失を被りました。米証券取引委員会（SEC）の目的は、金融危機の際にMMFが投資家による取り付けに見舞われるリスクを減らすことにあります。

SEC改革はその土台として、機関投資家向けMMFの1口当たり純資産価値（NAV）を「変動」制とすることによって、ファンド運用資産のフェアバリュー（適正価値）を反映させることを求めています。これは、1口当たりNAVを1米ドルに固定する方式からの大きな転換となります。その他の規定としては、ファンド解約時の「流動性手数料（解約手数料）」と「ゲート（解約制限）」の義務化、また流動性資産水準、資産フロー、時価に基づくNAVに関する情報開示の強化があります。改革は段階的に進められ、変動NAVおよび流動性手数料／解約に関するゲート規定は、2016年10月から発効する予定です。

結果として、多くのファンドは再編成され、リテールおよび機関投資家向けクラスの両方を含むマルチクラスファンドは、リテール向けと機関投資家向けの別個のファンドに分割されつつあります。シングルクラスファンドの投資家に対しては、選択の余地のないまま、償還に応じているファンドもあります。多くのファンドは、ファンド販売に使用する仲介業者を評価したうえで、その業者のシステムを理解し、最終投資家が機関投資家でなく個人であることを保証するための管理体制を設置しているかを検証する必要があります。

一方、欧州では同じ問題に取り組み、異なる解決法が考え出されています。これは一部には、欧州連合（EU）のMMFと投資家基盤の特徴が米国とやや異なるからです。また、米国は規制改革と並行して会計規則を変更しましたが（そのため投資家には税制面で影響があります）、EUでは、会計・税務規定はその大部分が各国の裁量に任されました。

MMF規則に関する欧州委員会の提案は、機関投資家向けファンドとリテール投資家向けファンドの両方をカバーしており、適格資産規定、分散化要件、流動性ラダー（評価ランク）、投資家への情報開示、内部評価手続きの文書化、ストレステストなど、多くの規定が含まれます。運用業界では、さまざまな規定——例えば価値評価や会計手法、内部信用格付けに関連する規定等——の改良の必要性が議論されています。最も重要な点として、提案では固定純資産価値（固定NAV）ファンドを明確に禁じてはいないものの、3%の資本バッファの保有が義務づけられるため、ほとんどの場合、存在できなくなるでしょう。

欧州議会の経済金融問題委員会（ECON）は、欧州委員会の提案に修正を加えました。機関投資家が議論後半から加わったこともあって、提案文から固定NAVの死亡条項が削除されました。米国のMMF市場とは対照的に、EUのMMFの多くは個人投資家には販売されていません。

現在、3つの種類の固定NAVが提案されており、そのすべてについて、流動性手数料と解約ゲート条項に関する追加規定が課される可能性があります（右表参照）。

固定NAVファンドに新たなカテゴリーを導入することによって、欧州のMMF市場はさらに分裂が進む可能性があります。資産運用会社はさまざまな商品を開発する必要があり、管理・運営コストの増加に繋がりがねません。

最新の欧州提案

政府系固定NAV

99.5%を公債に投資しなければならない。また2020年までに80%をEU諸国の公債に投資しなければならない。

リテール向け固定NAV

慈善団体、非営利組織、公共団体、公的基金向けに販売。

LV（低ボラティリティ）NAV

NAVを一定に保つため、端数を小数第3位で切り上げまたは切り下げてもよい。ただしNAVが、端数処理した固定NAVから20ベシスポイント以上乖離した場合、ファンドは端数処理を中止し、実際のNAVを公表しなければならない。

欧州投信投資顧問業協会 (EFAMA) は、現在の提案そのものには満足していません。低ボラティリティ NAVファンドには、5年後には存在しなくなる可能性を意味する「サンセット条項」が適用されるなど、「厳しい」規制要件が課せられるものと見られます。EFAMAによると、これによってファンド商品は、資産運用会社にとっては現実的でなく、長期投資家にとっては利用に適さないものとなります。そのため、「(経済にとつ

ての代替的な資金供給源の拡大を目指す) “欧州委員会の資本市場同盟イニシアチブ”における現行の政策の焦点とは相容れない」ものとなります。

議論は続いています。 欧州閣僚理事会は、いまだ提案について共通の立場を見出していませんが、それを見出して初めて、最終的な「三者交渉 (トリログ)」の段階に進み、3つの機関が集まって議論を行い、規則の最終案を合意することになるでしょう。

債券ファンドはシステミックなリスクか？

債券ファンドもまた、政策決定の注目点となりつつあります。欧州連合(EU)の諸機関、各国財務省、中央銀行の関係者は、シャドーバンキングへの懸念が高まるなか、より徹底的な債券ファンドの監視を目指しており、4月、各国財務相宛てにその懸念を書簡の形で表明しました。書簡では次のように述べられていました。「マネー・マーケット・ファンド (MMF) 以外のファンド活動の拡大だけでなく、伝統的な銀行グループとの間に従来からある相関関係についても、より集中的な監視が必要である」。

書簡の内容は、金融安定理事会 (FSB) を含む世界の規制当局による所見に同調するものでした。すなわち、投資ファンドは長期債券、特に新興市場で組成された利回りの高い債券への資産配分を増やしつつある、との指摘です。FSBのマーク・カーニー議長は2015年年初、投資家が自分の保有する債券を一齐に売却した場合、市場では「急激かつ無秩序な相場下落」のリスクがあると警告しました。市場の流動性低下は、銀行システムへの打撃となりかねません。

市場の安定性は、各国の規制アジェンダにも含まれる

市場が不安定化するリスクに対処しようと、当局が世界的なコンセンサスよりも早く動いている国がいくつかあります。

ブラジルでは、ファンド業界が実体経済の信用リスクに対するエクスポージャーを拡大していることから、証券取引委員会 (CVM) は、ローンを購入したり、国債以外の債券に投資したりする場合の指針を発表し、資産運用会社と管理会社にこれに従うよう求めています。

メキシコでは、メキシコ中央銀行 (Banxico) が2014年末、システミックリスク、およびグループの名前は付せているものの、システム上重要な金融機関 (SIFI) について行ってきた分析を発表しましたが、規則や特定要件の公表はまだ行われていません。



一方ギリシャでは、新たな法律（第66条）が各機関に対し、景気が大幅に悪化した場合の緊急流動性計画を準備することを求めています。欧州全体では、ユーロ圏の安定性に関する懸念が続いているため、各国当局と運用業界は、ユーロ圏から加盟国が脱退した場合にファンドに及ぶ影響について、十分に考慮するようになっています。

また**欧州**の運用会社は、OTC（店頭）デリバティブ取引規則、すなわち欧州市場インフラ規制（EMIR）の新要件の浸透に加え、市場インフラのプロバイダー向けの再生・破綻処理プロセスに関する議論に深く関わっています。問題の核心となっているのは、中央清算機関（CCP）の解散時に顧客の資金を使用することが適切であるか否かという点です。

秩序ある市場と適切な事業行為が依然として最優先事項

コンダクトを測る指標は多数あり、投資家保護の目的のもと、そのほとんどがリテール市場をターゲットとしています。しかし運用会社にとっては、ホールセール市場も対象となっている点を認識することが重要です。運用会社は、事業の活動範囲全体を考慮する必要があります。当局に対し、自社は機関投資家のみを対象にサービスを提供しているとか、ホールセール市場だけで営業しているなどと伝えても、不正行為があった場合、責任を逃れることはできません。

昨年までの本レポートでは、ドッド・フランク・ウォール街改革および消費者保護法（ドッド・フランク法）を通じた米国の規制改革の幅広さについて解説してきました。この大規模な法律から生まれた多くの規則は、今なお浸透の途中ですが、2015年から2017年にかけて、一連の新規則が欧州で導入されることになるでしょう。

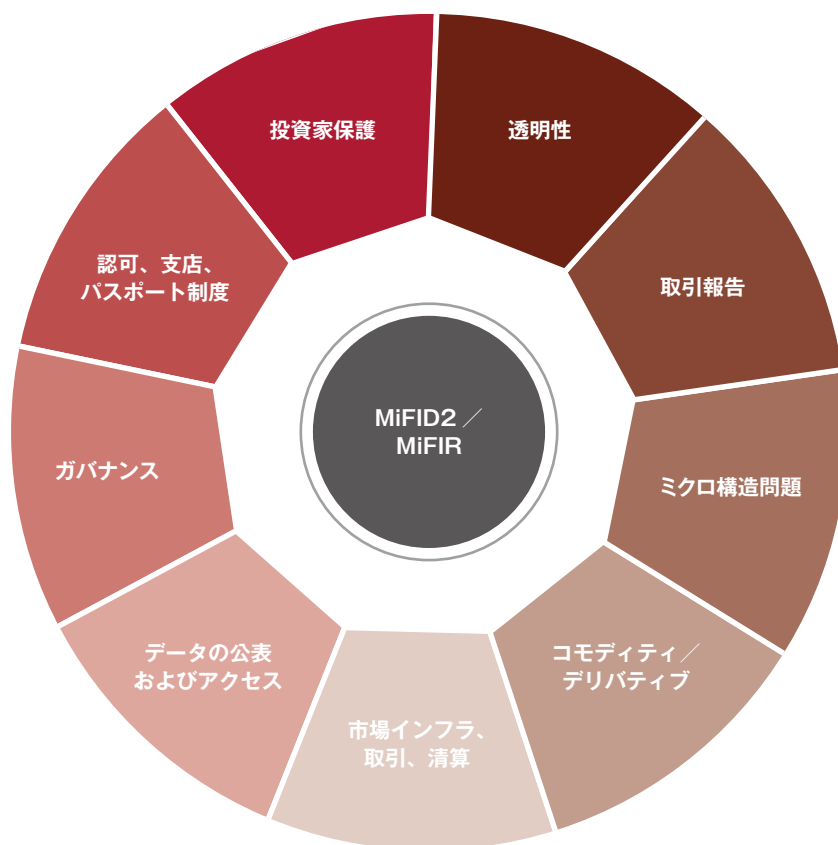
金融商品市場指令2（MiFID2）と、その姉妹版である金融商品市場規制（MiFIR）は、**欧州**の資産運用会社に相当大きな課題を与えているといっても良いでしょう。この指令（2016年中に国内法制化する必要があり、

2017年1月に発効予定）によって、資産運用会社のほぼすべての職務や部門に影響が及びます。

特にMiFID2は、ホールセール市場の構造に根本的な変化をもたらし、顧客の代理としてホールセール市場を利用する資産運用会社が影響を受ける見込みです。MiFID2には、「組織的内部執行業者（SI）」と多角的取引施設（MTF）に関する新規則が盛り込まれるほか、「組織化された取引施設」向けの新たなレジームが創設され、アルゴリズム取引についても新たな定義が採用されています。また、一部のデリバティブについては強制的な取引・清算義務と、清算機関および取引施設への非差別的なアクセスに関するルールが導入されます。

“ドッド・フランク法から生まれた多くの規則は、今なお浸透を図っている最中ですが、2015年から2017年にかけて、一連の新規則が欧州で導入されることになるでしょう。”

MiFID2 / MiFIRの多数の要素



出典：「MiFID II Bites: Best Execution」KPMGインターナショナル、2015年

最良執行を構成する要素



出典：「MiFID II Bites: Best Execution」KPMG インターナショナル、2015年

MiFID2の主な施策の1つは、ホールセール市場における透明性の強化です。これには取引前後の報告に関するルールの見直しが含まれるほか、多くの株式市場向けルールが債券市場にも拡大適用されます。

資産運用会社のディーリングデスクは、刻々と変わる新しい環境に対応し、顧客のためのすべての取引において、最良執行を達成するよう努力しなければならないでしょう。また最良執行方針を見直し、その方針がどのように実践されているか、結果としてどのブローカー、どの取引施設を利用すると決定したのかについて、顧客に対し、定期的に、より広範な情報開示を行う必要があります。

EU法制のうち、特にホールセール市場におけるコンダクトをターゲットとするもう1つの重要な要素として、市場濫用指令2 (MAD2) があります。MAD2は2016年からの適用が予定されており、現在のところ2つの法律から構成されています。市場濫用規制 (MAR) とインサイダー取引および市場操作に関する刑事罰指令 (CSMAD) です。MARを支える詳細なルールに関して欧州証券市場監督局 (ESMA)⁶が行った提案を受けて、資産運用会社からは懸念の声が上がっています。最悪のシナリオでは、仮にファンドの受益者にPDMR (経営責任を負う人物) がいる場合、ファンドのクローズド期間中、PDMRの会社の株式やその他の発行証券を取引できなくなる可能性があります。

英国はCSMADを採用しないことを決定しましたが、政府は新たに国内で「市場濫用行為に関する刑法上の重大な罪」についての規定を導入しようとしています。2015年2月、金融行動監視機構 (FCA) は市場濫用行為に関する現行の要件について、2014年に運用会社の順守状況をレビューした結果を発表しました。それによると、運用会社は市場濫用行為リスクを管理する

プラクティスや手続きをいくつか設置したものの、包括的な形で設置した会社は少数にとどまりました。特に運用会社は、運用プロセスのすべての側面を通じて、インサイダー情報を受け取る可能性により多くの注意を払ったうえで、このリスクを管理し、取引後の監視体制の有効性を改善するための対策を講じる必要があります。



6 ESMA=欧州証券市場監督局 (European Securities and Markets Authority)

監督当局は、より積極的なアプローチをとる

資産運用業界を監督する世界各国の当局は、活動を活発化させています。この動きは、ルールが変更されつつある国・地域に限られたことではありません。ここ数年、多くの国では基本的に、資産運用業界に関する規制に変化はありませんが、当局はより立ち入った監督を行うようになっています。

例えば、**バーレーン**の当局は、2012年に導入されたルールが運用会社にどの程度浸透しているかをチェックし、**香港**の金融サービス当局 (FSA) は、内部プロセスについてより詳細な質問を行っています。また**英国**では、金融行動監視機構 (FCA) が各社の最高責任者に対し、自社が具体的なルールを完全に順守していることを証明するよう、正式に求めるようになっています。加えてFCAは、業界のテーマ別レビューを継続しています。こうしたレビューからは、ほとんどの場合、当局が何をもって優れた

プラクティスあるいは不十分なプラクティスと見なすのか、また取締りプロセスの対象となっている企業の例について、当局から何らかの意見が出る人が多いようです。

欧州では、欧州証券市場監督局 (ESMA) が業界のプラクティスだけでなく、各国当局のアプローチについても批評を行うなど、活動を活発化させています。最近、ESMAは金融商品市場指令 (MiFID1) の最良執行要件について、業界の順守状況に関するレポートを発表しましたが、これはMiFID1要件を完全には導入していなかったり、MiFID1要件に反している運用会社を積極的に監視していなかったりする一部の国の当局にとっては、厳しい内容となっています。このように一貫性に欠ける状況にESMAは満足しておらず、このレポートによって、規制進化の方向が再調整されることは明らかです。

ESMAはまた、特定のルールの技術的解釈や、各国当局が一貫したアプローチをとる必要性について、取組みを強めています。

例えば、MiFID2に基づく極めて多くの細則や技術基準の策定に必要な仕事量は膨大ですが、ESMAは、譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) に適したシェアクラスに関してコンサルテーションを実施しています。これは、各国当局のプラクティスが互いに大きく異なっている領域です。

また一部の国では、自主規制機関がまだに活動しています。**ブラジル**ではブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA)⁷が引き続き、業界のグッドプラクティスに関する規範と指針を公表しています。メキシコ、イタリア、英国などでは、自主規制機関 (SRO) のステータスを持たない業界団体も、既存の規範を見直したうえで、新たな規範を公表しています。



7 ANBIMA = ブラジル金融資本市場協会 (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais)

2.

文化、コンダクト、利益相反：当局は具体的な改革を求める

重要ポイント

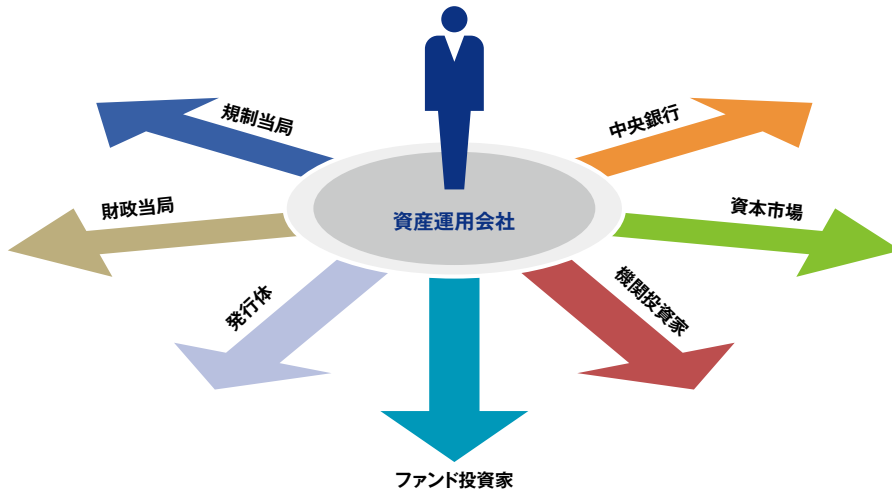
- 規制当局は、資産運用会社の文化の改善に努めています。
- しかし、規制の文脈における「文化」および「コンダクト」という言葉の理解と同様、さまざまな国・地域当局の着目点もそれぞれに異なります。
- 運用会社は、カウンターパーティ、サービスプロバイダー、販売者を監督し、積極的にモニターすることを以前より強く求められています。
- また社内のガバナンスや顧客資産の安全への注力も必要です。
- 資産運用会社の報酬とコストパフォーマンスが、特に注目を集めています。



規

制当局は、資産運用会社の文化を改善し、良き企業文化を、顧客にとってより良い成果に結びつけるよう努力しています。当局が最優先に考えているのは、企業は常に顧客の利益を第一

に考えるべきという点です。そのためには社内の強力なガバナンス、利益相反の軽減、さらに、消費者、仲介業者、市場のカウンターパーティとの取引における適切なコンダクトが必要となります。



出典：KPMGインターナショナル、2015年

このアジェンダは、金融サービス全体への消費者の信頼を取り戻す必要性が原動力となっている面もあります。金融危機後もなお、金融市場における不適切な行為の例が大きく報道されたためです。

資産運用会社やファンドは、このアジェンダから逃れることはできません。例えば英国では、資産運用の価値と請求される手数料に関して、メディア上で延々と議論が行われています。また、投資ファンドには「隠れた手数料」があるとの非難もあります。運用業界は、1口当たりのファンド受益証券の資産価格は、すべての費用と手数料を差し引いたものであると適正な形で示していますが、さらなる情報開示に動きつつあります。それにもかかわらず、当局は、ファンドのガバナンスやプライシングについてテーマ別のレビューを実施し、業界——資産運用会社と販売会社の両方——に対して、規定の年間管理手数料ではなく、「現行の手数料額」を目立つ形で表示することを求めています。

チェックリスト方式でなく、 本当の意味での文化的変化

規制の文脈における「文化」および「コンダクト」という言葉の意味と同様、さまざま

国・地域当局の着目点もそれぞれに異なります。この差異は多くの理由——法律概念の違い、憲法が網羅する範囲や当局の権力の違い、規制や文化基準の歴史の違い、消費者保護に対するアプローチの違いから生じています。

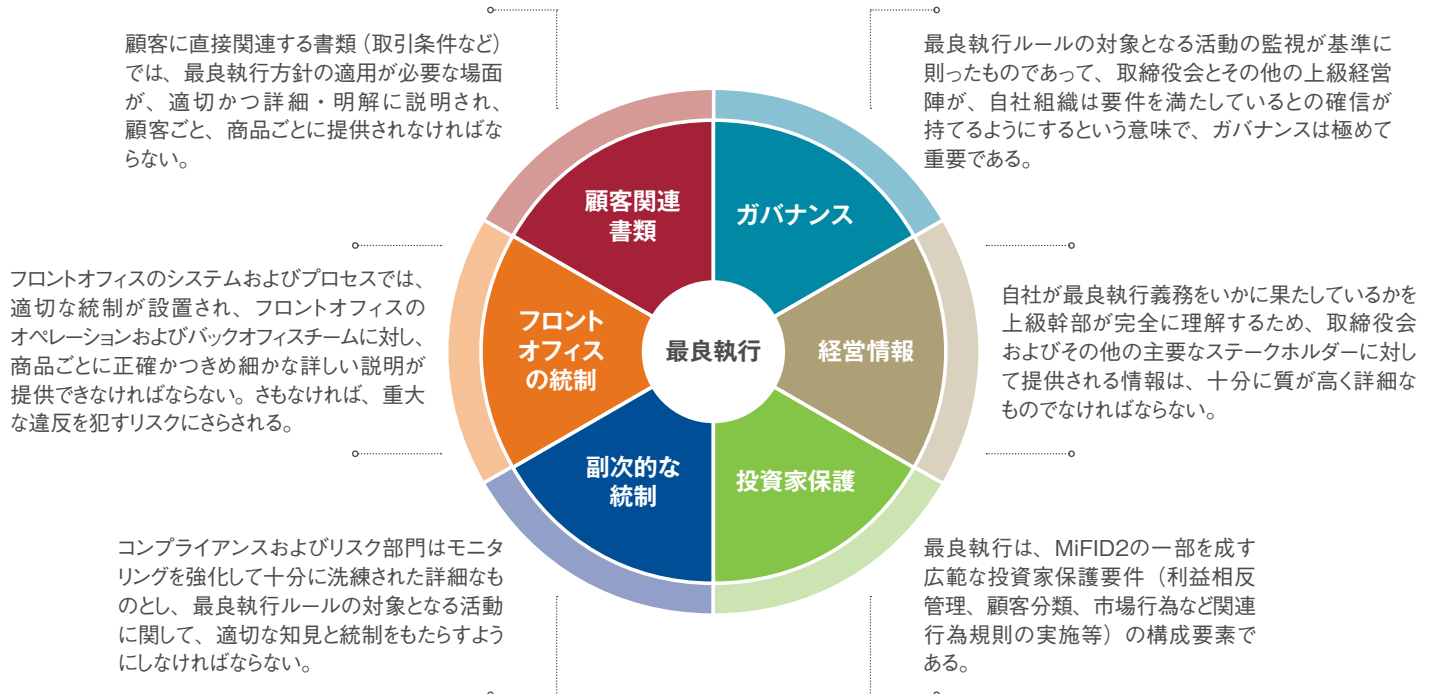
「文化」を規制しようと試みれば、当局がより細かいルールに焦点を置き、運用会社が本当の意味で文化を変革する必要性を無視するリスクが生じます。すなわち、企業が文化や事業行為をより根本的に見直すのではなく、チェックリスト方式による単純な見直しに注力するようになってしまうということです。

一部の国・地域では、根本的な変革を促進させる動きが始まっています。ドバイでは、教育と正式な認証制度に力点が置かれています。現在、資産運用のプロフェッショナルは、ドバイ国際金融センター（DIFC）の「規則試験」を受けなければなりません。この試験は、ロンドン証券取引所から生まれた英国証券投資研究所（CISI）と協力して、DIFCが開発したものです。試験は、ドバイの金融業界に必要な能力基準を提示するもので、投資助言および運用の質の向上に繋がっています。

リテールからホールセール市場 まで広がる最近の不正行為の例

- 多数の機関によるロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の不正操作。
- 外国為替相場の不正操作問題で、大手銀行が空前の額の制裁金を課せられた。不正操作によりホールセールとリテール顧客の両方に影響が及んだ。
- 元本確保型の商品について適切な販売促進活動を行わなかったことが不正行為に当たるとして、リテール銀行に対して罰金が科せられた。
- 販売会社が、小額の資金しか持たない普通の消費者に高度な証券化商品を販売した。
- マドフやマドフの会社に運用を委託していたフィーターファンドなど、ハイリスクな戦略商品が、一任運用契約に基づき販売されていた。
- 欧州大陸諸国の一部の銀行がバランスシート強化を目的として、普通の貯蓄者に対して、投資資金を引き揚げて銀行預金か銀行株式に振り向けるよう助言したが、一方で富裕顧客は資金を海外に移していた。
- 欧州の別の銀行は、金融商品市場指令（MiFID1）を順守せず、リテール顧客にハイリスクの偶発転換社債（CoCos）を販売した。
- 一部の資産運用会社が売上を伸ばすため、ファイナンシャルアドバイザーに高額の手数料を提示。商品が適切な消費者に販売されたか否か、実際にはモニターされなかった。
- 一部の運用マネージャーが、投資先企業にアクセスするために顧客の資金から金を支払った。

MiFID2の最良執行における主要な統制



出典：「MiFID II Bites: Best Execution」KPMGインターナショナル、2015年

“ 予想されるMiFID2の細則のうち、特に懸念を引き起こしているのは、欧州の資産運用会社に対し、投資リサーチ手数料に関して支払い方法の見直しが求められている点です。”

適切なコンダクトは、適切な文化から生まれます。運用会社は、規制の波に常に先んじるため、自社を動かす原動力となる要素を誠実に評価しなければなりません。原動力となるのは例えば、事業、環境、構造、顧客、行動といった要素です——要するに倫理上の監査ということです。

金融商品市場指令2（MiFID2）は、以下を含めた多くのコンダクトの問題に対応しています（順不同）。

- ファンド、ストラクチャード商品、証券の販売
- 勧誘
- コストおよび手数料の開示
- 社内のガバナンスと統制
- 商品のガバナンス
- 商品の複雑さ（執行に限定した販売を行える商品はどれか、行えない商品はどれか）
- 最良執行

適切な文化は、適切な事業行為、消費者の信頼の改善、事業の拡大、長期的な成長、

商業上の存続可能性に繋がります。重要なのは、リスクが管理されること、またリスクが管理可能になることです。適切な文化から生じる原動力は、事業のあらゆる側面に浸透し、「競合他社がそのようにしている」とか「我が社のコスト構造はこのモデルのもとで構築されている」といった古い基準に疑問を投げ掛けます。

そのため、あらゆる問題の可能性を特定し、開示し、定量化し、根絶あるいは管理しなければなりません。上層部から現場に至るまで、すべての部門、職務、プロセス、タスク、情報について、疑問を持つ必要があります。運用会社は、どんなに離れていようとも、常に最終消費者のことを念頭に置きつつ、目の前の顧客に対しては、契約で負った以上の広範な責任を認めなければなりません。

また、カウンターパーティ、サービスプロバイダー、販売者を監視し、積極的にモニターする必要もあります。これは規制当局の仕事をするということではなく、自社のリスクと評価を管理することなのです。

米国では、最近の調査と取締り活動のなかで、こうした動きが顕著となっています。さらに、米証券取引委員会 (SEC) は、対話や指針を通じ、積極的に業界の教育を行ってきました。対話では、利益相反 (隠された手数料・費用など) や偏った報酬構造の特定プロセス設置の重要性といった話題を取り上げています。

この規制アジェンダを考慮し、多くの運用会社は現在、リスク評価、テスト、ガバナンスの強化を通じたコンプライアンスの変革の必要性について検討しています。例えば MiFID2 のもとでは、利益相反について、十分な詳細まで特定して開示し、顧客が情報に基づいて意思決定できるようにしなければなりません。

予想される MiFID2 の細則のうち、特に懸念を引き起こしているのは、欧州の資産運用会社に対し、投資リサーチ手数料に関して支払い方法の見直しが求められている点です。リサーチ手数料は、運用会社が自ら支払うこともできますし、あるいは顧客に請求する場合は、リサーチ専用の支払い口座を設定し、リサーチ予算を編成し、適切な内部統制と経営幹部の監視に委ねなければなりません。売買執行サービスを提供している運用会社は、執行とリサーチについて別々に手数料を算定する必要があります。リサーチ手数料は、執行手数料の水準とは関係なく設定しなければなりません。これにより投資銀行は、仲介手数料を執行部分とリサーチ部分に分けることを宣言し、運用会社は、「手数料アンバンドリング (分離開示) 合意 (Commission Sharing Agreement)」などの取決めに確立することが求められるでしょう。

ブラジルでは、2016年1月から発効する新ルールで、受託管理者と資産運用会社の役割が明確化され、方針と手続きに関する最低要件がより厳しくなり、企業も個人もより詳細な情報を規制当局に提出することが義務づけられます。また企業は、倫理規定を公表しなければなりません。

事業行為関連の施策は 消費者保護に焦点

コンダクト関連の施策に関して、世界や地域レベルで多くの取組みが行われています。アプローチや焦点はさまざまなようですが、その方向性は明らかです。すなわち、資産運用のどの分野においても、不適切な事業行為があれば、調査のうえ、罰則が課せられる、ということです。

世界レベルでは、G20と経済協力開発機構 (OECD) が先頭を切っています。2012年に G20 の承認を受けた「金融消費者保護作業部会⁸」はごく最近、以下の「金融消費者保護に関する10カ条のハイレベル原則」のうち6カ条について、2回目の「効果的アプローチ」を策定しました。

- 法律、規制、監督上の枠組み
- 監督機関の役割
- 消費者の公平かつ公正な扱い
- 情報開示と透明性
- 金融教育と意識向上
- 金融サービスプロバイダーおよび公認仲介業者の責任ある事業行為
- 不正および悪用からの消費者資産の保護
- 消費者データおよびプライバシーの保護
- 苦情処理および救済
- 競争

施策の実施と監督に関して、規制当局はより多く対話し、より協調して取り組もうとして



8 <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/G20-OECD-Financial-Consumer-Protection-Principles-Implementation-2014.pdf>

“...資産運用会社と年金基金には受託者責任が課せられることになりそうです。米証券取引委員会（SEC）は、資産管理を行う事業体は受託者（フィデュシャリー）に分類すべきと主張しており、年金業界には厳しい義務が課せられるかもしれません。”

いるようです。これによって規制上の焦点は収斂し、不適切な事業行為に対して、当局同士が協調して罰則を適用できるようになるでしょう。

欧州金融監督者制度（ESFS）の最初のレビューは、欧州監督機関（ESA）の進捗状況に関する報告を含め、2014年に行われました。ESA——欧州銀行機構（EBA）、欧州保険年金監督機構（EIOPA）、欧州証券市場監督局（ESMA）——は欧州委員会から、「消費者・投資家保護について毅然とした立場をとり、金融監督における同盟のさまざまな側面について、注力を強化すべき」との助言を受けました。

資産運用業界内のルールに関する解釈の違いを解消することを目的とした議論で、ESMAは先頭に立っています。すべての国の規制当局は一貫した活動を行い、監督・取締りを同じ水準とするよう期待されています。

一例としてドイツは、多くのリテール投資家がいわゆる「グレー資本市場」における規制対象外の投資に関与して損失を被ったことを受け、対応を進めています。ドイツ政府は2014年、規制対象外の資本市場における消費者保護と提供商品の透明性改善を目的に設計された、法的規則のパッケージを発表しました。

これは、リテール投資家保護法（Kleinanlegerschutzgesetz）として結実し、2015年4月に議会を通過、2015年7月1日に発効予定です。同法は、ドイツ連邦金融監督庁（BAFIN）に対し、資本投資法の違反をウェブサイト上で公表し、投資家に警告する権限を与えています。BAFINは、違反の兆候があれば、投資商品の発行者の決算報告書を外部監査人にレビューさせるよう命じることができます。情報開示義務に違反した場合、行政上の罰金の最高額は25万ユーロです。

また同法には、金融商品市場指令2（MiFID2）要件に先駆けて、次のような2つの重要な規定が新たに盛り込まれています。

1) 2015年7月1日より、BAFINに対し、金融商品の販売を制限または禁止する新たな権限を付与、2) 関連するMiFID2商品への介入権限が2017年1月3日から有効。

アイルランド中央銀行は、2014年9月に資産運用会社による委託業者の監視についてコンサルテーションを行った際、別のアプローチをとりました。アイルランドの資産運用会社は今後、グッドプラクティスの内容に関して、ルールではなく指針に従わなければならない、ファンド運営上の責任の合理化が必要となります。

カナダの規制当局は引き続き、投資のコストとパフォーマンスに関する包括的かつ透明な情報を顧客が受け取れるようにするため、投資ファンドの近代化プロジェクトおよび顧客関係管理（CRM）2プロジェクトのもとで規則を策定しています。具体的には、カナダ当局は以下に焦点を当てています。

- 簡潔かつ事実に基づいた報告
- 投資商品のコスト
- 投資および投資助言のコストに関する投資家への情報開示の強化
- ミューチュアルファンド手数料
- トレイラーフィー（販売手数料）その他の手数料

米国では、「第529条⁹」が修正され、消費者保護が年金受給者にも拡大適用されています。同法のもとで、資産運用会社と年金基金には受託者責任が課せられることになりそうです。米証券取引委員会（SEC）は、資産管理を行う事業体は受託者（フィデュシャリー）に分類すべきと主張しており、年金業界には厳しい義務が課せられるかもしれません。これはすなわち、義務の履行のため、資産運用会社と年金基金の間で、これまでよりずっと多くの情報交換が行われることを意味します。この取組みは米国労働省（DOL）が推進しており、DOLは、手数料とコストを中心に、年金業界の透明性を高めることを望んでいます。最近の数々の不正行為を受けて、年金業界は最終消費

9 企業サービスプロバイダー法第529条



者である年金受給者を適切に保護していないと、DOLは確信しています。

資産運用における報酬に 注目が集まる

欧州の規制当局は、他のどの地域の当局よりも、支払いとコンダクトの関係を強く意識しています。

金融商品市場指令2 (MiFID2) は、販売プラクティスに関連する利益相反に焦点を合わせています。2017年1月から、すべての資産運用会社は、スタッフへの報酬インセンティブが不適切な販売プラクティスを誘発しないようにしなければなりません。MiFID2の適用対象ではない企業に販売報酬ルールを適用すべきかという問題についても、現在検討が行われています。また株式、債券、ストラクチャード預金に関連するルールも、コンサルティング期間の終了時に詳細が明らかにされる予定です。最終的なルールは2016年7月までに確定すると見られます。

オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) における報酬要件は、金融の安定とリスク管理に焦点を置いています。オルタ

ナティブ投資ファンド (AIF) は、健全で効率的なリスク管理を促進し、かつ運用するAIFのリスク特性、ルール、設立証書の内容から外れるリスクテイクを誘導しない報酬ポリシーおよびプラクティスの設置が求められます。

AIFMDでは、過度なリスクテイクを避けるため、報酬の固定部分と変動部分のバランスを適切にとることが求められています。言い換えれば、全報酬のうち、固定部分が大きな割合を占める必要がある、ということです。

しかしAIFMDは、変動報酬の上限を設けてはいません。ただし、変動報酬の50%以上は、AIFのユニットや受益証券で支給し、また40%以上はAIFのライフサイクルと償還政策を反映させた適切な期間に繰り延べて支払う必要があります。

AIFMDと同様に譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) の管理会社も、健全で効率的なリスク管理と整合し、かつ運用するUCITSのリスク特性、ルール、設立証書の内容から外れるリスクテイクを誘導しない報酬ポリシーおよびプラクティスの

設置が求められます。UCITS第5指令¹⁰のもとでも、固定・変動報酬のバランスを適切に保つ必要があります。UCITS第5指令の早い段階の草案には、(固定・変動の比率を) 最大で1:1とすることや、運用報酬の請求に関する規範的な方策が含まれていました。これらの規定は後に削除されましたが、今後復活する可能性もあります。

一方、自己資本指令4 (CRD4) の規定では、固定・変動部分の基本的な比率を1:1とし、株主の承認があれば、これを1:2にすることが可能です。また長期に繰り延べたうえ商品で支払われる場合、変動報酬の25%に割引率を適用することもできます。さらに、その人物が将来、財務損失の責任を問われた場合、報酬支払いの100%を返還させることが可能です。

新興市場でも、マネジャーの報酬が問題となっています。**ブラジル**では、銀行監督を担うブラジル中央銀行 (BACEN) がすでに、受益証券の形で支払うべき変動報酬の割合の下限と、繰り延べて支払うべき割合の下限をそれぞれ定めています。ただしこれらは最高責任者クラスにのみ適用されます。

¹⁰ 預託機関の役割、報酬ポリシー、罰則に関する、譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) 関連の法律、規則、行政規定の調整に関し、指令2009/65/ECを改正する指令。



新たに商品のガバナンスに注目

いくつかの欧州連合 (EU) 加盟国では、金融商品市場指令2 (MiFID2) によって、ファンドやストラクチャード商品を組成または販売する企業向けに、商品の詳細なガバナンス要件が初めて導入されました。この要件は、MiFID2の規制対象でない企業が組成した商品を提供・推奨する資産運用会社にも適用されます。

特に商品組成業者は、商品が特定の最終顧客のターゲット市場のニーズを満たしていること、販売戦略がそのターゲット市場に適合していること、商品がターゲット市場向けに販売されていることを確認するための合理的なステップを踏んでいること、ターゲット市場と商品のパフォーマンスを定期的に見直していること、を確認しなければなりません。商品のガバナンス要件の範囲は広く、商品の設計、変更、モニタリング

プロセスのすべての側面を網羅しています。これには、効果的な統制、ストレステスト、利益相反の可能性の分析、秩序ある市場の動きに影響を及ぼす可能性についての検討、ターゲット市場の確認、適切に定められた販売戦略、適切な商品情報、適切に訓練されたスタッフなどが含まれます。

自社以外の商品も販売する資産運用会社は、適切な体制を整え、特定のターゲット市場や商品の特性を含め、商品の承認プロセスに関連する情報を取得・理解しなければなりません。この要件は、企業が順守すべき適切性と適合性の要件に追加される形となります。非MiFID企業が発行する金融商品について、販売者は適切な体制を整え、商品に関する十分な情報を取得する必要があります。

MiFID2ルールに関して、欧州証券市場監督局 (ESMA) が欧州委員会に行った助言

は、既存の3つの政策文書を考慮に入れたものでした。欧州監督機関 (ESA) の3機関が2013年11月に発表した「商品組成業者の商品管理およびガバナンスプロセス」、証券監督者国際機構 (IOSCO) が2013年12月に発表した「リテール向けストラクチャード商品規則」、ESMAが2014年3月に発表した意見書「リテール向けストラクチャード商品—商品ガバナンス体制に関するグッドプラクティス」の3つです。これらは1年以上前に発表されたものですが、多くの運用会社は、この政策声明に照らして商品のガバナンスとプロセスをレビューする作業をいまだ行っていないようです。それは一部には、各国当局が商品のプロセスに関し、運用会社に積極的に関与していないためです。MiFID2では、運用会社は徹底的なレビューが義務づけられ、各国当局は、この問題に関して積極的に運用会社を監視することが求められるでしょう。

ESMAの助言は、多くの商品が大規模リテール市場に適合すると考えられると認めています。そのため、ターゲットとなる市場は極めて広く、その説明は一般的なものとどまる可能性があります。しかしESMAはさらに続けて、「複雑なリターン特性を有する転換証券やストラクチャード商品など、より複雑で、主流から外れる商品については、ターゲット市場がより詳細に特定されなければならない」と指摘しています。

販売者は資産運用会社から情報を集めるよう求められる見込みであることから、譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) およびオルタナティブ投資ファンド (AIF) のすべての運用者は、MiFIDの直接の対象とはならない場合でも、商品のガバナンスプロセスを再検討する必要があります。

欧州委員会は2015年中に最終的なレベル2規則の形を決定することになります。運用会社は、2017年1月までにこれを完全に順守しなければなりません。

コストと手数料がレビューの対象に

欧州を中心とする規制当局は、近年、運用資産 (AUM) 規模が大きく拡大しているにもか

かわらず、運用資産に対するコストの比率がなぜ低下しないのか、問い続けています。

金融商品市場指令2 (MiFID2) およびリテールや保険ベースのパッケージ型投資商品に関する重要事項説明書 (PRIIP KID) の導入を定めた規則のもとでは、資産運用会社は、譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) の既存の投資家主要情報資料 (KIID) の要件に加え、ファンドの基本的なコストおよび手数料に関するより詳細な情報を開示するよう求められる予定です。しかしながら、ファイナンシャルアドバイザーは、コストや手数料に関する透明性の強化に関して、資産運用業界は称賛に値するが、現在要求されているレベルまでの詳細さは不必要であると指摘し、投資家に与えられる数値が多すぎて、「情報過多」に陥るリスクがあると主張しています。

コストと手数料の問題によって、資産運用会社が創出する付加価値に注意が集まることとなりました。例えば**ルクセンブルク**と**スウェーデン**は、実際にはクローゼット

インデックストラッカー（事実上パッシブファンドとほぼ同様の運用をするアクティブ運用者）であるにもかかわらず、高額の手数料を課すアクティブファンドに批判的な目を向けています。2015年3月、スウェーデン政府は、こうしたファンドの調査を開始しました。

一方、デンマークの規制当局であるデンマーク金融監督庁 (Finanstilsynet) は、こうした状況について2014年9月に調査を開始し、その結果、**デンマーク**国内の188の国内株式ファンドのうち約3分の1が、こうしたクローゼットインデックストラッカーに分類されうることが明らかとなりました。続いて欧州証券市場監督局 (ESMA) は2015年年初、この問題に対応するか否かを判断する前に、さらに情報収集を行うと決定しました。

年金基金の手数料が注目を集めている一部の国・地域でも、同じような問題が関心事となる可能性があります。一部の当局は、資産運用会社に支払われる手数料の水準に疑問を持っており、情報開示の強化を求めています。

“資産運用会社は、ファンドの基本的なコストおよび手数料に関するより詳細な情報を開示するよう求められる予定です。”



“ UCITS第5指令では、資産運用会社と預託機関が同じ金融グループに属している場合、運用会社は、強力なガバナンスを有し、預託機関とは業務を分離していることを証明する必要があります。”

私募ファンドにとっての 朗報と悲報

米国では証券取引委員会（SEC）が、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなど、私募形式の合同運用ビークルが使用する特別目的事業体（SPV）のカストディに注意を向けています。2010年に導入されたカストディ規則はすでに改訂され、登録運用アドバイザーに対し、顧客のファンドの悪用や横領行為を防止することを求めています。私募ファンドにとって順守の難しい規定かと思われましたが、2014年に公表された新たな指針により、一部の不安は取り除かれました。例えば以下の項目が該当する私募ファンドは適用対象から除外されます。

- ファンドが1年に1回以上、独立公認会計士による監査を受けている。
- 会計年度末から120日以内に、監査済みの財務諸表がファンドの受益者に配布されている。

しかし、私募ファンドにとって良いことばかりでもありません。新指針によって、監査が強化されたり、SECによる抜き打ち検査が行われたりする可能性も出てきます。



顧客資産を管理する責任

欧州の規制当局は、資産運用会社の不正行為や不注意な行動の結果として、顧客が損失を被ることのないよう、あらゆる努力を行ってきました。

資産の分別管理や再担保への対応を定めている欧州市場インフラ規制（EMIR）は、この問題への大きな関心を示す最たる例です。一般にEMIRのもとで清算ブローカーは、個々の顧客資産が独立して管理される個別分離口座か、他の顧客の資産との合同

管理が可能な共同分離口座を提供しなければなりません。

まもなく導入される証券集中保管に関する規則（CSDR）のもと、新たな決済規律制度が施行される予定です。これにより、手続が未完了となった取引は強制的に介入が行われ、証券集中保管機関（CSD）が市場の実勢価格で資産を買い戻し、不履行を起こしていないカウンターパーティに引き渡さなければなりません。市場参加者へのコンサルテーションの後、介入プロセスは

決済レベルでなく取引レベルで行うべきと各国CSDが主張するなど、このルールについての批判がなされています。こうした見解の相違については現在、欧州証券市場監督局(ESMA)の審判に委ねられています。

一方、金融商品市場指令2 (MiFID2) はリテール顧客向けの権利移転担保契約を対象から外し、カストディ契約について定めています。

2016年から施行される譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) 第5指令では、サブカストディアン不正や破綻の際にも、預託機関が資産の損失を補填する責任を負うことになります。2016年、UCITS第5指令の新たなルールのもとで預託機関がより「介入的」になると、欧州の資産運用業界の大部分は、「文化の変革」を経験することになるでしょう。UCITS預託機関によるデューデリジェンス手続きは、オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) が定める手続きと同様のものとなりますが、これが重い負担となることはすでに明らかです。

ESMAは現在、AIFMDへの追加となるUCITS第5指令の預託機関規定のうち、2つの側面について欧州委員会への助言をまとめています。すなわち、第三者が破綻した場合に備え、UCITS資産が分離されていることを確認するために必要なステップ、および資産運用会社と預託機関の独立した活動を義務づける要件を満たすための条件です。

資産運用会社と預託機関が同じ金融グループに属している場合、運用会社は、強力なガバナンスを有し、預託機関とは業務を分離していることを証明する必要があります。英国では、銀行がUCITSの運用会社を所有している場合でも、その運用会社と預託機関は、異なるグループに属するのが一般的です。しかし銀行所有の運用会社が大部分を占める大陸では、新たな要件によって、運用会社と預託機関の関係を根本的に見直すことが求められるかもしれません。

ルクセンブルクやアイルランドのように、投資ビークルの国際的な所在地や販売地になるなど、金融センターとなっている国・地域は、その信頼性とブランド力を高めようと、ファンドや顧客資産に関するルールの策定を推し進めています。

ルクセンブルクは、UCITS第5指令要件に関して、効果的な形で他国に「先んじて」います。2014年7月、同国の規制当局であるルクセンブルク金融監督委員会(CSSF)は、投資家保護を強化し、国内UCITSファンドへの投資家の信頼を高めるための方策を推し進めようと、預託機関向けの新たなルールを発表しました。新ルールでは、預託機関に対し、ファンド運営の監視とキャッシュフローのモニタリングという重要な役割を与えています。これによると、UCITS資産の適切な分別管理と、委託業者の破綻からの保護が必要となります。預託機関は、委託先の選別と継続的なモニタリングについてのデューデリジェンスプロセスが、新たな規制基準を満たしていること、また利益相反の特定・管理のため、プロセスが適切に設置されていることを確認しなければなりません。

アイルランドでは、同国の中央銀行が2015年3月30日、「投資家資金規則」および「顧客資産規則」を公表しました。「投資家資金規則」は、初めてファンドのサービスプロバイダーに適用され、「顧客資産規則」は現行の制度を改定して、顧客資産に関するガバナンス体制を強化するものとなっています。運用会社は、顧客資産を監視する代表者を任命することが求められます。これは事前承認が必要な管理機能 (controlled function) 職となります。任命された担当者は、中央銀行の承認を受けなければなりません。運用会社は、「顧客資産管理計画」を策定・文書化し、保管することが求められます。また顧客に対し、顧客資産の運用方法について説明した「顧客資産に関する重要事項説明書 (KID)」を提供することが義務づけられます。「投資家資金規則」にも、同様のガバナンス体制が盛り込まれています。



3.

政府による 民間投資の奨励

重要ポイント

- 多くの国（特に西欧諸国）では、民間投資の増加を奨励し、新興企業に対する銀行融資や物理的・社会的インフラに対する公的資金拠出の不足分を補おうとしています。
- 新たな証券市場が開設されており、新たな資金調達構造やファンド商品も登場しています。
- 資産運用業界は、多くの政府や政策担当者から、さらに幅広い市場や資産に対する民間投資を促進するように要請されています。
- ただし、ささやかな蓄えしかない一般の人々がそうした資産クラスにどこまで投資すべきかについては、多くの規制当局は慎重な態度を崩していません。
- 上場企業への株式投資に対する責任あるスチュワードシップは、引き続き課題となっています。



金

融危機がもたらした大きな影響の1つは、各国政府に資金不足を生じさせたことでした。多くの国（とりわけ西欧諸国）は、今もかなりの負債や財政赤字を抱えており、公共投資や経済成長の妨げとなっています。こうした状況の打開策として、民間投資を奨励するケースが増えています。

新興企業や物理的・社会的インフラへの資金供給における民間投資の必要性は、規制当局が銀行にバランスシート強化のためにさまざまな要請を行い、銀行が融資活動を大幅に縮小したことで、さらに切実になっています。

一方、多くの新興国では、国内投資を活性化させ、個人資産の国内投資を奨励することによって、自国の資本市場と経済を強化しようとしています。

このため、新たな証券市場や資金調達構造が近年続々と登場し、新たなファンド商品に政府がゴーサインを出すようになっています。

こうした動向は、資産運用業界にとっては朗報となるはずですが（同業界は、多様化し続ける市場や資産タイプに投資家の資金がスムーズに流れ込むようにするよう、政府や政策担当者から要請されています）。ただし、ささやかな蓄えしかない一般の人々がそうした資産クラスにどこまで投資すべきかについては、多くの規制当局は慎重な態度を崩していません。

加えて、すべての国が投資を奨励しているわけではありません。これは、きわめて流動性が高い証券への投資でさえ例外ではなく、どんな投資でも銀行預金よりリスクが高いと国民に積極的に警告している国もあります。税制上の優遇措置がある貯蓄制度を何らかの形で導入する国は増えていますが、こうした口座に預けられている資産は、現在でも大部分は現金の形で保有されています。



中国では、海外の投資家や資産運用会社に対する制限は、適格外国機関投資家 (QFII) 制度、より最近では人民元適格外国機関投資家 (RQFII) 制度を通して緩和されてきています。”



開花する証券市場

規制の適正化がもたらした大きなチャンス1つは、**中国本土**に見受けられます。中国政府は、海外投資家に対して徐々に門戸を広げ、人民元の国際化を許しています。

中国では、海外の投資家や資産運用会社に対する制限は、適格外国機関投資家 (QFII) 制度、より最近では人民元適格外国機関投資家 (RQFII) 制度を通して緩和されてきています。RQFIIは、海外在住の中国人による資金還流 (リパトリエーション) に対する制限を緩和し、日常的なディーリングを可能にするという意味で、海外の運用会社にとっては一歩前進となります。またRQFIIでは、割当の限度額を（単一ファンドに利用するのではなく）複数のファンドに配分できるようになりました。こうした結果、利用可能な

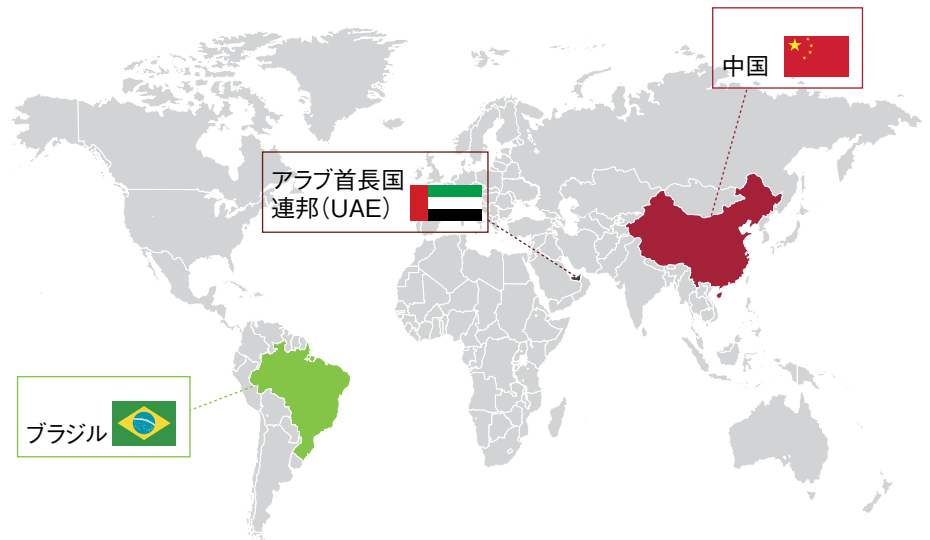
選択肢が拡大されています。

すでに欧米の投資会社は、中国に投資するUCITSファンド（譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) に準拠するファンド）をRQFII制度を利用して開設しており、こうしたファンドは現在、欧州全域を超え、さらに広く販売されています。

中国のRQFII制度は海外から大きな反響とともに迎えられましたが、興味深いことに承認された限度額割当の利用状況は、概して予想よりも緩やかになっています。その理由の一部には、中国に対する投資家心理の適応の遅れもあるかもしれませんが、「滬港通（ここうつう）」（香港－上海ストック・コネクト）によって提供される新たな機会（おそらく、より低コストの）が要因の1つとなっている可能性もあります。

ストック・コネクトが香港株取引量を過去最高に押し上げ

上海証券取引所経由で香港の上場株式を売買する「港股通」（サウスバウンド・トレーディング・リンク）は、開始当初の数ヵ月、平均利用率が1日あたりの利用限度枠の40%とやや鈍めの出足となりました。しかし、この「港股通」利用限度枠は、2015年3月に中国本土の当局が国内ミューチュアルファンドにこのシステムの利用を許可すると、翌月の4月には連日フルに利用されました。このため、香港における売買代金総額は2007年の水準を超える過去最高の2,524億香港ドル、時価総額は28.6兆香港ドルにまで押し上げられ、香港は時価総額では世界トップの取引所となりました。なお2015年4月の時点の利用率は、「港股通」（サウスバウンド）では投資家向けの限度枠総額（2,500億元）の約23%、「滬股通」（ノースバウンド）では投資家向けの限度枠総額（3,000億元）の39%となっています。



出典：KPMGインターナショナル、2015年

「滬港通」が市場を活性化

「滬港通」は、2014年4月に最初に発表されてから、開始までわずか7ヵ月しかかかりませんでした。この相互乗り入れシステムによって、香港と中国本土の両方の資産運用会社に、商品開発で創造力を働かせる余地が増え、鞘取りのチャンスや商品開発におけるフレキシビリティももたらされました。また、このプログラムの成功は、新設される深圳－香港ストック・コネクト（Shenzhen-Hong Kong Stock Connect）に対する市場の信頼度を向上させることにもなります。

香港証券取引所（HKSE）および深圳証券取引所（SZSE）によれば、開始が待ち望まれている深圳－香港ストック・コネクトは、2015年下半年にも始動しそうな見込みです。すでに、ChiNext（チャイネクスト：創業板）で取引されている株式は、香港ボードとの取引ネットワークに含められる可能性が高いと発表されています。今後、その他の金融商品タイプ（債券および先物取引を含む）についても、深圳－香港ストック・コネクトでの取引の対象となることもあり得ます。

ストック・コネクトがもたらす長期的な影響としては、人民元適格外国機関投資家（RQFII）に基づく投資割当などの各種割当

が現在ほどは貴重ではなくなることが考えられます。時が経つにつれ、各種の割当が余って使われなくなる可能性もあります。または少なくとも、ストック・コネクトに割安な代替手段が存在するため、利用コストが今よりも安価になる可能性があります。

中東市場やラテンアメリカ市場も開放へ

一部の国の政策担当者たちは、全く新しい投資センターを開設して、自国市場の拡大からさらに一歩進もうとしています。その典型的な例が、現在、アブダビ・グローバル・マーケット（ADGM）の開設備を進めているアラブ首長国連邦（UAE）です。2014年に発表されたADGMは、ドバイでの成功を足がかりにしようとしています。また、サウジアラビアが2015年6月、国内最大の株式取引所を外国人投資家に開放したことも多少は影響していると思われます。

アブダビの政府は海外機関や投資家を引き付けるため、ADGMは最近創設された独立規制機関の金融サービス規制局（Financial Services Regulations Bureau）によって管理される予定で、ほかの国際的金融センターでも認められている国際的ベストプラクティス基準と規則や規定の足並みを揃える、と述べています。

UAEのこうした動きの背景には、サウジアラビアを見習ってG20（主要20ヵ国・地域）に受け入れられたい、と望む気持ちがあります。G20においては、自国資本市場へのアクセシビリティ向上が求められます。

カタールはすでにその方向に動いており、カタール金融センター（Qatar Financial Centre）を2005年に設立していることもその一環です。また、イランの各市場も今後数年間のうちに開放されるだろうと予想する向きもあります。

中東市場が拡大する可能性が高いのは当然ながら、規制当局がそう望んでいるからという理由だけではありません。中東地域は、アジアやアフリカで増大している富にサービスを提供するのに理想的な位置にあるなど、もともとのメリットに恵まれています。そのうえ、中東投資家の「氷山の水面下に隠れた富」の恩恵を受けられる可能性もあります。現時点では、個人投資家のポートフォリオにおいて国内投資が占める割合はごくわずかですが、こうした状況は、中東資産市場において取引量が急増し、信頼感が増すにつれ、変化していく可能性があります。

その他の新興市場も開放に向かっています。**ブラジル**では、UCITSマネジャーにさまざまな新しい機会をもたらし得る動きがあり、海外に投資する国内資金に対する規則を緩めています。

新規則のもとでは、一般投資家に提供されているブラジルのファンドは、資産の最大5分の1まで海外に投資できる（以前は10%まで）ことになります。適格投資家（投資可能な資産を100万ブラジルレアル（28万9,000ユーロ）保有）は、ファンドのポートフォリオの40%までを海外資産に配分するファンドに投資できるようになります。機関投資家（投資可能な資産を少なくとも1,000万ブラジルレアル保有）は、海外資産に100%配分したファンドを初めて利用できるようになります。

また、ブラジルの規制当局であるブラジル証券取引委員会（CVM）は、単一のファンドに一定額以上投資しなければならないという規則も廃止しています。規則ではUCITSに

具体的には触れていませんが、この規則変更は、一部の南米地域ですでに広く利用されている欧州の各種ビークルを、より多くの人々が利用できるようになることを意味します。

すでに開放されている市場でも、より活発な投資流入を促進

EU内でも、G20諸国でも、課題への取組みにおいてますます成長を重視するようになってきています。

日本では、新興企業や成長企業への投資の奨励に力を入れています。日本では、未上場株式向けの新たな取引システムを導入しているほか、新規上場企業に対しては、内部統制報告書を公認会計士に監査してもらうか否かを選べるようにして、事務的な負担を軽減しています。

とりわけ**欧州**では、景気回復の遅れと低い成長率により、民間から資本の拠出を受けるための方策を、各地域の政策担当者が探るようになってきています。「資本市場同盟（CMU）」は、欧州内における包括的な旗印であり、資本市場および証券市場の形成の背後で勢いを増しています。第三者割当や証券化などは、銀行融資に代わる資金調達手段として広く見なされるようになってきました。現在、EU圏内では銀行融資に大きく依存していますが、これは米国市場の状況とは全く対照的で、EU圏内の景気回復が進まない要因として大勢の評論家が指摘しています。

現欧州委員会委員長が2014年9月、金融安定・金融サービス・資本市場同盟担当委員に選任されたジョナサン・ヒル氏に宛てたミッションレターでは、「銀行融資に依存しているEU圏企業に選択肢をもたらす」し得る「持続可能で質の高い証券市場」について述べ、すべての加盟国を含む単一の資本市場同盟を2019年までに実現したいとしています。

2014年10月、ヒル次期委員は欧州議会議員（MEPs）を前にした公聴会で「EU圏内およびグローバル規模における資本の自由な流れを可能にし、欧州の金融商品のための単一市場を発足」させたいと述べ、こうしたミッションを受け入れる意思を示しています。

“とりわけ欧州では、景気回復の遅れと弱い成長率により、資本を民間から拠出を受けるための方策を地域ごとに政策担当者が探すようになってきています。”





こうしたトップレベルでのコメントに続いて、欧州委員会は2015年2月にグリーンペーパーを刊行し、中小企業（SMEs）およびインフラ整備のための資金調達、EU圏内への投資の呼び込み推進、資金調達手段の多角化について重点的に扱っています。

ヒル委員はその後、欧州委員会は2015年、前委員会が毎年提出していた新規EU法案の5分の1の数の提案をする予定だとし、「私たちは制定する法律を減らし、少ない数の物事をより上手にやろうとしている」と述べています。またヒル委員は、金融危機後の法規制におけるスピーディな対処は金融システム強化のために必要だったが、現在はそれを見直す時期に来ている、とも認めており、「アプローチの根底にあるものに疑問を投げかけるつもりはないが、自分たちの法規制がもたらした複合的な影響に目を向け、安定と成長の適切なバランスを常に獲得できていたか、自らに問う必要がある」と語っています。

欧州委員会のグリーンペーパー（2015年2月18日）

中小企業（SMEs）およびインフラ整備のための資金調達、EU圏内への投資の呼び込み推進、資金調達方法の多角化にフォーカスしている。

質の高い証券化を奨励する提案や、銀行のバランスシートに対する束縛を解き、銀行の融資活動を可能にする提案を作成する

1

目論見書指令（Prospectus Directive）を見直し、（比較的規模の小さい）企業が、現在よりも容易に資金を調達したり海外投資家に到達したりできるようにする

2

中小企業に関する信用情報を入手しやすくし、中小企業に投資しやすくする

3

業界と協力して、比較的規模の小さい企業への直接投資を奨励するような全欧州規模の第三者割当システムを整備する

4

欧州長期投資ファンド（ELTIF）の利用をサポートし、インフラの整備やその他の長期プロジェクトに投資がなされるようにする

5

出典：KPMGインターナショナル、2015年

オルタナティブ投資の促進

3種類の新たなEUファンド制度——欧州社会的起業ファンド (EuSEF)、欧州ベンチャーキャピタルファンド (EuVECA)、欧州長期投資ファンド (ELTIF) ——が、資本市場同盟 (CMU) のもとでの初期の施策として採択されています。

2015年3月、**欧州長期投資ファンド (ELTIF)** 規則が採択されました。ELTIFは、オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) のもとに承認されたEU籍運用者によって管理される、EU籍オルタナティブ投資ファンド (AIF) です。一般投資家によるアクセスは、少なくとも10万ユーロの投資可能なポートフォリオを保有する者に限られ、そうした投資家がELTIFに投資できる金額も、各自のポートフォリオの10%までとなっています。

適格資産の対象は幅広い範囲に及んでおり、未上場の中小企業 (SME) やインフラ関連プロジェクトのほか、ELTIFは不動産 (ただし、その投資が「賢明で持続可能かつ長期にわたる (smart, sustainable and long-term)」長期プロジェクトのみ)、知的財産 (特許など)、時価総額が5億ユーロ以下でかつ上場している中小企業などが含まれています。デリバティブやレバレッジの活用は厳しく制限されています。当初の提案では、EU圏内に一定割合以上投資することをELTIFに義務付けていましたが、この提案はその後、取り下げられています。

同制度の採用は任意ですが、欧州委員会は資本市場同盟 (CMU) の旗印のもと、各規制当局に対しては規制の実施、業界に対してはファンド開設を促しています。しかし、ここまでの時点では投資家の反応は高くはありません。大口機関投資家はこうした資産にすでに直接またはAIF経由で投資でき、投資や借入能力が制限されているファンドに必ずしも投資しなくてもよいからです。一方、こうしたELTIFにアクセスできる「一般」投資家は非常に限られています。同委員会では、このシステムを改善・充実するためのフィードバックを募集していますが、さらに

広い範囲の一般投資家がELTIFに投資できるようにすべきだと主張する欧州証券市場監督局 (ESMA) および各国規制当局からの抵抗は、今も強いままです。

欧州ベンチャーキャピタルファンド (EuVECA) 規則は、中小企業を直接の対象にしています。この規制は、少なくとも70%を、総資産4,300万ユーロ以下または年間売上5,000万ユーロ以下の未上場企業に投資しているファンドに適用されます。

欧州社会的起業ファンド (EuSEF) 規則は、EuVECA規則の姉妹版ともいえる存在です。この規制は、少なくとも70%を、測定可能でポジティブな社会的影響を及ぼすことを主要な活動目的としている事業体 (弱い立場にある人・疎外されている人・不利益な立場にある人・差別されている人に対して財やサービスの提供を行っている事業体) に投資しているファンドに適用されます。

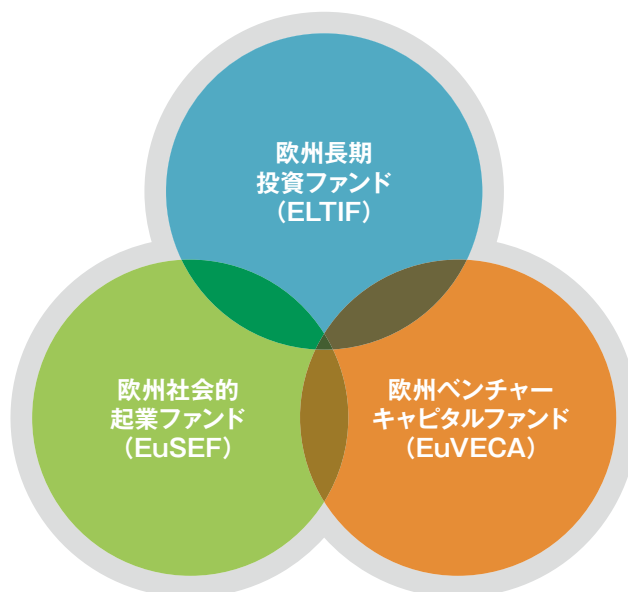
欧州当局では、こうした主要提案が設計面の欠陥のために悪評を受けることが一切あってはならないとの決定を行いました。ESMAは2015年2月、EuSEF規則およびEuVECA規則に対する欧州委員会への技術的助言において、資産運用会社が利益相反

を発見するための方法や、利益相反を回避、管理、監視、開示するために従うべき手続きについて指針を与えています。また、各ファンドがもたらす社会的影響を測定するために求められる手続きについても詳細に述べています。測定結果は、明確かつ透明性の高い方法で投資家に開示されなければなりません。ESMAの助言ではそのほか、投資決定を行う前の投資家に対する情報開示プロセスをさらに充実させています。特に、EuSEFの運用会社は、ポートフォリオに含まれる適格投資資産の種類に関する情報を提供しなければなりません。

各国で新たなローカルファンドが登場

新たなピークルが、欧州各国の国内政策の結果として続々と登場してきています。2014年10月以降、**アイルランド**の適格投資家向けオルタナティブ投資ファンド (QIAIF) に企業への直接貸付が許可されており、貸付を行うQIAIFの第1号が2015年3月3日に認可されています¹¹。こうしたローンファンドは、AIFMDの適用対象となり、マーケティング・パスポートの便益を受けることができます。

規制対象となっているEUオルタナティブ投資ファンド



出典：KPMGインターナショナル、2015年

11 The Connect-Ireland Diaspora Loan Fund plc

同様に、**ドイツ**では連邦金融監督庁 (BaFin) が、自国の一部投資ファンドに対して貸付の実行、条件変更、期間延長を許可していくつもりだと述べています。BaFinは、以前はそうした動きに抵抗していましたが、現在は、オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) は、オルタナティブ投資ファンド (AIF) に対してどのような制限も課すものではなく、欧州社会的起業ファンド (EuSEF)、欧州ベンチャーキャピタルファンド (EuVECA)、欧州長期投資ファンド (ELTIF) に関する各規制はすべて、一定のポートフォリオ企業に対して行われた貸付を適格投資と見なしていると認識しています。

ブラジルでは、規則第555号 (Instruction 555) が2015年内に発効する予定です。同規則には、機関および適格投資家に対する新しい定義が含まれており、ファンドのポートフォリオにおける新規投資に関する制限を、こうした投資家のみが投資するファンドに対しては、比較的厳しくないものにできようになっています。

ただし、各国規制当局がすべて、市場への投資を奨励しているわけではありません。例えば**スペイン**の中央銀行は2015年5月、国内の一般投資家に対して、投資ファンド

に蓄えを投資することで各自が負うリスクについて警告しています。スペイン銀行 (Banco de España) は最新の金融安定性報告書 (Financial Stability Report) において、「投資ファンドの保有者が負うリスクは、銀行の預金口座に蓄えを預ける人が負うリスクよりも高くなる」と指摘しています。

さらに効率的なクロスボーダービークル

規制や税制、戦略の複雑化によって国境を越えた資産運用コストが増加する複雑な投資環境の中、各種管理費の削減を図れるようなビークルを導入している国・地域もあります。

例えば、**アイルランド**集団投資運用ビークル (ICAV) は2015年3月に発効し、投資ファンドに特化した (適切でない会社法は適用されない) 事業形態を運営会社に提供します。これによって、管理上の負担や費用は軽減されます。この新たな形態は、次のような多くのメリットをもたらします。

- 投資ファンドに適切でない会社法は適用されない特殊な事業形態
- 米国投資家にとってより税制上有利となる事業形態

- UCITSファンド、オルタナティブ投資ファンド (AIF) のどちらに分類されるかを選択可能

- 既存のファンドは、ICAVに転換可能
- その他の場所で提供されている類似ビークルの代替品として機能

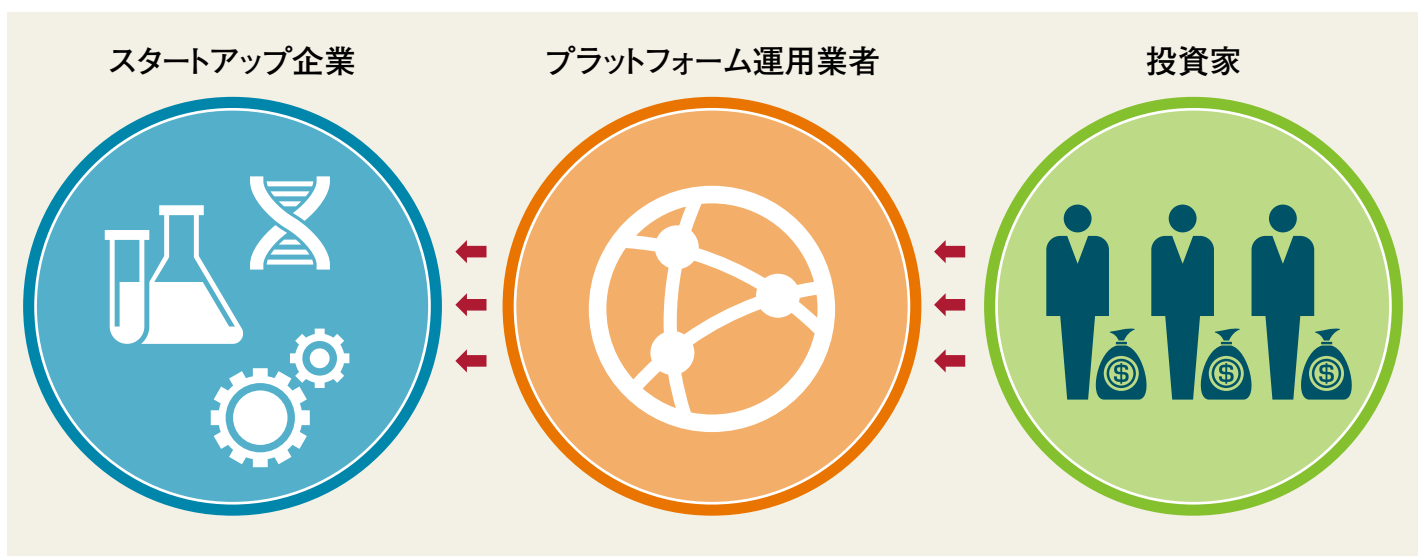
一方、**英国**市場では、2014年に発表された規制を受け、「承認された契約スキーム (Authorised Contractual Schemes)」が初めて登場してきています。

クラウドファンディングが成長し、政府の監視対象に

クラウドファンディングは中小企業の資金調達方法において進行中の改革であり、多くの国で支援されています。しかし、その成功と急速な拡大により、規制当局は以前よりも監視を強めています。

欧州内だけを見ても、オンライン経由のオルタナティブファイナンス市場は2014年に144%増加して30億ユーロ近くにまで成長しており¹²、クラウドファンディングへの取組みが各国で支援され、新たな資金調達源を求める企業が増えるにつれ、本年には70億ユーロに達すると予想されています。

エクイティ型クラウドファンディング利用の奨励



出典：KPMGインターナショナル、2015年

12 フィナンシャル・タイムズ 2015年2月23日

欧州のクラウドファンディングの中心地である**英国**では、この始まったばかりの投資ビークルの育成に政府が力を入れています。同政府は、オルタナティブファイナンスを主流に引き上げるための試みの一環として、税制上有利な個人貯蓄勘定 (ISA) にエクイティ型および貸付型のクラウドファンディングを含めるか否かを協議すると約束しています。こうした動きは、ソーシャルレンディング (peer-to-peer loan) をISA制度に含める (2016年初めから実施の見込み) という発表に続くものです。

同時に、英国金融行動監視機構 (FCA) では、提供者からの商品内容伝達方法に関する一連の問題発見に伴い、エクイティ型クラウドファンディング、ソーシャルレンディング、ミニボンド (mini-bond) のマーケティングに干渉ようになってきています。同規制当局では、調査の結果、商品提供者はメリットを強調しがちで、必ずしもクラウドファンディングのリスクを十分に説明しなかったり、不十分または不完全な情報や、都合の良い情報だけを公表する傾向にあったりすることを発見しています¹³。

米国では、「新規事業活性化法 (Jobs Act)」がクラウドファンディングを支援しています。この新法では、米国における資金調達および証券売却に関する規則を簡素化し、クラウドファンディング経由で株式や債券による資金調達ができるようにしています。また同法によって、Kickstarterといったプラットフォームが、金銭を些少なギフトと交換するビジネスモデルから移行できるようになり、出資プロジェクトのオーナーシップを人々が取得できるようなビジネスモデルが実現できます。

一方、**日本**では、クラウドファンディングは成長を再活性化するための1つとして見なされています。しかし、金融庁ではそのリスクを危惧しています。同庁では最近、詐欺的行為への悪用を防止するための法律を打ち出し、クラウドファンディングのプラットフォーム事業者に対してスタートアップ企業の事業内容のチェックと、インターネットを通じ



た適切な情報提供を義務付けています¹⁴。

スチュワードシップ責任は引き続き 当局の関心事に

上場企業における株主参加に関する従来の論争から、規制当局が完全に気をそらされていたわけではありません。一部の規制当局では、資産運用会社が、顧客資金を投資している企業に対して、適切なガバナンスや戦略を奨励するうえで、どこまで積極的な役割を果たすべきかについて、再び監視を強めています。

日本では、2014年2月に日本版スチュワードシップ・コード (「責任ある機関投資家」の諸原則)、2015年3月に日本版コーポレートガバナンス・コードが策定されました。スチュワードシップ・コードでは、責任ある機関投資家に対して諸原則を定めて、企業の持続可能な成長を、投資と対話を通じて促進することを意図しています。機関投資家に対しては、自らのウェブサイトにおいて公式に同コードの受入れを表明し、開示情報を毎年見直し・更新することが期待されています。コーポレートガバナンス・コードでは、企業の持続可能な成長と中長期における企業価

値の増大を図ろうとしています。同コードは、有価証券上場規程の改定とともに、2015年6月1日より実施されています。

一方、**欧州**では、欧州委員会が株主権利指令 (Shareholder Rights Directive) の改正案を発表しています。現行指令では、シェアブロッキング、関連情報へのタイムリーなアクセス、議決 (特に議決権の代理行使) の複雑化といった、現時点で把握されている障壁を取り除くことにより、クロスボーダーの議決権行使の円滑化を図っています。

改正案では、機関投資家と資産運用会社に数々の義務を新たに課しています。機関投資家と資産運用会社は、そのエンゲージメントに関するポリシーと実際の活動状況を公表しなければなりません。また、企業の長期パフォーマンスを重視し、関連当事者取引を監督することも義務付けられています。また同提案では、議決権代理行使アドバイザーに関してより高い透明性が求められ、機関が資産運用会社を任命した場合、取決めの詳細も公表しなければなりません。特に最後の点は、規制当局と資産運用業界の間で激しい論争を引き起こしています。

13 フィナンシャル・タイムズ 2015年2月6日

14 金融庁 (日本) 金融商品取引法等の一部を改正する法律 (平成26年法律第44号)

4.

政府による 長期貯蓄の奨励

重要ポイント

- 退職後への備えのニーズが増加していることは、引き続き政策担当者の一番の懸念事項となっています。
- 既存の年金規制が大幅に改正され、新たな年金商品や非課税の預貯金口座が導入されています。
- 資産運用業界は、運用資産の増加と、新たなファンドベースの老後準備商品を提供開始する機会の増加からのメリットを期待できます。
- こうした状況は、運用対象資産が大幅に増加するにつれて政策担当者の懸念を生じさせている、資産運用およびシステミックリスクに関する論争とは対照的といえます。



世 界中で、退職後の備えの問題は、政府が提供する退職年金から個人的な準備へのシフトが着実に進むなか、引き続き政策担当者の一番の懸念事項となっています。

その結果、既存の年金規制が大幅に改正され、新たな年金商品や長期的な預貯金口座が導入されています。

資産運用業界にとっての朗報は、個人年金市場のニーズに対応して、運用資産の増加や新たな種類のファンド商品の提供を開始する機会が見込め、そこからメリットが期待できそうなことです。しかし、こうした状況は、運用対象資産が大幅に増加するにつれて政策担当者の目を同業界に向けさせている、資産運用およびシステミックリスクに関する論争とは際立って対照的です。

第2の柱としての年金：より多くの国民に

多くの政府は、高齢化が進むにつれて年金債務が手におえない状況に陥り、国家財政をさらに圧迫しかねないことを十分に認識しており、自国民向けの年金制度を重点課題としています。

基本的な国家年金はすでに広く普及していますが、第2の柱としての年金の導入は、さらなる老後の備えを労働者に奨励（場合によっては強制）するようになっています。一部の国・地域では、第2の柱としての年金をはるか昔から導入しており、現在はその制度を再検討し、規則を抜本的に見直してより良いものにしようとしています。その一方で、第2の柱を設置するための道のりを歩みはじめたばかりの国・地域もあります。

アイルランドは、後者に属する国の1つです。アイルランド政府は2014年末、新たに導入される公的サービスによる第2の柱としての年金スキームは「MySaver」と呼ばれる予定で、国家年金以外に年金を持たない労働者に保障を提供するように設計されている、と発表しています。

このスキームは、強制ではなく、英国システムのような「ソフトな義務付け (soft-mandatory)」のアプローチを取る可能性が高いと思われますが、貯蓄額に幅をもたせた形での実施となります。アイルランドのアクチュアリー協会 (Society of Actuaries) では、強制加入のためのシステムを2019年までに実施できるよう準備すべきだと呼びかけており、強制加入を実施するまでの一時措置として自動加入を実施するのはリソースの無駄であると主張しています。

米国では2014年、オバマ大統領によって、401 (k) プランに加入していない米国人のための取組みの一環として、新たな退職貯蓄制度が発表されました。通称「myRA (my retirement accountの略)」と呼ばれるこの取組みは、毎月、一定割合の金額を給与から天引きして米国債 (財務省証券) に投資できるようにし、手軽に貯蓄できるようにするものです。myRA口座は25ドルという少額から開設でき、低所得者にも貯蓄が始めやすくなっています。

しかし、同プランは債券や株式には投資できず、その点がプランの欠陥となる恐れもあります。米国債の利回りは歴史的に見て低く、きわめて低い利鞘しか期待できない

“アイルランド政府は2014年末、新たに導入される公的サービスによる第2の柱としての年金スキームは「MySaver」と呼ばれる予定で、国家年金以外に年金を持たない労働者に保障を提供するように設計されている、と発表しています。”



“ 一方、日本では、確定拠出 (DC) 年金プランの資格要件を備えた投資家を拡大すべきか否かが国会で協議されています。これまでは対象外であった公的雇用者 (public employers) も、対象に含まれる可能性が今では高くなっています。”

イニシアチブに魅力を感じる運用会社はほとんどないと思われます。また、myRA は軌道に乗るまでにやや手間取っています。一方、米国の多くの州ではそれを埋め合わせる形で、英国での政府スポンサー型の国家雇用貯蓄信託 (NEST) 職場年金制度に似たスキームを導入しています。NEST は雇用者には費用がかからず、比較的簡単に設置できるように設計されています。

同様の状況が、**カナダ**でも見受けられます。カナダでは、高齢化と貯蓄率の低下が主に影響し、年金改革に関する論争が州政府レベルと連邦政府レベルの両方で続いています。一部の州政府では、連邦政府による既存制度であるカナダ年金制度 (CPP) に似た州政府運営の年金プランを提案または実施しています。また連邦政府も、企業年金プランを提供しない企業で働く人々のための「プール型退職貯蓄年金 (Pooled Retirement Savings Plan)」の概念を確立しようとしています。

一方、**日本**では、確定拠出 (DC) 年金プランの資格要件を備えた投資家を拡大すべきか否かが国会で協議されています。これまでは対象外であった公的雇用者 (public employers) も、対象に含まれる可能性が今では高くなっています。

規制当局：現行の仕組みを見直し

世界各地の規制当局は、現行年金制度の仕組みにおけるコストや対費用効率を調査しています。その主なきっかけはファンドの低い投資収益でしたが、資産運用業界の成長や、年金制度とその受益者はスケールメリットの恩恵を受けられるべきだという多くの規制当局の考えも影響しています。このため、年金制度の仕組みは見直され、必要な場合は改正されるようになっています。

こうした第2の柱の制度を精緻化および改善している国の中には、**香港**も含まれます。

香港の強制積立金 (MPF) 制度は2000年12月に開始され、2013年末の時点では390万人がMPF制度に加入しています。同制度については近年、そのファンド経費率 (FER) が注目されるようになっており、現時点の平均FERは1.69%となっています。

強制積立金制度管理局 (MPFA) は3ヵ月間の公開協議を行い、2015年3月に「コアファンド (core fund)」をすべてのMPF制度における必須標準設定 (mandatory default arrangement) として導入し、一般化された低コスト標準オプションを制度加入者に提供すると発表しました。この標準投資戦略では、制度加入者が退職年齢に近づくにつれ、投資リスクが自動的に減少されるように設定されます。同時に、香港政府とMPFAはコアファンドの年間管理費を運用資産の0.75%以下に制限することで、手数料をコントロールするメカニズムを実施できることとなります。今後については2015年末までに香港立法会に法案が提出され、2016年末までに標準的な投資戦略が導入されると予想されています。

そうすると、かなりの制度加入者が、より有利な手数料率に魅かれてコアファンドを選択すると思われます。このため、この標準的投資戦略を実施する能力が資産運用会社のコア・コンピタンスとなるでしょう。スケールメリットが重要要素の1つとなり、市場における統合が進むことも予想されます。

一方、**スイス**政府は、第2の柱としての年金制度の構造改革の一環として、新たな法律を発表し、すべての運用管理費用を年次報告書で公表することを義務付けています。これを受けた開示により、一部の高コスト投資—特に、オルタナティブ投資—に対して厳しい目が注がれるようになっており、こうした資産クラスへの投資から撤収する年金基金がさらに増える可能性があります。

オーストラリア証券投資委員会 (ASIC) は2013年9月、自家運用スーパーファンド (self-managed super fund) のコストについての協議文書を発表しています。自家運用スーパーファンドとは、投資家自身が年金基金の管理と投資運用を行うファンドで、**オーストラリア**の総年金セクターの約35%を占めています。自家運用スーパーファンドは、メンバーを多く抱える規模の比較的大きなスーパーファンドと比較すると年間管理費がはるかに高くなることが分かっており、この傾向はファンド残高が10万豪ドル未満の場合に著しくなります。ASICでは現在、コスト削減が可能か否かを注意深く見守っています。

コストの問題は、2014年初めにオーストラリアで開始された「MySuper」でも対処されています。MySuper制度のねらいは、市場参加者に各種のシンプルで比較しやすい商品を作り出してもらい、そうした商品が正味コストおよび利回りに重点を置いて競争するように仕向けることにあります。なお、オーストラリア健全性規制庁 (APRA) は、手数料一覧を公表することによってさらに競争を促進させるだろうとも予想されています。

EUワイドの年金イニシアチブ

国境を越えた年金の規格や枠組みを作り上げるのは、簡単な仕事ではありません。しかし、そうした取組みに関する計画および実施を成功させられれば、その自由度、選択肢の豊富さ、コスト節約といった点で年金制度加入者に非常に大きなメリットをもたらします。

まさにこれが、欧州委員会が2003年に制定した職域年金指令 (IORPD) を通して達成しようとした目標です。

しかし、IORPDが制定されたにもかかわらず、**欧州**には国境を越えた年金基金は今も非常にわずかしか存在しません (その数は100未満)。対照的に、国内向けの職域年金はEU圏内に合計で約140,000存在)。委員会は現在、同指令の内容を保険業界向けの「ソルベンシー 2指令 (Solvency II Directive)」と足並みをより揃えたものにしようとしており、同指令を改正して、国境を越えた年金制度の発展を奨励することで、「単一市場」を強化しようとしています。





“新案は、広範囲に及ぶ新たなガバナンス要件や加入者向け年金明細書に関するEU全体でのフォーマット統一に関して詳細な計画が盛り込まれており、指令を拡大し、変容させる内容となっています。”

しかし、加盟国からは各国の問題だという声も上がっており、IORPDの改正は容易ではないと思われます。欧州委員会では、EU圏全体をカバーする個人年金保障の必要性を強調しています。委員会では、雇用者と被雇用者が「単一市場」のメリットをフルに活用できるようにするという観点から、国境を越えた年金制度を設置するための法的・規制的・事務的要件の簡素化が必須だと考えています。

オリジナルの提案における最も難しい要素（ソルベンシー2に基づく、年金制度の資金調達に関する包括的バランスシート（Holistic Balance Sheet）アプローチ）は広く批判を受けました。この計画には、5カ国の政府（英国、オランダ、ドイツ、アイルランド、ベルギー）が共同して反対しています。

こうした反対を受けて、欧州委員会は2014年3月にIORPDの新たな草稿を公表しましたが、その内容は単なる改正案にとどまりませんでした。新案は、広範囲に及ぶ新たなガバナンス要件や加入者向け年金明細書に関するEU全体でのフォーマット統一に関して詳細な計画が盛り込まれており、指令を拡大し、変容させる内容となっています。

新案には、以下が含まれています。

- リスク管理やアウトソーシング、内部監査に関する詳細なガバナンス要件。
- 制度管理者には、専門家としての資格要件を満たすことが義務付けられる。
- 制度には、報酬に関する方針が必要となる。
- 長期投資に対する制限は廃止される。
- 国境を越えるスキームに対して、完全積立（フルファンディング）状況を常に義務付ける現行要件は残される。
- 確定拠出（DC）制度では、資産の保管や監視に責任を負う受託者（depository）を任命することが必要になる。
- EU圏で統一され、必須となる年金明細書に関する詳細な規定。この明細書は、すべての制度メンバーに少なくとも年1回送られ、年金月額で表された総資本（確定拠出（DC）制度の場合）から、投資オプションのリスク特性、各費用や手数料の内訳まで、あらゆる内容をカバーする。
- 加盟国には、2016年12月までに新指令を施行することが求められる。

今や、バトンは欧州議会に渡されました。欧州議会では、同指令の審査を2015年3月から始めています。

個人年金 — 第3の柱

政策担当者の関心のほとんどは、第1と第2の柱としての年金に今も集まっていますが、個人年金市場の改革に関する議論が行われている地域もあります。

英国では、保険業界が個人年金市場のシェアの大半を握っています。この状況は多くの要因によってもたらされており、特に、各個人が終身年金を年金原資や節税分を用いて購入することを義務付けられていたことが大きく関係しています（同規則は現在では撤廃されています）。政府は、前議会の任期

終盤に政策の抜本的見直しを発表し、保険業界にも懸念が広がりました。しかしファンド業界においては、この動きはチャンスをもたらすこととなり、運用会社はインカム・ドローダウン (income drawdown) ファンドを退職した投資家に提供して市場で競合できるようになります。税制や規制上の変更について詳細が明らかになるのはもう少し先になりますが、多くの運用会社は同市場向けの新商品を準備しています。

非課税貯蓄 — 限度額が上昇中

投資や貯蓄をさらに奨励するため、非課税口座制度を拡大している国・地域もあります。こうしたタイプの口座は以前から多くの国で導入されており、例えば英国では、まず非課税貯蓄勘定 (TESSA) と個人株主制度 (PEP) が導入され、より最近では個人貯蓄勘定 (ISA) が大ヒットとなっています。最近取り入れられた各種変更の結果、英国の人々は、本税務年度15,240ポンドまでISAに預け入れでき、株式や債券、預金の形で保有できます。

南アフリカは、非課税分野への取組みを比較的最近に行い始めた国の1つです。2015年3月、南アフリカの金融サービス委員会 (Financial Services Board) は、株式や不動産、利益配当付社債 (participating bonds) に対する非課税の集団投資スキーム (CIS) の仕組みについての概要説明を行いました。このスキームでは、非課税の投資および貯蓄勘定 (TFSA) を導入して家計の貯蓄増加を奨励し、負債や退職年金の早期引き出しへの依存を減少させようとしています。

TFSAへの投資はあらゆる種類の税金が免除されており、例えばキャピタルゲイン課税や利子・配当課税、引き出し時の課税なども免除されます。投資の年間限度額は3万ランドで、生涯限度額は50万ランドとなります。口座の換金性はきわめて高く、投資

はいつでも引き出せます。ただし、引き出しを抑制するため、政府では引き出した資金の再投資を禁じています。

同スキームの商品提供者は、かなりの事務的な負担を負わなければならない、拠出限度額のモニタリング、当局への報告、規制に沿った形での取引の会計処理などが求められます。

カナダでは、オリバー財務相のもとでの2015年予算で、非課税の貯蓄口座 (Tax-Free Savings Account) の限度額が、各納税者につき5,500カナダドルから1万カナダドルに引き上げられました。この増加は、税制上のペナルティを被らずに貯蓄できるチャンスを、カナダの人々にもたらすだけではありません。収入を非課税の貯蓄プランに再投資する高年齢層も恩恵を受けることができ、その対象には登録退職年金ファンド (Registered Retirement Income Funds) から引き落としされて課税された資金も含まれます。連邦政府は、非課税の貯蓄口座制度を2009年から導入しており、2015年の連邦予算では年間預入限度額を倍増して個人による貯蓄を奨励しています。

日本では、非課税貯蓄制度は2014年に国民にもたらされました。少額投資非課税制度 (通称NISA) は、米国の非課税勘定と英国のISAにならったもので、キャピタルゲインや所得税に対する控除があります。

しかし、現在までの利用状況はそれほど活発ではなく、政策担当者は現在、個人の預貯金口座から資金を引き出し、停滞する日本経済への投資を奨励するための別の手段も試みているところです。まず、非課税枠は2016年1月から増加される見込みです。加えて、2016年より、子どもや孫の名前でNISA口座を開設できるようになります。これは、英国で2013年に導入された「ジュニアISA」にならっており、こうした仕組みは各国にとって、金銭的に余裕のある高齢者層からそれよりも若い世代に富を移転させる手段の1つとなります。



ただし、新しく導入されるジュニアNISAにはさまざまな制限もあります。口座は子どもの学費や生活費を準備するために利用されなければならない、証明のために求められる基準も高くなると考えられます。

米国でも、若年層向けの貯蓄を奨励しています。通称「529プラン」と呼ばれる高等教育のための資金形成制度は、より魅力的な制度にするため充実が図られています。2015年5月、上院金融委員会 (Senate Finance Committee) は、大学で使うコンピュータを入手するための資金を学生が非課税で貯められるようにする法案 (この制度は、2009年度および2010年度に529プランに一時的に追加されていました) を起草しました。ただし、今回の案ではコンピュータの主なユーザーはその学生自身で、家族であってはならないことになっています。

5.

ファンド販売：一部の障壁は低くなるが、高くなるものも

重要ポイント

- 新たに登場したファンド・パスポート制度によって、域内でのクロスボーダー障壁は低くなっていますが、海外のマネジャーにとっては、そうした市場での障壁は高くなっています。
- 規制当局はさまざまなアプローチを採用してはいますが、これまで認められていた多くの販売 (distribution) 方法が、今では認められなくなっています。
- 規制当局は、運用費用や手数料の透明性向上のために不断の努力を続けています。
- リテール市場商品の複雑性について、監督が厳しくなっており、特に「適合性 (suitability)」に重点が置かれています。
- デジタル分野における販売チャネルの発展に繋がりそうな技術進歩の機会が生まれていますが、それを邪魔しかねない、執行に限定した (execution-only) 販売を制限する規制動向も存在しています。



規 制によって、投資ファンドのクロスボーダー販売の障壁は高くも低くもなります。

地域内での販売に関する一部の障壁は低くなっています。例えば、人民元の国際化やアジア地域ファンド・パスポート構想により、アジア内ではこれまでより幅広い販売機会が生まれています。一方、譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) は、欧州での登録や販売を以前より困難にしています。

欧州では、金融商品市場指令2 (MiFID2) の要件を上回るレベルで消費者を保護するための追加措置を導入するかについての各国の判断次第で、販売がさらに困難になる可能性が高くなっています。また欧州証券市場監督局 (ESMA) では、多くのファンドを「複雑 (complex)」と分類するアプローチを提案しており、デジタルチャネルを活用したファンド販売の妨げとなりかねません。

一方、多くの国・地域では、欧州委員会が第三国 (EU圏外) 向けAIFMDパスポートをマネジャーやファンドに許可するのか、第三国の制度がパスポートの審査にパスしたと見なされるためにはどんなプロセスが必要なのか、各国の私募制度は今後どうなるのかに関して情報を待ち望んでいます。

ボルカー・ルール (Volcker Rule: 広範な内容を含むドッド・フランク法 (Dodd-Frank Act) の条項の1つ) は、非米国ファンドに引き続き影響を及ぼしています。2015年6月まで、その適用 (とりわけ、米国銀行の子会社または関連会社である運用会社に対する適用) には不確実性がつきまといそうです。

ファンドの市場アクセスを円滑化

販売面での大きなチャンスが、ファンド相互承認 (MRF) 制度を通してもたらされています。この制度は、中国投資家の投資分散を可能にすると同時に、中国通貨のさらなる国際化を図るための中国政府による取組みの一環です。ストック・コネクトや人民元適格外国機関投資家 (RQFII) 制度といったその他施策にも、同様の意図があります。

MRFは2013年1月に最初に発表され、その枠組みについては、香港証券先物取引委員会 (HKSF) と中国証券監督管理

委員会 (CSRC) の間で、現在までに次の6つの領域で合意がなされています。

1. **対象ファンドの種類** — 適格ファンドは、中国本土または香港の法規制に従って認可され、当初は、シンプルなファンド商品が対象となる。今後、対象ファンドの種類は拡大される可能性もある。
2. **運用会社の資格要件** — 運用会社は、中国本土と香港のいずれで登録してもよく、CSRC / HKSFによって認可されなければならない。
3. **ファンドの承認／審査プロセス** — ホストとなる規制当局による、統合された審査プロセスの対象となる。
4. **ファンドの運営** — 投資制限、ディーリング、価値評価、監査および会議に関する要件について、ホスト国・地域の法規制に準拠しなければならない。
5. **情報開示** — ホストとなる規制当局は、募集書類の内容や形式、更新頻度に関して補足情報を要求できる。
6. **投資家保護** — HKSFおよびCSRCは、規制面での協力や相互支援を強化し、紛争解決メカニズムも明確に定めていく。

MRF実施に向けての取組みは、政策担当者の関心がストック・コネクトに注がれたために一時立ち往生していました。しかし2015年5月末には、HKSFとCSRCが2015年7月1日から相互承認を開始すると発表しています。

この発表は市場にとっては寝耳に水も同然でしたが、ファンドの本籍地に関する見通しにはすでに変化が生じています。HKSFで認可されるファンドの数は増加しており、2013年から2014年にかけて約50のHKSF認可ファンドが香港に再び本籍地を戻しました。またこの他にも、HKSFでは、自社ファンド本籍地を香港に変更したいという運用会社から数多くの問い合わせを受けています。この結果、香港を信頼の置ける地域ファンドセンターにステップアップさせる、という目的は達成されました。ただし、UCITSなどの非アジア系ファンドの購入機会が制限されるというデメリットも代償として生じています。

“ HKSFとCSRCが2015年5月に行った発表は、市場にとっては寝耳に水も同然でしたが、ファンドの本籍地に関する見通しにはすでに変化が生じています。”



“その他にも、投資運用業界を活性化し得る動向が、APECアジア地域ファンド・パスポート (ARFP)、ASEAN集団投資スキーム・フレームワークという形で生じています。”

アジア地域におけるパスポート制度の導入

その他にも、投資運用業界を活性化し得る動向が、アジア太平洋経済協力機構 (APEC) のアジア地域ファンド・パスポート (ARFP)、東南アジア諸国連合 (ASEAN) の集団投資スキーム・フレームワーク (ASEANフレームワーク) という形で生じています。これらはどちらも、アジア地域におけるファンドのクロスボーダー・マーケティングを円滑化するために多国間で合意された枠組みです。

ASEANフレームワークは、2013年10月にシンガポール、マレーシア、タイ (「フレームワーク参加国」) がフレームワークの主要ルールに合意した後、昨年8月には参加メンバーの国・地域において正式に始動し、詳細が発表されました。また今後は、インドネシア、フィリピン、ベトナムも参加すると予想されています。

これとは別に、オーストラリア、韓国、ニュージーランド、シンガポールの各財務相は、2013年9月にARFPを共同で推進するための趣意書に署名しています。また2015年2月には、2016年までのARFP実施を視野に入れた、フレームワークの規則や運営に関する取決めの草案を盛り込んだ市中協議文書をARFPワーキンググループが公表しています。

こうした異なるファンド・パスポート制度が連携して機能するのか、また連携する場合はどのような形になるのかは、現時点でははっきりしていません。また、同じアジア地域

に位置する、重要度の高い一部の国・地域が、最初の段階での話し合いに関係していないことも覚えておくべきでしょう。それでも、こうしたパスポートは、アジア地域での資産運用業界の発展に貢献するだろうと予想されています。政治や経済、税制上の協調不足のために変化のペースが妨げられる可能性もありますが、変化は遅かれ早かれ起こり、その代償は、UCITSといった、アジア地域での販売を希望する非アジア系ファンドが支払うことになるでしょう。

非米国ファンド：ボルカー・ルールが影響

ボルカー・ルール (Volcker Rule) は広範な内容を含むドッド・フランク法 (Dodd-Frank Act) の条項の1つであり、「カバード (covered)」ファンドの運営に関するものです。その定義では、米国のミューチュアルファンドは除外されているものの、米国以外の同等商品は当初は除外されていませんでした。同ルールでは、そうしたファンドと銀行機関との関わりについて厳格な要件を設けており、特定ファンドを名指しするほどになっています。

非米国ファンド業界がロビー活動に力を入れた結果、同ルールを実施するための最終的な規制内容では、UCITSなどの米国の規制対象ではないリテール向けファンドはカバードファンドから除外され、そうしたファンドのスポンサーに銀行機関が通常は制限なしでなれるようになりました。しかし、米国銀行の



地域パスポートが及ぼす影響



出典：KPMGインターナショナル、2015年

子会社か関連会社となっている米国外の運用会社は、それでも自社のファンドは「銀行事業体 (banking entities)」として同ルールに抵触するのではと懸念しています。同ルールにおけるコントロールに関する定義が示唆するところでは、非米国リテールファンドは、その法的構造にかかわらず、スポンサーとなっている銀行機関によってコントロールされているとみなされる可能性があるため、グループ企業からファンドに提供される投資運用、管理、その他のサービスに関する取決めに影響を及ぼしています。

業界がロビー活動を展開した結果、2015年6月にボルカー・ルールに携わる5つの米国機関がようやくルール改正を発表し、マネジャーは新たなファンドの準備ができるようになりました。

AIFMD — ハイブリッド的存在

オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) は、販売障壁を高くも低くもしているハイブリッド的存在と考えられます。

AIFMDは、非EU籍の資産運用会社にとっては、あと3年しか各国の私募債制度に依存できないという意味で障壁を高くしています。3年後には、こうした非EU籍のマネジャーやファンドは、いずれかの国の規制当局に登録しなければならず、AIFMD要件の適用対象となります。また一部のEU国では、すでに自国の私募債制度を廃止または厳格化しており、非EU籍のファンドおよび企業は、開示要求の増加（特にマネジャーへの報酬に対する開示）や規制報告負担の増大を理由に、可能な場合にはEU圏を避けようとする傾向が見受けられます。

しかしAIFMDは、EU圏全体に通用するパスポートを機関投資家向けファンドに提供する、

という意味では障壁を低くしてもいます。また重要なことに、EU圏内の資産運用会社にとって、EU籍の各種ファンドを1人のAIFマネジャーに管理させられる、という自由をもたらします。UCITSの管理会社 (ManCo) パスポートが制定されてから、最初のEU ManCoが姿を現すまでに3年間の歳月を要しました。各企業が自社グループ内のAIF管理会社の数をどれだけスピーディに合理化するかは、今後明らかになっていくでしょう。

また、オルタナティブ投資ファンド (AIF) が、UCITSと同じようにクロスボーダー販売での成功を遂げられるかも関心が持たれる点です。AIFの市場認知度はまだ限られており、その理由の1つにはAIFが均質でないことがあげられます（そのためAIFMDは、商品に対する規制ではありません）。しかし各運用会社は、ビジネスにはすでに勢いがついていると考えているようです。ルクセンブルクの規制当局は、年始の時点で早くも500件以上のAIFの届出

オーストラリアでは、 業界が自主規制を決定

オーストラリアのファイナンシャルアドバイスの未来 (FoFA) は、相次いで発覚して世論を怒らせた不適切販売スキャンダルに対処する形で2014年に開始されました。FoFA改革では、金融アドバイスに対する信用と信頼を向上させると同時に、その利用しやすさ・アクセシビリティ・リーズナブルさを向上させることを目指しています。この改革の中核を成す要素には、利益相反に該当する報酬の禁止、顧客利益を最優先してアドバイザーが行動する義務、手数料に関する現行取決めを顧客と更新する義務などが含まれます。

しかし、当局にとっては不幸なことに、さらなる不適切販売事件がオーストラリアで発覚したため、FoFAの信用はほぼ即座に失墜してしまいました。そのため、業界ではさらなる批判を回避するために、自ら動いて行動規範を定めることにしました。この規範ではアドバイザーを主なターゲットにしており、よりプロフェッショナルとしてふさわしい振る舞いを、教育や実務規範を通して身に付けるよう求めています。また、同規範では透明性についても言及しており、各社に対して、自社に所属する全アドバイザーの詳細情報を社外向けウェブサイトに開示し、各アドバイザーに対する評価を顧客に求めるようにプレッシャーを強めています。こうした変化は勧告の形でもたらされていますが、この行動規範は、規制当局からではなく、業界自体から立案されているため、通常よりも強制力があると考えられています。

を欧州各地から受け取っていたと語っています。これらの大部分は、ドイツ、英国、オランダ、スウェーデンからのものとなっています。

販売インセンティブの提供： これまで認可されたものも不認可に

多くの地域では、販売者がエンドカスタマーの利益を最優先に行動するようにし、商品の作り手（運用会社を含む）が、金銭の支払いその他のインセンティブによって金融アドバイスの提供者の判断を左右させることのないようにするための規制整備に向けて動いています。多くの場合、こうした方針は、コミッションを禁止または制限する形で実施されており、ファンドの販売方法やファンドから支払われる手数料に直接的な影響をもたらします。

欧州では、こうした動きは英国における個人向け金融商品販売制度改革 (RDR) から始まっており、MiFID2でも採用されて、独立系ファイナンシャルアドバイザーや資産運用マネジャーへのコミッションの支払いを禁じています。これらは、透明性を向上させると同時に、ファンド販売に関する展望や業界のコスト構造に大きな影響を及ぼす可能性があります。RDRはさらに幅広い地域で採用されるようになっており、すでに**インドとオーストラリア**で別バージョンが作られています。

しかし、この問題に対する規制当局のアプローチは、コミッションの支払い禁止を通してだけではありません。EU圏では、飲食や娯楽の提供など金銭以外のインセンティブ提供にも焦点が置かれています。一方、**カナダ**では別のアプローチを採用しており、顧客利益の最優先に関する具体的なルールを販売業者やアドバイザー向けに規定しています。その他にも、ファイナンシャルアドバイザーに対する資格要件の義務付けを特に重視してきた国もあります。

南アフリカでも、RDRが金融サービス委員会 (FSB) によって導入されています。FSBは、RDR導入前に実施していた規制に対して、顧客は今でもニーズに合わない商品と特定の商品提供者と結び付いたブローカーから売り込まれている、と懸念を表明していました。

FSBでは、コミッションの規模が規制対象となった結果、市場参加者のうち比較的規模の小さい業者にとっては、その報酬構造が以前に比べて有利でなくなるかもしれず、困難な

環境になる恐れがある、と認めています。また、RDR施行後の英国と同様、仲介業者が影響を受ける恐れもあります（英国では、大勢の独立系ファイナンシャルアドバイザーが施行後に業界を去っています）。しかし英国では、現在、アドバイザー数は増加しており、アドバイザーたちが資格要件を満たしている点は注目に値します。

カナダでは、カナダ証券管理局 (CSA) によって導入された、コスト開示とパフォーマンス報告に関する制度の3年間の段階的導入が始まっており、その結果、投資アドバイスや資産運用サービスに対して顧客が支払う実際のコストがより明確になっていくと思われます。CSAは、資産運用業界での手数料も引き続き重要視しており、最近ではカナダにおけるミューチュアルファンド手数料に関する分析に着手して業界関係者に大量のデータ提出を求めています。年間サービス料は、2016年までに禁止される可能性があります。

同様に**ブラジル**の規制当局も、販売者に対して、顧客にその合計報酬を知らせるよう義務付けています。また、ファンド・オブ・ファンズの投資先であるファンドによる管理費のリベート支払い（キックバック）も禁じています。

また、MiFID2で報酬支払いが禁止されたことにより、運用会社は自社のプロセスや販売者との取決めを再検討しなければならなくなるでしょう。2014年12月、欧州証券市場監督局 (ESMA) は欧州委員会に対するその最終の技術的助言において、非独立系アドバイザーに支払われる報酬の正当性についての修正した指針を提供しています。ESMAは「コミッションを受け取っても偏見や歪曲をしない (without bias or distortion as a result of the commission being received)」という言い回しを維持しており、銀行グループ内での手数料に関する一部の現行取決めに大きな影響を及ぼすと思われます。

この結果、これまでコミッションベースのアドバイスおよび販売モデルのもとに事業を運営していた**欧州中**の商品の作り手と販売者、とりわけ、銀行が圧倒的シェアを誇る販売市場（欧州大陸のほとんどの国）では、そのビジネスモデルを見直し、適切な修正を行う必要が生じてくるでしょう。キャッシュ

フローは変化する必要があり、新たな販売モデルや提携モデルが生み出される必要もあります。

ただしこうしたタスクは、各国当局がより厳しい要件を設けることをMiFID2が認めているため、より困難になるでしょう。**オランダ**はすでに全面的な禁止を行っており、**デンマーク、ベルギー、スウェーデン**も、独立系ファイナンシャルアドバイザーに支払われるコミッションの禁止について、MiFID2より厳しい方針を採用する意思を示しています。

RDRタイプの規制が世界各地に拡がった結果、投資業界全体に従来より低コストのビジネスモデルがもたらされると予想されます。例えば、マス富裕層市場は自己指図型になっていく可能性もあり、管理手数料ベースの販売コミッションが存在しないことで、経費率が高い商品を販売するインセンティブが販売者側になくなり、パッシブ型などの低コスト商品のための環境が充実する可能性があります。また、アドバイザーやファンドの作り手がより良い価値の提案に努めた結果、投資家ニーズを重視したソリューションが現在より増加する可能性もあります。これは運用会社にとって、確定拠出型年金市場

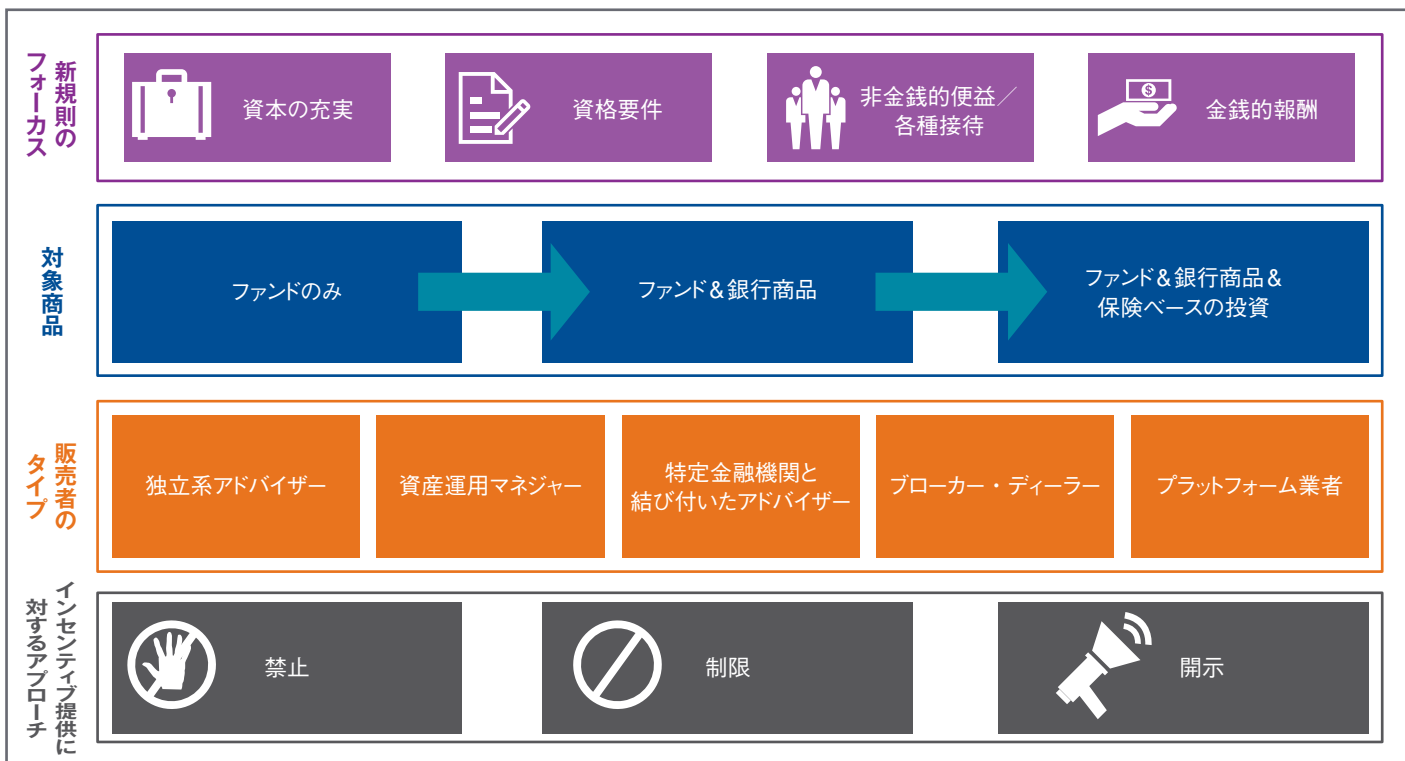
や個人向け貯蓄サービスにもっと参加していくための素晴らしいチャンスになるかもしれません。

しかし、ごくささやかな蓄えしかない一般の人々が適切なファイナンシャルアドバイスにどれだけアクセスできるか、という点について懸念する声も多くあがっています。こうした一般の人々には、アドバイス料を支払うために必要な金額も、自己指図型のアプローチを選ぶだけの自信もないかもしれません。ファンド以外の商品に同じような報酬制限がない場合、バイアスのかかったアドバイスが提供され続けるかもしれない、とファンド業界は懸念しています。

MiFID2のもとで不適切販売となることを恐れて、自社の販売スタッフの再教育や外部の販売者の教育に従来より力を入れる投資会社もでてくるでしょう。例えば**スイス**の一部の企業は、規制が変更される前に自社プロセスを総点検しており、その重点は販売者に支払う報酬および各顧客チャネル向けの適合性の確認に置かれています。また、販売者の株式を購入している運用会社もあり、こうした動きは垂直統合型の企業形態への回帰傾向を示しているのかもしれません。

“オランダはすでに全面的な禁止を行っており、デンマーク、ベルギー、スウェーデンも、独立系ファイナンシャルアドバイザーに支払われるコミッションの禁止について、MiFID2より厳しい方針を採用する意思を示しています。”

販売：規制上の「選択肢」



出典：KPMGインターナショナル、2015年

“ 規制当局はまた、さまざまなファンドの分類の問題にも取り組んでおり、ファンドが執行に限定した販売を通して一般投資家に提供されるか否か（言い換えれば、そのファンドが「複雑 (complex)」か「複雑でない (non-complex)」か）がその鍵となっています。”

一方、規制当局では、「総合的なファイナンシャルアドバイス」と「相談販売」の境界をどこに定めるか、また後者をどのように規制するかについても議論し続けています。

費用・手数料の透明化向上

費用・手数料に関する情報が、投資家に対して販売時およびそれ以後定期的にさらに多く提供されるよう、規制当局が引き続き要求してくることは間違いありません。

MiFID2は、この分野の進展に関するシンドローム的存在となっています。欧州証券市場監督局 (ESMA) は、欧州委員会に対する最終助言において、サプライチェーンの末端までのすべての費用・手数料 (商品自体にかかる費用・手数料も含む) は集計され、販売前、また販売後毎年1回開示されるべきであるとしています。

投資会社は、購入時の総費用・手数料、継続発生する総費用・手数料、投資回収時の総費用をそれぞれ別々に提供することもできます。なお、開示は金額とパーセンテージの両方で行わなければなりません。なお販売前ベースの開示においては、さまざまな費用・手数料をあらかじめ見積もる必要がありますが、これには過去に生じたコストを代用するか、「合理的な見積もり (reasonable estimations)」を行ったうえで、実際の経験を踏まえつつ前提事項を調整し

ていくか、いずれかの手法を取らなければなりません。

業界では、各種の重複や、欧州連合投資信託指令における投資家主要情報書類 (UCITS KIID) や、リテールや保険ベースのパッケージ型投資商品に関する重要事項説明書 (PRIIP KID) の進展とのずれ (これらは、異なるスケジュールで進行中) に関して懸念を抱いていますが、ESMAはこうした懸念の存在を認識しており、不一致への対処については欧州委員会の決定に従うとしています。またESMAは、欧州委員会に対してKIIDの要件を見直すよう推奨しており (KIIDには、内在する取引費用の開示が含まれていません)、販売者はその間、こうした情報を運用会社から入手するよう努めるべきだとしています。

複雑性：規制当局の悩みの種

規制当局はまた、さまざまなファンドの分類の問題にも取り組んでおり、ファンドが執行に限定した販売を通して一般投資家に提供されるか否か（言い換えれば、そのファンドが「複雑 (complex)」か「複雑でない (non-complex)」か）がその鍵となっています。

この問題を容易に解決できる答えは、規制当局からも、業界側の観点からも見つかっていません。なお、規制変更における重要な動きの1つに、一般投資家へのオルタナティブ



商品販売に関する規則の厳格化があります。多くの場合、こうした商品は「リキッド・オルタナティブ」商品または「オルタナティブ・ミューチュアル・ファンド」と位置付けられており、世界各地で政策担当者による監督フォーカスとなっています。

認可を受けたオルタナティブ・リテール・ファンドは、2008年以来、大きく成長してきました。**米国**では、リキッド・オルタナティブ・ファンドの数は倍増しており、そうしたファンドの運用資産(AUM)は360%増加しています¹⁵。欧州のヘッジファンドのAUMが2008年以来、年に13%ずつ成長している一方、いわゆる「オルタナティブUCITS」(欧州で、米国のリキッド・オルタナティブ・ミューチュアル・ファンドにあたる商品)は同じ期間に年に40%ずつ成長しています¹⁶。

規制当局はこの点に気付いており、対応を開始しています。SECは一斉検査を2014年に実施しており、その2015年検査優先事項(2015 Examination Priorities)でもあげているように、引き続き注目しています。

一方、**欧州**では、「オルタナティブ」UCITSの人気の高まるにつれ、政策担当者間で激しい議論を引き起こすようになっており、その明らかな複雑性が一般投資家に適合するものなのか、そもそもUCITSにおいて認められるべきなのかが問われています。こうしたファンドの投資戦略は2013年にESMAのガイダンスによって縮小されましたが、このガイダンスには強制力はなく、すべての加盟国がこうしたルールを採用しているわけでもありません。欧州委員会では、UCITS指令(通称「UCITS VI」)にさらなる修正を行うことで、こうした問題やその他の問題に対処する意向を示していますが、現在では資本市場同盟(Capital Market Union)の方が優先課題となっています。

要するに、オルタナティブ商品のリテール化が多くのリスクと機会をもたらすことは明らかです。各投資会社は、オルタナティブ商品の一般投資家に対するマーケティングに自社がコミットするかを決断する必要があります。特に、オルタナティブ戦略を認可商品に対して適用できるかを判断しなければなりません。

アジア各地の政策担当者は、投資ファンドが変容し続けており、以前より大きな潜在的风险を抱えるようになってきていることに懸念を表明しています。例えば**シンガポール**では、規制当局が、複雑性——リスク評価に関する新たなフレームワークを、一般投資家に提供されている投資商品向けに導入しようとしています。こうした商品は、リスクリワード・プロファイルや投資元本を失う危険性の理解のしやすさといった項目に基づいて評価されます。また当局は、こうした評価が商品の募集書類で開示されることも提案しています。さらに、適格投資家(AI: Accredited Investor)向けのオプトイン制度も提案されています。この制度が実施された場合、資格要件を備えた投資家¹⁷にサービスを提供している金融機関は、AIとして分類されることに対する同意を顧客から文書で取得しなければなりません。また、AIとして分類された場合には規制上の保護がどのように低下するかも説明しなければなりません。

ブラジルでは、以上とは異なるアプローチを採用しています。2015年には、ファンド販売者の義務を拡大してファンド・プロファイルと商品特性を分析・明確化することを義務付ける規則が発効しており、適合性の潜在的な不一致が特定されやすくなるようにしています。これにより販売者は、顧客のプロファイルに適合しない商品を勧めることは許されません。ただし、当該商品が自分に適合しないことを了解していると顧客が明示的に述べた場合には、不適合とされる商品でも販売できます。

なお、金融商品市場指令2(MiFID2)も、複雑性の問題について、もちろん意見を持っています。ESMAでは、MiFID2を支援するためのレベル2基準に関する欧州委員会への最終助言において、ある種の商品は自動的に複雑と定義されるべきだと提案しています。これは、そうした商品の執行に限定した販売ができなくなることを意味します。特にESMAは、AIFはすべて複雑な商品と分類されるべきだと示唆しています。この助言によって、執行に限定した販売によって一般消費者に提供されることをEU加盟国がこれまで許可していた、多くの「国内規制型非UCITSファンド(nationally-regulated

non UCITS funds)」(大部分は、クローズドエンド型の上場ビークルといったシンプルな証券ファンド)の位置付けについて懸念が広がっています。こうしたことは、ヘッジファンド指令と呼ばれることがあまりにも多いAIFMDが、いかに幅広い分野を対象にしているかを物語っています。

MiFID2の施行後、ESMAおよび各国当局には、リテール市場で販売されている商品で消費者に不適切だと判断したものや懸念の原因となり得る一定の特性を備えているものに対して、干渉できる権限が明示的に付与されます。規制当局は、商品の特性やマーケティング方法の変更を各社に要求できるほか、商品の市場からの撤去を求めることもできます。

販売 — 流動的であり続ける宿命？

販売の問題は、さまざまな投資戦略や投資ビークル、投資制度が存在しているため、きわめて複雑です。販売に関する諸規則が完全に理解可能で明快になることは、永久にないのかもしれませんが。

資産運用会社にとっての販売の難しさは、仲介によって増加しています。多くの場合、資産運用には仲介業者が関与しており、誰が最終投資家で、何を求めているのかを知るのはたやすくはありません。それでも、だから業界はもう努力しなくてよい、ということにはなりません。規制当局や顧客から要求される水準は下がらないのです。

預金者や投資家の習慣は変化しており、とりわけ金融商品の購入方法に対する期待は著しく変化しています。その変化に対応していくために運用会社は、自らのデジタル分野の能力と販売戦略を再評価する必要があります。ただし規制トレンドは、執行に限定した販売ができる商品を限っていく方向にあります。

また、一部の規制当局では、金融商品のマーケティングに関するルールを見直し始めたばかりです。例えば**英国**では、ソーシャルメディア経由での金融分野の販売促進活動について、FCAが指針を発表しています。

15 出典:「The Hedge Fund Law Report」2014年11月6日号

16 出典:ドイツ銀行「From Alternatives to Mainstream Part Two (オルタナティブからメインストリームへ パート2)」

17 資格要件を備えた投資家(eligible investor)は、「適格投資家(accredited investor)」の定義で規定されている基準のいずれかに該当する投資家と定義されています。

6.

データ：規制により、報告は著しく変更

重要ポイント

- 投資会社は規制上のデータに関して大きな課題を抱えており、その課題はますます増大しています。
- こうした報告の重視により、企業にはデータウェアハウスを開設する必然性が生まれ、データを入手するためにかなりのプロジェクトマネジメント努力が必要となる可能性があります。
- 多くの会社では単独で対応しており、業界で共同対処する動きは一握りの国でしか見受けられません。
- 各社は、データ・アーキテクチャ長期戦略を構築することによって自らのデータ関連ニーズに対応し、関連支出を「増分費用」から「エンベディッド・バリュー (EV)」に進化させることができます。
- より良いデータ・アーキテクチャとより成熟した解析法をいったん構築できれば、ビジネス上重要な問題に対する答えが見つかりやすくなります。

投

資会社はデータに関して大きな課題を抱えており、その課題はますます増大しています。データに対する要求は幅広くかつ増加しています（顧客から、発行者から、市場での取引先やインフラ業者から、各公的機関から——本当に目まがしそうなほどです）。また、マネーロンダリング防止（AML）、顧客確認（KYC）、顧客オンボーディングに関する規則変更の全般的進化によって、最も洗練された資産運用会社のシステムさえもが試されるようになっていきます。

こうした報告の重視により、企業にはデータウェアハウスを開設する必然性が生まれ、要求されるすべてのデータを適切に入手するために、かなりのプロジェクトマネジメント努力が必要となる可能性があります。投資会社にとっての課題は、増加する一方のデータ規制に従っていくことだけではありません。この取組みを活用して、情報リポジトリやビジネスモデルに直接メリットをもたらせるようなフローを作り上げることも重要です。

データ分野の課題は増え続けていますが、多くの会社では単独で対応しており、業界で共同対処する動きは一握りの国でしか見受けられません。そのうえ、新たな規制的報告要件に対して、そのつど別々に対応する傾向もあるようです。こうしたことは、ある程度は理解できます——規制は、特定の問題に対処するために、既存の関連要件について十分に検討せずに定められることが非常に多いからです。また、資産運用業界は、規制が域外に及ぼす影響にとりわけ大きく影響

されます。というのは、比較的規模の小さな国内企業であっても、顧客の代理として全世界で投資を行っているからです。しかし、データ分野の課題は今では業界にとってあまりにも重要度が高いため、各社はこれまでより包括的なアプローチを取る必要があります。

報告基準は共通化へ

いつの日か、共通で一貫性のある報告基準が登場し、投資会社の事務負担はいささかでも軽減されるようになるのかもしれませんが、しかし、こうした基準が進化半ばである間は、関連するデータに関するタスク処理は複雑で手間がかかるものとなります。

経済協力開発機構（OECD）が提案している、自動的情報交換（AEOI）のための共通報告基準（CRS）は、顧客デューデリジェンスおよび報告義務を著しく増大させると予想されます。CRSは、2016年1月から50カ国以上の「早期採用」国を対象に発効する予定です。CRS採用国に拠点を置く金融機関は、顧客オンボーディング、既存顧客に対するデューデリジェンス、事業体および商品の分類、ガバナンスおよび報告に関して、新たな要件を実施しなくてはなりません。

CRSが金融機関に課す業務運営上の負担は、さまざまな意味で外国口座税務コンプライアンス法（FATCA）のもとでの負担よりも、さらに重くなるでしょう。例えば、FATCAにおける金融機関の義務は、米国の顧客を特定して報告することだけでした。一方、CRSでは、同基準に参加しているすべての



CRS採用国に拠点を置く金融機関は、顧客オンボーディング、既存顧客に対するデューデリジェンス、事業体および商品の分類、ガバナンスおよび報告に関して、新たな要件を実施しなくてはなりません。”

Galgoシステム — 標準データ形式の1つ？

ブラジルでは、「Galgoシステム」プロジェクトが引き続き進められています。法律・規制のいずれにおいても求められていないにもかかわらず、このプロジェクトは、資産運用業界のための自主的規制団体であるブラジル金融資本市場協会（ANBIMA）での議論を通して推進され、大手金融機関14社のコンソーシアムによって実施されようとしています。

Galgoシステムでは、ファンド業界向けの標準データ形式を提供すると同時に、規制当局、マネジャー、アドミニストレーター、カストディアン、その他関係者がこうした情報にアクセスできるプラットフォームを提供しようとしています。また、重要データを入手するための単一の情報源を提供するだけでなく、ファンド・オブ・ファンズ（fund-of-funds）市場における情報交換にも非常に役立つと思われます。

“ さらに、CRSではFATCAと異なる定義を多く採用しているため、対象となる金融口座の数が増え、口座保有者と投資家の分類も各制度下で異なりかねません。”

国について、非居住者が保有する金融口座情報の報告を金融機関に義務付けています。加えてCRSでは、個人に対して「デ・ミニミス (de minimis)」基準を設定するオプションを提供していないため、対象となる顧客の数を増加させることになります。また、FATCAがリスクの低い金融機関に提供している各種免除をすべては提供しておらず、より多くの金融機関を対象に含めています。さらに、CRSではFATCAと異なる定義を多く採用しているため、対象となる金融口座の数が増え、口座保有者と投資家の分類も各制度下で異なりかねません。

政府間協定 (IGA) にコミットする100超の国・地域のうち、すでに関連法案や指針を定めているのは約20だけとなっています。IGA指針を備えたこうした数少ない国・地域の間でも、その規則は大きく異なっています。また、CRSは2016年1月1日より適用開始される見通しであるにもかかわらず、早期採用国のうちで2015年第1四半期までに指針を定めた国は、1カ国もありませんでした。

企業にとって、FATCAとCRSの両方に準拠しなければならない期限は近づいており、組織のリソースは酷使されています。そのうえ、多くの国・地域では明確な指針が欠如しているため、こうした期限に間に合うように体系

統合された報告への動き



出典：「Automatic Exchange of Information - The common reporting standard」
KPMGインターナショナル、2014年

的なソリューションを策定することは、きわめて困難になっています。

年金業界における報告 — オーストラリアの状況

年金業界に対しては、世界各地で厳しい監視の目が注がれていますが、**オーストラリア**ほどその傾向がはっきり見てとれる国はおそらくないでしょう。

オーストラリア健全性規制庁 (APRA) は、退職年金 (superannuation) 業界向けに31の報告基準を発表しています。このうち、最終版の報告基準は26基準で、残りの5基準は協議のために発表されています。

APRAでは2013年から2015年にかけて、多くの最終的な報告基準を退職年金業界向けに発表しています。APRAでは、基準の発表以来、実施上のさまざまな問題に関するフィードバックを業界から受けています。退職年金に関する規制の枠組みにおいても、多くの進展がありました。その結果、APRAはこの期間中に95種類にのぼる「よくある質問と回答 (FAQs)」を自らのウェブサイト上で公開し、退職年金報告に関する追加情報をそこに盛り込んでいます。

2015年第1四半期に発表された26の最終版の報告基準には、こうしたFAQで取り上げられた文書からのマイナーチェンジも含まれています。なお最終的な報告基準は、各基準の規定に沿って、2015年6月30日または2015年7月1日から実施されます。

MiFID2：隠れる場所はない

金融商品市場指令2 (MiFID2) のもとでの報告要件は無数と言ってもよいほど多く、指令の一要素が別の要素と重複する可能性もあります。同指令の広い対象範囲は、データと報告に関して欧州市場インフラ規制 (EMIR) (OTC (店頭) デリバティブ関連) やオルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) の要件と衝突する可能性もあります。

データマネジメントに関する課題も、顧客に対する開示要件や、ファンド投資家への総費用・手数料 (商品内に含まれるものと、

流通経路に沿って発生するもの両方) の開示要件から発生します (第4章参照)。領域によっては、こうした開示要件と、UCITSの投資家主要情報資料 (KIID) における既存の要件や、リテールや保険ベースのパッケージ型投資商品に関する重要事項説明書 (PRIIP KID) において提案されている要件との間に食い違いが見られます (例えば、その他のリテールファンド、ストラクチャード商品、保険ベースの投資商品など)。

メソドロジーに関する詳細なルールやガイドランスが不足しているにもかかわらず (特に「事前 (ex ante)」開示項目の算定時に用いる仮定に関して)、各社——販売者であれ、商品の作り手であれ——がこうした要件の実施について準備し始めることは不可欠です。データを社内の別システムや別部署からインポートする必要が生じる可能性もあり、必要データをサプライチェーンに関わる他社から受領し、同じチェーン内の次の会社へ渡すための取決めも必要になるかもしれません。必要な仮定に合意するための内部プロセスも準備しておくべきでしょうし、開示フォーマットについても意見を一致させなければなりません。

MiFID2 / 金融商品市場規制 (MiFIR) のもとでの新たな取引報告要件は、MiFID1

“ オーストラリア健全性規制庁 (APRA) は、退職年金 (superannuation) 業界向けに31の報告基準を発表しています。”

取引に関する
報告ボリュームは、**急激に増加する**
と予想されます



英国だけでも、
1日あたり1400万から
2250万～5000万に

出典：KPMGインターナショナル、2015年

“ 詳細なルールは2015年後半まで最終決定されることはないと思われますが、その方向性は明確であり、ESMAが2014年12月に発行した草案が大幅に変更される可能性は低いと思われます。”

での既存の要件および報告インフラに立脚していますが、さらに多くの証券や商品と、さらに多種類の取引を対象としています。金利、コモディティ、FXデリバティブはもはや報告免除対象とはならず、多角的取引施設 (MTFs: Multilateral Trading Facilities) と組織化された取引施設 (OTFs: Organised Trading Facilities) で取引される証券はすべて報告対象となります。

また、各取引に関して報告すべき項目の数は、28項目から80項目超に増加しています。必要となる項目には、トレーダーまたはアルゴリズム識別子 (algo identifier)、空売り識別子 (short selling indicator) などがあります。また取引主体識別子 (Legal Entity Identifier (LEI)) といったスタンダードな指標が、既存の金融機関識別コード (Bank Identifier Code (BIC)) / 変動利付債 (FRN: Floating Rate Note) に変わって利用されるようになります。

こうした要件は、あらゆる業界関係者 (各国当局、自動化された報告メカニズム (ARMs)、取引場所 (trading venues)、すべての市場参加者を含む) に課題を投げかけることになるでしょう。例えば、資産運用会社は、もはや取引の報告をブローカーに依存することができず、自社が「売り手 (seller)」となる取引については自ら報告し

なければならなくなるでしょう。

詳細なルールは2015年後半まで最終決定されることはないと思われますが、その方向性は明確であり、欧州証券市場監督局 (ESMA) が2014年12月に発行した草案が大幅に変更される可能性は低いと思われます。

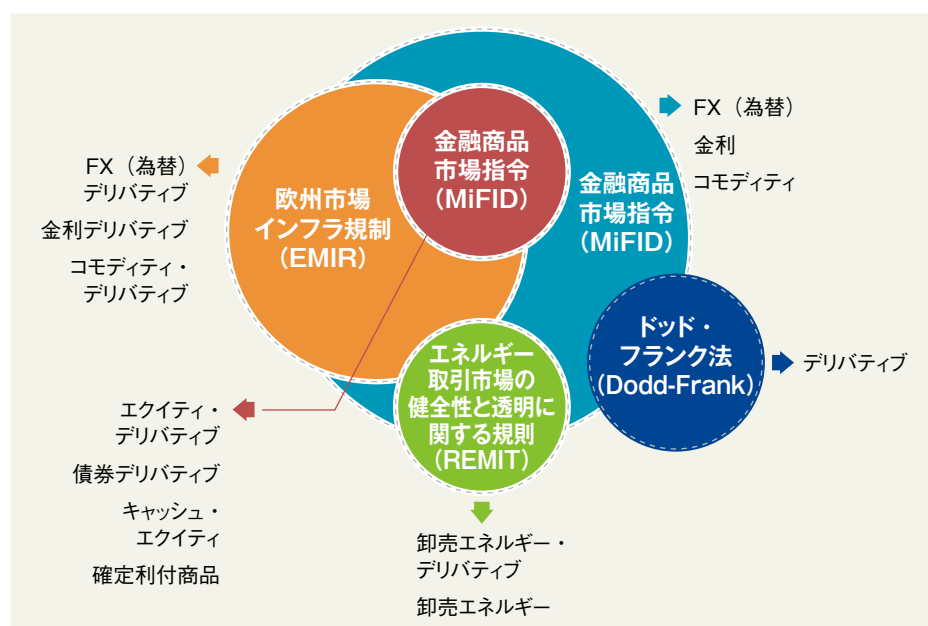
今後、各種システムやプロセスの調整が必要になるにつれ、投資会社は次のような質問を自らに問わなければならなくなるでしょう。

- 各顧客ポートフォリオに含まれる商品で、MiFIDの新たな定義に該当するものを残らず特定できるか？
- 関連する電話での会話や電子的コミュニケーションを5年間保管管理できるようなキャパシティと予算はあるか？
- 新たな取引報告項目について、必要なデータをすべて入手できるか？ データウェアハウスは複数必要か？
- 顧客から、静的データやリファレンシャルデータ (エンドカスタマーの識別子 (legal identifier) を含む) をもっと入手できるか？

MiFID2への対応

金融商品市場指令2 (MiFID2) の影響は社内のあらゆる領域に及び、フロントおよびバックオフィス、オペレーションとIT、コンプ

報告要件の重複は、各社に課題をもたらしています



出典：KPMGインターナショナル、2015年



ライアンス、さらには人事までが影響されます。各社は、新たなデータエレメントや追加のフラグを調達し始めなければならないでしょう。一部のデータフィールドは異なる法規制の間で重複しているため、各社はデータウェアハウスを組み合わせ、さまざまな取引情報蓄積機関 (trade repositories) や自動報告メカニズム (ARMS) 向けのデータを重複せずキャプチャできるようにする必要があります。

各社は、新たなシステムを(時には一から)開発するか、現行システムを拡充するか、または技術的インフラのリエンジニアリングを行うかなければならなくなるでしょう。必要なデータがすべて現時点で社内ですべて入手できるとは限りません。例えば、上場デリバティブリストからのフィードの多くは、必要な情報をカバーしていない恐れがありますし、必要な顧客リファレンスデータを現時点では内部ですべては保有していない可能性もあります。

米国：報告がデータニースを増加

米国の資産運用会社も、データ関連の高い要件に直面しています。これは、プライベート・ファンド運用会社に関するリスクの報告、

マネー・マーケット改革、連邦準備銀行や商務省(財務省の代理として)といった従来とは異なる規制当局への報告の増加など、さまざまな分野において見受けられます。

米国財務省では、米国事業体からの幅広い種類のクロスボーダー投資について、統計情報を収集しています。いわゆるTIC(テナント・イン・コモン)フォームや経済分析局(BEA)の調査フォームは、財務省から通知を受けなくても提出する義務があります。こうした情報提出制度はすでに数年間実施されていますが、新たなフォームが毎年要求され、多くの場合は通知はなされません。つまり、連邦官報(Federal Register)に掲載されてはいても、提出義務のある者が気付きやすいような形では提示されていません。

米国でのデータ要件だけでなく、欧州およびアジアからの報告要件も増加しており、その中には基準(threshold)、空売り、オルタナティブ投資ファンド運用者指令(AIFMD)における規制報告要件などが含まれています。負担が大きくなっている理由には、報告の数の多さもありますが、そう

した報告でのデータ面と報告面の対称性の欠如も関連しています。米国、欧州、アジアにおける規制報告の状況を見渡してみると、均質な点は限られています。

効果的「データマネジメント戦略」のDNAとは

資産運用会社は情報分野の課題に気付いてはいますが、課題に対処するためのリソースが常に整っているわけではありません。

多くの企業は、(少なくとも部分的には)買収を通して成長してきており、複数のファンドを運用しています。こうした企業は世界各地に投資しており、異なる国・地域や投資家チャネルに顧客を抱えています。このため、それと同じくらい地理的、技術的、文化的な多様性を一社のシステムが備えている可能性もあります。

規制当局または顧客からのさまざまなデータセットに対する瑣末な要請は、あまりにも多くの場合、個別ベースで対応されるか、既存システム(社内であれ、第三者プロバイダー経由であれ)に追加されることになります。

データを活用したフロー予測

ある資産運用会社では、近年の不況時に資金償還要求の大幅な増加を経験しました。こうしたエグジットの背景にある要因をその運用会社は完全には把握しておらず、エグジットする可能性が高い顧客の数とファンドのリスクの高さ、そのどちらも数値化できませんでした。こうした問題を解決するため、その会社はさまざまなデータソースを用いてシングル・メンバー表示を作成し、過去のエグジット・データを用いて予測モデルを構築しました。構築されたモデルは、上位2つのリスク階級に属するメンバーの90%超がエグジットすると正確に予測しました。顧客行動の背景にある要因を特定して数値化したことで、同社はプロアクティブなリテンション戦略を策定・実施することができました。

出典：「事業変革でのアルファを探して：Seeking Alpha In Business Transformation」 KPMG、2014年

また、各システムが情報を共有していないケースも多いため、手作業でのデータ入力や再入力という業務リスクも当然生じてきます。

新たな規制要件は絶え間なくもたらされますが、それに対する各社の反応は、これまでのところ以下2パターンのいずれかになる傾向があります。

1. 規制遵守のために人員を増加する。
2. 既存スタッフに追加のコンプライアンス関連業務も担当させ、リスク管理業務によって過度な負担を課す。

しかし、こうした戦略はどちらも受け入れられないことが立証されつつあります。というのは、こうしたアプローチは、規制遵守に対する統括的ビジョンに欠けているうえ、コストもかかり、リスク管理の面でも不適切だからです。一例をあげれば、新たな規制報告要件への対応を包括的に評価していなかった資産運用会社では、一貫性のない情報を当局に報告している恐れがあると認識するようになってきています。そのうえ、こうした企業は、規制報告を確実に一貫した内容にし、スケールメリットを活用するチャンスも逃しているのです。

各社は、規制の遵守と報告当局に対する自らのアプローチを再検討しなければならないかもしれません。これには、現場のリスク管理・監督をコンプライアンスから各ビジネスラインにシフトすること、各ビジネスラインがより強力なコンプライアンス本部からメリットが得られるようにすること、各ビジネスから資金供給を受けるプロジェクト・マネジメント・オフィス（PMO）機能を創設してチェンジ・マネジメントを行えるようにすることなどが含まれます。経営幹部がこうした戦略を意欲的に採用することで、こうしたプログラムを事業に不可欠な要素にし、規制遵守の推進について自分も理解しなければ、と上級幹部に心から思わせるための雰囲気作りができます。

増分費用からエンベディッド・バリュー（EV）に

「とにかく収集して送信」という考え方は、時間に追われ、規制当局や顧客からのプレッシャーが強いときには一番手軽な方法の

ように見えるかもしれませんが、このアプローチからもたらされるのは「コストのみ」です。

データを賢く利用することで、各社は優位性を得られる可能性があります。データは単に収集するだけでなく、集計して分析し、ビジネスに関わる意思決定に織り込むべきです。そうすれば、「どの市場?」「どの顧客?」「どの商品?」といった重要な問いへの答えも見つかります。

ITに巨額の投資をしても、それだけではより良い情報を確実に入手できるとは限りません。入手できる情報が単に多くなるだけかもしれません。この業界では、組織の差別化のポイントは情報利用能力にあります。この能力は、重要市場に参入するタイミングや自らのポートフォリオに含まれる商品やサービスを終了させるタイミングを知るうえで必要不可欠となります。データマネジメント能力を充実させておけば、次のようなときに役立ちます。

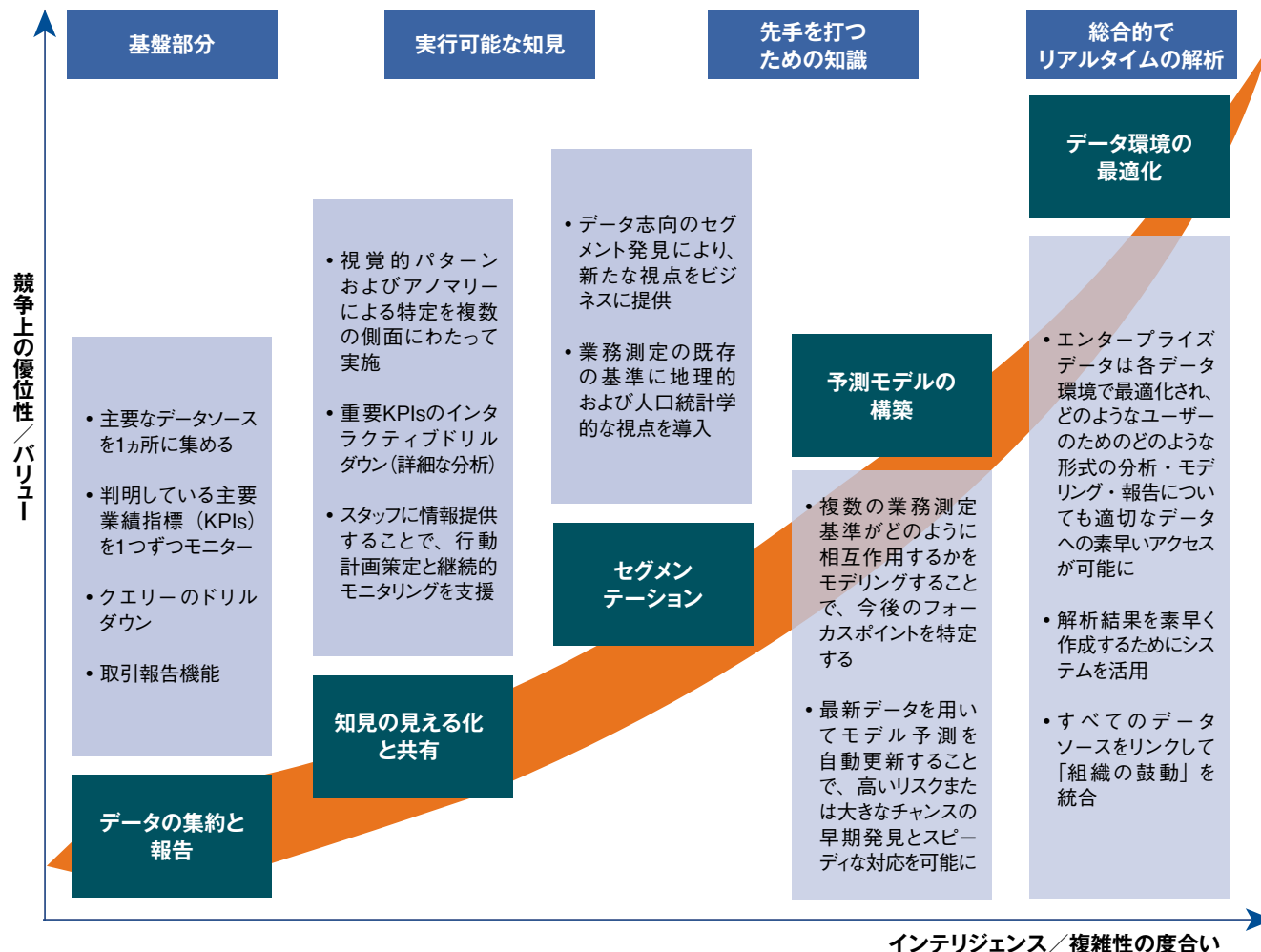
- 新たな市場チャンスがどこにあるかを理解する。
- 提供商品に対する市場の反応、商品の採算性、既存商品の妥当性を測る。

資産運用会社にとって、自社のデータ関連ニーズに対応する最も良い方法は、長期のデータ・アーキテクチャ戦略を、変化のペースに合わせられるように最適化されたデータ・サプライチェーンに基づいて構築することです。自社の解析や報告機能をさらに向上するため、データ計画を構築しながら採用できる改善事項はたくさんあります（詳細は53ページのチャートをご覧ください）。

「楽に手に入る」成功への道は、内部データがスタート地点となります——組織内にあるデータや情報を1か所にまとめて分析し、投資パフォーマンス、商品設定、顧客獲得、業務効率、規制遵守のための活動観察などの改善・向上といった重点目標が達成できるようにします。そうすれば、第三者データやパブリックドメイン上の体系化されていないデータももっと活用できるようになります。

より良いデータ・アーキテクチャとより成熟した解析法をいったん構築できれば、ビジネス上重要な問題に対する答えが見つかりやすくなります。

解析の成熟曲線



出典：KPMGインターナショナル、2015年

資産運用業界がF1レースから学べることは？

資産運用もフォーミュラ1 (F1) も、パフォーマンスに基づいて判断され、競争はきわめて激しく、最善の意思決定をするためにはリアルタイムの情報が必要になります。

かつてF1のエンジニアたちは、競争上の優位性を獲得するため、各レース中に自分の目で観察して得たデータに基づいて車のパフォーマンスを向上させていました。しかし今日では、2002個を超えるセンサーが車に設置されており、各チームはレースの一秒一秒をリアルタイムで分析できるようになりました。通常は1回のグランプリウィークエンド期間中、10億を超えるデータポイントがキャプチャされ

て分析されています。

こうしたデータ解析によって、エンジニアは、さまざまな状況下での車のパフォーマンスを正確に予測するためのモデルを開発できるようになります。また、状況が変化した場合、過去のレースからのデータに基づいてリアルタイムの調節をすることが可能になります。

スピード、そして市場データを活用して地理的リスクを管理する能力が、資産運用業界におけるパフォーマンス上の勝者と敗者を分けることになります。しかしデータ解析およびテクノロジーを適用できる領域

は、意思決定だけにとどまりません。顧客を理解するためにも役立ちます。

顧客は今後、これまでとは全く異なるニーズや期待を持つようになると予想されます。顧客からの要求が変化するにつれて、資産運用会社は技術的な組織能力を根底から変革し、そうした変革を継続的に行っていかなければならなくなるでしょう。

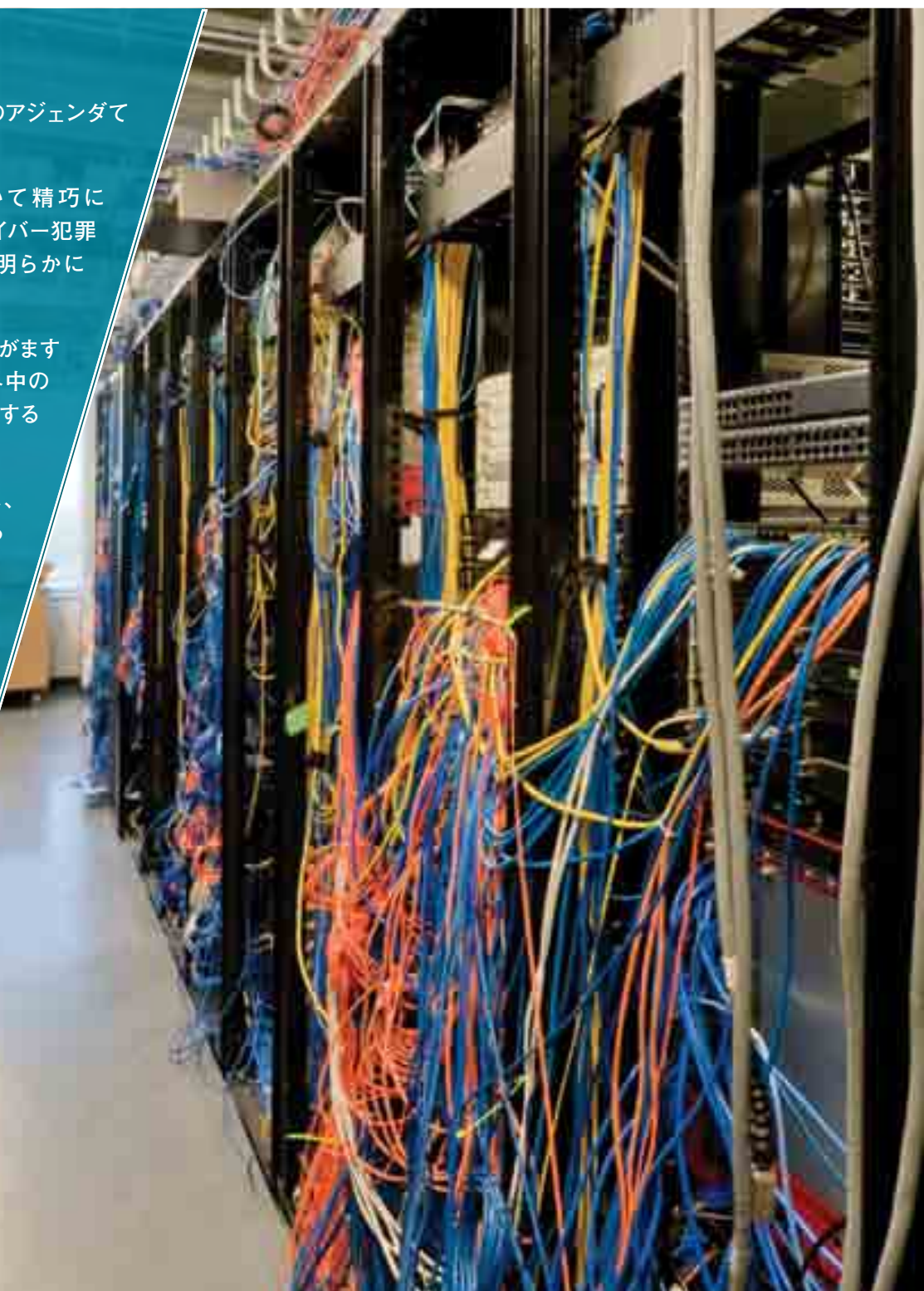
成功する会社は、将来の事業ニーズに合致したアーキテクチャの構築に焦点を置くでしょう。一方、高度なデータ解析やテクノロジーを無視する会社は、スタート地点に残り残されてしまうでしょう。

7.

サイバーリスクは 主流の位置へ

重要ポイント

- サイバーリスクは、規制当局のアジェンダで重要度が急上昇しています。
- サイバー攻撃は拡大していて精巧になっており、すでに多くのサイバー犯罪者グループが、投資業界を明らかにターゲットにしています。
- サイバーリスクの性質や度合いがますます明確になるにつれ、世界中の規制・監督当局が対策を実施するようになっています。
- 各社およびその取締役会は、サイバーセキュリティに関する方針および組織能力について、鍵となる質問を自らに問うべきでしょう。



サイバーリスクは、おおむね不特定で未認識のリスクから、投資会社にとって危険を覚悟で放置されている重大な懸念事項へとすでに移行しています。

懸念がますます増大していることは明らかです。米国証券振替機構 (Depository Trust & Clearing Corporation) のシステミックリスク・バロメーター (2014年10月発行) では、回答者の約84%がサイバーリスクを最大の懸念事項上位5つの1つとしてあげています。世界経済フォーラム (World Economic Forum) の『2014年グローバルリスク報告書 (Global Risks 2014 Insight Report)』では、

サイバーリスクをテクノロジー分野の上位3リスクのうちの1つとし、サイバー犯罪によって世界経済が被る損害額は最大で5,750億ドルにのぼり、2014年には8億人の個人情報漏洩したと示唆しています。

最近大きな話題となった金融機関への各種サイバー攻撃は、サイバー攻撃が拡大し、精巧になっているという事実をさらに裏付けることとなりました。資産運用業界も、こうしたリスクを免除されているわけではありません。この業界における、状況を一変させるような事件の発生は、今や「もしも (if)」ではなく、「いつ (when)」の問題になっています。

“米国証券振替機構 (Depository Trust & Clearing Corporation) のシステミックリスク・バロメーター (2014年10月発行) では、回答者の約84%がサイバーリスクを最大の懸念事項上位5つの1つとしてあげています。”

最近起きたサイバーセキュリティ侵害事件

	英国を本拠地とする大手小売業者における、顧客クレジットカード情報の大規模な漏洩
	大手オンライン・オークション業者がハッキングされ、ユーザーにパスワード変更を求める
	大手テクノロジー企業が、クラウドベースのストレージサービスから著名人の写真が盗まれたと認める
	米国を拠点とする保証保険会社で、無数の顧客データが流出する
	大手投資銀行から、数ギガバイト分にも及ぶ機密データが盗まれる

出典：KPMGインターナショナル、2015年

サイバーセキュリティの展望



出典：KPMGインターナショナル、2015年

“ 投資会社にとってのサイバーリスクは、詐欺から知的財産の盗難（投資戦略、取引プラットフォーム・アルゴリズム、超富裕層やその投資・財政に関連するデータ）まで多岐にわたります。”

リスクは拡大中

すでに多くのサイバー犯罪者グループが、投資業界を明らかにターゲットにしています。投資会社にとってのサイバーリスクは、詐欺から知的財産の盗難（投資戦略、取引プラットフォームのアルゴリズム、超富裕層（ultra-high-net-worth individuals）やその

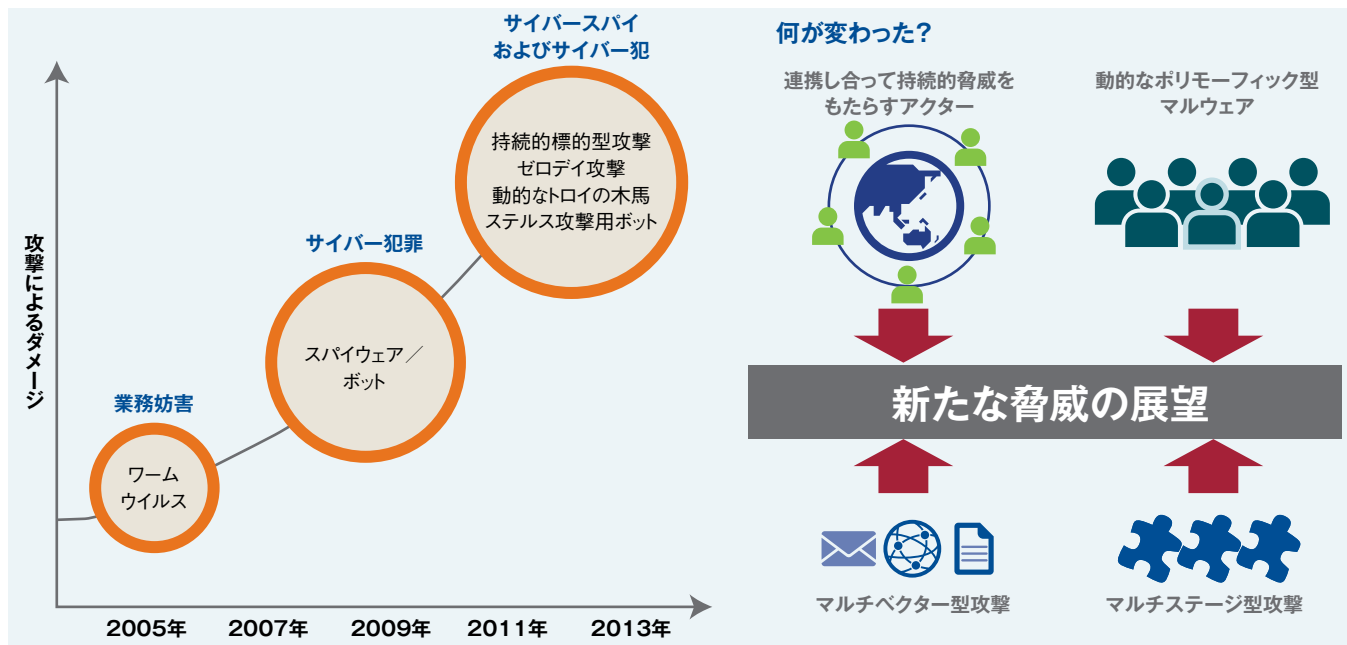
投資・財政に関連するデータ）まで多岐にわたります。加えて、攻撃者がDoS攻撃（サービス拒否攻撃）を行い、組織の業務遂行を不可能にしたり、取引完了能力に遅延を生じさせたり、市場データフィード提供者、ブローカー、ファンド管理会社といった他の関係組織との重要なコネクションを中断させたりするリスクもあります。

私たちが防止しようとしているものとは？

	顧客情報の盗用 氏名および連絡先 銀行口座	投資詳細
	知的財産の盗用 投資戦略 事業計画	取引用アルゴリズム 吸収合併（M&A）、ジョイントベンチャー、ダイベストメント情報
	企業データの盗用 従業員データ	給与支払いデータ
	DoS攻撃（サービス拒否攻撃） 取引用プラットフォーム	コミュニケーションチャネル
	サプライヤーに対するセキュリティ侵害	
	フロント・ランニング取引／データ操作	

出典：KPMGインターナショナル、2015年

サイバー脅威の進化



出典：FireEye創業者で取締役副会長兼最高技術責任者（CTO）のアッシャー・アジズ（Ashar Aziz）氏が2013年にRSAカンファレンスで行ったプレゼンテーション

データやシステムへの脅威は多面的で常に進化しています。外部からの脅威は、洗練されたビジネスを損益ベースで営む組織的犯罪者、情報を得るために強引な手段を用いる競合他社、政治的または社会的な動機を持った「ハクティビスト (hacktivist)」などからもたらされる恐れがあります。また内部からも、不注意な従業員または不満や悪意を持つ従業員によって重大な脅威がもたらされかねません。

サイバー攻撃は、投資業界にさまざまな形で打撃を与える可能性があります。

- 支払システムへの攻撃は、決済リスクという形で具体化します。つまり、ある金融機関が別の金融機関に支払いができなくなるという危険があります。
- 取引の複雑さやキャパシティに乗じた攻撃が、クロッシング・システムや自動取引をターゲットにして、アルゴリズム・プログラムを通して市場秩序を乱す恐れがあります。
- 比較的規模の小さな金融サービス提供者、集団投資スキーム、信用サービス提供者が攻撃されても、消費者、投資家、市場の完全性に対してすぐには

重大な影響を及ぼさないかもしれません。しかし、金融システムおよびテクノロジーの相関性のため、小規模な事業体の脆弱性によって大規模な事業体や全体としてのシステムの脆弱性が増大される危険があります。

規制当局：新たな課題に対処

サイバーリスクの性質や度合いがますます明確になるにつれ、世界中の規制・監督当局が対策を講じるようになっていきます。

各規制当局では、すでに基本方針を打ち出しています。証券監督者国際機構 (IOSCO) は2013年に、サイバー犯罪、証券市場、システムリスクをテーマとする、スタッフ・ワーキング・ペーパーを発行しています。

米国では2014年2月、国立標準技術研究所 (NIST) がサイバーセキュリティを向上させるためのフレームワーク¹⁸を発表しています。このフレームワークは、重要インフラ企業向けに設計された一連の自主基準で、包括的なサイバーセキュリティ対策プログラムを開発する際に役立てられるようになっています。このフレームワークのコアを構成する5つの機能は、グローバルに認識されているテンプレートの1つであり、リテールおよび

取引の複雑さやキャパシティに乗じた攻撃が、クロッシング・システムや自動取引をターゲットにして、アルゴリズム・プログラムを通して市場の秩序を乱す恐れがあります。”

18 <http://www.nist.gov/cyberframework/upload/cybersecurity-framework-021214.pdf>

米国立標準技術研究所 (NIST) フレームワークのコアを構成 する5つの機能

特定 (Identify) — システム、資産、データ、機能に対するサイバーセキュリティ・リスクの管理に必要な理解を深める。

防御 (Protect) — 重要インフラサービスの提供を確実にするための適切な保護対策を検討し、実施する。

検知 (Detect) — サイバーセキュリティ・イベントの発生を検知するための適切な対策を検討し、実施する。

対応 (Respond) — 検知されたサイバーセキュリティ・イベントに対処するための適切な対策を検討し、実施する。

復旧 (Recover) — レジリエンスを実現するための計画を策定・維持し、サイバーセキュリティ・イベントによって阻害されたあらゆる機能やサービスを復旧するための適切な対策を検討し、実施する。

投資銀行向けとしてはすでに最も採用される基準になっています。

ここまでの時点では、特にサイバーリスクを対象にした規則を導入している規制当局はほとんどありません。しかし当局の対応は、業務運営リスクに関する要件という旗印のもと、各社のサイバーリスク方針に疑問を投げかけるところまでステップアップしています。当初は、銀行セクターおよび市場インフラに焦点が絞られていましたが、現在、資産運用業界にもスポットライトが当てられようとしています。

例えば、**アラブ首長国連邦 (UAE)** は2014年、同国のサイバーセキュリティ戦略・政策・基準の開発と、実施の監督および監視に責任を負う国立電子セキュリティ対策局 (National Electronic Security Authority (NESA)) を設立しています。NESAでは、政府所有の事業体の監査を行っており、多くの銀行——主要投資機関——の調査を2015年半ば頃に実施すると誓約しています。

オーストラリアでは、サイバー関連の脅威はオーストラリア証券投資委員会 (ASIC) によってきわめて真剣に受け止められており、ASICは脅威に対抗するために非常に積極的に活動しています。ASICは、2015年3月に実施した「サイバーレジリエンス・ヘルスチェック (Cyber Resilience Health Check)」の結果を踏まえ、規制対象とする全事業体

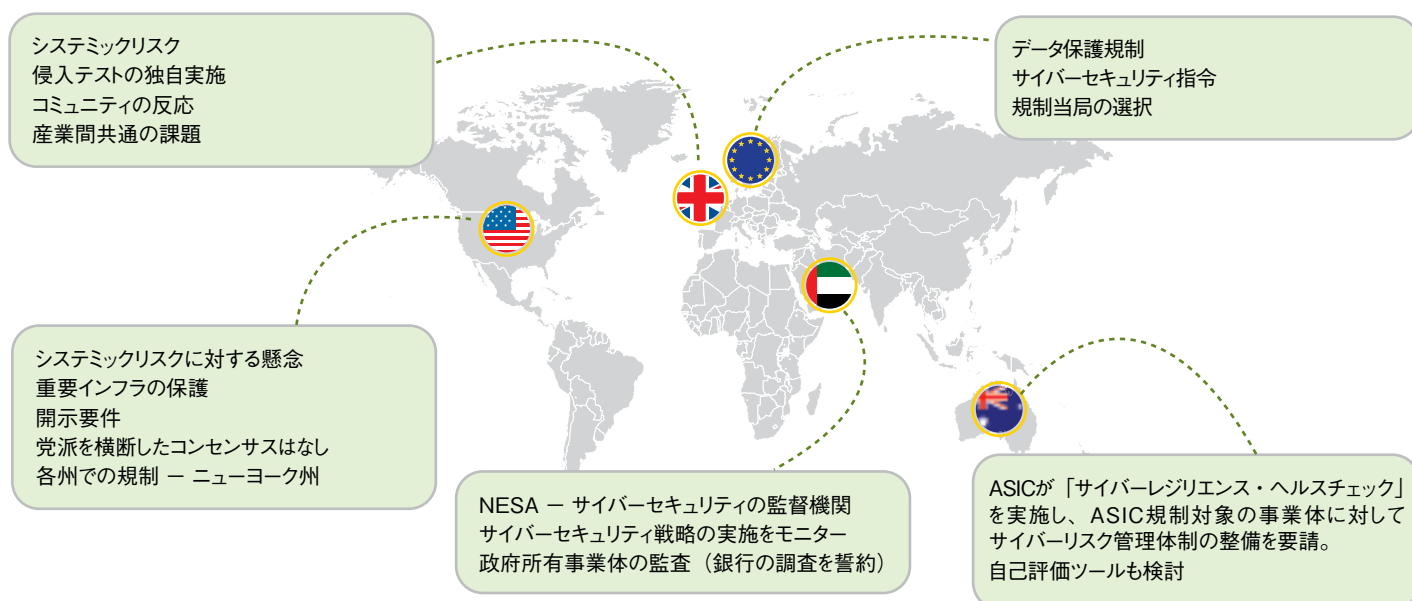
に対して、サイバーリスク管理実務を見直して更新する、法律上およびコンプライアンス上の義務を負うように要求しています。サイバー攻撃は、市場価格に影響を与える情報 (market-sensitive information) として開示が必要になる可能性があります。また、リスク管理システムの不備は、ASICに対する重大な義務違反になる恐れがあります。サイバーレジリエンスを促進するため、ASICは次のことを実行する予定だと述べています。

- 市場の進展をモニターする。
- 他の政府部局と引き続き協働し、サイバーリスクを特定してサイバーレジリエンスを向上させる。
- サイバーレジリエンスの重要性に対する認知度を向上させ、この問題がもっと注目されるようにする。
- サイバーレジリエンスを監視計画に組み込む。

ASICは、NISTのサイバーセキュリティ・フレームワークに基づいた自己評価ツールを規制対象とする事業体に提供し、サイバーレジリエンスの評価に役立てもらうことも検討しています。

一方、**米国**では、証券取引委員会 (SEC)、外国資産管理局 (OFAC)、その他機関によるモニタリングプログラムが、各組織やその

サイバー問題に関する世界各地の規制フォーカス



出典：KPMGインターナショナル、2015年

サイバーリスクへのアプローチに対する監視をさらに強めています。SECのコンプライアンス検査局(OCIE)では、証券業界におけるサイバーセキュリティ面の準備状況を確認し、同業界が近年に経験したサイバー関連の脅威に関して情報収集をするためのサイバーセキュリティ・イニシアチブを進めています。

SECは2014年初め、証券業界のサイバーセキュリティに関するリスク・アラート(risk alert)を発表し、50社のサイバーセキュリティ統制を評価しています。評価結果の概要は2015年2月に公開されており、反応はまちまちとなっています。より最近では、2015年4月にSECの投資管理(Investment Management)部門がサイバー指針のアップデートを発表しており、リスクベースで戦略主導型のアプローチを採用してサイバーリスクに対処するように要請しています。この領域では、行政監督がさらに厳格化する方向で着々と準備が進んでいます。

欧州では、欧州委員会が、各種サイバー攻撃がEUの金融システムを揺るがす恐れがあると警告しています。「取引プラットフォームやデータウェアハウス、インターネットバンキングで使われている新しく高度なテクノロジーによって、サイバーセキュリティに関して、さまざまな課題が新たにもたらされている」と、オリヴィエ・ゲルセン(Olivier Guersent)欧州委員会金融安定総局次長は2015年4月に述べています。また彼は「市場参加者および金融機関の相互関連性は、金融業界をサイバー攻撃による被害を受けやすくし、深刻な脅威をもたらし得る——業界関係者だけでなく、金融の安定性に対してもだ」とも語っています。

提案されているEU指令案には、共通で高いレベルのネットワークおよび情報セキュリティ(NIS)をEU圏内全域で確実に実施するための施策も含まれており、ヒル委員は、さらなる行動が必要かも検討するようにスタッフに求めています。

すでに成立している法規制——EUデータ保護規則(Data Protection Regulation)——では、顧客等の個人データに関する情報面の過失や違反に対して企業に罰則を科しています。罰金の規模は、最大で全世界売上高(global turnover)の5%にもものぼる可能性があります。

アイルランドでは、資産運用会社におけるサイバーセキュリティ方針および手順のレビューを2015年半ばに開始し、アイルランド中央銀行の職員がすでに立入り検査を開始し始めています。これは、オバマ政権からのコメント(2015年5月)を受けたもので、同コメントでは、米国金融システムのハッカーやテロリストに対する防衛努力における弱点としてヘッジファンドを特定していました。アイルランド規制当局では、各社が適切な方針および手順を配置しているかに重点を置いており、また、取締役が適切なガバナンスおよび業務運営環境の整備をするうえでの自らの役割を認識しているかを確認しています。

英国では、データ保護法(Data Protection Act)により、顧客や従業員の個人情報データを電子的に処理するデータ管理者(data controllers)が情報コミッショナー事務局(ICO)に登録することを義務付けています。深刻な違反を犯した企業に対してICOは、最大GBP50万ポンドの罰金を科し、違反者として企業名を公開することができます。

日本では、金融庁(FSA)がサイバーリスク管理に関する監督指針を改正しています。

カナダでは、サイバーセキュリティを2015年の重点領域に指定しています。カナダ投資信託協会(IFIC)やオルタナティブ投資運用協会(AIMA)カナダ支部では、サイバーセキュリティをテーマとしたワーキンググループやセミナーを設置・開催しています。一方、カナダ証券管理局(CSA)では、各種のスタッフ通知(staff notices)を発表し、登録者や報告発行会社(reporting issuers)——資産運用会社および一部ファンドも含む——に対して、サイバーセキュリティ対策に関連した各自の要件を再確認させています。

資産運用会社の対処

資産運用会社の取締役会は、サイバー攻撃を防止・発見し、これに対処するために必要なレジリエンスを自社が備えることを望んでいます。最新版のKPMG『ビジネス・インスティンクツ調査(Business Instincts survey)』によれば、多くの最高経営幹部は、テクノロジーへの過小投資が過去6年間にも及んだ結果、ある種のサイバー攻撃に対して無防備になっているかもしれないと危惧しています。



企業のための重要質問

- 御社では、最重要情報に対して適切なレベルの保護手段を備えていますか？
- サイバーセキュリティ侵害を被った場合、御社が受けるインパクトは？
- まだ被害を受けていないことを確認するにはどうすればよいでしょうか？
- 各サプライヤーが御社のセキュリティ上の弱点になっていないことを確認するため、どのような管理手段を実施していますか？
- 御社のサイバーセキュリティ対処能力は、他社と比べてどうでしょうか？

こうした危惧は、かなりの支出にもかかわらず存在しています。米調査会社セルーリ・アンシエッツが実施した調査¹⁹では、回答者の36%は、年間約1000万ドル（880万ユーロ）をサイバー問題の発生防止のために費やしています。また同調査によれば、一部の資産運用会社では、取締役会主要メンバーに定期的に報告するサイバーセキュリティ対策専門家を雇用しています。先を見越してサイバーリスクを管理することは、最高経営幹部にとって明らかに重要な検討事項の1つとなっており、3人に1人の上級幹部が、自社のビジネスを保護するためにサイバー関連スキルに投資することは、主要な関心事項の1つになっている、と述べています。一般的に、各組織は次のような組織能力を備えようとしています。

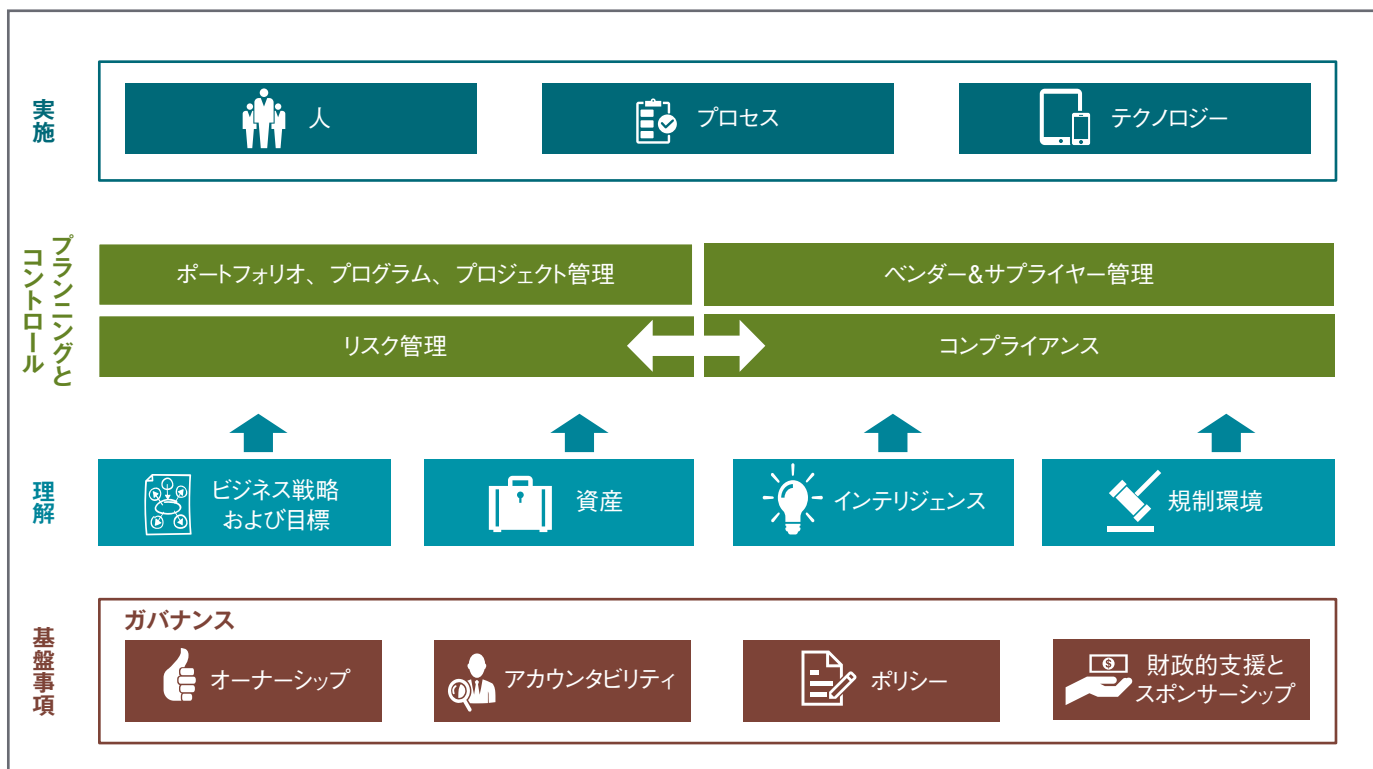
1. **人**：サイバーセキュリティ方針を構成する最も重要な要素は「その方針はすべての従業員に理解されなければならない」ということです。セキュリティ意識を向上するためのトレーニングを開催したり、自社機器の扱いや社外での作業時について分かりや

すいセキュリティ方針を策定したりすることで、従業員を防御の最前線にすることができます。

2. **プロセス**：攻撃対処のスピードと敏捷性に焦点を絞った適応的アプローチを利用することで、サービス中断を未然に防ぎ、妨害に対処するための多額の出費を回避し、業務活動を維持できると同時に、規制当局、投資家、各業界パートナーに安心してもらうこともできます。アプリケーション管理、変更管理、ユーザーアクセス管理、パッチ管理といった重要プロセスに各種セキュリティ要件が確実に組み込まれるようにすることや、各種契約書においてセキュリティ要件を確立し、第三者に対して監査を行う権利を行使することも重要です。

3. **テクノロジー**：基本的なセキュリティコントロール（ファイアウォール、マルウェア対策、セキュア・コンフィギュレーション、セキュリティー・ログやモニタリングの利用）を実施することにより、予め対策を講じることができます。

サイバーセキュリティに関する組織能力モデル



出典：KPMGインターナショナル、2015年

19 「The Cerulli Edge」欧州版 2015年第1四半期号

最新刊行物

KPMGメンバーファームは、金融サービス業界に関する幅広い調査、分析、知見を提供しています。詳細については、ウェブサイト (kpmg.com/financialservices) をご覧ください。



銀行規制の進化: Evolving Banking Regulation 2015年4月

昨今のビジネス環境において、銀行は、複雑に相関して銀行構造に変化をもたらす、さまざまな規制的・経済的・商業的圧力に直面しています。本レポートでは、銀行規制の最近および今後の進展に目を向けます。



銀行規制の進化パート2: Evolving Banking Regulation – Part Two 2015年4月

本レポートでは、銀行の事業構造と、規制圧力および商業的圧力にビジネスモデルの変革を促される世界で、多くの銀行が実行可能かつ持続可能な未来を模索している現状を取り上げます。



保険規制の進化: Evolving Insurance Regulation 2015年4月

2015年は、保険業界の規制改正では国際的な動きが大きな割合を占めるでしょう。保険監督者国際機構 (IAIS) は、グローバルな新保険資本基準、ソルベンシー 2 の実施、IFRS第4号フェーズ2の完了をすでに提案しており、保険規制が新時代を迎えていることを疑う余地はありません。



フロンティアズ・イン・ファイナンス: Frontiers in Finance 2015年6月

「フロンティアズ・イン・ファイナンス」本号では、競争上の優位性を獲得するための絶え間ない取組みにおいて、最も急を要する機会と課題に注目します。



未来への投資: Investing in the Future 2014年6月

KPMGでは、資産運用業界は、大きな課題と共に、大きなチャンスにも直面していると考えています。本レポートでは、今後10～15年間の同業界に影響すると予測されるグローバルメガトレンドを受けて、資産運用会社が対応を検討すべき関連事項について考えていきます。



自動的な情報交換: 共通報告基準 — 価値提案: Automatic Exchange of Information: The Common Reporting Standard – Value Proposition 2014年12月

本価値提案文書では、共通報告基準の及ぼす影響に目を向け、金融機関がコンプライアンスを費用効率良く達成するために採用すべきステップを検討しています。



新たな「不都合な真実」— ソーシャルメディア: この人気を資産マネジャーはもう無視できない?: The New Inconvenient Truth – Social Media: Too Big for Wealth Managers to Ignore? 2015年6月

ソーシャルメディアは顧客の情報入手や意思決定、企業との交流方法において、持続的かつ後戻りのできない破壊的改革をもたらし続けています。資産マネジャーも他業界と同じく、早急に適応しなければ時代に取り残されてしまう恐れがあります。



Growing Up: ヘッジファンドの新たな環境: 2015年 KPMG/AIMA/MFAグローバルヘッジファンド調査: Growing Up: A New Environment for Hedge Funds: 2015 KPMG/AIMA/MFA Global Hedge Fund Survey 2015年3月

ヘッジファンド業界は変革のさなかにあります。成長環境は絶えず変化しており、その結果、マネジャーはパフォーマンスと業務効率の向上にかつてないほどフォーカスするようになっています。

略語集

ADGM	Abu Dhabi Global Market: アブダビ・グローバル・マーケット	CSA	Canadian Securities Administrators: カナダ証券管理局
AEIOI	Automatic Exchange of Information: 自動的情報交換	CSD	Central Securities Depository: 証券集中保管機関
AIF	Alternative Investment Fund: オルタナティブ投資ファンド	CSDR	Central Securities Depository Regulation: 証券集中保管に関する規則
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive: オルタナティブ投資ファンド運用者指令	CSMAD	Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation: インサイダー取引および市場操作に関する刑事罰指令
AIMA	Alternative Investment Managers Association: オルタナティブ投資運用協会	CSRC	China Securities Regulatory Commission: 中国証券監督管理委員会
AML	Anti-money laundering: マネーロンダリング防止	CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier (Luxembourg): ルクセンブルク金融監督委員会
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Brazil): ブラジル金融資本市場協会	CVM	Comissão de Valores Mobiliários (Brazil): ブラジル証券取引委員会
APEC	Asia-Pacific Economic Cooperation: アジア太平洋経済協力機構	DIFC	Dubai International Financial Centre: ドバイ国際金融センター
APRA	Australian Prudential Regulation Authority: オーストラリア健全性規制庁	DOL	Department of Labor (US): 米国労働省
ARFP	Asia Region Funds Passport: アジア地域ファンド・パスポート	EBA	European Banking Authority: 欧州銀行監督機構
ARM	Automatic Reporting Mechanism: 自動報告メカニズム	ECON	European Parliament's Economic and Monetary Affairs Committee: 欧州議会の経済金融問題委員会
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations: 東南アジア諸国連合	EFAMA	European Fund and Asset Management Association: 欧州投信投資顧問業協会
ASIC	Australian Securities and Investments Commission: オーストラリア証券投資委員会	EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority: 欧州保険年金監督機構
AuM	Assets under Management: 運用資産	ELTIF	European Long-Term Investment Fund: 欧州長期投資ファンド
BaFin	German Federal Financial Supervisory Agency: ドイツ連邦金融監督庁	EMIR	European Market Infrastructure Regulation: 欧州市場インフラ規制
Banxico	Central Bank of Mexico: メキシコ中央銀行	ESA	European Supervisory Authority: 欧州監督機関
BEA	Bureau of Economic Analysis: 経済分析局	ESMA	European Securities and Markets Authority: 欧州証券市場監督局
BIC	Bank Identifier Code: 金融機関識別コード	EuSEF	European Social Entrepreneurship Fund: 欧州社会的起業ファンド
BIS	Bank for International Settlements: 国際決済銀行	EUVECA	European Venture Capital Fund: 欧州ベンチャーキャピタルファンド
CCP	Central Clearing Party: 中央清算機関	FAQs	Frequently Asked Questions: よくある質問と回答
CFTC	Commodity Futures Trading Commission: 商品先物取引委員会	FATCA	Foreign Account Tax Compliance Act (US): 外国口座税務コンプライアンス法 (米国)
CIS	Collective Investment Scheme: 集団投資スキーム	FCA	Financial Conduct Authority (UK): 金融行動監視機構 (英国)
CMU	Capital Markets Union: 資本市場同盟	FER	Fund Expense Ratio: ファンド経費率
CNAV	Constant Net Asset Value: 一定純資産価値	FRN	Floating Rate Note: 変動利付債
CoCos	Convertible Securities: 偶発転換社債	FSA	Financial Services Authority (Hong Kong): 金融サービス局 (香港)
CPA	Certified Public Accountant: 公認会計士	FSB	Financial Stability Board: 金融安定理事会
CPP	Canada Pension Plan: カナダ年金制度		
CRD4	Fourth Capital Requirements Directive: 自己資本指令4		
CRM2	Client Relationship Management: 顧客関係管理		
CRS	Common Reporting Standard: 共通報告基準		

FX	Foreign Exchange : 為替	NEST	National Employment Savings Trust (UK) : 国家雇用貯蓄信託 (英国)
G20	Group of Twenty : 主要20カ国・地域	NIS	Network and Information Security : ネットワークおよび情報セキュリティ
GFSR	Global Financial Stability Report : 国際金融安定性報告書	NISA	Nippon Individual Savings Accounts (Japan) : 少額投資非課税制度 (日本)
HKSFC	Hong Kong Securities and Futures Commission : 香港証券先物取引委員会	NIST	National Institute of Standards and Technology (US) : 国立標準技術研究所 (米国)
ICAV	Irish Collective Asset Management Vehicle : アイルランド集団投資運用ビークル	OCIE	Office of Compliance Inspections and Examinations (US) : コンプライアンス検査局 (米国)
ICO	Information Commissioner's Officer : 情報コミッショナー事務局	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development : 経済協力開発機構
IFIC	Investment Funds Institute of Canada : カナダ投資信託協会	OFAC	Office of Foreign Assets Control : 外国資産管理局
IMF	International Monetary Fund : 国際通貨基金	OTC	Over the Counter : 店頭
IORPD	Institutions for Occupational Retirement Provision Directive : 職域年金指令	OTF	Organised Trading Facility : 組織化された取引施設
IOSCO	International Organization of Securities Commissions : 証券監督者国際機構	PDMR	Person Discharging Managerial Responsibilities : 経営責任を負う人物
ISA	Individual Savings Account (UK) : 個人貯蓄勘定 (英国)	PEP	Personal Equity Plan (UK) : 個人株主制度 (英国)
KYC	Know Your Customer : 顧客確認	PRIIP KID	Key Information Document for Packaged Retail Investment and Insurance-based Products : リテールや保険ベースのパッケージ型投資商品に関する重要事項説明書
LEI	Legal Entity Identifier : 取引主体識別子	QFII	Qualified Foreign Institutional Investor (China) : 適格外国機関投資家 (中国)
LV CNAV	Low Volatility Constant Net Asset Value : 低ボラティリティ一定純資産価値	QIAIFs	Qualifying Investor Alternative Investment Funds (Ireland) : 適格投資家向けオルタナティブ投資ファンド (アイルランド)
MAD II	Second Market Abuse Directive : 市場濫用指令2	RDR	Retail Distribution Review (UK) : 個人向け金融商品販売制度改革 (英国)
ManCo	Management Company : 管理会社	RFQII	Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor (China) : 人民元適格外国機関投資家 (中国)
MAR	Market Abuse Regulation : 市場濫用規制	SEC	Securities and Exchanges Commission (US) : 証券取引委員会 (米国)
MiFID II	Second Markets in Financial Instruments Directive : 金融商品市場指令2	SME	Small or Medium Enterprise : 中小企業
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation : 金融商品市場規制	SPV	Special Purpose Vehicle : 特別目的事業体
MMF	Money Market Fund : マネー・マーケット・ファンド	SRO	Self-Regulatory Organization : 自主規制機関
MPF	Mandatory Provident Fund : 強制積立年金	TESSA	Tax-Exempt Special Savings Account (UK) : 非課税貯蓄勘定 (英国)
MPFA	Mandatory Provident Fund Schemes Authority : 強制積立金制度管理局	TFSA	Tax-Free Investments and Savings Account (South Africa) : 非課税の投資および貯蓄勘定 (南アフリカ)
MRF	Mutual Recognition of Funds : ファンドの相互承認	TIC	Tenant-in-Common : テナント・イン・コムン
MTF	Multilateral Trading Facility : 多角的取引施設	UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities : 譲渡可能証券の集団投資事業指令
myRA	My Retirement Account : 米国退職貯蓄制度 [myRA]		
NAV	Net Asset Value : 純資産価値		
NBNI GSIFI	Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institution : 銀行・保険会社以外のグローバルなシステム上重要な金融機関		
NESA	National Electronic Security Authority : 国立電子セキュリティ対策局		

謝辞

Americas region

Marco Andre Almeida

KPMG in Brazil

T: +552135159404

E: maalmeida@kpmg.com.br

Danielle Cimato

KPMG in the US

T: +1 201 505 3511

E: dcimato@kpmg.com

Simon M Fishley

KPMG in Brazil

T: +551139404939

E: smfishley@kpmg.com.br

Peter L Hayes

KPMG in Canada

T: +1 416 777 3939

E: phayes@kpmg.ca

John H Hubbe

KPMG in the US

T: +1 212 872 5515

E: jhubbe@kpmg.com

James P Loewen

KPMG in Canada

T: +1 416 777 8427

E: jloewen@kpmg.ca

Martin Mendivelzua

KPMG in Argentina

T: +541148915652

E: mmendivelzua@kpmg.com.ar

Trish Monkman

KPMG International

T: +1 416 777 3306

E: tmonkman@kpmg.ca

Erick Morales

KPMG in Mexico

T: +525552468887

E: erickmorales@kpmg.com.mx

Nicolas Olea

KPMG in Mexico

T: +525552468678

E: olea.nicolas@kpmg.com.mx

Elaine Reyes

KPMG International

T: 1 416 777 8798

E: elainereyes@kpmg.ca

Cara Scarpino

KPMG in the US

T: +1 845 729 7959

E: cscarpino@kpmg.com

John J Schneider

KPMG in the US

T: +1 617 988 1085

E: jjschneider@kpmg.com

James Suglia

KPMG in the US

T: +1 617 988 5607

E: jsuglia@kpmg.com

ASPAC region

Steve Clark

KPMG Australia

T: +61 3 9288 6937

E: steveclark@kpmg.com.au

Sean D Hill

KPMG Australia

T: +61 3 9288 6948

E: seanhill@kpmg.com.au

Kazuaki Hiroha

KPMG in Japan

T: +81335485107

E: kazuaki.hiroha@jp.kpmg.com

Tom Jenkins

KPMG China

T: +85221438570

E: tom.jenkins@kpmg.com

Shunji Kato

KPMG in Japan

T: +81335485107

E: shunji.kato@jp.kpmg.com

Seiji Kamiya

KPMG in Japan

T: +81335485107

E: seiji.kamiya@jp.kpmg.com

Samantha Kim

KPMG Australia

T: +61 2 9335 8633

E: samanthakim@kpmg.com.au

Davina Lawrence

KPMG Australia

T: +61 2 9335 7378

E: dlawrence1@kpmg.com.au

Bonn Liu

KPMG China

T: +85228267241

E: bonn.liu@kpmg.com

Europe Middle East and Africa

Ronna Ludgate

KPMG Australia

T: +61 2 9335 8492**E:** rludgate@kpmg.com.au**Jacinta Munro**

KPMG Australia

T: +61 3 9288 5877**E:** jacintamunro@kpmg.com.au**Ryuichi Murasawa**

KPMG in Japan

T: +81335485107**E:** ryuichi.murasawa@jp.kpmg.com**John F Teer**

KPMG Australia

T: +61 2 9335 7569**E:** jteer@kpmg.com.au**David Waller**

KPMG in Singapore

T: +6562133007**E:** davidwaller@kpmg.com.sg**Abby Wang**

KPMG China

T: +862122122428**E:** abby.wang@kpmg.com**Arion Yiu**

KPMG China

T: +85221438599**E:** arion.yiu@kpmg.com**Shahid Zaheer**

KPMG in Singapore

T: +65 64118923**E:** szaheer@kpmg.com.sg**Mahesh Balasubramanian**

KPMG in Bahrain

T: +973 17224807**E:** bmahesh@kpmg.com**Ravi Beegun**

KPMG in Luxembourg

T: +3522251516248**E:** ravi.beegun@kpmg.lu**Brian Clavin**

KPMG in Ireland

T: +35314101252**E:** brian.clavin@kpmg.ie**Justin Chait**

KPMG in South Africa

T: +27827191711**E:** justin.chait@kpmg.co.za**Chloe Doyle**

KPMG in the UK

T: +44 20 76941318**E:** chloe.doyle@kpmg.co.uk**Sara Kathleen Ellison**

KPMG in the UK

T: +44 (0) 20 73112343**E:** sarakathleen.ellison@kpmg.co.uk**Bhavesh Gandhi**

KPMG in Kuwait

T: +96522287000**E:** bgandhi@Kpmg.Com**Gustaaf Kruger**

KPMG in South Africa

T: +27827191730**E:** gustaaf.kruger@kpmg.co.za**Markus Lange**

KPMG in Germany

T: +49 69 951195-530**E:** markuslange@kpmg-law.com**Matthew Martindale**

KPMG in the UK

T: +44 20 76942989**E:** matthew.martindale@kpmg.co.uk**Claire McDermott**

KPMG in Ireland

T: +35317004200**E:** claire.mcdermott@kpmg.ie**Anne-Sophie Minaldo**

KPMG in Luxembourg

T: +3522251517909**E:** anne-sophie.minaldo@kpmg.lu**Charles Muller**

KPMG in Luxembourg

T: +3522251517950**E:** charles.muller@kpmg.lu**Margaret Murphy**

KPMG in Ireland

T: +35317004016**E:** margaret.murphy@kpmg.ie**Raphael Ongom**

KPMG in Bahrain

T: +973 17224807**E:** rongom@kpmg.com**Gary Pickering**

KPMG in South Africa

T: +27214087310**E:** gary.pickering@kpmg.co.za**Dee Ruddy**

KPMG in Luxembourg

T: +3522251517369**E:** dee.ruddy@kpmg.lu**Austin Rudman**

KPMG in Dubai

T: +97144030323**E:** arudman1@Kpmg.com**Jeoeren Ruepert**

KPMG in the Netherlands

T: +31206 568346**E:** ruepert.jeroen@kpmg.nl**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

Contacts

Jeremy Anderson

Chairman

Global Financial Services

KPMG in the UK

T: +44 20 7311 5800

E: jeremy.anderson@kpmg.co.uk

Tom Brown

Global Head of Investment Management

KPMG in the UK

T: +44 20 7694 2011

E: tom.brown@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

John Schneider

Head of Investment Management Regulatory

KPMG in the US

T: +1 617 988 1085

E: jjschneider@kpmg.com

Tom Jenkins

Partner

KPMG China

T: +85 2 2143 8570

E: tom.jenkins@kpmg.com

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 China

T: +85 2 2826 7283

E: simon.topping@kpmg.com

Julie Patterson

Investment Management Director

Financial Services

Regulatory Center of Excellence,

EMA Region

KPMG in the UK

T: +44 20 73112201

E: julie.patterson@kpmg.co.uk

Bonn Liu

Head of Investment Management

KPMG's ASPAC region

T: +85 2 2826 7241

E: bonn.liu@kpmg.com

Seiji Kamiya

Partner

National Head of Investment

Management

KPMG in Japan

T: +81 3 3548 5100

E: seiji.kamiya@jp.kpmg.com

James Suglia

National Sector Leader Alternative Investments

KPMG in the US

T: +1 617 988 5607

E: jsuglia@kpmg.com

www.kpmg.com

kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app



本レポートは、KPMGインターナショナルが2015年6月に発行した“Evolving Investment Management Regulation Navigating opposing forces”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。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供しよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2015 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.

© 2015 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. Printed in Japan. 15-1535

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

Designed by Evalueserve.

Publication name: Evolving Investment Management Regulation – Navigating opposing forces

Publication number: 132462-G

Publication date: June 2015