

# Performance

インタビュー:  
スマート金融センターを  
構築する

6ページ

東南アジアの  
ダイナミズムと  
多様性を  
理解する

12ページ

真剣にサステナブル  
投資家の価値基準に  
基づいた投資を実現する  
ポートフォリオマネジャー

34ページ

英国の  
EU離脱投票  
投資運用会社への  
影響

70ページ



## #21

2016年9月

投資運用プロフェッショナル向け  
時事情報ダイジェスト  
(年3回刊)

# Deloitte.

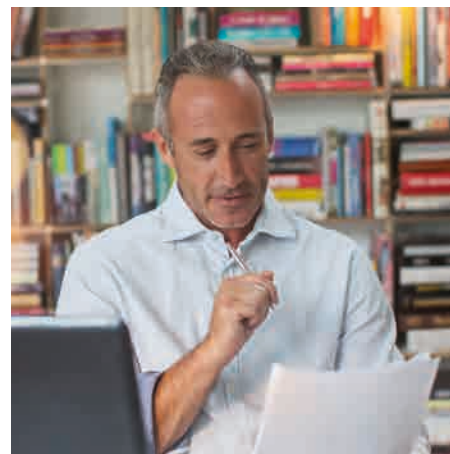
# 目次



12ページ



20ページ



28ページ

---

## 06

インタビュー：  
スマート金融センターを  
構築する

---

## 34

真剣にサステナブル投資  
投資家の価値基準に基づいた  
投資を実現する  
ポートフォリオマネジャー

---

## 76

サステナブルとスマートベータ  
両者を生かす投資手法



34ページ



56ページ



76ページ

## 12

東南アジアの  
ダイナミズムと  
多様性を理解する

## 16

投資運用の未来  
オープンAPI

## 20

急速に変化する租税環境  
アジアの  
最新租税動向

## 28

資産保有機関が抱える  
難問  
資産運用の  
インソーシング

## 48

ドイツ投資税法の  
改革  
主な内容と  
資産運用会社への影響

## 56

ベルギーの保険セクターに  
おける業務行為規則  
AssurMiFIDから  
保険販売指令まで

## 64

事業の将来の成功を  
確実にする  
投資運用のコンプライアンス  
の枠組み

## 70

英国の  
EU離脱投票  
投資運用会社への影響

# はじめに



## 読者の皆様

本「パフォーマンス」第21号は、さまざまな点で時の流れを表しています。季節の移り変わりとともに気温や外界の色が明らかに変わるように、デロイトも独自の鮮やかな変化を遂げつつあります。

企業のイメージチェンジについては、これまでも多くが語られ、謳われてきました。ロゴを変えたり、違う色やトーンを使ったりすると、その裏に隠された意味を探ろうと、あらゆる細部が注目されます。私たちのブランド戦略の変更は、革命ではなく進化として、つまり部屋の模様替えのようなものとして捉えていただきたいと思います。部屋の機能、目的、意義は本質的に変わりませんが、印象と雰囲気は新しくなります。

デロイトの場合、まさにそれが私たちの目指したところでした。私たちの中核的な価値観、戦略、ビジョンは一つも変わりませんが、私たちのアイデンティティが進化したことは視覚的に明らかです。今までと同じく、シンプルで分かりやすく、すっきりしていて統一感がある一方、力強さと美しさをたたえています。見た目と雰囲気は明らかに新しいものの、慣れ親しんだ印象はそのままです。興味深いことに、15年前の前回のデザイン刷新で、デロイトの有名な「グリーンドット」は鮮やかな赤紫色になるところでした。最終的にはその変更は考え直されましたが、もしそうなっていたら、今日の世界はずいぶん違って見えていたことでしょう。

変化は進化の中心をなすものであり、投資運用業界は常に変化の最先端にいます。変化は、多くの面で困難をもたらしますが、積極的に受け入

れなければなりません。20年前、電子メールでの通信やインターネットはまだ産声を上げたばかりで、情報は、書簡や回覧状を通じて共有されるか、時には通常の業務時間外に音割れのひどい電話会議でやり取りされていました。今日、私たちは世界のほぼどこでも常時、電子メールとインターネットにアクセスすることができます。とはいえ、テクノロジーだけが変化の理由ではありません。私たちの業界では、変化の決定的なきっかけは、絶え間ない規制の変更です。これに対応するために、私たちは、新たなテクノロジーを考案して新たな金融サービスや金融商品を開発しなければなりません。日常的に飛び交う無数の規制関連の略語に加え、FinTechやスマートベータ、RegTechといったバズワードが続々と登場しています。

一方、技術革新のおかげで、投資運用業界はグローバル化を生かし、優れたローカルな知見と現場のリソースを利用して、高度な見識を持つ顧客のために独特の戦略や応用法を生み出すことができるようになりました。しかし、グローバル化は顧客の地理的な場所だけの話ではありません。グローバル化は、人間としての私たちのあり方、私たちの知識、私たちの相互関係に影響を与えます。この認識こそが「パフォーマンス」本誌を真にグローバルなものとしており、各号が読者の知識を豊かにするような、興味深い知見をもたらすのです。

**ヴァンセント・ガブヌーア**  
(Vincent Gouverneur)  
EMEAインベストメント  
マネジメントリーダー

**ニック・サンダル**  
(Nick Sandall)  
EMEA金融共同リーダー

**フランシスコ・セルマ**  
(Francisco Celma)  
EMEA金融共同リーダー

# 編集主幹から

## 読者の皆様

東南アジアは、言語も文化も政治環境も経済発展の水準も異なる10カ国で成り立っています。これら10カ国はまた、東南アジア諸国連合（ASEAN）圏を形成しています。ASEANは、6億人を超える人口を有し、世界で最も活発な市場の一つに数えられます。名目GDPが2.31兆米ドルに上るASEANは一大経済勢力として、急速に世界の成長を牽引する存在になりつつあります。モノ、サービス、資本、労働力の単一市場となるASEAN経済共同体（AEC）を通じて、経済統合の推進を図るASEANの動きは重要な一歩であり、この地域の成長可能性の強化につながります。AECはこの地域を、中国やインドと比肩する世界有数の市場へと変容させる力を秘めています。

世界の投資家は、この地域における成長機会と経済・政治リスクとのバランスを取るという難しい課題に直面しています。この課題を克服するための最初のステップは、この地域の政治と現地の商環境を理解することです。アジア太平洋の中心に位置し、インド、中国および日本に近いASEANは、これらの国との貿易から利益を得る絶好の地理的位置にあります。2015年のASEAN最大の貿易相手国は、中国、日本および米国であり、これら3カ国でASEANの貿易高全体の35%を占めていました。貿易圏としてのこの地域の顕著な多様性は、その強みの一つとなっており、若い熟練／準熟練労働者、急速な都市化、有利な立地を武器に、地域全体で多種多様なサービスを提供することができます。

AECは、この経済圏の世界的な競争力を高め、貿易と投資の障壁を取り除き、ASEAN域内の貿易を増大させることを目的としています。この地域の多様性は強みとなっていますが、それは同時に、ASEANの正式な経済統合を阻む大きな障害の一つであることも分かっています。経済統合は、野心的な目標のように思われるかもしれませんが、全く不可能というわけではありません。

経済と規制の面で複雑な課題を抱える一方、この地域のインフラ、経済格差、教育水準を向上させるためにすべきことはたくさんあります。

数字は、ウソをつきません。世界の投資家がASEANに目を向けており、この地域への外国直接投資（FDI）が増えています。最新の「ASEAN Investment 2015」レポートによれば、ASEANへのFDIは3年連続で伸びており、2013年の1,177億米ドルから、2014年には1,362億米ドルに達しました。激しいFDI獲得競争に伴って、資本獲得競争も激化しています。ラオスやミャンマーといった東南アジアのフロンティア市場は、生産性の向上と競争力の維持が重要な同地域の先進経済国とは異なる課題を抱えることになるでしょう。

こうした課題はあるものの、この地域は力強い経済地域となろうとしています。この地域を理解し、東南アジアの目前に開けようとしている機会を把握しておくことが、金融機関にとって得策であると言えます。



### 連絡先:

**サイモン・ラモス**  
(Simon Ramos)

パートナー

アドバイザリー&コンサルティング担当

デロイト・ルクセンブルク

560, rue de Neudorf

L-2220 Luxembourg

Grand Duchy of Luxembourg

電話: +352 451 452 702

携帯: +352 621 240 616

siramos@deloitte.lu

www.deloitte.lu

**サイモン・ラモス**  
(Simon Ramos)

編集主幹

**アイ・リーン・ジாம்**  
(Ei Leen Giam)

SEAインベストメント  
マネジメントリーダー

# スマート金融センターを構築する

デロイトでコンサルティングのパートナーを務めるモヒト・メイロトラがこのほど、ソプネンドゥ・モハンティ氏にインタビューし、FinTechに対する見解やFinTech業界の世界的リーダーを目指すシンガポールの取り組みについてお話をうかがいました。





## テクノロジーを利用して新たな金融サービスや商品を生み出すFinTechは、世界的に急速に勢いを増しています。

世界の他の地域に遅れをとることなく、FinTech業界は東南アジアのさまざまな国で、さまざまな水準で発展を遂げつつあります。この成長において重要な役割を果たしているのが、同地域に存在するさまざまなプログラムであり、その最前線に立っているのがシンガポールです。

2014年11月にシンガポールは、情報通信技術、ネットワーク、そしてデータを利用して生活の向上、機会の創出、地域社会の強化を図る「スマート・ネーション」プログラムに着手しました。金融セクターは、「スマート・ネーション」を目指すというシンガポールの大きな目標と不可分の関係にあります。シンガポール金融管理局(MAS)は、金融業界においてテクノロジーを広く活用することで効率性の増大、機会の創出、より優れたリスク管理の実現、生活の向上へとつなげる「スマート金融センター」の構築を目指しています。

### シンガポールは、国際的に評判の高い一大金融センターです

デロイトは、MASの最高FinTech責任者であるソブネンドゥ・モハンティ氏にインタビューし、FinTechに対する見解やFinTech業界の世界的リーダーを目指すシンガポールの取り組みについてお話をうかがいました。

モハンティ氏は、MASで技術革新に関連する開発戦略と規制政策の策定を担当しています。MASに入る前は、シティバンクのコンシューマー・ラボ・ネットワーク&プログラム部門のグローバル

ヘッドを務め、イノベーション・プログラムの推進や複数のエリアにわたるイノベーション・ラボの運営に携わっていました。

モハンティ氏は、アジア太平洋(APAC)地域で20年過ごしており、テクノロジー、金融、生産性および事業開発に関わるさまざまなポストを歴任しています。シティバンクの支店業務を統括するAPAC地域の代表と、シンガポールのコンシューマー・イノベーション・ラボのトップを務めました。日本で長年過ごした経験があり、リテール事業開発部門を率いたほか、オペレーションとテクノロジーに関連するさまざまな職務を統括する役割も果たしました。国際的には、シティバンクの実店舗ネットワークを、デジタルファーストで、スマートかつ革新的なものに転換し、顧客中心で満足度の高い「カスタマー・エンゲージメント・センター」へと変革するためのグローバルなスマートバンキング・プログラムの技術顧問として活躍しました。モハンティ氏はまた、金融セクターのリテール販売の分野でさまざまな著作を共同執筆しています。

#### デロイト(以下、D): シンガポールのFinTech環境をどのようにご覧になっていますか？

ソブネンドゥ・モハンティ(以下、SM): FinTech界は急速に発展しており、技術革新と技術ソリューションが広がっています。シンガポールのFinTech界は、エコシステムの形成に必要なあらゆる要素を何らかの形で備えた、成熟段階に到達しています。活気ある環境に、しっかりしたネットワークが形成されています。国内には現在、1,200を超える金融機関が存在し、スタートアップ企業は5,000社以上、FinTechのスタートアップ企業は200社以上を数えます。英国や米国、ドイツ、香港、オーストラリアなどの主要なFinTech地域の中で、シンガポールは4位に入っています。シンガポールのFinTech界は、FinTechプラットフォームを強化することで世界クラスのFinTechエコシステムを本格的に構築できる絶好の時代を迎えていると言えます。テクノロジーはFinTech界の

大きな一部であり、FinTechのテクノロジー面がどれぐらい発展しているかが、シンガポールにおけるFinTechの真の性格を決定付けることになるでしょう。

シンガポールでは現在、大学、リサーチセンター、銀行のイノベーション・ラボを通じて技術的能力の確立を図っています。業界と連携してさまざまな戦略的かつテクノロジー中心の金融サービス施策を進めるMASのプログラムと政策も、その一端を担っています。

シンガポールは、国際的に評判の高い一大金融センターです。3年に1度実施されるBIS調査では、2013年に、為替取引高で世界3位、OTC金利デリバティブでアジア2位となりました。SWIFTによれば、シンガポールはオフショア人民元決済でも第2位の規模となりました。

シンガポールは、行き届いた法律と政策で、地域トップのビジネスハブとしての地位を確立しています。国際的に認められている世界ランキングでは、常に上位に入っています。主なものを挙げると、

- **有望な投資先ランキング第1位**  
— BERILレポート2015
- **ビジネスのしやすさ第1位**  
— 世界銀行「ビジネス環境の現状2014」
- **グローバル・イノベーション・ランキング第1位**  
— グローバル・イノベーション・インデックス2015、コーネル大学、INSEAD、WIPO
- **IP保護ランキング第2位**  
— 国際競争力レポート2013-2014、世界経済フォーラム

一流のナレッジハブ、金融ハブ、ビジネスハブであるシンガポールのFinTech界が今後数年で飛躍的な成長を遂げることは確実です。➤

## 金融サービス会社が FinTechを導入できる かどうか最大の 課題となります

**D:ここ数年のFinTechに見られる最大の潮流は、どのようなものですか？どのような発展に最も注目されていますか？**

**SM:**FinTechの領域における最大の持続可能な潮流は、ファイナンシャル・インクルージョン（金融包摂）に革命をもたらす可能性を秘めていることです。これは、最も目が離せない進展でもあります。

テクノロジーは、個人や事業主が通常であればアクセスできないような資本と金融サービスを提供することによって、金融サービスを大きく向上させるでしょう。

現時点では十分なサービスを受けていないコミュニティにアクセスを提供すれば、これまで完全には実現されていなかった新たな経済への道を開くこととなります。FinTechは、ファイナンシャル・インクルージョンを可能にする重要な役割を果たします。私の意見では、これが何よりも大きな機会です。

主要なアセットクラスという点に関しては、リテール領域が派手に注目を集めています。とりわけ、代替的な決済手段や貸出、保険商品の販売などの領域です。特に保険はこれまで、販路の非効率性から、消費者へのリーチが驚くほど限られていました。今や保険セクター全体が著しい転換を遂げつつあり、商品販売のデジタル化やビッグデータを活用した弾力的で競争力のある保険商品の価格設定が進んでいます。金融市場とコーポレートバンクについては、FinTechはインフラのアップグレードに大きな役割を果たします。既存のインフラは、必ずしも効率性が最大限に高められているとは言えません。新しいインフラは、分散型元帳プラットフォームをベースにして、オープンAPI（アプリケーション・プログラミング・インターフェース）のアーキテクチャを利用したものになるでしょう。

**D:シンガポール金融管理局の最高FinTech責任者としての現在の立場から、FinTechをどのように捉えていますか？FinTechは、ディスラプターでしょうか、それとも変革を支援するイネプラーでしょうか？**

**SM:**FinTechは、大きなイネプラー（実現可能性を秘めたもの）です。FinTechは、金融サービス業界の収益性向上に役立っており、絶え間なく変化する顧客の要求に、より機敏に対応することを可能にしています。ミレニアル世代は、10年後には最大の成人層となります。この世代は、上の世代とは行動パターンが異なっており、それが金融機関にとって大きな課題になりつつあります。FinTechは、デジタルプラットフォームと新しいビジネスモデルを通じて新たなエンゲージメントの仕組みを構築することで、金融機関と変わりゆく顧客基盤の間のギャップを埋める手助けができます。

一方で、FinTechはディスラプターであるとも言えます。ただし、従来の意味においてはありませぬ。人々がディスラプションとディスラプターについて話すとき、通常は既存のビジネスモデルを取り払って、代替的な機会を創出する行為を指しています。たとえば、ファイナンシャル・インクルージョンに革命を起こすFinTechの潜在能力について考えてみてください。従来、銀行は、十分なサービスを受けていない人々を、開拓すべき

潜在市場とはみなしていませんでした。ディスラプターとしてのFinTechは、個人と中小企業の両方が、以前はアクセスできなかった資本にアクセスできる新たな市場の機会を生み出しています。

**D:FinTechの今後には、どのような課題が待ち受けているとお考えですか？それらの課題は、シンガポールとアジアにおける卓越した金融センターとしての同国のポジションにどう影響するのでしょうか？**

**SM:**金融サービス会社がFinTechを導入できるかどうか最大の課題となります。歴史的に、金融セクターはインフラ技術のアップデートに関して、あまりにも受け身でした。金融サービス会社は、フロントエンドとミドルオフィスのテクノロジーにかけては常に最先端を進んでおり、テクノロジーを利用して複雑なビジネスモデルや金融商品を生み出してきました。しかし、インフラテクノロジーについては、金融サービスセクターは後れを取っています。

これは、FinTech分野で優れた人材が不足しているがゆえの結果です。この業界でFinTechを効果的に導入するために、シンガポールは積極的に投資し、将来の投資家を引き付けるナレッジハブへの転換を図っています。

同時に、世界に影響を与えているマクロ経済ショックとミクロ経済ショックは、FinTechに課題と機会の両方をもたらしています。第一に、欧州の金融機関、ひいてはFinTech企業は、ブレグジット（英国のEU離脱）後の世界におけるパスポート規則や規制の不透明さといった、市場アクセスに関する重要問題の先行きについて、依然とした不確実性に直面しています。FinTechのスタートアップ企業の資金調達に影響するような、欧州系金融機関の英国子会社による大規模な資本調達はあるでしょうか？有能な開発者の移動の自由によるような影響があるでしょうか？現時点では、将来を予測することはたやすくありません。

規制当局がFinTechと、これらの代替的な金融商品から生じるリスクに目を向ける中、規則や





制限が増えることは確実と言えます。各国がそれぞれ特有のFinTechの爆発的成長に独自のやり方で対応する中、いずれ国・地域間で規制に差異が出てくるでしょう。その結果、国・地域間の規則に不一致が生じ、FinTechを取り巻く環境を理解することが難しくなったり、新たな商品の国際的展開を妨げたりしかねません。

シンガポールは、業界がこうした課題を克服できるように、国際機関の中で、基準と規則の一致に関するディスカッションを加速させることが重要だと考えています。

**D: 政府規制によってどの程度FinTechを振興できるとお考えですか？また、シンガポールではイノベーションを盛んにするためにどのような対策が取られていますか？**

**SM:** 金融サービス業界は規制対象産業です。そして、規制対象産業には、イノベーションを盛んに

するためのテクノロジーの応用について進歩的な考え方ができる規制当局が必要です。

金融セクターは、「スマート・ネーション」を目指すというシンガポールの大きな目標と不可分の関係にあります。MASは、金融業界においてテクノロジーを広く活用することで効率性の増大、機会の創出、より優れたリスク管理の実現、生活の向上へとつなげる「スマート金融センター」の構築を目指しています。FinTechは、スマート金融センターの構築の基幹となる要素です。

シンガポールは、FinTechの発展について独特の価値提案を掲げています。

こうした価値提案には、以下が含まれます。

- スタートアップ企業、テクノロジー企業、金融機関、投資家、研究機関、高等教育機関、イノベーション専門家、政府機関で

構成される、活発で協力的なFinTechエコシステム

- イノベーションの加速と、業界内の新しいITシステムとレガシーITシステムのより迅速な統合を実現する、APIを通じたオープン・バンキング・プラットフォーム
- コントロールされた範囲内で革新的な商品とソリューションを実験し、展開する安全な場。いわゆる「サンドボックス」
- イノベーションのための活力あるエコシステムの構築を支援する「金融セクター・テクノロジー & イノベーション (Financial Sector Technology & Innovation: FSTI)」スキーム
- 研究者、イノベーター、専門家などの豊富な人材とFinTech関連の能力の継続的な増強



## この地域のプライベートバンクが抱える顧客層は次第に高度な金融知識を備えるようになり、ポートフォリオレベルの運用成績とリスクの管理を期待しています

**D: シンガポールのFinTechへの投資を呼び込むためにどのような施策が取られていますか？**

**SM:** シンガポールのFinTech界は、世界でもとりわけ活発です。MASは、FinTechへの投資を呼び込むためにさまざまな施策を打ち出しています。

2015年8月、MASは、「スマート金融センター」施策を推進するために、金融テクノロジー&イノベーション・グループ (Financial Technology & Innovation Group: FTIG) を創設しました。このグループは、金融セクターにおけるリスク管理の向上、効率性の増大、競争力の強化を目的としてテクノロジー利用とイノベーションを促進する規制政策の立案と戦略の策定を担当しています。FTIGはまた、FinTechのコミュニティと絶えず関わりを持っています。さまざまなプロジェクトに取り組み、障害を克服し、そして何よりも大切なことに自らがFinTechのコミュニティに参加しています。活気あるFinTechエコシステムの発展には、シンガポールの政府諸機関の間の密接な協力が必要です。2016年5月3日に設立されたFinTech局は、あらゆるFinTech関連の事柄を扱い、シンガポールをFinTechハブとして育成するバーチャルなワンストップ機関の役割を果たします。

2016年11月14日から18日までの間、MASは、シンガポール銀行協会 (ABS) とともに、初のシンガポールFinTechフェスティバルを開催します。アジアでは初めてとなる1週間のフェスティバルでは、さまざまなFinTechイベントが相次いで開催されます。フェスティバルは、シンガポールとその周辺地域のFinTechエコシステムにおける協働、つながり、そして共創の場となるでしょう。

シンガポールFinTechフェスティバル (2016年11月14日～18日)は、3部構成となっています。

- 1. Global FinTech Hackcelerator**  
2016年5月、世界のFinTech業界を対象に、金融業界から寄せられた特定の問題や課題に対するソリューションの公募が行われました。世界各地から選ばれた20チームがその課題に対して数カ月かけて、商用化可能なソリューションを開発します。選抜チームは、フェスティバル開催中の2016年11月15日のデモデーに、完成したソリューションのプレゼンテーションを行います。
- 2. MAS FinTechアワード**  
FinTechスタートアップ企業、金融機関およびテクノロジー企業が実施している革新的なFinTechソリューションを表彰します。
- 3. カンファレンスとイベント**  
フェスティバル中、MAS主催のFinTechカンファレンスや、ABSとMAS共催のテクノロジーリスク・カンファレンス、規制とテクノロジー (レグテック: RegTech) のフォーラムなどが開催されます。その他にも、コミュニティ活動やネットワーク作りのイベントが予定されており、その一つであるInnovation Lab Crawlでは、シンガポール全国のイノベーション・ラボを見学する機会や、新しい商品やソリューションを試してみる機会が設けられます。このイベントは、スタートアップ企業や企業のイノベーション担当幹部と情報交換する絶好の機会となるでしょう。

MASはまた、成長しつつあるシンガポールのFinTechエコシステムがもたらすイノベーションとコラボレーションの可能性を世界のFinTech業界にアピールするグローバルな取り組みの一環として、シンガポールFinTechロードショーを何度か開催しています。第1回は、2016年4月にニューヨークで開催されました。イベントには、銀行や投資会社の幹部、FinTechスタートアップ企業、テクノロジー専門家、イノベーション実践者をはじめ、FinTech業界から200人以上が参加しました。このイベントは、シドニーやムンバイでも開催されています。

**D:一流のウェルス・マネジメントのハブとして認められるというシンガポールのビジョンの実現において、FinTechはどのぐらい大きな役割を果たすのでしょうか？**

**SM:**この地域のプライベートバンクが抱える顧客層は次第に高度な金融知識を備えるようになり、ポートフォリオレベルの運用成績とリスクの管理を期待しています。これは、決して些細な変化ではありません。銀行が現在、リスク管理や自行のトレーディング勘定の評価に使う内部モデルに関して直面している問題をもとに考えると、顧客のために大規模に実施した場合の課題がいかほどになるかを推定することができます。莫大な不動産を保有している顧客や商品市場に巨額の投資をしている顧客、あるいは、不安定な地域通貨で同族企業を営んでいることから組織的に生じる為替リスクを抱えている顧客のことを考えてみてください。この地域のそうした顧客に、ウェルスマネジャーはどのように総合的な助言をするのでしょうか？

市場データとモデルの多様性を考えると、多くのプライベートバンクは、こうしたポートフォリオ・リスクのシステムを内部で構築する道を選ばないと思われます。代わりに、データ収集などの実用的なソリューションを求めるか、そうしたシステムを構築する深い専門知識・技能を持ったFinTech企業と連携するかもしれません。

MASでは、結果的に顧客のリスク管理のあり方に大きな変化が起こり、場合によっては市場にもっと積極的に参加しようという意欲が強まると予想しています。

したがってMASは、新たな顧客の期待に合わせて業務の変革を図るウェルスマネジャーのニーズに応えるために、高度なリスク分析とポートフォリオ管理を手がけるFinTech企業を、プロ集団として形成することを促進したいと考えています。テクノロジーとノウハウが、急増するロボ・アドバイザーのプラットフォームに浸透していけば、マス富裕層市場もその恩恵を受けることになります。規模の経済がさらに大きくなる好循環を期待しています。 ●

”





# 東南アジアの ダイナミズムと多様性を 理解する

アイ・リーン・ジアン  
(Ei Leen Giam)

東南アジア インベストメント  
マネジメントリーダー  
デロイト

アジアの資産運用業界は、世界で最も急成長を遂げている業界の一つです。近年のアジア証券規制の動向、資本市場の深化、大規模な中間層の出現、そして高い貯蓄率が一体となって、資産運用会社に大きな機会をもたらしています。

アジアは、さまざまなコントラストを織り成す大陸であり、多様な天然資源、ビジネス環境、文化を持っています。特に東南アジアは、成熟市場、新興市場およびフロンティア市場が混在しており、他にはない多様な経済を反映しています。資産運用会社がトップに躍り出るためには、東南アジアの多様性から生じる以下のさまざまな課題を理解し、対処する必要があります。

この地域が抱える最大の課題の一つは、**共通のクロスボーダーの投資信託制度がないこと**です。資産運用会社は何年もの間、欧州における投資商品に係る規制の枠組みとして成功を収めているUCITS指令のアジア版を待ち望んでいました。2013年に、アジア全域にわたるクロスボーダーの投資信託制度の構想が一気に3つも発表されました。

- **アジア地域ファンド・パスポート(Asia Region Funds Passport: ARFP)**: オーストラリアン・ファイナンシャル・センター・フォーラムのジョンソンレポートにおいてパスポート構想が提言されてから6年以上経った2016年6月30日、ARFPの設立と実施に関してオーストラリア、日本、韓国、ニュージーランドおよびタイの代表者が

署名した協力覚書が発効しました<sup>1</sup>。これら5カ国は署名後18カ月以内に、国内法を通じてARFPの実施を図ります。なお、シンガポールはARFP趣意書の署名国の一つであり、枠組みの草案が策定された2013年以來関わってきたにもかかわらず、今回は名を連ねていません。シンガポールはARFP参加への余地を残しており、当面はオンショアファンドとオフショアファンドの取扱いをめぐる問題の解決に専念するとしています。参加のハードルが高いことが一つの難題となっている一方、ARFPは、ファンドに関するこの地域の法規制の整合に向けた前向きな一歩であり、今後、より整備されていく可能性があります。

- **ASEAN集団投資スキーム(CIS)フレームワーク**: 2014年8月に始動したCISフレームワークは、シンガポール、タイおよびマレーシアの3国間でクロスボーダーのファンド販売を可能にするものです。2016年3月時点で、13のファンドがそれぞれの本国で適格ASEAN CISとして認められ、うち5つは相手国において承認され、立ち上げに至りました<sup>2</sup>。▶

1 Asia Region Funds Passport's Memorandum of Co-operation Comes Into Effect  
<http://fundspassport.apec.org/2016/06/30/asia-region-funds-passports-memorandum-of-co-operation-comes-into-effect/>

2 ASEAN capital market regulators roll out initiatives under ACMF's new 5 year roadmap  
[http://www.theacmf.org/ACMF/upload/press\\_release\\_for\\_acmf\\_meeting\\_25\\_mar\\_2015.pdf](http://www.theacmf.org/ACMF/upload/press_release_for_acmf_meeting_25_mar_2015.pdf)

● **香港と中国のファンド相互承認制度(MRF) :**  
MRFは、中国市場への強い関心を背景に、かなり良好な手応えを得ています。このMRFは、香港のプラットフォームを通じて巨大な中国市場へのアクセスを可能にします。MRFに基づき承認された「ノースバウンド・ファンド」(香港に拠点を置き中国で販売される)は2016年4月15日時点で6つ、サウスバウンド・ファンドは32でした<sup>3</sup>。

こうしたクロスボーダーの投資信託構想の可能性をフルに実現するためには、より多くの国の参加を得る必要があります。規制の調和を図り、参加のハードルを下げ、オペレーション上の課題を軽減するには、さらに多くの取り組みが必要となるでしょう。

アジアの資産運用業界の現状は、UCITS指令が始動した1980年代の欧州を彷彿とさせます。UCITSはその後30年にわたって成長を続け、世界で2番目に大きい投資ファンド業界を生み出しました。アジアもその地域市場において同じような成長を実現できる可能性があります。しかし、その実現までの道のりは決して平坦ではありません。

**東南アジアと世界の他の地域との経済統合が深まれば必然的に、世界の動向がこの地域に影響を与えるようになります。**1997年のアジア金融危機、2008年の世界金融危機、そして2015年のギリシャのEU離脱(グレグジット)騒ぎは、その良い例です。最近のブレグジット(英国のEU離脱)の決定により、アナリストの間ではファンドマーケットへの影響が懸念されています。投資運用会社は、自社の事業への大きなリスクを認識しており、離脱による直接的なリスクと影響に対処する姿勢を整え、混乱の時期をくぐり抜けるためのプロセスと人手を確保する必要に迫られるでしょう。

**金融サービス規制が引き続き、金融機関の検討課題の中心を占めることとなります。**近く実施が予定されている規制政策以外にも、東南アジアの金融機関は2016年以降、規制要件の実施に伴う

課題に取り組まなければなりません。この課題は、国境を超えて事業を展開していて、複数の国・地域の規制を受ける金融機関にとっては、一層大きなものとなります。金融サービス会社は、コンプライアンス・プログラムとリスク・プログラムに数億ドルを費やしていますが、適切なテクノロジーを採用するだけで、コンプライアンスコストのおよそ30%を節減できる可能性があります<sup>4</sup>。例えば、デロイト・シンガポールのリスクアナリティクス・センターは、この地域においてアナリティクスを利用したリスク管理と規制コンプライアンスを推進する戦略を取っています。テクノロジーを利用することで、私たちの顧客は、対処する必要のある不足をより効率的に理解することができます。それはまた、さまざまな法規制のコンプライアンスを自動化する企業の取り組みの実効性を高めます。

## 東南アジア独特の市場に対応するには、個別の状況に合わせた戦略が必要であり、成功には、優れたローカルな知見と現場のリソースが求められます

テクノロジーはまた、複数の市場に対応しながら販売の規模を徐々に拡大してコストを下げる戦略を編み出す上でも極めて重要な役割を果たします。資産運用会社と同じ活動を、オンラインアクセスを通じてより安く、独自に行うことを目指すロボアドバイザーの利用は、状況を一変させる可能性があります。従来の資産運用サービスは一般に富裕層向けのもですが、ロボアドバイザーは、マス富裕層や小口投資家などの幅広い顧客基盤をターゲットにしており、最低投資額は、あるとしても非常に少額です。先進国のロボアドバイザー企業や早くからロボアドバイザー・サービスを導入している一部の伝統的なアドバイザー会社は、より急速に規模を拡大して利益を維持するために複数の戦略—例えば、リテール顧客への直接的なマーケティングや、金融アドバイザー向けのホワイトラベル商品の提供としてのマーケティングなどを推進しています。このような取り組みはまだ始まったばかりですが、この種のハイブリッド型のサービスモデルが新たな規範となる可能性は高いため、資産運用会社は対策を取る必要があります。



**東南アジア、そしてそれよりさらに広いアジア(中国、インドおよび日本を含む)の投資家は、新たな商品を求めています。**商品のイノベーションは、資産運用商品の購入を促す重要な役割を果たします。約6億2,200万の人口を抱える東南アジアでは、人口全体に占める若年層の割合が比較的高く、新興中間層の購買力が次第に増大しています<sup>3</sup>。1980年代に富を成した第1世代は、自らが経営する事業や不動産に投資しましたが、ミレニアル世代は専門家が運用する投資に頼る傾向があります。ミレニアル世代はいずれ最大の顧客層となるため、資産運用会社は、自社のビジネスモデルおよび顧客との関係のあり方を検証し、この顧客層へのサービスを成功させるためにどのように軌道修正すべきかを突き止める必要が

あります。早期対応によって、市場シェアを守り、ブランドを確立することが可能になります。

東南アジア独特の市場に対応するには、個別の状況に合わせた戦略が必要であり、成功には、優れたローカルな知見と現場のリソースが求められます。この地域の資産運用業界が成長を続けるにつれ、投資商品もよく知られるようになり、投資商品に対する理解も広がります。また、新たなパスポート構想とデジタルテクノロジーにより、市場を横断してファンドを販売することが容易になります。こうした状況は、国際的な資産運用会社にとって、強固な市場ポジションを築き、トップの地位を守る機会を生み出すでしょう。●

3 Passports for prosperity <http://www.euromoneyseminars.com/articles/3549692/passports-for-prosperity.html>

4 Spend on tech, save on compliance costs <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/spend-on-tech-save-on-compliance-costs>

5 Selected basic ASEAN indicators: [http://www.asean.org/storage/2015/09/selected\\_key\\_indicators/table1\\_as\\_of\\_Aug\\_2015.pdf](http://www.asean.org/storage/2015/09/selected_key_indicators/table1_as_of_Aug_2015.pdf)

# 投資運用の未来

## オープンAPI

モヒト・メイロトラ  
(Mohit Mehrotra)  
パートナー  
コンサルティング  
デロイト

API(アプリケーション・プログラミング・インターフェース)は、組織の既存のIT資産を活用して、モバイルアプリ、コネクテッド・デバイス、クラウドを通じた新たな事業価値を生み出すことを可能にします。

これまでは開発手法の一つであったAPIが近年、ビジネスモデルに影響する要因となり、取締役会でも取り上げられるようになってきました。既存のサービスのリーチ拡大や新たな収益源創出を可能にするAPIを通じて、企業の中核的な資産を再利用し、共有し、収益化することが可能になります。

アプリケーションとその基礎となるデータは、多くの企業にとって、長年にわたって確立された企業の基盤です。しかし、それらは社内の研究開発部門とIT部門の管轄に置かれていることが少なくありません。コンピューター時代の初期から、システムは、物理的・論理的な境界を超えて互いに通信し、多くのビジネスシナリオに固有の相互依存性を処理する必要がありました。

ここ数年、統合の動きは着実に加速しています。高度化しつつあるエコシステムとビジネスプロセスがこの統合を牽引しており、それを支えているのがカスタムソフトウェア、社内のパッケージ・アプリ

ケーション、サードパーティのサービス(クラウドなど)の複数のエンドポイント間の複雑な相互関係です。

テクノロジー・アーキテクチャに対するオープンAPI型のアプローチは、大きな注目を集めています。APIは、さまざまな商品やサービスの商品化までの時間を短縮し、オープンAPIを使った「プラグイン」によってビルドのコストを下げることが期待されています。

### 金融サービスにおけるAPI

銀行と金融サービス会社の間で、内部のレガシーシステムへのAPIを公開する動きが広がっていますが、その主な理由として、より多くの機能を提供し、商品化までの時間を短縮する必要に迫られていることが挙げられます。例えば、新しいデジタル銀行を立ち上げる場合、デジタル銀行を運営するために必要な機能を一つ一つ社内構築

するとなると、膨大な時間と巨額の投資が必要になるでしょう。APIを使えば、社内開発する代わりに、いいとこ取り(ベスト・オブ・ブリード)のソフトウェアを活用し、APIを通じて自行のソリューションに統合することができるのです。

同様に、市場データが事業の生命線となる投資運用業界の場合、正確で適時な市場データを所定のフォーマットで入手する作業は依然として、時間のかかる、厄介なプロセスです。それが今では、複雑な社内データ管理システムを整備しなくても、リアルタイムのデータ、過去のデータ、参照データを提供してくれる外部のデータフィードに自社のシステムをリンクさせることもできるのです。また、投資運用会社はこうしたサービスを、投資運用サービスに上乘せして提供する商品として販売することも考えられます。➤



# APIの進化

現時点で12,000以上のAPIが存在し、次世代のテクノロジーの役割をさらに発展させる方法を模索する絶好の機会を投資運用会社にもたらしています。



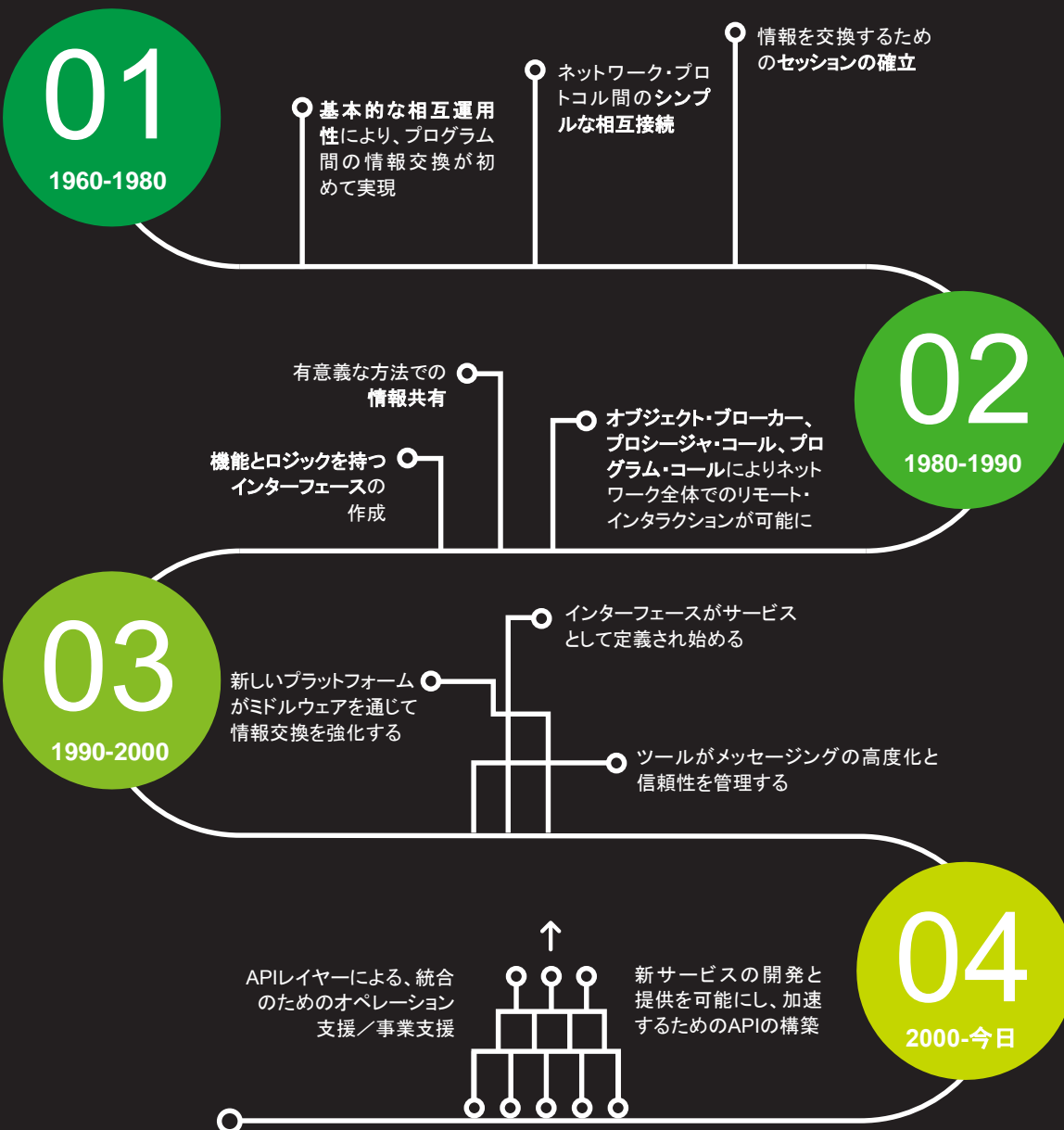
## 各種手法

ARPANET、  
ATTP、  
TCPセッション

メッセージ指向ミドルウェア、エンタープライズ・サービス・バス、サービス指向アーキテクチャ

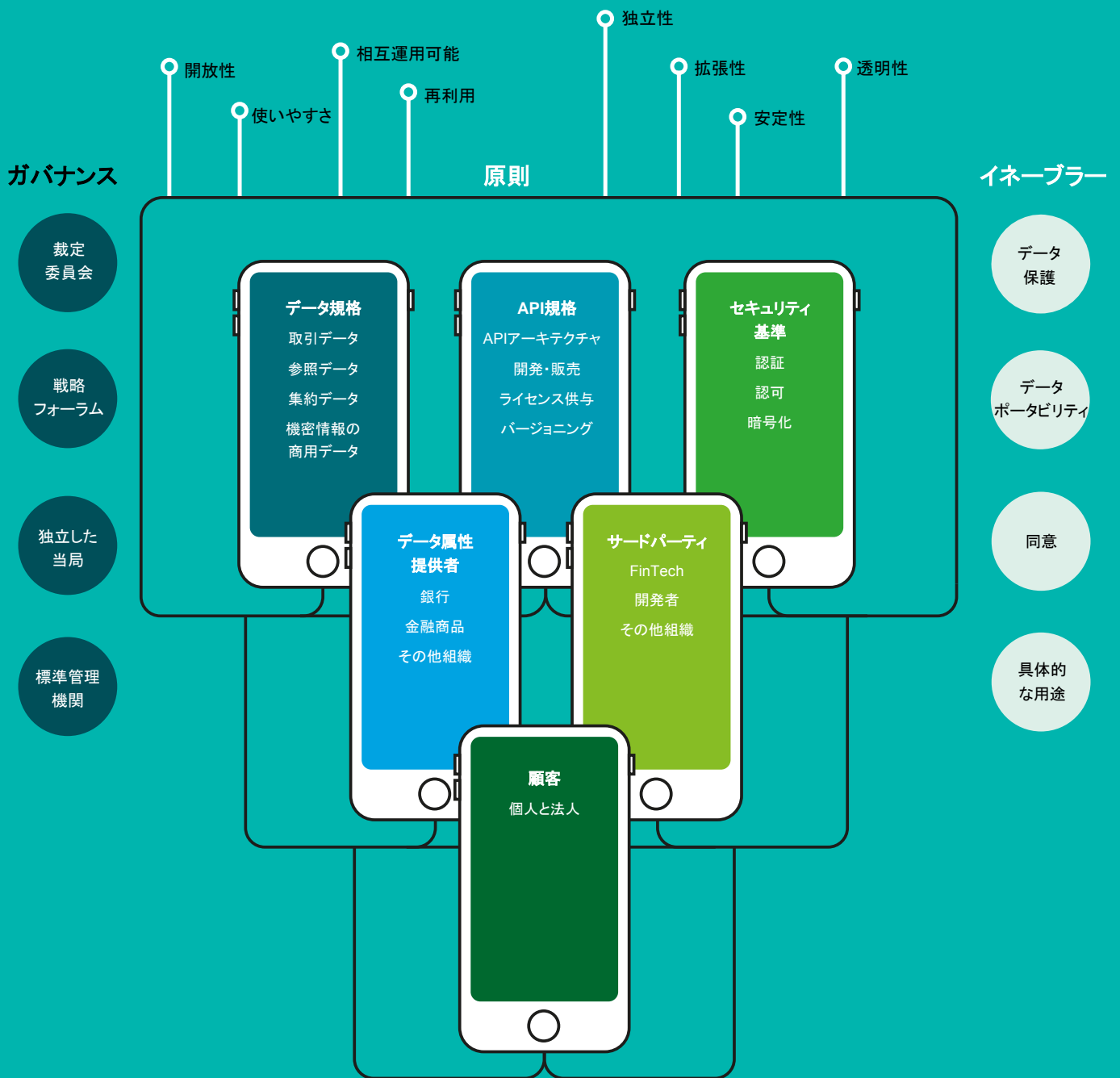
ポイントツーポイントのインターフェース、スクリーンスクレイピング、RFC、EDI

メッセージ指向ミドルウェア、エンタープライズ・サービス・バス、サービス指向アーキテクチャ



APIは、スケーラブルで、収益に結び付く、一般的な存在になりつつあり、グローバルなAPIディレクトリを管理するプログラマブル・ウェブには12,000以上のAPIが登録されています

# テクノロジー・アーキテクチャに対する オープンAPI型のアプローチは、大きな注目を集めています



ソリューションの構築と提供のコストを管理するために、サービス・プロバイダーは、明確な基準に基づいた開発を検討する必要があります。そうした基準は、テクノロジー組織内だけでなく全社的にコストを明らかにするのに役立ちます。その結果、小さな企業だけでなく大きな企業も取り込んだ多様なエコシステムを展開しやすくなります。

APIの管理の枠組みにおいては、開放性の程度、使いやすさや再利用可能性に必要な要素、枠組みをいかに分かりやすくできるかといったことのほか、実現可能性や安定性、透明性などの要素が優先課題となります。レガシーアーキテクチャからマイクロサービスへの移行の道筋について明確に考え、そうした移行が保守予算の管理向上だけでなく、商品化までの時間短縮にどう役立つかを検討する必要がありますでしょう。

要するに、商品の適切なポジショニングと同じように、APIにも明確な目的と明確な価値定義を与える必要があります。またおそらく何よりも、その利用者を明確にする必要があります。ビジネスサービスとAPIによっていかに新たなビジネスモデルを切り開くことができるかを検討し始めることが重要となります。●

オープンAPIプロジェクトに乗り出す前に必ず検討しておくべき問いを以下にまとめました。

01

取引データ、参照データ、そして何より、機密情報の商用データをめぐる**データ規格をどのように策定するか？**データ保護、データポータビリティおよび同意などの要素を考慮する必要があります。

02

適切な水準の認証、認可および暗号化を確保するために、**どのようにセキュリティ基準を定めるか？**

03

データ属性提供者、サードパーティ、顧客などの**さまざまなステークホルダーとの関係をどのように管理するか？**

#### 要点:

- APIは、組織の既存のIT資産を活用して、モバイルアプリ、接続装置、クラウドを通じた新たな事業価値を生み出すことを可能にします。
- 銀行と金融サービス会社の間で、内部のレガシーシステムへのAPIを公開する動きが広がっていますが、その主な理由として、より多くの機能を提供し、商品化までの時間を短縮する必要に迫られていることが挙げられます。
- 同様に、市場データが事業の生命線となる投資運用業界の場合、正確で適時な市場データを所定のフォーマットで入手する作業は依然として、時間のかかる、厄介なプロセスです。
- APIを使えば、複雑な社内データ管理システムを整備しなくても、リアルタイムのデータ、過去のデータ、参照データを提供してくれる外部のデータフィードに自社のシステムをリンクさせることができます。
- レガシーアーキテクチャからマイクロサービスへの移行の道筋について明確に考え、そうした移行が保守予算の管理向上だけでなく、商品化までの時間短縮にどう役立つかを検討する必要がありますでしょう。

# 急速に変化する 租税環境 アジアの 最新租税動向

マイケル・ヴェルテン  
(Michael Velten)

パートナー  
税務・法務  
デロイト

アジアの租税環境は絶えず変化しています。各国の租税制度は多様であり、それぞれの成熟度に違いはあるものの、アジアの租税環境には、いくつかの大きな潮流があります。

そうした潮流には、以下が含まれます。

- 間接税改革。マレーシアでは2015年に物品・サービス税が導入され、中国では最近、増値税(付加価値税)の適用対象が拡大されて金融サービス業界も対象に含まれるようになりました。日本や韓国でも動きがあり、インドでは物品・サービス税制度の改革が懸案となっています。
- 税源浸食と利益移転(BEPS)プロジェクトの動向の監視と勧告の導入。地域内のペースに差はあるものの、一部の国は明らかに早いペースで進んでいます(オーストラリア、中国、日本、韓国など)。
- 税の透明性に関する取り組みへの支援
- 経済協力開発機構(OECD)のBEPSの目的に沿った、国内の課税基盤を守るための措置の導入

本稿では、資産運用会社に直接関係するアジアの最新動向をいくつか取り上げます。➤





### 中国: 増値税への移行

2012年1月1日に始まった中国の増値税改革は2016年5月1日、金融サービスや保険など、まだ営業税から増値税に移行していなかった一部産業が増値税に全面移行したことをもって、完了しました。今後は、幅広い金融サービスが6%の増値税(従前の営業税税率は5%)の課税対象となりますが、費用に対して支払った仕入増値税を控除することが認められています<sup>1</sup>。金融サービスの定義には、金融および保険事業が含まれており、具体的には融資(貸出・借入)、手数料ベースの金融サービス(資産運用サービスを含む)、保険および金融商品の譲渡などが対象となります。

現行の営業税免除の一部は、新しい増値税制度にも持ち越されています。しかし、これらの免除を含めても、金融サービスに対する中国の増値税の範囲は、他の国・地域の付加価値税よりも広範囲にわたっています。中国では、これらの活動に間接税を課すことは別段新しいことではありません。というのも、増値税の扱いは、営業税制度を引き継ぐことを狙いとしているからです。実際、増値税は売上高税と同じような方法で取引活動に適用され、取引事業者は正味実現利益に基づいて増値税の納税額を計算しなければならず、損失があれば繰り越して当該利益と相殺できますが、暦年をまたいで繰り越すことはできません。今回の移行により、ファンドは増値税納税者として増値税制度に組み込まれていますが、一部適用除外があります(QFII、RQFIIおよびその他の適格外国人投資家)。

増値税への移行は実質的には、既存の営業税のアプローチを増値税に引き継いでいるものの、税率の1%引き上げ(5%から6%へ)が利幅と価格設定に与える影響を十分に検討し、原価計算に織り込む必要があります。特に、増値税は顧客に課税することになっていますが、これは商業的には難しい可能性があります。これまで営業税は事業者によって吸収されていたため、実質的にはコストが1%増加することになります。

増値税制度に組み入れられたことで、費用に対して支払った増値税を回収することが可能になりましたが、このコストを完全に排除することは

できません。中国の増値税制度には複数の税率(3%から17%)が設けられています。増値税の仕入税額が売上税額を超過する場合、還付は通常、現金還付という形では行われず、繰り越す必要があります。免除が適用される場合、仕入増値税は回収可能ではなくなるため、適用免除ファンドが支払った資産運用サービスに対する増値税は、コストになります。

増値税への移行により、中国国外の当事者への資産運用サービスも、輸出サービスに対する増値税免除の適用対象となりました。免除は所轄の税務局の承認を受けなければなりません、申請手続きはまだ明確にされていません。事業者と税務当局は今もなお、新しい税制への移行に関わる規定上・実務上の問題への対応に苦慮しています。今後数カ月の間にさらに動きがあると思われます。

### 香港利得税(HKPT)免除規定の変更

2015年、オフショアファンド法の適用範囲が拡大され、オフショアファンドに対するHKPT免除規定が非居住者プライベート・エクイティ(PE)ファンドにも適用されることになりました。それ以前は、非公開会社の証券の取引について、非居住者ファンドには免税措置が適用されませんでした。そのため、非居住者PEファンドは事実上、オフショアファンド法に基づくHKPT免除を受けられませんでした。資産運用センターとしての香港のポジションを強化するために、適用範囲拡大後のオフショアファンド法には、PEファンドもHKPT免除の恩恵を受けられるようにするさまざまなコンセプトが導入されています。

主な変更点の骨子は、以下の通りです。

- 「除外非公開会社(excepted private company)」の定義に該当する特定の非公開会社の証券の取引は、免税対象となる「特定取引」となります。大まかにいえば、そのような除外非公開会社は、香港域外で設立されたオフショアのポर्टフォリオ会社で、香港に恒久的施設を有していないことや香港の資産に対する10%の「デミニマス」基準などの条件を、3年間の「ルックバック」期間内に満たしていなければなりません。

<sup>1</sup> 仕入増値税控除は、支払利息と直接融資に関連する支払手数料については認められません。

• **適格ファンド:** オフショアファンド法の適用範囲の拡大前は、特定の取引がHKPTの免除を受けるには、「指定者」によって手配または実行される必要がありました。指定者とは通常、証券先物委員会(SFC)によって証券先物法に基づき免許を付与された者をいいます。非居住者PEファンドの場合、かかる取引をSFC免許取得者に実行させているとは限りません。オフショアファンド法の適用範囲の拡大により、SFC免許取得者によって管理されていない非居住者PEファンドでも、特定の条件(例えば、オリジネーターとその関連者とは別に投資家が5人以上いることや、非関連投資家による出資約束手続がファンドの出資約束手続総額の90%以上を占めていることなど)を満たしていれば、HKPT免除を受けられるようになりました。

• **特別目的事業体(SPV):**

PEファンドは一般にSPVを利用して投資資産を保有しているとの認識に基づき、SPVが、別の介在するSPVまたは除外非公開会社の特定の証券の取引から得た利益(オフショアのポートフォリオ会社の売却益など)にはHKPT免除が与えられます。当該SPVは、一つまたは複数のオフショアのポートフォリオ会社の

資産保有および管理のみを目的として設立されたものでなければなりません。

広く待ち望まれていたこの新たな法律により、香港域内のファンドマネジャーは、ファンドの利益について香港源泉としてHKPTを課税されることなく、香港域内で投資の取得と処分に係る交渉、妥結、契約実行などの主要な投資活動を実施することができるようになりました。

2016年5月31日、香港内国歳入庁は主要規定を明確にするために、解釈・実務指針(Departmental Interpretation and Practice Notes: DIPN)第51号を公表しました。DIPN 51号においてIRDは、香港における最近の税務調査・監査の焦点となっているファンド運用手数料とキャリード・インタレストに対する見解も示しました。IRDは、香港のサブマネジャー／投資アドバイザーが香港で受け取るコストプラス方式による報酬については、独立企業間の料金と認めない可能性が高いとしています。さらに、香港内国歳入法の一般租税回避否認規定を適用した場合、キャリード・インタレストは、提供されたサービスに対して生じたものとみなされ、利益が真の投資によって得られた独立企業間利益である場合を除き、HKPTの課税対象となる可能性があると述べました。➤

中国では、これらの活動に間接税を課すことは別段新しいことではありません。というのも、増値税の扱いは、営業税制度を引き継ぐことを狙いとされているからです



## 2015年、オフショアファンド法の適用範囲が拡大され、オフショアファンドに対するHKPT免除規定が非居住者プライベート・エクイティ(PE)ファンドにも適用されることになりました

香港でサービスを提供しているファンド幹部がファンドのジェネラル・パートナーまたはキャリード・インタレスト・パートナーからの分配という形で受け取ったキャリード・インタレストも、一般租税回避否認規定に抵触し、給与所得あるいはサービス料として香港の税金の課税対象となる可能性があります。ファンドマネジャーが考慮すべき重要な点は、オフショアファンド法を利用して運用するファンドについてHKPT免除措置を受け、それに伴って香港域内でのファンド運用活動を増やした場合、ファンド運用手数料やキャリード・インタレストへの課税に悪影響が出ないかどうかということです。

### シンガポールと香港がOECDのBEPSプロジェクトにBEPSアソシエイト(BEPS Associate)として参加

2016年6月、シンガポールと香港は、OECDのBEPSプロジェクトにBEPSアソシエイトとして参加すると発表しました<sup>2</sup>。

### シンガポールの発表

シンガポールは、アソシエイトとしてBEPSプロジェクトに基づく4つの最低基準の実施にコミットしていると発表しました。シンガポールはまた、BEPSプロジェクトに基づく4つのミニマムスタンダードに関する同国の状況を詳しく報告しました。その内容は、次の通りです。

- 有害な租税慣行への対応(行動計画5):シンガポールは、特定の分野への投資を促進するために税制上の優遇措置を利用していますが、優遇措置を受けるためには、シンガポールにおいて実質的な事業活動を行ってなければなりません。シンガポールはまた、定期的に税制上の優遇措置を見直しており、失効する優遇措置もあれば、数年かけて精緻化されているものもあります。
- 租税条約の濫用防止(行動計画6):シンガポールは、条約漁りを容認していません。シンガポールの二国間条約の多くには、条約漁りを禁止する規定が盛り込まれています。シンガポールは現在、一部の国・地域が進めている、既存の二国間条約にBEPS措置を織り込むための多国間協定の策定に加わっています。
- 移転価格文書化に係る国別報告書(CbCR)(行動計画13):シンガポールは、最終的な親会社がシンガポールの税法上の居住者であり、かつグループの売上高が11億2,500万シンガポールドルを超える多国籍企業については、2017年1月1日以降に開始する事業年度からCbCRの実施を開始します。IRASは、シンガポールがCbCR情報の自動的交換に関する二国間協定を締結した国・地域と

<sup>2</sup> BEPSアソシエイトの最初の会合は、2016年6月30日から7月1日まで開催され、OECDはその席で、合計82カ国・地域が新たにBEPSアソシエイトとして加わったと発表しました。この会合には、さらに21カ国・地域が招待メンバーとして出席し、今後、BEPSパッケージの実施に取り組むかどうかを検討します。



CbCRを交換する予定です。さらに詳しい情報が2016年9月中に発表される見込みです。

- クロスボーダーの税務紛争の解決の強化(行動計画14):シンガポールは、他の国・地域と緊密に協力して、紛争解決に係るBEPS最低基準の実施状況をモニタリングします。

#### 香港の発表

アソシエイトとして、香港は他の国・地域とともに、4つのBEPS最低基準の実施を計画し、レビューし、モニタリングします。香港庫務局の陳家強局長は、「(前略)BEPSパッケージを実施するという香港の取組みは、必要な法改正が適時に成立するかどうかにかかっている。我々は、香港域内の税制の特徴、予想される必要な法規制改正の規模、BEPS措置に優先順位をつける実務上の必要などの関連要素を考慮に入れる」と述べました<sup>3</sup>。

香港は、業界関係者と協力して、関連するガイドラインや手続きの導入のための戦略を策定し、今後数カ月の間に詳細を公表する見込みです。

#### 地域におけるCRSの実施

OECDの共通報告基準(Common Reporting Standard: CRS)は、締結国の税務当局間の自動的情報交換について定めています。現在、100以上の国・地域がCRSにコミットしており、「早期導入国」あるいは「第一陣(Wave 1)」と呼ばれる国・地域では早くも2017年から情報交換が始まる予定です。

この地域では、インドと韓国が早期導入国となっています。一方、オーストラリア、ブルネイ、中国、インドネシア、日本、マカオ、マレーシア、ニュージーランドおよびシンガポールは、「非早期適用国」あるいは「第二陣(Wave 2)」としてCRSにコミットしており、2018年に最初の情報交換が行われる予定です。

各国・地域におけるCRSの実施状況はさまざまです。金融機関は、事業を展開している各国・地域の現地のCRS動向を注視する必要があります。

以下に、この地域におけるCRSの実施について、今年に入ってからこれまでの主な動きをまとめました。

- **オーストラリア**ではCRSを実施するための法律が2016年3月に制定され、2016年4月にガイダンスが公表されました。
- **香港特別行政区立法会**は2016年6月、香港内国歳入法改正法を成立させました。
- **インド**では2016年5月にFATCAおよびCRSガイダンスの最新版が公表されました。
- **日本**の国税庁は2016年4月に、業界からの質問に対応するために非公式のQ&Aを公表しました。
- **ニュージーランド**の内国歳入庁は、2016年3月を提出期限とするCRS諮問文書を公表しました。
- **シンガポール**では、CRSを実施するための法律が2016年5月9日に成立し、2016年7月4日に官報に掲載されました。また、業界との非公開協議の一環として、2016年6月にCRS規則が公表され、意見が求められました。

ブルネイ、香港、マカオおよびシンガポールを除く大半のアジア諸国は、多国間協定(MCAA)を締結しています。MCAAは、どの情報をいつ交換するかについての詳細を定めています。➡

3 2016年6月20日付香港政府プレスリリース。掲載サイト:  
<http://www.info.gov.hk/gia/general/201606/20/P201606200520.htm>

シンガポール・インド租税条約は、インド企業の株式の売却に対するシンガポール居住者のキャピタルゲイン税の免税措置は、モーリシャス・インド租税条約に基づいて与えられる類似の権利を条件とすると定めています

### インドがモーリシャスとの租税条約に基づくキャピタルゲイン免税に対処

2016年5月10日、インドとモーリシャスは、現行の1982年租税条約を改正する議定書に署名しました。

現在、インド・モーリシャス租税条約は、企業が稼得したキャピタルゲインは譲渡者の居住国においてのみ課税できると定めています。この規定がいわゆる「モーリシャスルート」の基礎となっています。つまり、この条約に基づき、モーリシャス企業がインド企業の株式を売却して得た売却益はインドでは課税対象とはなりません。今回の改正の最も重要な点は、議定書により、モーリシャス企業がインド企業の株式の売却で得た売却益に対する課税権がインドに与えられることです。その結果、インドへの投資について、「モーリシャスルート」は事実上閉鎖されます。2017年3月31日以前に行われる投資については従前の規定の効力が継続され(すなわち、規則は遡及的に適用されない)、2019年3月31日に終了する2年間の移行期間中は、キャピタルゲインに適用される税率が引き下げられます。

インド・モーリシャス租税条約で協議された改正と歩調を合わせる格好で、キプロスは2016年6月30日、インドとの租税条約を改正するための協議を完了したと発表しました。改正では、株式の売却益に対する源泉ベースの課税が定められています。2017年4月1日より前に行われた投資については、従前の規定の効力が継続されるため、かかる株式が将来売却された場合の課税は引き続き、譲渡者の居住国である条約締約国が行うこととなります。

### シンガポール・インド租税条約への影響

シンガポール・インド租税条約では、インド企業の株式の売却に対するシンガポール居住者のキャピタルゲイン税の免税措置は、モーリシャス・インド租税条約に基づいて与えられる類似の権利を条件とすると定めています。

モーリシャス・インド租税条約の改正の結果、シンガポール・インド租税条約に基づく居住国ベースの課税は、2017年4月1日までは適用できない可能性があります。

両国の財務省は、租税条約に対する新たな議定書をめぐる協議を開始すると予想されます。交渉には時間がかかるものの、シンガポール当局は、業界が抱えている懸念と確実性(特に、従前の規定の効力継続をめぐる)が求められていることに十分な理解を示しています。

### 代替的な投資オプション

投資家それぞれの状況によりますが、モーリシャスを通じたインドへの投資については、まだ多くのオプションが残されています。

- 債券投資についてはインド・モーリシャス租税条約のキャピタルゲイン免税が引き続き適用され、受取利息は税率7.5%で課税されます。この税率は、インドと条約を締結している国の中では最も低いため、利益参加型ローンを利用したスキームが考えられます。
- デリバティブ取引による利益は、インドのキャピタルゲイン税を免除されるため、ポートフォリオ投資家(すなわち、持分が10%未満)は引き続き、デリバティブ取引をモーリシャス経由で行うことができます。
- LLP(リミテッド・ライアビリティ・パートナーシップ)に対する持分の譲渡は引き続き、インド・モーリシャス租税条約に基づき免税となることから、プライベート・エクイティ投資家の場合、インド企業をLLPに変更することが考えられます(ただし、これには、LLPへの外国直接投資に対する制約をはじめ、若干の制限が課されます)。
- プライベート・エクイティ投資家の場合、2017年4月1日より前に一部払込株に投資し、インドの為替管理規則の規定に従って12カ月以内に残額を払い込むことが考えられます。

インドは他にも、インドでのキャピタルゲイン免税について定める租税条約を数多く締結しています<sup>4</sup>。

### 一般的租税回避否認規定(GAAR)

GAARは、2017年1月に開始します。GAAR規定は、2017年4月1日以降に締結された取引にのみ適用されます。

### 要点:

- アジアの租税環境は絶えず変化しています。企業は、自社に關係する動向を注視し、必要に応じて対策を取る必要があります。
- 投資運用会社にとっては、国際的な規制改革と透明性が引き続き重要な問題となっています。

4 例えば、次の国を参照のこと。ベルギー(株式保有比率が10%未満であることが条件)、デンマーク(株式保有比率が10%未満であることが条件)、フランス(株式保有比率が10%未満であることが条件)、インドネシア、ヨルダン(キャピタルゲインにはヨルダンの税金が課税される)、ケニア、韓国、オランダ(株式保有比率が10%未満または株式の売却先が非居住者であることが条件)、フィリピン、スウェーデン(キャピタルゲインにはスウェーデンの税金が課税される)、ザンビア、マレーシア、スペイン(株式保有比率が10%未満であることが条件)。

# 資産保有機関が 抱える難問 資産運用の インソーシング

ケリー・ウィリアムズ  
(Kerrie Williams)

戦略・人材担当ディレクター  
フロンティア・アドバイザーズ

サラ・コーネリウス  
(Sarah Cornelius)

アソシエイト  
フロンティア・アドバイザーズ



### 世界的なトレンドと変化

機関投資家としての資産保有者の間で近年、インソーシングに対する関心が高まっており、インソーシング戦略を採用すべきかどうか、またどうすれば最良のアプローチを見つけられるかがしきりに議論されるようになってきました。フロンティア・アドバイザーズのGARDS (Governance Advice, Risk, Decisions, and Strategy) チームは今年初め、インソーシングのトレンドに関する詳細なリサーチを実施し、2016年3月に分析レポートを公表しました。この変化の理由として最もよく引き合いに出されたのが、コスト削減でした。コストが重要な要因の一つであることに変わりはないものの、最近の進展の背景には、全体的に期待リターンが低下している上に、おそらく低リターン環境と規制当局からの圧力が原因で外部運用手数料に対するチェックが厳しくなっていることがあると考えられます。

こうした世界的なトレンドを後押ししているのが、保有する資産により積極的に関わり、投資に対するコントロールを強めたいと考える資産保有機関の存在です。一部の大規模な資産保有機関に

とっては、インソーシングが外部運用会社のキャパシティの逼迫に対処するのに役立つことも、一つの動機となりつつあります。例えば、オーストラリアに拠点を置く当社顧客の運用資産は伸び続けており、一部の外部のアクティブ運用会社のキャパシティでは対応しきれなくなっています。その結果、一部の資産保有機関は、社内チームを作って直接投資を行うようになってきました。英国の地方自治体年金基金の一つであるウェスト・ミッドランズ州は、内部管理を強く支持しています。主な動機としてコスト削減を挙げていますが、すべての第三者との関係が最高の価値をもたらすわけではなかったことも内部運用を選んだ理由の一つでした<sup>1</sup>。

大規模な資産保有機関に比べ、小規模な資産保有機関(運用資産が5億米ドル未満)<sup>2</sup>は、資産を内部運用するかどうかを決定する際に、外部の運用会社に対する交渉力が強まることに、より重きを置いていました。また、監督および報告能力の強化も、より重視しています。全体的に、資産の内部運用の背景にある最も重要な理由付けとして小規模、中規模、そして大規模な

資産保有機関が揃って挙げたのは、コスト削減と手数料控除後のリターンでした。

私たちが見たところ、資産保有機関がインソーシングしている最も一般的なアセットクラスは、現金と債券で、これはファンドの規模や拠点に関係なく当てはまります。興味深いことに、大規模な資産保有機関と小規模な資産保有機関の間では、代替的なアセットクラス(現金、債券、株式以外のアセットクラス)が最も一般的でしたが、中規模の資産保有機関の間ではそれほど一般的ではありませんでした。

以下の表は、フロンティアが3月に公表したインソーシングに関するペーパーから抜粋したもので、オーストラリア、欧州、シンガポール、米国およびカナダの資産保有機関におけるさまざまなインソーシング段階の例を比較しています。➤

表1: オーストラリアの資産保有機関がインソーシングしているアセットクラス

	AustralianSuper	QSuper	UniSuper	REST	Sunsuper	Telstra Super
ファンド規模	995億豪ドル	590億豪ドル	492億豪ドル	370億豪ドル	335億豪ドル	170億豪ドル
投資スタッフ	約115名	約20名	非公開	約30名	約25名	非公開
内部チームが運用している投資の種類	<ul style="list-style-type: none"> <li>オーストラリア株式</li> <li>元本確保</li> <li>為替オーバーレイ</li> <li>債券</li> <li>インフラ</li> <li>外国株式</li> <li>プライベート・エクイティ</li> <li>不動産</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>現金</li> <li>グローバル債券</li> <li>不動産</li> <li>インフラ</li> <li>オルタナティブ</li> <li>プライベート・エクイティ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>オーストラリア株式</li> <li>グローバル株式</li> <li>上場不動産</li> <li>債券</li> <li>現金</li> <li>インフラ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>オーストラリア株式</li> <li>債券</li> <li>グロース型オルタナティブ</li> <li>インフラ</li> <li>不動産</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフラ</li> <li>債券</li> <li>現金</li> <li>為替オーバーレイ</li> <li>アセット・アロケーション・オーバーレイ</li> <li>プライベート・エクイティ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>不動産</li> <li>オーストラリア債</li> <li>インフラ</li> <li>現金</li> <li>為替オーバーレイ</li> <li>アセット・アロケーション・オーバーレイ</li> <li>プライベート・エクイティ</li> </ul>
ポートフォリオ全体に占める内部運用資産の割合	約19.0%	非公開	約47.6%	約16.4%	約5.9%	約30%

出典: 各ファンドのアンニュアルレポート記載の情報に基づく

1 Sarah Rundell (April 2016) -- "West Midlands welcomes pooling," www.top1000funds.com

2 BNY Mellon and P&I Content Solutions Group (February 2016) -- Rightsourcing



表2: 国際的な資産保有機関がインソーシングしているアセットクラス

	Norges Bank Investment Management (NBIM) (ノルウェー)	Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) (カナダ)	California Public Employees' Retirement System (CalPERS) (カリフォルニア)	California State Teachers' Retirement System (CalSTRS) (カリフォルニア)	Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)	GIC Singapore
<b>ファンド規模</b>	7兆190億ノルウェークロネ 約1,45兆豪ドル	1,544億加ドル 約1,559億豪ドル	3,010億米ドル 約4,052億豪ドル	1,914億米ドル 約2,577億豪ドル	2,826億加ドル 約2,853億豪ドル	非公開 推定2,790億豪ドル
<b>投資スタッフ</b>	約195名	非公開	非公開	約117名	約400名	非公開
<b>内部チームが運用している投資の種類</b>	ポートフォリオ全体にわたり幅広い投資を手がけるが、新興市場と小型株を中心に例外あり	<ul style="list-style-type: none"> <li>• プライベート・エクイティ</li> <li>• ベンチャー・キャピタル・ファンド</li> <li>• 実物資産 (不動産とインフラ)</li> <li>• 絶対リターン／ヘッジファンド</li> <li>• 再生エネルギー</li> <li>• オルタナティブ (オポチュニスティック)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• グローバル株式</li> <li>• 債券</li> <li>• 流動性</li> <li>• インフレ戦略</li> <li>• プライベート・エクイティ</li> <li>• 不動産</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 米国株式</li> <li>• グローバル株</li> <li>• 債券</li> <li>• オルタナティブ (プライベート・エクイティと不動産)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 米国株式</li> <li>• グローバル株式</li> <li>• 国債</li> <li>• 私募債</li> <li>• 不動産</li> <li>• インフラ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 株式</li> <li>• 債券</li> <li>• 不動産</li> <li>• プライベート・エクイティ</li> <li>• インフラ</li> </ul>
<b>ポートフォリオ全体に占める内部運用資産の割合</b>	約95.9%	約80%	約69%	約45% (60%まで引き上げる予定)	約64%	約80%

出典: 各ファンドのアンニュアルレポート記載の情報に基づく

### インソーシングの資産運用事例

インソーシング戦略は、絶え間なく発展します。したがって資産保有機関は、自身の強みと弱みを絶えず評価し、最も適切な戦略を判断する必要があります。内部運用と外部運用の複合モデルは、より大きな柔軟性とコントロールを生み出します。例えば、多数の主要スタッフがファンドを退職した場合がそうです。米国のハーバード大学はかつて、その資産の75%を内部で運用していましたが、情報公開規則によって投資スタッフの高額報酬が公開された後、スタッフ間で軋轢が生じ、その結果数人の従業員が退職しました。ハーバード大学はその後、内部運用資産の割合を基金の60%にまで減らし、報酬をめぐる厄介な軋轢を少なくするために、現在は独立した外部事業体に資産の大半を運用させています。今年6月下旬のブルームバーグの報道によれば<sup>3</sup>、ハーバード大学は内部投資スタッフの人数をさらに削減しており、正確な金額は公開されていないものの、外部運用会社に委託する金額を増やす方針という事です。直接投資戦略は継続されないことになり、それを受けてさらに4人のスタッフが退職したと報じられました。

私たちが見るところ、内部での資産運用に満足している一方で、内部運用する戦略をさらに増やす方法を積極的に探し求めている資産保有機関は、次のステップとして、現行の投資能力をさらに拡大し、国内株と債券だけでなくグローバル株も内部運用することを目指しています。米国のカリフォルニア州教職員退職年金基金とミシガン州公務員退職年金制度、オーストラリアのオーストラリアンスーパーはそれぞれ、内部資産運用能力を拡大してグローバル株式を含める計画を公にしています。

英国ではウェスト・ミッドランズ州<sup>4</sup>の内部投資チームが、内部運用している国内株、プライベート・エクイティ、債券のポートフォリオと並行して、パッシブ運用の外国株式ポートフォリオを組成しています。大きなメリットとして挙げられているのが、内部のパッシブ運用の固定報酬です。資産の75%を同基金の内部チームが運用するようになり、外部運用会社の報酬体系を再交渉して合理化したことなどにより、2,500万ポンド近い運用報酬のコスト節減が報告されました。

### インソーシングを推進する別の要因

資産運用のインソーシングは、規制当局主導の統合などの外部要因が動機となることもあります。一例はオランダで、年金基金大手はいまや、資産の大半を内部運用するようになりました。オランダの基金が2015年までの4年間に第三者運用会社から引き出した資金は300億ユーロ近くに上ると報じられています<sup>5</sup>。欧州と中東の投資機関は、2015年だけで450億ユーロ以上の資金を分離マンデートから引き出しました。

コスト以外のもう一つのインソーシングの理由は、連携を強化して、ファンド資産にもっと密接に関わることにあります。連携を強化してスケールメリットを活用する方法を模索しているアジアの年金基金は、パートナーシップや共同投資、資産プールを通じてメリットを見出しており、合併に代わる役割を果たす一方で、直接的なスケールメリットももたらす好ましい選択肢と捉えています。アジアのファンド間の合併は比較的珍しい<sup>6</sup>のに対し、協力協定は一般化しており、複数の国・地域にわたって締結されることもあります。参加ファンドは流動性の低い(透明性が低い)アセットクラスにアクセスしやすくなり、利害関係の一致を図りやすくなります。一方、シンガポール政府投資公社(GIC)のような成熟したアジアの投資機関は、保有する資産を内部で運用しており、特殊なアセットクラスに投資対象を広げるために独自の投資部門を設立しています。➡

資産運用のインソーシングは、規制を背景にした統合などの外部要因が動機となることもあります

3 Michael McDonald, Sabrina Wilmer ( June 2016) -- "Harvard shifts more investments to outside money managers," www.bloomberg.com

4 Sarah Rundell (April 2016) -- "West Midlands welcomes pooling," www.top1000funds.com

5 Nick Reeve ( June 2016) -- "Europe's asset management crunch," Chief Investment Officer

6 Spence Johnson (May 2016) -- "Deeper Perspectives #36: Asia Pacific institutions -- strengths in numbers"

### 資産運用のインソーシングに関連する課題

#### ガバナンス

内部資産運用の成功には強力なガバナンスが不可欠であり、適切なリソースを有する取締役会と投資委員会の支援が必要です。これは、資産保有機関が内部運用している資産が10%であろうと90%であろうと、等しく重要となります。ファンドの戦略策定においては、範囲、規模、ペースを考えなければなりません。強力なサポート構造は、資産保有機関の目標達成を助けるだけでなく、内部や外部からのストレスにさらされた場合の回復力も高めます。

戦略がどのように目標を達成して利益をもたらしているかを監視し、報告し、取締役会に効果的に伝達することが長期インソーシング戦略の成功の決め手となります。

あらゆる状況に適合する「万能」のソリューションは存在せず、決定を慎重に検討し、計画し、監視し、見直す必要があるというのが私たちの変わらぬ考えです。インソーシング戦略は、「導入して終わり」というものではありません

#### 人材の採用と流出防止

投資スタッフの採用と流出防止は、世界中の資産保有機関にとって引き続き重要な課題の一つとなっています。予算不足に悩まされることの多い公的基金の最大の課題として挙げられたのが、報酬です。オーストラリアに拠点を置く当社顧客にとって、しかるべき資格要件を満たし、組織の文化に適合するスタッフを見つけることは、決してたやすいことではありません。一致した考え方に基づき、メンバーの最善の利益に重きを置いた投資見解が、内部投資チームのスタッフには重要となります。スタッフの採用と流出防止という課題は、州や連邦政府の規則の制限を受けるファンドにとっては特に難しいものになりかねません。しかし、こうしたファンドの多くは、ファンドの高い評判が内部投資運用に必要な専門人材の獲得に有利に働くという自信を持っています。そのような規則の適用対象とはならない資産保有機関は、優秀な投資プロフェッショナルの獲得競争が激化する中で、報酬体系を民間の銀行や資産運用会社と比較して評価することが役立つと考えています。 Wisconsin州投資委員会 (SWIB) はこのアプローチを取っており、CIOのデビッド・ヴィラは、最高の投資プロフェッショナルの獲得と流出防止を「戦争」と表現しました。

#### インソーシングに「万能」のソリューションはない

あらゆる状況に適合する「万能」のソリューションは存在せず、決定を慎重に検討し、計画し、監視し、見直す必要があるというのが私たちの変わらぬ考えです。インソーシング戦略は、「導入して終わり」というものではありません。事業戦略や投資戦略と同じように、定期的に見直す必要があります。これは、事業戦略の決定であり、事業戦略と同じ水準の監視が求められるのです。 ●

#### 要点:

- オーストラリアでは資産保有機関の運用資産が増大の一途をたどっているにもかかわらず外部運用会社のキャパシティが限られていることが、投資運用をインソーシングする一つの理由となっています。
- ハーバード大学は、報酬をめぐる問題を受けて、内部運用の投資を60%に減らしました。
- アジアの資産保有機関の中には、インソーシングに代わる手段としてパートナーシップや共同投資、資産プーリングを利用することで、スケールメリットの活用と連携強化を図っているところもあります。
- オランダにおける規制当局主導の統合のような外部要因により、4年間で外部運用会社から300億ユーロの資金が引き出されました。
- 内部運用と外部運用の複合モデルは、より大きな柔軟性とコントロールを生み出し、代理リスクを最小限に抑え、資本市場から遠ざかることで生じる情報の非対称性を軽減します。
- 内部資産運用を成功させるには、投資チーム内で起こりうる利益相反とキーパーソンリスクを管理する強力なガバナンスが不可欠です。
- 有能な投資スタッフの採用と流出防止は世界中の資産保有機関にとって引き続き重要な課題の一つとなっています。





# 真剣に サステナブル投資

## 投資家の価値基準に基づいた 投資を実現する ポートフォリオマネジャー

クリス・マクネット  
(Chris McKnett)  
ESG部門ヘッド  
ステート・ストリート・  
グローバル・アドバイザーズ

「金は力なり」であるならば、投資界におけるトレンドは、サステナビリティの支持者が大いに沸き立つような状況を呈しています。本稿では、「サステナブル投資」にスポットライトを当てます。

ジョーディ・ミゲルブリック  
(Jordy Miggelbrink)  
FusionATCM共同設立者

本稿の執筆にあたり、デロイトは世界有数の投資会社であるステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズにお話をうかがい、彼らが社会的責任という視点を戦略とポートフォリオにどのように統合しているかを探りました。次に、デジタル化によって開かれつつある絶好の機会を明らかにするため、FusionATCMIに、同社の提供する初のクラウドネイティブなポートフォリオ運用ソリューションの概要をうかがいました。このソリューションは、リアルタイムのコンプライアンスおよびポストレード管理処理と統合された即時のポートフォリオ構築機能をアセットマネジャーにもたらすことで、サステナブルなポートフォリオ運用プロセスを大きく高めます。▶

パスカル・マルティノー  
(Pascal Martino)  
パートナー  
アドバイザー&コンサルティング  
デロイト



## 第1部



サステナブル  
投資：  
背景説明

**p.58**

## 第2部



先進的な  
ESG投資運用会社：  
ステート・ストリート・  
グローバル・アドバイザーズ

**p.64**

## 第3部



ESG投資に  
強みを持つ  
スタートアップ企業：  
FusionATCM

**p.66**

# 第1部

## サステナブル投資： 背景説明



FNGのヘッドが述べたように、サステナブル投資を含むSRI市場全体は、さらに目を見張る成長を遂げています

まず、「サステナブル投資」とは何を意味するのでしょうか？

「社会的責任投資 (socially responsible investing: SRI)」と呼ばれることもあるサステナブル投資は、企業の評価において、従来の財務指標だけでなく環境・社会・ガバナンス (environmental, social, governance: ESG) に関する資質を重視する投資戦略をいいます。この戦略では一般に、金銭的なリターンだけでなく、環境や社会面でも好ましい成果を求めて投資決定を下します。しかし、これらの目標にどれぐらい重きを置くかは、投資家によって異なります<sup>1</sup>。

サステナブル市場はどのぐらい重要でしょうか？

オックスフォード大学とアラベスク・パートナーズによる研究は、投資家の関心が高まっている兆候としていみじくも、2015年3月までにS&P 500企業の実に72%がサステナビリティ指標を企業報告に組み込んでいることを挙げていました<sup>2</sup>。モルガン・スタンレーのリサーチによれば、2014年に専門機関によって運用されていた米国資産の6米ドルにつき1米ドルは、サステナブル資産に投資されており、この水準は2012年の9米ドルにつき1米ドルから上昇していました<sup>3</sup>。

このトレンドは、米国に限ったことではありません。2016年5月、欧州サステナブル投資フォーラム (European Sustainable Investment Forum: Eurosif) は、業界団体であるFNGの調査結果を引用して、ドイツ、オーストリア、スイスでサステナブル投資市場が「平均以上の成長」を遂げていると報告しました。FNGの理事長が述べたように、サステナブル投資を含むSRI市場全体は、さらに目を見張る成長を遂げています<sup>4</sup>。CFA協会は、10年足らずのうちに、国連の責任投資原則 (Principles for Responsible Investment: PRI) イニシアチブへの署名者の数が12倍以上に増えたと指摘しています<sup>5</sup>。

どのような要因が市場を後押ししているのでしょうか？

全体的に見ると、サステナブル投資のトレンドを後押ししている主な要因は3つあります。

- 多くの国で、公的セクターは、社会・環境プロジェクトのための資金を調達する必要に迫られており、その結果として社会的責任投資を推奨するような規制環境とインセンティブ構造が作られています (たとえば、グリーンボンド市場)。

1 次を参照。Epstein, M.J.; Yuthas, K. 2014. Measuring and Improving Social Impacts: A Guide for Nonprofits, Companies and Impact Investors. Canada: Berrett-Koehler Publishers, Inc.。特に、Part 1, Chapter 2 “Understanding the investor”; [www.monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/impact-investing/Impact\\_Investing.pdf](http://www.monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/impact-investing/Impact_Investing.pdf)  
2 [www.arabesque.com/index.php?tt\\_down=51e2de00a30f88872897824d3e211b11](http://www.arabesque.com/index.php?tt_down=51e2de00a30f88872897824d3e211b11), p.8  
3 [www.morganstanley.com/sustainableinvesting/pdf/sustainable-reality.pdf](http://www.morganstanley.com/sustainableinvesting/pdf/sustainable-reality.pdf)  
4 [www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/05/2016.05.11-PR\\_Sustainable\\_Investment\\_Market\\_Report\\_DACH.pdf](http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/05/2016.05.11-PR_Sustainable_Investment_Market_Report_DACH.pdf)

• 社会・環境面の課題が企業の純利益にもたらすリスクに対する意識が高まっており、社会・環境に対する配慮を事業活動に組み込んでいる企業に投資することは経済的に理にかなっているという認識が強まりつつあります。

• 特に世界金融危機への反応として、意識の高い資本主義に向けての大局的なグローバルトレンドが出現しています。「トリプルボトムライン」「共通価値」「利益・目的両立 (profit with purpose)」といった用語が広く使われるようになり、金融市場が単なる利益だけでなく幅広い次元で測定可能な成果を確実に生み出すことを重視する傾向が強まっていることを物語っています。意識の高い資本主義は、市場の関心は社会と環境にプラスの影響をもたらすことにも向けられるべきであり、この影響は測定可能かつ透明性の高いものであるべきだということをあらためて認識させるものです。モルガン・スタンレーのサステナブル投資研究機関 (Institute for Sustainable Investing) のリーダーであるオードリー・チョイ氏は、最近のTEDトークの中で、「考え方を換え、自分が起こす小さな変化を1票として投じ、自分が世の中に対して望む変化に投資し、市場を変えましょう」と見事に表現し、その熱い語り口は聴衆を沸かせました<sup>6</sup>。デロイトの「ビジネストレンド2015」シリーズへの寄稿記事の中で、エガースとムオイオは、ネットインパクト (サステナブルな事業を提唱する非営利団体) の2014年調査を引用しました。調査では、世界各国のビジネススクールに入学したMBA候補者のなんと83%が、仕事を通じて社会・環境にプラスの影響を与えることができるならば、給与が15%少なくても受け入れるつもりであることが判明し、その割合は前年を上回っていました<sup>7</sup>。この調査結果は、ミレニアル世代に関するデロイト独自のリサーチにおいて、この世代のキャリア選択に



において「目的」が次第に重要になっていることが浮き彫りになったこととも一致しています<sup>8</sup>。

#### 投資家の需要の源泉: 調査概要

##### Eurosif調査: 法的な圧力と重要性

Eurosifは2014年に実施した調査<sup>9</sup>の中で、回答者 (アセットマネジャーと自分で資産を運用している資産オーナー) に、今後3年間 (2014年から2017年) のSRI市場の成長を後押しすると思われるいくつかの主要な要因をランク付けするように求めました。次表は、その結果を示しています。調査は、2012年と2014年に実施され、次表のグラフは両年を

比較して表示しています。2012年と2014年の両年とも、相対的評価法が使われました (すなわち、それぞれの要因のスコアは、最も重要性の低い要因—2014年の場合、「小口投資家の需要」がそれにあたります—との比較で計算されました)。

機関投資家が成長の主要な推進役として挙げられていることは当然と言えば当然であり、引き続き投資家需要の主な源泉となることは間違いありません。一方、興味深いことに、アセットマネジャーは法的な圧力と重要性も重要な推進要因として挙げています。➡

5 <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2015/08/17/cfa-institute-survey-how-do-esg-issues-factor-into-investment-decisions/>

6 <http://www.morganstanley.com/articles/audrey-choi-ted-talk-sustainability>

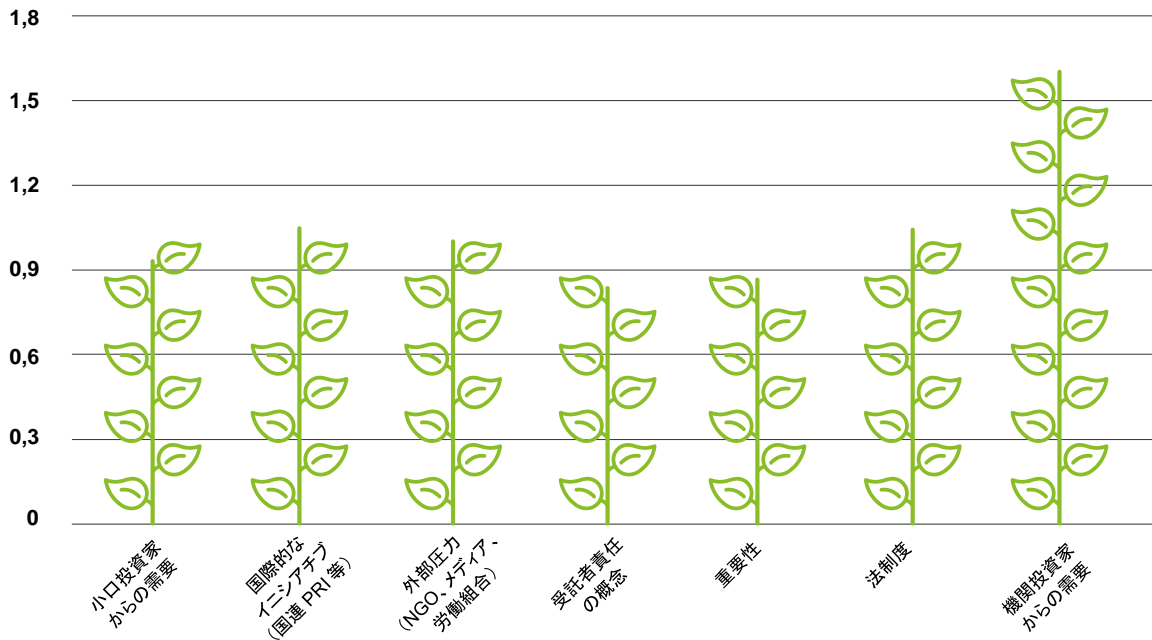
7 Net Impact, 2014 Business as Unusual Report, 2014, <https://netimpact.org/sites/default/files/documents/business-as-unusual-2014.pdf> 形式、2015年3月12日にアクセス。次の参考文献において引用。Eggers, W.; Muoio, A. 2015. "Wicked opportunities", in Business ecosystems come of age:

<https://dupress.deloitte.com/dup-us-en/focus/business-trends/2015/wicked-problems-wicked-opportunities-business-trends.html#end-notes>

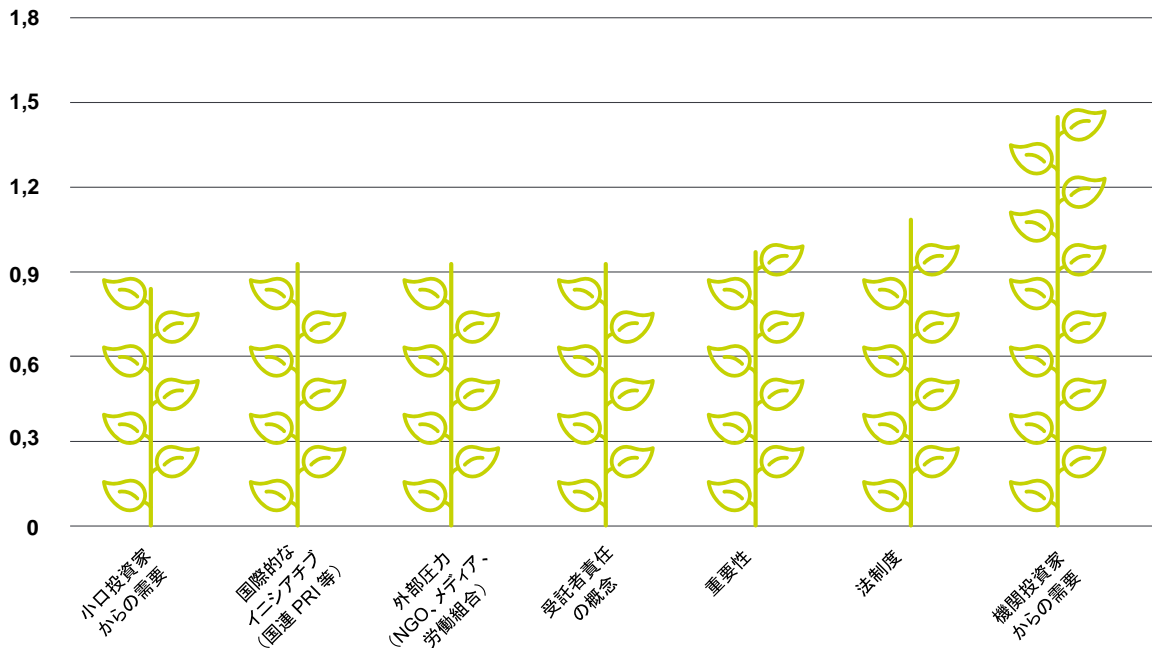
8 <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/gx-millennial-survey-2016-exec-summary.pdf>

9 Eurosif (2014). European SRI Study. p. 33

社会的責任投資の需要を推進した要因:2012年度



社会的責任投資の需要を推進した要因:2014年度



出典: Eurosif (2014). European SRI Study, p.33

10 GIIN (2016): Annual Impact Investor Survey: [https://thegiin.org/assets/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey\\_Web.pdf](https://thegiin.org/assets/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_Web.pdf)

11 GIIN (2016): Annual Impact Investor Survey: [https://thegiin.org/assets/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey\\_Web.pdf](https://thegiin.org/assets/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_Web.pdf), p.34

12 <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2015/08/17/cfa-institute-survey-how-do-esg-issues-factor-into-investment-decisions/>

**GIIN調査:投資家とステークホルダーの目標**

グローバル・インパクト投資ネットワーク(GIIN)が最近公表した「年次インパクト投資家サーベイ(Annual Impact Investor Surevey)2016」は、「インパクト」とサステナビリティを投資戦略の中心に置いている米国、欧州、新興市場の158機関の声を集めたものです。これらの機関のインパクト投資(より焦点を絞ら込んだ、「インパクト・ファースト資産」に区分される資産を対象にする)は、2015年に総額150億米ドル以上となり、投資家はこの数字を2016年に16%増やす意欲を示しています<sup>10</sup>。GIIN調査では、投資戦略の重要な要素として「気候変動の緩和」または「気候変動への適応」を挙げた回答者に、考えられるさまざまな動機にランクを付けるように求めました。

結果はどうなったのでしょうか?「自身の環境インパクトの目標との一致」がトップとなり、「自身の社会的インパクトの目標との一致」、「顧客からの要求」「資金調達機会」がそれぞれ続きました。「自身のポートフォリオのリスクの緩和」は、最下位でした<sup>11</sup>。これは、興味深い結果と言えます。というのも、これらの投資家のサステナビリティ戦略を決定づけているのは主に、自身と顧客の社会・環境志向の目標であることを示唆しているからです。

とはいうものの、リスク管理の要素も軽視すべきではありません。2015年にCFA協会は、4万人を超える会員(ポートフォリオマネジャーとリサーチアナリスト)を対象に、ESGに関するアンケート調査を行いました<sup>12</sup>。その結果は目を見張るものでした。実に73%の回答者がESGを意思決定プロセスに組み込んでいると答えたのです。地理的に見ると、ESGを組み込んでいる回答者の数が最も多かったのはアジア太平洋で、次が欧州・中東・アフリカ(EMEA)地域、最後が南北アメリカでした。ESGを組み込む動機は、何だったのでしょうか?過半数(63%)にとっては、その主な価値はリスク管理に置かれていた一方、ESGパフォーマンスが企業の経営の質を判断する良い指標になると回答した割合も38%に上りました。

**サステナビリティは投資に見合うのでしょうか?**

先に述べたように、意識の高い資本主義とトリプルボトムラインの考え方への全体的な移行は、サステナブル投資の伸びの背景にある動機として決して軽視すべきではないというのが私たちの見解です。そうではあるものの、サステナビリティが純粋に金銭的に投資に見合うことを示す、比較的強力な証拠がいくつかあります。

前述したオックスフォード大学とアラベスク・パートナーズによる研究では、200以上の学術論文、業界刊行物、報道資料、書籍が徹底的に調べられ、いくつかの特筆すべき事実が判明しました。以下の図は、その一部を示しています。➡

**サステナビリティはいかにして投資に見合うのか?**



資本コストを取り上げた研究の**90%**は、しっかりしたサステナビリティ基準が企業の資本コストを引き下げていることを示唆していました



研究の**88%**は、堅固なESG慣行が企業の業績を押し上げていることを示していました



研究の**80%**は、「優れた」サステナビリティ慣行が企業の株価にプラスの影響を与えることを示唆していました



たとえ経済的影響に重点が置かれている場合でも、投資家と企業経営者は、その意思決定においてサステナビリティの側面を考慮に入れるのが賢明と言えます

出典: University of Oxford and Arabesque Partners 2015. "From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance," p.9

こうした印象的な分析結果にもかかわらず、責任投資の金銭的利益に対してはいまだに疑いが持たれています。そのような懐疑主義は、良いことでしょうか？ロンドンビジネススクールの金融学教授アレックス・エドマンズは、そう考えています。同教授は、実はいくぶん逆説的ではあるものの、社会的責任投資は金銭的観点から見て利益をもたらさないと多くの人が考えているがゆえに利益をもたらすという興味深い主張をしています。エドマンズの論によれば、大多数の投資家は、企業の株価にすでに反映されている有形資産に注目する一方、社会・環境面の資質のような無形資産には、それらが株価に反映されるまで目を向けません。そして、株価に反映された頃には、「時すでに遅し」となっています。なぜなら、その時点でその企業の株価は上昇しているからです。したがって、企業の無形資産に注目する賢い投資家は、社会的責任を果たしている企業が過小評価されている間に機会に乗じることができるとエドマンズは言います<sup>13</sup>。

**ビジネスと純利益**

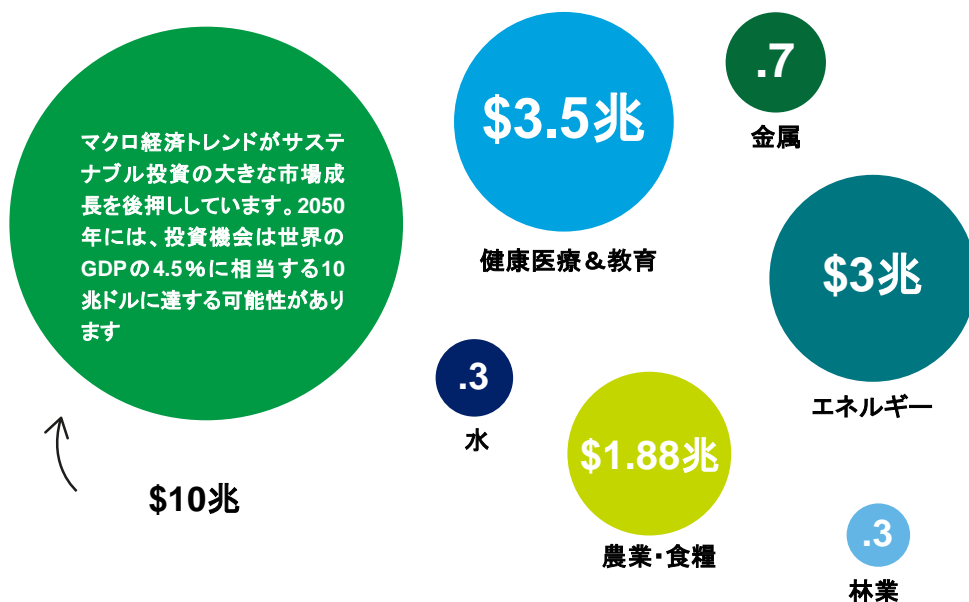
エドマンズの理論は別にして、サステナビリティが今後数十年にわたり投資家の重要な関心事とならざるを得ない理由については、「常識」に基づくビジネス上の根拠があります。簡単に言えば、現在私たちがサステナビリティに関して途方もなく大きな課題を抱えていることを考えると、こうした課題に、計測可能な方法で対処できる企業こそ、成功の可能性が最も高いということ<sup>14</sup>。実際、デロイトは2013年に実施した調査で、企業のサステナビリティ戦略への最高財務責任者(CFO)の関与が増大していることに注目しました。この調査に回答したCFOの約73%は、調査までの1年間で自社のサステナビリティ戦略において自身の果たす役割が大きくなっている、あるいは若干大きくなっていると答え、その割合は2012年の53%から上昇していました<sup>15</sup>。

**厄介な機会**

モルガン・スタンレーの2015年のレポート「サステナブル投資のビジネスケース(The Business Case for Sustainable Investing)」<sup>16</sup>に引用された以下の図は、サステナビリティの課題とビジネス機会の調和を示す格好の例です。

測定に関しては、すべての投資家に適した共通の指標というものは存在しません

**2050年の主要セクターにおけるサステナビリティ関連の新たな事業機会**



出典: "Vision 2050: The new agenda for business," World Business Council for Sustainable Development, 2010. Morgan Stanley 2015 "The Business Case for Sustainable Investing."<sup>17</sup>に引用。

13 Wall Street Journal (Feb 2016): Does Socially Responsible Investing make financial sense?  
 14 <http://www.morganstanley.com/ideas/business-case-for-sustainable-investing>  
 15 [http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/dttl-risk-Deloitte-CFOs\\_and\\_Sustainability-2014.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/dttl-risk-Deloitte-CFOs_and_Sustainability-2014.pdf), p.8



デロイトのビル・エガースとアナ・ムオイオが「厄介な問題」から「厄介な機会」へのビジネス上の転換と表現した状況の中、大企業が非営利団体や政府などの社会的セクターの他のアクターと協力して、真の金銭的リターンだけでなく社会的・経済的なリターンももたらす、計測可能な投資を実行するインセンティブや可能性がますます多く出現しつつあります。

**この状況は、どのような課題を伴うでしょうか？**

まず第一に、測定という扱いにくい問題があります。ハース・ビジネススクールのヴォーゲル教授は、社会的責任を果たしている企業への投資が、社会的責任を果たしていない企業への投資よりも大きな金銭的リターンをもたらすという論には懐疑的です。その理由はまさに、インパクトの測定方法に関する共通の見解が存在しないために、責任を果たしている企業と果たしていない企業の区別について意見の一致を見ることは不可能だからだと同教授は主張します。そのような区別を

明確に説明することすらできないのならば、どちらがより大きなリターンをもたらすかという比較分析は、議論の条件そのものに議論の余地があるため、成り立ちません<sup>16</sup>。

この見解の一致の欠如をさらに厄介にするのが、投資家によってそれぞれ測定のニーズが違うということです。2013年にデロイトのモニター・インスティテュートは、B Labとロックフェラー財団の支援を受けて調査研究を実施しました。研究には、投資ファンド、ポートフォリオ運用会社、ファミリーオフィス、財団、投資銀行など30機関の見解が反映されました。研究の結果、どのようなタイプのデータが最も有用とみなされるかについて、大きなばらつきがあることが判明しました。たとえば、「受益者レベルの成果」に関する詳しいデータ(特定のアクションによって影響を受ける人々の実際の数など)は、財団にとっては意味があるかもしれませんが、他の投資家は「アウトプット」に関するデータ(配布した支援物資パッケージの数など)があれば十分と考えるかもしれません<sup>19</sup>。

それに加えて、同研究から、投資家の測定ニーズが投資ライフサイクルを通じて変化することも明らかになりました。「投資先の候補を検討するときに投資家が知りたいことは、その投資家が投資のパフォーマンスを追跡しているときに知りたいこととは異なる」ということです。この研究の全体的な結論はシンプルです。すなわち、測定に関しては、すべての投資家に適した共通の指標というものは存在しません。一律に採用できるアプローチはありません。まさにそれゆえに、個々の投資家のニーズに合った、テーラーメイドのポートフォリオ運用手法が特に重要となるのです<sup>20</sup>。



**エコシステムのセグメント別に見た情報ニーズ**

	外部第三者による評価	広く認められている基準	立証されたデータ	ベンチマーキングと報告	統合とカスタマイゼーション	効率性向上	教育/技術的支援	投資機会へのアクセス
大規模金融機関	②③	②③④	②	②③④	○	②③	○	○
小規模な私募ファンド	②③	②③④	②	②③	②	○	②	②③④
投資運用会社・アドバイザー	○	②③	②	○	○	②③	②③④	○
DFI/多国間機関	○	②③	②③	○	○	○	②③④	○
大規模財団	②	②③	②	②③④	②③	②	②③④	②
HMMs/ファミリーオフィス	○	②	②	○	○	②③	○	②
COFIs	②③④	②	②③	②	②	○	○	②③④
学術機関	②③	②③④	②③	○	○	○	○	○



出典: Sesfield, T. "The Measure of a Promise." Monitor Institute

16, 17 <http://www.morganstanley.com/ideas/business-case-for-sustainable-investing>  
 18 Wall Street Journal (Feb 2016): Does Socially Responsible Investing make financial sense?  
 19,20 [www.monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/measure-of-a-promise/Monitor\\_Institute-The\\_Measure\\_of\\_a\\_Promise.pdf](http://www.monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/measure-of-a-promise/Monitor_Institute-The_Measure_of_a_Promise.pdf), p.3, 4

## 第2部

# 先進的なESG投資運用会社： ステート・ストリート・グローバル・ アドバイザーズ

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（以下、「SSGA」）のESG投資テーマは、継続的なリサーチと世界中の投資家に直接対応してきた経験、そして多数の学術・業界研究を参考に決定されています。同社の投資アプローチの根底にあるのは、価値創造は、特に長期的には、財務資本以上のものによって影響されるという考えです。ESG問題が投資ポートフォリオのパフォーマンスに作用し、企業の利益、将来の展望、全体的な経済的機能に影響することを示す証拠は山ほどあります。今日、投資家はESG面で優れた特徴を持ち、かつリスク調整後リターンの成績が良い可能性のあるファンドや戦略に資産を配分することができます。SSGAは、ESG投資のこの総合的な見方を「意義あるパフォーマンス」と形容しています。

SSGAは2015年、20カ国400の機関投資家を対象とする調査を実施し、そのESG投資の傾向について尋ねました<sup>21</sup>。その結果、回答者の83%がESG投資に対する今後の関心の程度について、「中～高程度」を予想していました。さらに、回答者の76%は、ESG関連の投資に強い運用会社を選ぶ可能性がより高いとも答えました。このリサーチ結果は、投資家の間で投資と価値基準を一致させたい、あるいは環境・社会面の成果を具体化したいという意向が強くなっていることを反映しています。

こうした市場のトレンドとESG戦略への投資の増大にもかかわらず、サステナブル投資に関する全般的な基準はまだ存在していません。この課題に対処するため、SSGAは、一般的なテーマと関心分野を反映したソリューションを構築しました。また、さまざまなESGアプローチと多種多様なリスクとリターンを対象とする投資ソリューションを継続的に開発しています。SSGAは、以下の戦略に使えるさまざまなESGツールを利用することができ、実際に使用した経験を持っています。

- 投資家の価値基準にそぐわない企業への投資を回避しつつ、そうした制約の中でベストのパフォーマンスを追求する
- ESG要素を投資決定に組み込み、ポートフォリオにおけるESGパフォーマンスの優れた企業の比重を高める、あるいはESGパフォーマンスの劣る企業の比重を低くする「第2世代」アプローチを取る
- ESG要素を用いて、パフォーマンスの強化あるいはリスクの低下を追求する「第3世代」アプローチを採用する

ESG投資家の関心は共通であるとはいえ、ESG投資は、どのような状況にも適合する汎用的な案ではありません。世界中の多様な投資家のニーズに対応するために、SSGAはESGパフォーマンスと投資パフォーマンスとの関係を絶えず研究しています。

SSGAは、ESG投資のこの総合的な見方を「意義あるパフォーマンス」と形容しています

21 2015年10月と11月にロンギチュード・リサーチによって実施された「ステート・ストリート2015資産オーナー・サーベイ(State Street 2015 Asset Owner Survey)」

大局的には、ESG分野における企業の成績が優れている場合、それはその企業の経営が全体的にしっかりしていることの表れであるというのがSSGAの考えです。経営がしっかりした企業の株は、長期的にアウトパフォームする傾向にあります。一方、懐疑派は、こうした点はすでに市場によって株価に織り込まれている、あるいはESG目標を達成するためにコスト構造が不必要に高くなっている可能性があるかと主張します。

**SSGAは、ESGパフォーマンスの実証分析において、以下の5つの側面に重点を置いています。**

1. **クオリティ**: ESGランキングは、会社の質を表しているか？
2. **リスク**: 投資のダウンサイドリスクを最小限に抑えるという点に関して、ESGはどのぐらい役に立っているか？
3. **リターン**: 優れたESGパフォーマンスは、優れた投資リターンに寄与しているか？
4. **相関関係**: ESGは、アルファの他の源泉とどのような相関関係にあるか？
5. **依存性**: これらの関係は、今後どのように発展していく可能性が高いか？

この動きの激しい市場において変わらない一つのことは、アクティブ・オーナーシップ(積極的株主行動)が、投資家の資産の管理人としてのSSGAの責務において重要な役割を果たすということです。インデックス株資産の運用規模で世界有数を誇るSSGAは、全世界で数千社に利害関係を持つ一大ステークホルダーです。インデックス投資はその性質上、長期投資の典型であり、アクティブ・オーナーシップは、投資家が対象資産の価値にプラスの影響を与えることを可能にする確かな方法です。議決権代理行使と企業エンゲージメントに対する彼らのアプローチは、企業が堅固で進歩的なガバナンスとサステナビリティ慣行を備えているならば、長期的価値を創出し、リスクを管理できる態勢も整っているはずだという考えに支えられています。

SSGAは、投資先企業に対して強固なガバナンス基準を求めています。また、投資先企業への直接関与においては、脆弱なESG慣行によって投資家価値が危険にさらされている領域において、改革を強く主張することに重点を置いています。



SSGAは、世界有数のESG投資運用会社であり、そのESG運用資産はおよそ1,680億米ドルに上ります(2016年3月31日時点)。同社は、国連の責任投資原則(Principles for Responsible Investment: PRI)に署名しており、PRI署名機関であることは、ESGを投資プロセス、資産管理活動、組織全体に組み込むという同社のコミットメントを反映しているとしています。

1986年以来、SSGAは、ポートフォリオ運用、投資リサーチ、議決権代理行使とエンゲージメントの領域で内部のESG経験の構築を進めるとともに、外部リサーチ会社との強固な関係作りにも取り組んできました。そうした歴史を踏まえ、SSGAは、投資家にとって今がESG要素を投資に関する考え方とプロセスに織り込む絶好の時だと考えています。●



## 第3部

# ESG投資に強みを持つ スタートアップ企業： FusionATCM

企業責任の社会的インパクトという視点に基づく投資手法は、さらに厳しい状況に直面しています

金融業界に関する幅広い理解と投資運用セクターに関する徹底的なフォーカスに基づき、FusionATCMは市場が根本的に変化しているとの認識を持つようになりました。人口構造の変化、変わりゆく市場環境、新たなテクノロジー動向とサステナブル投資に対する投資家の需要増大を背景に、投資運用会社は継続的に、かつ即時に状況に適応することを求められています。

これは、旧来のオペレーションを引きずっている資産運用会社にとっては難しい課題です。既存の利用可能な有名ソフトウェアベンダーは、求められる変化を予期し、それに応じて既製のソリューションを変えることに非常に苦慮しているように見受けられます。ベンダーは、自身の「標準」の商品を変更または調整することに積極的ではないため、投資運用組織は独自の具体的なソリューションを見つけなければなりません。しかも、たとえESGベースの戦略を実行するための情報システムを自社で構成できたとしても、トレードサイクルのごく一部にしか対応していないことが多いため、統合に関する大きな課題を抱えることになります。

企業責任の社会的インパクトという視点に基づく投資手法は、さらに厳しい状況に直面しています。この急成長を遂げつつある投資戦略は、資産運用セクターにおいて比較的新しいものです。現在市販されているトレード管理サイクルシステムでは、サステナビリティに関わる新しい機能や要件を、機動的でスピーディなモジュール方式で構築し、発展させ、スケールすることができません。投資運用会社は現在、サポート活動に要する多大な金銭的投資と時間的投資のせいで、持続可能なリターンを達成するという本来の目標に全力を注ぐことができない状態に置かれています。

したがって、大半の資産運用会社は、エクセルシートをトレードサイクル管理の基幹システムと市場データプロバイダーに接続することで対処していますが、この方法は複雑で、とうてい維持管理できません。最適とは程遠い状況の中、ポートフォリオマネジャーは、オペレーション上のデータ処理業務に注意を奪われ、戦略的なポートフォリオ構築に集中することもままなりません。それに加えて、このアプローチではさまざまな機能が不足しているため、ポートフォリオマネジャーは投資手法の向上に集中できない不利な状況に置かれ、長期的な成果に影響するおそれがあります。

サステナビリティ要素と従来の財務・定量分析を一体化することに長けている資産運用会社ほど、アルファを創出する力を備えている可能性が高いことを考えると、この状況は、非常に問題と言えます。成功を収めるためには、ポートフォリオマネジャーが専念することが必要です。

FinTech(あるいはInvestTech)のスタートアップが既存の投資運用会社に挑戦しているのは、まさにこの領域です。そうしたスタートアップの一つが、SaaSベースのトレード管理サイクルソリューションの開発を誇るFusionATCMです。そのソリューションは、基本的に高速で、リアルタイムに応答し、高いスケラビリティと柔軟性を備え、ほんの数時間でカスタマイズが可能です。すべての機能が、将来に向けた投資運用会社のエンパワーメントに役立つ先進的な考えに基づいて設計されています。すべてのモジュールと機能が一つの目標を念頭に設計されています。すなわち、投資運用会社のアルファを強化するという目標です。

この目標を達成するため、サステナビリティ投資の機能は、プラットフォーム全体のコア機能として統合されています。これにより投資運用会社は、そのサステナビリティの視点を、低ボラティリティや保守的な投資戦略といった他の投資方針に組み込むことができます。

さらに、ATCMのサステナビリティ投資機能は、資産運用会社が求める順序で構成できるようになっています。なぜなら、あらゆる状況に適合するサステナビリティ投資方針というものは存在しないからです。ポートフォリオマネジャーが策定した投資戦略が第1世代のSRI投資に基づいている場合、企業のESGレシオのみをポートフォリオ構築プロセスに適用することができます。また、これらの企業別ESGレシオを他のレベルのESGレシオ、たとえば本籍国別のESGレシオと組み合わせることも可能です。FusionATCMがサポートしたより複雑な投資方針の例には、ポートフォリオ構築プロセスにおいて、リスク軽減に関係するレシオと関連付けたESGレシオをベースにしたケース、議決権代理行使を反映させたケース、パフォーマンス向上と組み合わせたケースなどがあります。



ポートフォリオマネジャーのインプットに基づくインパクト投資戦略とサステナビリティ投資戦略に関して、FusionATCMでは、投資の意思決定プロセスには4つのステップがあると考えています。

- 第1のステップは、特定です。これは、いくつかの全体的なトレンドの分析に基づいて行われます。ATCMプラットフォームを通じて、ポートフォリオマネジャーは、業種別であれセクター別であれ、通貨別であれ地域別であれ、市場を即時に分析することができます。ATCMでは、関連するインパクト投資方針をサポートするため、ネガティブスクリーニング(排除基準)に基づいて、あるいはポジティブな面に着目する方法で、企業、セクター、国を容易に特定することが可能です。➡

## FusionATCMのプラットフォームは、ユーザーが投資モデルの構築においてさまざまな投資戦略を取り込めるようにすることを目指しています

- 第2のステップは、定量化です。これは、適用されるレシオと主要な数字の全体的評価に基づいて行われます。求めるものに応じて、一つの企業をモニタリングし、調べたり、あるいは同業他社と比較したりすることができます。プラットフォームで提供しているレシオは、ESGの側面に基づいており、複数のデータベンダーから検索することが可能です。
- 第3のステップは、ランキングです。これは、国と企業のサステナビリティ・レシオを反映したランキング・メカニズムに基づいて行われます。ATCMのプラットフォームは、定評あるランキング計算の実行が可能であり、この段階での投資運用会社の具体的な方針に従って構成することができます。サステナビリティの視点に基づく投資方針以外に、他の要素を含めることも可能です。リスクモデル、低ボラティリティ、あるいはテーマに基づいて構築された投資戦略も統合できます。
- 最後となる第4のステップは、投資モデルの構築です。ATCMプラットフォームは、投資運用会社が投資モデルを構築し、投資方針を実施することを可能にします。この投資モデルは、サステナビリティ・インデックスとのリアルタイムの比較を容易にします。あるいは、設定した閾値に達した場合は、全体的にリスクに強い重点を置いてリバランスすることもできます。ATCMは、責任投資ポートフォリオマネジャーに積極的に情報を提供し、最適の決定を下せるようにサポートします。

FusionATCMのプラットフォームは、ユーザーが投資モデルの構築においてさまざまな投資戦略を取り込めるようにすることを目指しています。これは、投資運用会社が低リスク手法、低ボラティリティ、デュレーション戦略に基づく投資方針も包含できるようにすることで、最適なアセットアロケーションの実現に向けた道を開きます。●

## 今後のトレンド

ESGへの配慮はすでに、SSGAの投資運用事業の重要な一部になっています。SSGAの継続的なリサーチは、ESG関連の知見を求める投資家の要求が高まっていることと、ESG要素と投資パフォーマンスとの間の進化的関係の両方を反映しています。

もちろん、過去は序章ではありません。SSGAは、その長期見通しにおいて、環境的効率性が高く、社会的責任を果たし、財務的に安定し、ガバナンスのしっかりした企業は、今後一特に、現在の動きがさらに発展し、ESG要素とテーマが市場価格に織り込まれるようになるにつれ一より魅力的なリターンを上げられるようになる予想しています。投資家は、経済的变化に備えるにあたりESG要素をいっそう重視するようになるでしょう。

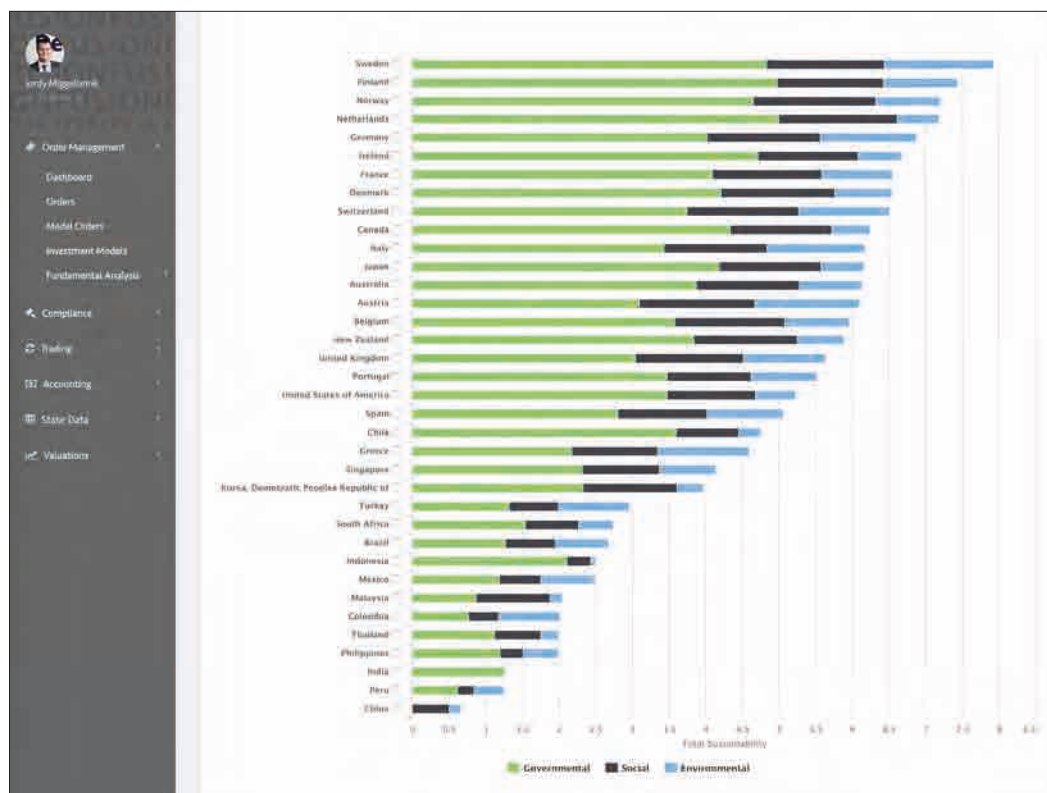
SRIエコシステムがさらに活発かつ動的になり、同時に投資家の要求も増大することは確実と言える中、ポートフォリオマネジャーは、さまざまな新しい課題に直面することになります。ESG要素がどのように投資パフォーマンスを促進するかについて絶え間なく知見を深めることと同様に、微妙な違いや多様性を持つSRI投資家層に関する理解を深めることがこれからも重要となります。

この目まぐるしく進展する状況において不可欠となるのが、投資家のさまざまな、しかも絶え間なく変化するニーズに対応できるようにポートフォリオマネジャーを支援するツールの継続的な開発です。現在使われている旧型の情報システムでは、求められるイノベーションの

ペースを維持することはおそろくできません。ポートフォリオ構築機能へのESGレシオの導入に関して、有名ベンダーは現在、求められる変化を予期し、それに合わせてソリューションを適応させることに非常に苦慮しています。この状況は、こうした情報システムの中核を今日のテクノロジーへと移行させない限り続くと思われる。FusionATCMのような機動的なプレーヤーは、強みである最先端テクノロジーを駆使することで、投資運用会社が投資サイクルに対するコントロールを完全に取り戻し、ビジネスモデルの最適化を図ることを可能にします。

意識の高い資本主義は、間違いなく変化していきます。目を離すことはできません。

国のサステナビリティランキング

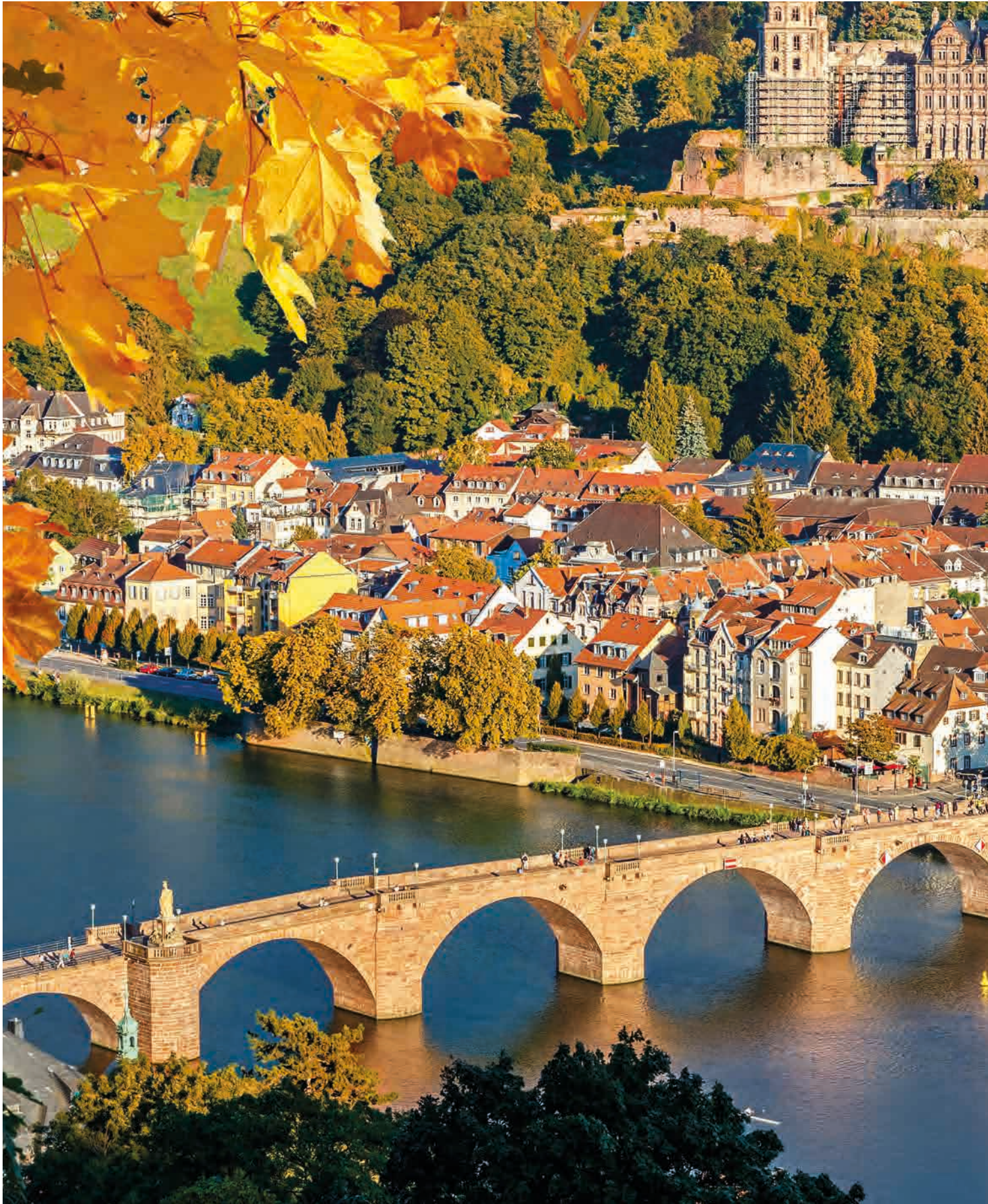


出典: Alpha Trade Cycle Management Platform


要約:

- SRIエコシステムがさらに活発かつ動的になり、同時に投資家の要求も増大することは確実と言えます。
- これは、ポートフォリオマネジャーに新たな課題をもたらしています。
- ESG要素がどのように投資パフォーマンスを促進するかについて絶え間なく知見を深めることと同様に、微妙な違いや多様性を持つSRI投資家層に関する理解を深めることが、これからも重要となります。
- この目まぐるしく進展する状況において不可欠となるのが、投資家のさまざまな、しかも絶え間なく変化するニーズに対応できるようにポートフォリオマネジャーを支援するツールの継続的な開発です。

微妙な違いや多様性を持つSRI投資家層に関する理解を深めることが、これからも重要となります







# ドイツ投資税法の 改革 主要内容と 資産運用会社への 影響

アレクサンダー・ヴェンツェル

(Alexander Wenzel)

パートナー

ファイナンシャル・サービス

デロイト

2016年7月8日、ドイツ投資税改革法がドイツ連邦参議院を通過しました。これを受けて同法は2018年1月1日に基本的に発効することになり、投資ファンドを通じて実現された利益の課税に幅広い影響を与えると思われます。この改革は、資産運用会社にとって大きな課題を暗示していますが、さらなる市場シェアを獲得する新たな機会ももたらします。今こそ、この改革に注目し、新たな法的環境を最大限に活用するために行動を起こすべきです。▶



投資ファンドから特別投資ファンドへの変更は2018年1月1日以降禁止されるため、特別投資ファンドに対する新しい要件にはそれ以前に対処しておくことが重要となります

#### 改革の基本内容

この改革は、投資ファンドと特別投資ファンドそれぞれに別個の課税制度を導入することによって、投資利益に対する課税を根本的に変えるものです。投資ファンドには、「非透明 (opaque)」課税制度が適用され、ファンドと投資家の双方が課税対象となる一方、特別投資ファンドについては、税の透明性の原則が継続します。ただし、根本的な変更点がいくつかあります。

#### 適用範囲

改革後のドイツ投資税法(以下、「GITA 2018」)は、ドイツ資本投資法において投資資産プールと定義される投資ファンドに適用されます。それに加えて、投資資産プールには該当しないものの、いわゆる「架空投資ファンド」も、GITA 2018の適用範囲に含まれています。実際には、実務的な観点から見て最も関連性が高いケースは、いわゆる「単独投資家ファンド (single investor fund)」、すなわち投資家の数を一人に制限して

いるものの、その他の点については投資資産プールに関する規定に従っている投資ビークルでしょう。さらに、その母国の法律に基づき積極的な起業活動を行うことができず、非課税または免税とされている企業も、投資ファンドとみなされません。

GITA 2018は、以下の場合には適用されません。

- ドイツ資本投資法の特定の適用除外措置が適用される場合 (たとえば、証券化特別目的事業体や持ち株会社)
- 投資資産プールがパートナーシップという法的形式で設立されている場合。ただし、UCITSに該当しないことが条件となります。なお、契約型投資ファンド (Sondervermögen) は、パートナーシップとはみなされません。

- ドイツ参加会社法 (Germany Participation Companies Act) に基づく参加会社 (participation company) とドイツ不動産投資信託法の対象となるREITの場合

特別投資ファンドとしての資格を満たすには、特定の追加要件を遵守しなければなりません。これらの追加要件は、現在施行されている法律に基づきあらゆる種類の投資ファンドが満たさなければならない基準と同等の内容となっています。換言すると、それらの要件は、規制、償還

対象となる利益の場合は連帯税も含まれます。源泉徴収が行われていない利益の場合、すなわち投資ファンドがドイツ財務当局に法人税申告書を提出する必要がある場合、税率は15%で、利益に対する連帯税も加わります。それ以外の利益(たとえば、受取利息、株やその他の証券の売却によるキャピタルゲイン)は、非課税となります。

法人税の免除申請は、特定の適格投資家とその投資ファンドに投資している場合に限り可

運用に限定されており、かつ資産の相当部分を積極的に起業活動のために運用することが禁止されている場合、免除が適用されます。

投資ファンドだけでなく、投資家も非常に一般化された制度に基づいて課税されます。GITA 2018に基づき、以下については課税が生じます。

- 内訳を問わず、配当金(たとえば、資本の返済であっても課税対象となります)
- 予定課税標準 (pre-determined tax base)
- 投資ファンドユニットの処分によって実現されたキャピタルゲイン

## 予定課税標準の目的は、少なくともリスクフリーの市場利回り分については、投資家側で課税されるようにすることにあります

請求権、適格資産、投資制限に関係しています。それに加えて、投資家の数は100人を超えてはならず、そのために個人の投資は基本的に禁止されます。しかし、現行規則とは異なり、事業資産の一部としてファンドのユニットを保有する場合は、個人投資家でも特別投資ファンドに直接投資することができます。一方、投資家としてのパートナーシップに関するルックスルーアプローチにより、個人は基本的に特別投資ファンドに間接投資することができなくなります。

投資ファンドから特別投資ファンドへの変更は2018年1月1日以降禁止されるため、特別投資ファンドに対する新しい要件にはそれ以前に対処しておくことが重要となります。

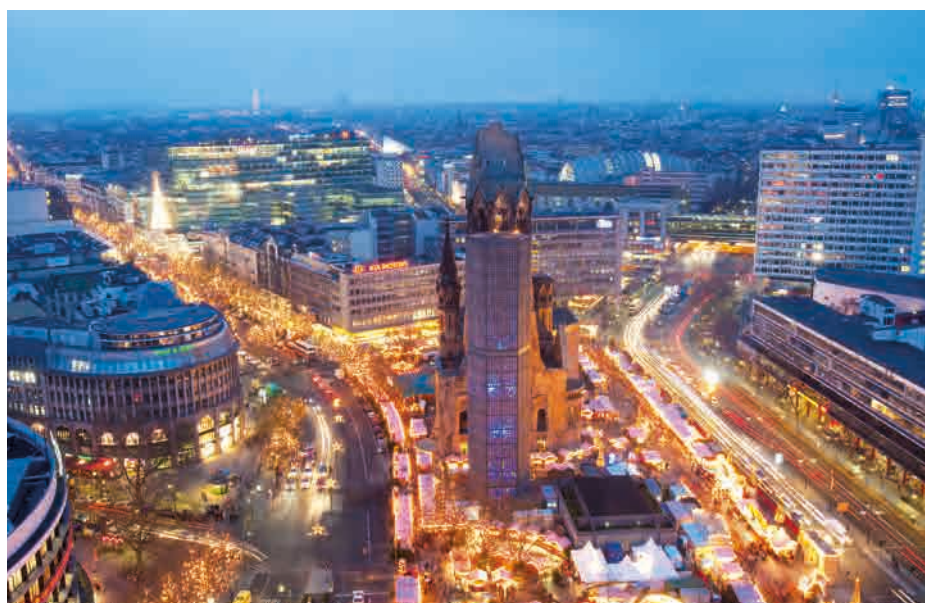
### 投資ファンド

GITA 2018のキーポイントの一つは、投資ファンドは、ドイツ源泉の配当金および賃貸料所得、ならびにドイツの不動産からのキャピタルゲインを受け取っている限りにおいて、ドイツ法人税の課税対象となるということです。これらの項目は15%の税率で全額課税され、ドイツ源泉徴収税の

能です。また、投資ファンドの設立関連書類において、特定の適格投資家のみが参加権を保有できると定められている場合、法人税の完全な免除も可能です。

最後に、ドイツの営業税が投資ファンド・レベルで課税されることがあります。しかし、客観的な事業目的が投資家の共同勘定のための投資と資産の

予定課税標準の目的は、少なくともリスクフリーの市場利回り分については、投資家側で課税されるようにすることにあります。したがって、配当金がいわゆる「基準手取金」に基づくものである場合、課税されることとなります。基準手取金は、当該暦年に設定された最初の償還価格に、基準金利(ドイツ中央銀行が公表した公債の長期利回り)の70%を乗じることによって算定しなければなりません。基準手取金は、投資ファンドユニットの実際の価格上昇分に配当金を加えた金額が上限となります。こうして算定された予定課税標準は、次の暦年の最初の営業日に投資家によって受け取られたとみなされます。➡





## 原則として、特別投資 ファンドは、投資ファン ドと同じ範囲でドイツ 法人税の課税対象と なります

投資利益(配当金、予定課税標準および投資ファンドユニットの処分によるキャピタルゲイン)は、当該投資ファンドが株式ファンド、混合ファンドまたは不動産ファンドに該当するならば、一般に部分的課税免除の対象となります。

- 株式ファンドとは、設立関連書類に従って、資産価値の51%以上を継続的に株式に投資している投資ファンドをいいます。部分的課税免除の免除率は、個人については30%になります。投資ファンドユニットを事業資産の一部として保有している個人の場合、免除率は60%に引き上げられます。法人投資家の場合、投資利益の80%が課税免除となります。
- 混合ファンドとは、設立関連書類に従って、資産価値の25%以上を継続的に株式に投資している投資ファンドをいいます。この場合、株式ファンドに適用される部分的課税の免除率の半分が適用されます。

- 不動産ファンドとは、設立関連書類に従って、資産価値の51%以上を継続的に不動産および不動産会社に投資している投資ファンドをいいます。部分的課税免除の免除率は、60%になります。投資対象がドイツ国外の不動産とドイツ国外の不動産会社である場合、免除率は80%に引き上げられます。

### 特別投資ファンド

原則として、特別投資ファンドは、投資ファンドと同じ範囲でドイツ法人税の課税対象となります。しかし、税の透明性を選択することもできます。つまり、特別投資ファンドの選択によって、現行の法律に基づく従来の税制を継続適用することが可能です。換言すると、納税義務は課されなくなり、特別投資ファンドの利益は、投資家が直接受け取ったとみなされます。ただし、税の透明性の原則に著しい変更が加えられていることに留意する必要があります。



最新のGITAの下では、投資家は、分配利益、みなし分配利益、特別投資ファンドユニットの処分によるキャピタルゲインに課税されます。先に言及した変更点は主に、特別投資ファンドのレベルでの利益の決定と投資家への帰属に関係しています。

- 利益は、各投資家のレベルでの税効果に応じて分類する必要があります。
- 分配利益に関しては、新たな分配規定を考慮に入れなければなりません。
- 平準化手法は、税務上認められなくなります。代わりに、利益と費用は時間比例の原則（pro rata temporis）に基づいて投資家に帰属させます。
- 投資家が特別投資ファンドに投資していなかった期間中に創出された利益の分配については、資本の返済がシミュレートされます。

– 再投資の場合、投資家の保有期間中に実際に生じた利益と費用のみをその投資家に帰属させます。それに加えて、特別投資ファンドのユニットの売却が、特別投資ファンドの事業年度末より前であっても、その売却益は、事業年度末時点で投資家によって受け取られたとみなされます。

- みなし分配利益の範囲が新たに定義されています。とりわけ、債券の売却によるキャピタルゲインは含まれないことになり、したがってDDI債とプレーンバニラ債の区別は必要ではなくなります。唯一の例外は、スワップの対象となる支払いのフローが配当金または受取利息によって決定される場合のスワップ契約です。
- みなし分配利益の一部ではない利益は、回収後、特別投資ファンドの15事業年度目の終了時点で配分されたとみなされます。➤

最新のGITAの下では、投資家は、分配利益、みなし分配利益、特別投資ファンドの処分によるキャピタルゲインに課税されます

### 経過規則

GITA 2018は、投資ファンドの事業年度や投資ファンドユニットの取得日に関係なく、2018年1月1日に基本的に発効します。事業年度が暦年とは異なる投資ファンドは税務上、2017年12月31日を基準として短縮事業年度を作成する必要があります。

2018年1月1日から初めてGITA 2018の適用対象となる投資ファンドユニット、企業投資会社のユニットと投資ビークルのユニットは、2017年12月31日に売却され、2018年1月1日に再取得されたものとみなされます。しかし、キャピタルゲインに課税されるのは、当該ユニットが実際に処分された時点となります。

2009年より前に取得した投資ファンドユニットについては現在、従前の規定が継続適用されており、キャピタルゲインが課税されていません。この保護措置は2018年1月1日に終了します。その結果、この日以降に生じる価値の変動は、その金額が10万ユーロの免税額を超える限りにおいて課税対象となります。

### 資産運用会社への影響

GITA 2018は、投資利益に対する課税方法を全面的に変えることになるため、特に資産運用会社は、資金の流出を防ぐためにただちに行動を取るべきです。特に事業投資家は現在、投資資産を投資ファンドから特別投資ファンドに移すべきかどうかについて、その賛否を検討しています。

投資ファンドに関しては、資産運用会社がドイツにおいてファンドが正しく課税されるよう確実に期すことが肝心となります。その一環として、法人税申告書の提出が必要となるかもしれません。同様に、ファンドとそのドイツの投資家が税務上の不利益を被らないように、投資ファンドの再編が必要となる可能性もあります。これには、設立関連書類の変更や、適切な情報の流れとコミュニケーションの確立なども含まれます。最後に、競争力を保つには源泉徴収税の適切な管理が

不可欠であり、適格投資家の場合、ドイツ法人税の部分的免除あるいは完全免除の恩恵を受けるための手続を実施する必要があります。

特別投資ファンドに関しては、課題はいつそう大きなものとなります。特に、資産運用会社は、ドイツの事業投資家をつなぎとめるために、ドイツ市場に特化した特別投資ファンドを設立する必要があるかどうかを検討する必要があります。従来のように、ユニットをクロスボーダーで販売できるような形で投資ファンドを組成する手法は、GITA 2018の特定の要件により、機能

しなくなります。特別投資ファンドがすでに設立されている場合、利益の決定に関する新たな規定は、資産運用会社にとって非常に難しい課題をもたらします。

特に難しいのは、ドイツの税務上で平準化手法が排除されたことにより、利益と費用の帰属を時間比例の原則に基づいて行わなければならないことです。大ざっぱな言い方をすれば、新たな投資家報告はもはや、「汎用的なアプローチ」では対応できなくなります。今後は、投資家それぞれの固有の状況を考慮に入れて、個別に報告に対応する必要があります。●

## 要点

- 2016年7月8日、ドイツ投資税改革法がドイツ連邦参議院を通過しました。これを受けて同法は2018年1月1日に基本的に発効することになり、投資ファンドを通じて実現される利益の課税に広範な影響を与えると思われます。
- この改革は、資産運用会社にとって大きな課題を暗示していますが、さらなる市場シェアを獲得する新たな機会をもたらします。今こそ、この改革に注目し、新たな法的環境を最大限に利用するための行動を起こすべきです。
- 投資ファンドについては、税の透明性の原則は適用されなくなり、その結果としてファンドとその投資家の双方がドイツの税金の課税対象となります。
- 対照的に、特別投資ファンドは税の透明性を選択することもできます。つまり、現行の法律に基づく従来の税制を継続適用することが可能です。ただし、法的に大きな変更が加えられています。
- 資産運用会社は、ドイツにおいてファンドが正しく課税されるように確実に期す必要があります。その一環として、法人税申告書の提出が必要となるかもしれません。さらに、ドイツの税制の観点から見た投資ファンドの最適化、源泉徴収税の最も効率的な管理、ドイツ法人税免除の恩恵を受けるための手続の実施などに気を配らなければなりません。
- 特別投資ファンドに関しては、資産運用会社はドイツの事業投資家をつなぎとめるために、ドイツ市場に特化した特別投資ファンドを設立することを検討する必要があります。投資家の税務報告は、投資家それぞれの固有の状況を考慮に入れて個別に対応しなければならないため、著しく複雑になります。

GITA 2018は、投資利益に対する課税方法を全面的に変えることになるため、特に資産運用会社は、資金の流出を防ぐためにただちに行動を取るべきです



# ベルギーの保険セクターにおける 業務行為規則 AssurMiFIDから保険販売指令まで

キャロリン・ヴェリス  
(Caroline Veris)  
パートナー  
FSIガバナンス、  
規制、コンプライアンス  
デロイト

パトリア・ゴデット  
(Patricia Goddet)  
ディレクター  
FSIガバナンス、  
規制、コンプライアンス  
デロイト

ベルギーの保険セクターは、2015年5月1日からMiFID I<sup>1</sup>  
の業務行為規則の適用を受けています。

保険セクターへのMiFIDの適用は、2013年7月30日に成立したツインピークスII法の目的の一つであり、一般にAssurMiFIDと呼ばれています。ベルギーの立法当局の狙いは、あらゆる投資商品の販売手法と消費者保護規則について公平な環境を構築することにあります。したがって、2013年法とその実施法である国王令(囲み記事を参照)は、MiFID Iの業務行為要件の適用範囲を拡大し、ベルギーで活動する保険会社(その専属代理店を含む)と保険仲介業者も対象に含めています。

後述するように、この法律が保険会社と仲介業者の戦略、商品、事業活動に非常に大きな影響を与えることは最初から明らかでした。新たな規制の枠組みが保険セクターに課せられるまでのスケジュールが非常に厳しかった(新たな枠組みの導入期限は、国王令の公表からわずか数カ月後の2014年4月30日)ことも、実務における影響を増大させました。これはまた、憲法裁判所が発効日を1年間(2015年5月1日まで)延期する判決<sup>2</sup>を下す事態にまで発展しました。➡

1 正式名称: Directive 2004/39/EC of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC and repealing Council Directive 93/22/EEC

2 2015年6月11日付憲法裁判所判決(Role number 5871, Arrest nr. 86/2015)







## AssurMiFID規制の 枠組み:

- 2013年7月30日付のツインピークスII法 (Twin Peaks II: TP II)
- 2014年保険法の第IV部
- 法律実施のための3つの2014年2月21日付国王令
- レコードキーピング要件に関して追加的なガイドラインを含める2014年4月16日付の金融サービス市場機構(FSMA)通達(2015年9月改正)

AssurMiFID規則に対する業界団体からの不服申立てを受けて、憲法裁判所は、発効日を1年間(2015年5月1日まで)延期しました。

本稿の執筆時点では、報告と費用・手数料の透明性に関するAssurMiFIDの一部の側面がまだ導入されていないため、規制の枠組みの最終化が待たれている状態です。立法当局は、これらの領域について、PRIIPsなどの他の欧州の規制イニシアチブと歩調を合わせることを目指しています。

## AssurMiFIDの業務行為規則はMiFID Iがベース

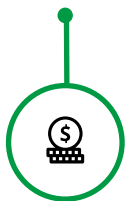
### 適用範囲

ベルギーで活動するあらゆる保険会社(その専属代理店を含む)と独立系の保険仲介業者(すなわち、ブローカーと非専属代理店)は、AssurMiFIDの諸規則を遵守しなければなりません。保険会社は、その「専属」代理店について完全かつ無条件に責任を負うこととなります。同じことが、副代理店と提携している保険代理店と保険ブローカーにも言えます。

## 諸規則の適用

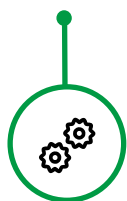
さまざまな業務行為規則がどの程度適用されるかは、保険商品と提供されるサービスの種類によってのみ決まります。

### 商品



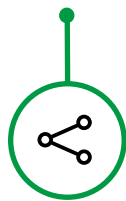
MiFIDの適合性および適切性の枠組みは、老後のための貯蓄と投資契約にのみ適用されます。いくつかの部分的免除が存在します(たとえば、大規模リスクをカバーする保険など)。第2の柱の年金制度(企業年金制度)は、AssurMiFIDの適用対象には含まれません。

### サービス



注意義務は、サービスの内容、すなわち顧客に助言が提供されるか否かによって異なります。しかし、MiFIDに含まれている執行限定の枠組みは、AssurMiFIDの下では適用できません。

### 仲介業者



(特定のタイプの)保険仲介業者に対する規則の適用除外や調整は行われないと予想されます。ただし、規制当局は、規則の実務上の適用について、プロポーショナルリティの原則をある程度考慮に入れています。

### 顧客



MiFIDとは異なり、AssurMiFIDは、リテール顧客とプロフェッショナル顧客の区別、あるいは適格カウンターパーティの区別を設けていません。すべての要件がすべての顧客に同じ方法で適用されます。

	一般的な 忠実義務	報奨金および 利益相反	顧客のニーズ の判断	適合性 & 適切性	顧客への 情報提供	報告義務	レコードキーピング (顧客ファイルを 含む)
生命保険契約、 貯蓄、投資							
生命保険契約 —第2の柱							
生命保険契約 —その他							
損害保険契約 —小規模リスク							
損害保険契約 —大規模リスク							

完全適用      部分適用      不適用

**業務行為規則**

報奨金 (inducement) と利益相反に関するMiFID Iの規則は、AssurMiFIDにそのまま取り入れられており、あらゆる種類の保険契約と保険販売サービスに適用されます。したがって、顧客以外の第三者によって支払われた、または受け取られた報奨金に関する条件には、サービス品質向上テスト (enhancement test) の適用と顧客に対する透明性が含まれます。報奨金は、それが顧客サービスの質向上に資する場合に限り認められ、顧客は、支払われたまたは受け取られた報奨金について事前に十分な情報開示 (すなわち、種類、状況、算定方法、分かる場合は金額) を受けていなければなりません。

利益相反に関する規則は、保険会社と仲介業者に対し、あらゆる潜在的な利益相反を特定し、それらの利益相反を防止あるいは管理するための十分な対策を整備することを求

めています。顧客は、利益相反の内容と理由、取られている対策について事前に説明を受けなければなりません。また、利益相反記録簿が保存 (通常は、コンプライアンス・オフィサーによって) されていなければなりません。

AssurMiFIDの適合性と適切性に関する要件は、MiFID Iの要件をベースにしていますが、保険の文脈に合わせて変更されています。これらの要件は、顧客のニーズを判断するという現行の義務—保険仲介者指令 (IMD<sup>3</sup>) から生じる—に加えて課せられます。先述したように、MiFIDの執行限定の枠組みは、AssurMiFIDには取り入れられていません。適合性と適切性に関する規則は、第3の柱の年金商品 (ベルギーの法律の下で、退職後の収入を提供することを主たる目的とするみなされる生命保険契約) を含む、老後のための貯蓄と投資契約にのみ適用されます。▶

この法律が保険会社と仲介業者の戦略、商品、事業活動に非常に大きな影響を与えることは最初から明らかでした

3 正式名称: Directive 2002/92/EC of 9 December 2002 on insurance mediation

MiFID Iの情報・報告要件も保険セクターに合わせて変更されています。情報要件は、どの種類の保険契約についてもほぼ共通ですが、大規模リスクに関連する保険契約については、ある程度の適用除外が設けられています。費用・手数料に関する情報については、さらなる規制指針の公表が見込まれています。老後のための貯蓄と投資契約については、PRIIPs規制が参照される可能性が高い一方、それ以外の保険契約については、透明性の水準を、強制加入の自動車保険契約に現在適用されている規則と整合させようとする提案が議論されています。

報告要件に関してFSMAは、2016年中に、報告要件について詳しく規定する規則を最終決定すると発表しました。最後に、AssurMiFIDに基づき、保険会社と仲介業者は、顧客ファイルを維持することも要求されます。この顧客ファイルには、契約書などの両当事者の権利および義務を記載した文書や顧客へのサービス提供の条件のほか、顧客に提供されたその他のあらゆる情報を包含した全ての文書を含めなければなりません。

### AssurMiFIDがベルギーの保険セクターに与える影響

規制の枠組みの公表が比較的最近であったことから、ベルギーの保険会社と仲介業者は今なお、日常的な実務におけるAssurMiFIDの適用から学び、プロセス、手続、統制の微調整を図っているところです。この状況は、規制の枠組みが完全に安定するまでは続くものと思われます(つまり、保険セクターはさらなる指針と規則の公表を待っています。また、憲法裁判所に提起された不服申立てに関連する判決<sup>4</sup>によって変更が生じる可能性があります)。さらに、FSMAが最近実施した意識調査に関して近く公表するフィードバック報告書によって、概念と義務がさらに明確化されることも期待されています。

利益相反と報奨金に関する要件は、保険会社と(非専属)保険仲介業者の報酬の流れ、ひいてはビジネスモデルに大きな影響を与えています。利幅の圧縮、デジタル化やその他の課題などの他の要因も重なり、保険会社は事業のやり方の根本的な見直しを進めています。ベルギーの保険販売環境も変わりました。ベルギー市場では、仲介業者の数が著しく減少しています(過去2年間で、1年につき10%減)。AssurMiFIDがこの減少の一因となったことは間違いありません。

## 利益相反と報奨金に関する要件は、報酬の流れに大きな影響を与えています

もう一つの難題は、レコードキープ要件を満たす適切なソリューションを見つけることでした。このソリューションが既存の業務モデルに左右されることは言うまでもありませんが、多くの組織はまだ、紙ベースの処理に頼っていた部分が多く、記録保管が一元化されていない場合も多々ありました。すべての組織が、中央CRMシステムに接続した高度なスキャン処理・記録保管ソリューションをすでに整備しているわけではありませんでした。

### 保険販売指令(IDD)との比較

#### AssurMiFID—IDDに先行?

AssurMiFIDの導入にあたりベルギーの立法当局は明らかに、EUの法律制定に先んじようとしていました。AssurMiFIDは、当初の予定より1年遅れの2015年5月1日に発効しました。一方、保険販売指令(IDD<sup>5</sup>)は2016年1月20日によりやく採択され、適用開始は2018年2月23日の予定です。➡

4 (1) 報告と費用・手数料に関する審議中の規則はまだ公表されていません。FSMAは、保険販売環境の再検討も行っています(仲介業者の定義、仲介業者間の協力の可能性等)。(2) 憲法裁判所の最近の判決(2016年6月9日付判決[Role number 6078, Arrest nr. 89/2016])は、顧客の区分と執行限定の分野におけるAssurMiFIDとMiFID Iのアプローチの違いは、目標とされている公平な環境にとって好ましくないと結論付けました。

5 正式名称: Directive (EU) 2016/97 of 20 January 2016 on insurance distribution (recast)

以下の表は、AssurMiFIDの枠組みとIDDとの最も重要な相違点をまとめたものです。

適用可能性	すべての保険商品	老後の貯蓄と投資商品のみ	損害保険商品	保険ベースの投資商品	備考
分析の必要性					(+) 各顧客に合わせた個別の助言を提供
適合性と適切性の枠組み					「執行限定」の適用はなし—常に適切性テスト (+) 「複雑でない」商品の定義を含む、執行限定の枠組みが適用される見込み (+) 助言に関する適合性説明書を提供
利益相反					あらゆる保険商品にMiFID Iの枠組みを全面適用 (-) MiFID Iの枠組みが適用されるのは、保険ベースの投資商品のみ
報奨金					サービス品質向上テストと契約前の透明性に関するすべての規則を含む、MiFID Iの厳格な枠組みを適用 (-) 一般的な透明性(内容)—金額/算定方法の開示は不要 (-) より緩やかな枠組み(悪影響の確認)—サービス品質向上テストはなし
顧客への情報					各顧客に合わせて、個別に詳細な説明 (+) 商品情報文書 (+) 定期的な適合性評価が提供されるかどうか (+) あらゆる費用・関連手数料 (+) リスクに関する説明と警告

AssurMiFID

IDD

## 保険セクターは、強化された商品監督・ガバナンス要件に従わなければなりません

AssurMiFIDの規則—ひいてはMiFID Iの規則—をIDDと比べると、一部のIDDの規則はそれほど厳格ではないように思われます。主に利益相反と報奨金の分野で、最終的なIDDの文面は、MiFID I / AssurMiFIDの規制の枠組みと比べると緩和されているように見受けられます。IDDの下ではMiFID I特有の利益相反の枠組みは、保険ベースの投資商品に関してのみ適用される一方、ベルギーの立法当局は、損害保険商品にも適用されるようにしています<sup>6</sup>。報奨金に関しては、あらゆる商品に適用される契約前の透明性に関する要件は、報酬の内容の一般的開示に限定されます(金額・算定方法は非開示)。

報奨金に関する追加基準は、保険ベースの投資商品にのみ適用されます。もう一つの重要な相違点は、IDDでは、サービス品質向上テストがより緩やかなサービス品質向上チェックに変更されていることです。つまり、報奨金がサービスの質に悪影響を与えないことが確認されればよいことになっています。今後公表される最終的なレベル2規則において、この確認がさらにどのように定義されるかは現時点では不明です。

### 追加の取り組みが必要となる領域

AssurMiFIDの現行の規制の枠組みを考えると、IDDがベルギー市場に与える影響は、他の一部の加盟国よりも限定的になる可能性が高いと思われる。とはいえ、IDDにより、いくつかの重要な追加要件が適用されることとなります。保険セクターは、強化された商品監督・ガバナンス要件(たとえば、ターゲット市場の特定)に従うとともに、損害保険契約については、顧客に保険商品に関する関連情報を提供するために「商品情報説明書(Product Information Document)」を

作成しなければなりません(PRIIPsのKIDと比較される)。

また、MiFID IIIに触発されたいくつかの新たな要件がIDDにも導入されており、保険ベースの投資商品に適用されます。これにより、保険会社と仲介業者は、助言を提供する場合、契約締結前に、助言の内容とそれが顧客のニーズにどう適合しているかを記載した適合性説明書を交付しなければなりません。定期的な適合性評価が提供されている場合は、顧客に追加情報を与えなければなりません。顧客はまた、関連するリスクについて適切な説明と警告を受け、販売費用に関する情報(その情報がまだ主要情報文書に記載されていない場合)を含む、費用と関連手数料についての情報を受け取る必要があります。

独立した助言に関するMiFID IIのより厳格な報奨金の枠組み、すなわち報奨金の禁止は取り入れられていません。しかし、IDDは加盟国がより厳しい報奨金要件を課すことを明示的に認めています。

### 要点:

- ベルギーは、保険業務行為に関連する欧州の法律制定に先行しています。
- 規制の枠組みはまだ最終決定しておらず、IDDとMiFID IIの今後の整合については現時点ではまだ不明です。
- 公平な環境の実現は依然として難しい課題です。
- ベルギーでは、保険仲介業者の数が著しく減少しています。

6 ソルベンシーIIの枠組みによって決定された一般的な利益相反規則に影響しない範囲での適用。

報奨金と利益相反に関するMiFID Iの規則は、AssurMiFIDにそのまま取り入れられており、あらゆる種類の保険契約と保険販売サービスに適用されます



AssurMiFIDとIDDの両方とも、その最終的な意図は、投資領域において公平な環境を構築することですが、それぞれの規則（AssurMiFID、IDD、MiFID II）の間には相違点が残っています。

IDDは、「最低限の調和」を図る指令で、加盟国に独自の施策を取り、独自の特徴を加える余地を残しています。

IDDの国内法化に関するベルギーの立法当局の立場は現段階では完全には明確ではなく、特に立法当局が、国内法の水準をMiFID IIと全く同じ水準まで引き上げることを目指すのかどうかは不明です。

# 事業の将来の成功を 確実にする 投資運用の コンプライアンスの枠組み

クリーブ・ローレンス・キング  
(Clive Laurence King)  
ディレクター  
ファイナンシャル・サービス  
デロイト

デロイト・ファイナンシャル・サービスの投資運用マネジャーから見た投資運用コンプライアンスの枠組みの概要を紹介します。

投資運用会社は、「コンプライアンス」という言葉に抵抗を感じるものが少なくありません。本稿では、投資運用会社全般にとってのコンプライアンス機能の重要性と意義について理解を促進することを目指します。また、ドイツ市場独特の動向から生じている追加的なコンプライアンス義務も考慮に入れました。

多くの投資運用会社の執行役会は、コンプライアンス機能をもつば規制上の義務としか見ておらず、必要ではあるけれども非生産的な支出と考えていることが少なくありません。しかし、適切なアプローチをもってすれば、**効果的なコンプライアンス組織は、事業に真の利益をもたらす、不要な罰金や処罰を回避することができます。**

コンプライアンス機能を効果的に果たすために必要なすべての情報にアクセスできない、あるいは、全社的に有効な統制を確立していない非効率的なコンプライアンス組織は、過剰なリスクテイクを防ぐことができません。これは、深刻な結果を招き、会社の評判へのダメージにつながるおそれがあります。コンプライアンス組織がその職務の遂行において効果的に機能していなかったために、会社の評判へのダメージと

巨額の罰金を防ぎきれなかった最近の有名な事例として、フォルクスワーゲン（VW）の排出ガス不正問題とドイツ銀行のLIBOR不正操作事件を挙げることができます。

したがって、「**コンプライアンスの枠組みの重要性とそれが事業にもたらす付加価値は、決して過小評価してはならない**」ということは、何度でも繰り返し述べる価値があります。



それゆえに、本稿では、コンプライアンス機能が企業にもたらしうる利益に焦点を当てるとともに、コンプライアンス部門が執行役会を支援して、絶え間なく変化する多数の規制ガイドラインを守りつつ事業を発展させる最も実効性の高い方法を見出せるような重要性も取り上げたいと思います。

執行役会にまず気付いてほしいことは、コンプライアンス組織に対する最終的な責任は執行役会が負うということです。ドイツでは規制当局(ドイツ金融監督庁: BaFin)が、EU規則ならびに国内の証券取引法(WpHG)および金融投資法(Kapitalanlagegesetzbuch: KAGB)に従って、すべての金融機関と投資運用会社のコンプライアンス機能に導入を求め一連の最低要件を定めています(MaRisk、InvMaRisk、MaCompなどにおいて規定)。

これらの要件に従って、執行役会は、自社とその従業員が自社の事業に適用されるあらゆる規制要件を確実に遵守するように、十分な方針および手続を確立し、適切なリソース(財源、人材およびIT)を維持する義務を負います。

特に要求される責務は、既存のビジネスプロセスだけでなく事業開発を支える能力も備えつつ、必要に応じて過剰なリスクをコントロールし、防ぐことを可能とする、恒久的かつ有効なコンプライアンス機能の確立です。

コンプライアンス部門がその機能を適切に果たすには、社内で確立された統制の有効な実施を確保できるよう、必要なあらゆる情報にアクセスできなければなりません。また、独立性を確保した上でその責務を遂行しなければなりません。

コンプライアンス機能は、組織内においてコンプライアンスの枠組みが適切に確立されることを確実にしなければなりません。コンプライアンスの枠組みは、「第2の防衛線」としてのコンプライアンス・チームが、事業部門(「第1の防衛線」)によって整備された方針、手続および統制の妥当性を確認し、必要な統制活動の有効な実施を確保するものです。実際、法律の規定を遵守し、必要な統制(内部統制)を実施する責任は、事業部門にあります。

したがって、コンプライアンス機能を最も有効に発揮させるには、コンプライアンスの枠組みが最初に適切に

構築されていることが不可欠です。コンプライアンス機能は、事業部門が日常業務における法的義務と将来の法的義務の両方を遵守しており、かつ、その遵守の継続を確実にするのに十分かつ適切な統制の確立を確保しなければなりません。

そこで必要となるのが、監視のための統制とシステムを備え、必要に応じて方針および手続の変更について助言する、十分な能力を持ったコンプライアンス・チームとコンプライアンス監視組織であり、そのためには、組織が時間とリソース(人材、ITおよび資金)の両面からコンプライアンス機能に初期投資することが求められます。▶





最初の年は、必要なあらゆる統制と監視組織を構築しなければならず、集中的な取り組みが必要となるため、コンプライアンス機能への初期投資は相当な規模に上る可能性があります。いったん統制が整備されれば、重要なプロセスに根本的な変更を加える必要が生じない限り、現行の事業と将来の事業のための統制の監視と助言がコンプライアンス部門の主な役割になるため、労力と関連コストは著しく減少するはずですが。

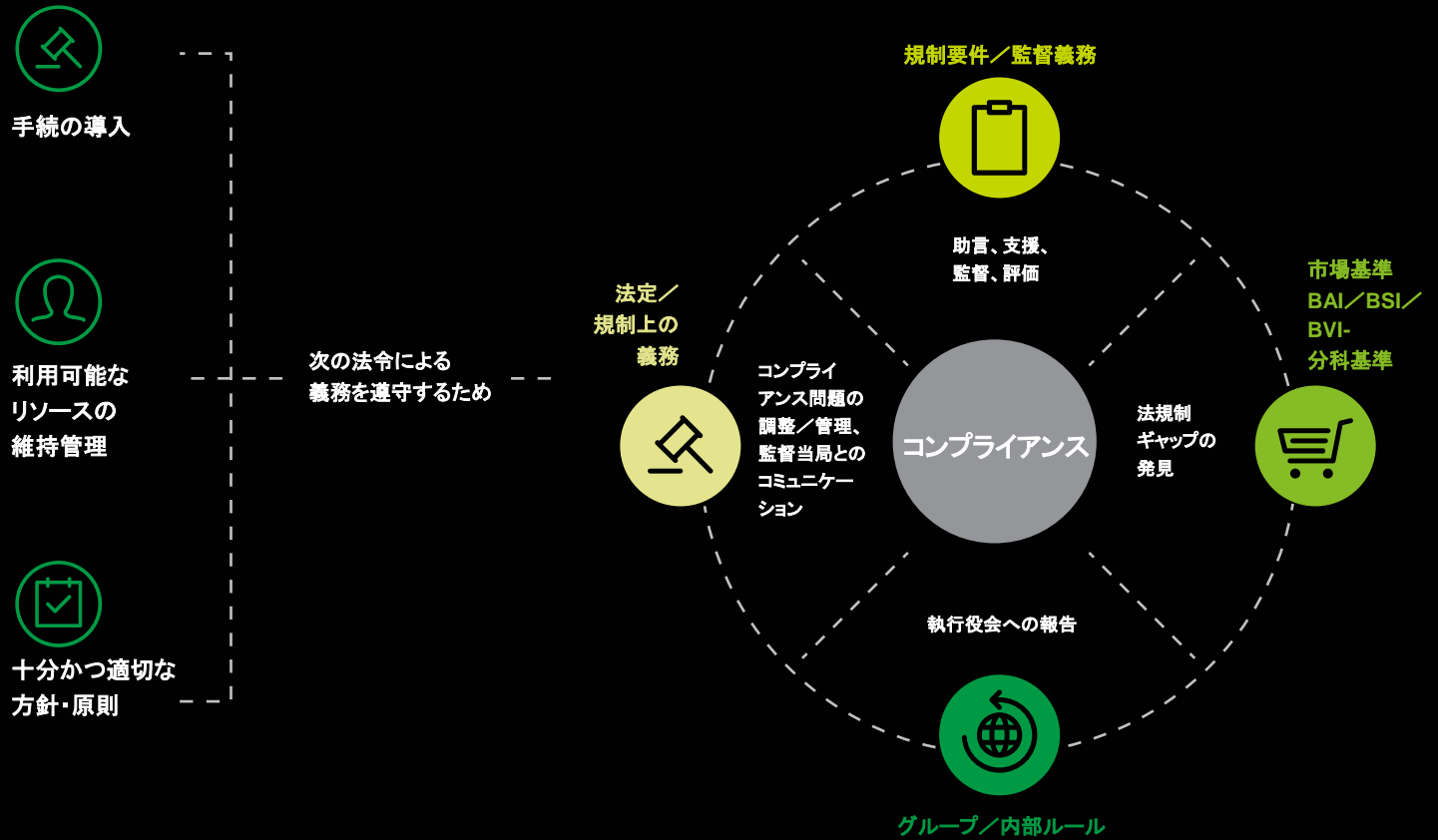
そのため、コンプライアンス部門はまず、組織全体の活動について年次コンプライアンスリスク評価を実施し、その結果に基づいて、必要な措置や実施すべきプロジェクト、コンプライアンスを確実にするためのスケジュールを決定する必要があります。これをもとに、その年度のコンプライアンス監査計画が策定され、コンプライアンス部門はこの計画に沿って、整備されたあらゆる統制が意図された通りに機能しているかどうか、あるいは何らかの是正措置が必要かどうかを確認することができます。

それに加えて、投資運用会社は、少なくとも無作為抽出法で、組織の全体的な内部統制システムが適切に機能していることを確認しなければなりません。バックオフィスやその他の指定従業員による取引の監視などの統制／監視活動—コンプライアンス組織によってではなくても、オペレーショナルリスクや内部監査を担当する組織によって—も同様に実施する必要があります。

適切に導入されれば、コンプライアンスの枠組みは、デロイトのコンプライアンスの枠組み(ドイツでは、カストディアンと協力する義務も含まれます)に示されているあらゆる項目をカバーすることになります。 ➤

**投資運用会社は、少なくとも無作為抽出法で、組織の全体的な内部統制システムが適切に機能していることを確認しなければなりません**

# 執行役会の最終的な責任



## コンプライアンス部門の活動領域

- 全般**
  - プロセスおよび手続の検証
  - 記録管理と文書化
  - 従業員向けのコンプライアンス関連基準の確立
  - データ保護責任者
  - 従業員向け研修の必要性とその質
- 取引/資金管理/報告義務の監視**
  - 最良執行方針
  - 従業員による取引
  - 利益相反
  - 新商品/市場/報告義務 (AIFMD、EMIR等)
  - 議決権および議決権通知・開示
- ガバナンスと誠実性**
  - 行動規範
  - 利益相反の回避
  - 「KVG」インセンティブおよび報酬システムと事業戦略、リスク戦略、販売戦略の適合性
  - ビジネスパートナー/サービス・プロバイダーに対するインセンティブの評価
  - コンピテンシー規定の確立
  - 不正防止
  - 苦情処理
- 販売**
  - 誘引報酬/利益相反
  - 販売原則/売上手当/贈収賄・腐敗行為防止/贈答品およびその他の現金以外の便益
  - 目論見書、KIID、マーケティングおよび販売上の問題、PRIIPSに関する検証と協議
  - 購入申込への対応と管理
- リスク管理とアウトソーシング**
  - 規制リスクの統制
  - アウトソーシング契約の内容
  - アウトソーシングの統制: 委託先/サービス・プロバイダーの定期検査
- ファンド規制の監視**
  - 投資制限と投資原則
  - 目論見書に記載された約束
  - 投資家プロフィールとリスクプロフィール
  - 評価
  - レバレッジ
- KYC: 顧客確認**
  - 顧客、資産運用会社、カストディアンに関するKYC
  - マネーロンダリング防止とテロ対策
  - 贈収賄・腐敗行為防止 (ABC)
- カストディアンとの協力**
  - 承認を要する取引
  - KVGの協力義務
  - 全般的協力およびSLA



## 最悪の場合、 コンプライアンス の失敗は、執行 役会のメンバーに 個人的な悪影響 をもたらすおそれ があります

コンプライアンスを重視する規制の動きは、すべての投資運用会社にとって急速に重要性が高まりつつあります。

欧州議会が数多くの新たな規制要件が同時期に制定され<sup>1</sup>、それと並行してパーゼル委員会、国際会計基準審議会 (IASB) および証券監督者国際機構 (IOSCO) から相次いで提案や提言、基準が発表される<sup>2</sup>中、こうした要件を適用するだけでなく、コンプライアンス機能を通じて適切な監視システムを確実に導入する必要性が今まで以上に高まっています。コンプライアンスが適切に実施されていない場合、会社の評判が大きなダメージを受けるだけでなく、規制当局から厳しい処罰や制裁を受けることになりかねません。先に言及したVWとドイツ銀行の事例では、どちらも法規違反によって科せられた罰金の支払いに備えるために

数十億ユーロ規模の引当金を計上しなければなりませんでした。

さらに、最悪の場合、コンプライアンスの失敗は、執行役会のメンバーに個人的な悪影響をもたらすおそれがあります。例えば、執行役会の責任あるメンバーとして業務を行う資格を失い、それに伴って個人的な評判を失い、場合によっては職を失うことにもなりかねません (VWとドイツ銀行のどちらもCEOもそうになりました)。

したがって、コンプライアンス部門にとって、日常業務の監視、現行の規制の遵守確保、そして将来の要件に備えて自社の手続やプロセスをどのように適応させるべきかについての経営陣と事業部門への情報提供の適正なバランスを見出すことが必須となります。

1 CRD IV、CRR、MAD/MAR、MiFID II/MIFIR、EMIR、UCITS V (OGAW V)、CSDRなど

2 BCBS 239、FINREP、IFRS第9号など

コンプライアンス部門が果たす役割は、以下の領域においても重要性が高まっています。

- 新商品の開発
- 苦情のエスカーレション対応
- 利益相反が存在しないことを確実にするために、会社の報酬制度を策定
- 財務部門とリスク部門の支援を得て、新たな規制要件をプロジェクトの実施や日常業務にどのように取り入れるかについて助言

コンプライアンス部門は、規制要件の遵守を確実にするだけでなく、経営上層部にコンプライアンスリスクやオペレーショナルリスク、手続の不備、苦情、規制の変更について定期的に報告し、取るべき対策について助言しなければなりません。コンプライアンス部門はまた、投資運用会社による規制および法律上の義務の遵守に関するあらゆる事項について、規制監督当局との主要な窓口としての役割を果たす必要があります。それに加えて、その独立した役割の遂行において、会社の評判へのダメージを防ぐために、会社に存在する可能性のある重大なコンプライアンス上の問題を規制当局に通報する早期警報システムの役割も果たさなければなりません。

#### 結論

コンプライアンス部門が本来果たすべき機能を果たしていれば、全社的な年次コンプライアンスリスク評価プログラムの適切な適用を通じて、問題が表面化する前に、コンプライアンス問題が発生する可能性のある領域を識別できます。このようにコンプライアンス部門は、執行役会の右腕となり、会社のリスク負担能力やコンプライアンスの改善が必要な領域のほか、顧客や商品から生じるリスクの過剰な集中、ターゲット市場の消失などについて、適時に執行役会に警告を発する役割を果たすことができます。


効率的なコンプライアンスの枠組みは、適切な統制と監視、既存の事業の経営に関連するあらゆる規則の遵守を確実にするだけではありません。新規事業の開発において、必要な免許、報告、手続の申請や準備を適時に実施することで、事業開発が最適な形で進むことを確実にします。

そのような情報はまた、執行役会が先を見据えて事業戦略を策定し、必要に応じて調整することを可能にします。したがって、**効果的なコンプライアンス機能は、既存の事業を継続させるだけでなく将来の事業開発を成功させるためにも欠かせません。**

#### 要約:

- 適切に整備されたコンプライアンス組織は、事業に真の利益をもたらし、不要な罰金や処罰を回避することができます。
- コンプライアンスリスク評価プログラムを全社的に適用することで、コンプライアンス問題が発生する可能性のある領域は、実際に問題となる前に発見し、対策を取ることができます。
- 効果的なコンプライアンス組織は、規制要件の遵守を確実にします。具体的には、手続の不備に関するコンプライアンスリスクとオペレーショナルリスクを監視します。また、組織に影響する変化と次に取るべき対策について、経営上層部に助言します。
- 効果的なコンプライアンス機能は、現行の事業を継続させるだけでなく将来の事業開発を成功させるためにも、欠かせません。





# 英国の EU離脱投票 投資運用会社への 影響

トニー・ゴーハン  
(Tony Gaughan)  
パートナー  
コンサルティング  
デロイト

ラーフル・シャルマ  
(Rahul Sharma)  
ディレクター  
ファイナンシャル・サービス  
デロイト

ジョイ・カーショー  
(Joy Kershaw)  
マネジャー  
リスクアドバイザリー  
デロイト

欧州連合を離脱するという英国の国民投票の結果は、投資運用会社に大きな不確実性を生み出しており、その投資戦略、クロスボーダーの事業、場合によっては人材を引きつけて維持する能力にも影響を与えかねません。投資運用会社は、不確実な環境の中で先を見据え、いくつかの決定を行う準備をする必要があります。▶



## ブレグジットの国民投票は、オープンエンド型不動産ファンドなど、英国の一部のアセットクラスに悪影響を与えています。

大方の予想を覆してEU離脱を決めた英国の国民投票の結果は、同国の経済成長見通しに不確実性を生み出し、投資運用会社に戦術的および戦略的課題を投げ掛ける結果となりました。ブレグジットへの準備は、英国によるEU条約第50条の発動のタイミング、英国とEU双方の交渉の姿勢、そして最終的な結果を取り巻く相当な不確実性によってさらに複雑になると考えられます。

英国にとって最も可能性の高い選択肢は、欧州経済領域（EEA）の残留（この場合、英国は引き続き自由貿易圏と、いわゆる「パスポート」制度にアクセスできる）、または欧州自由貿易地域への参加（この場合、自由貿易圏にはとどまるがパスポート制度を自動的に利用する権利は失う）、もしくは世界貿易機関（WTO）ベースでの単独での活動（自由貿易圏を離脱し、かつパスポート制度を自動的に利用する権利を失う）などさまざまです。最終的な結果に幅があることと、結果とは関係なく、交渉プロセスの長期化によって英国（場合によってはEU）の成長に悪影響が及ぶ可能性があることから、投資運用会社は今からきめ細かな準備を始めるべきです。

英国と世界の金融市場はブレグジット投票後、当初の動揺が収まってからは、（これまでのところ）落ち着きを見せています。米国の株式市場は高値を更新しており、英国と欧州の主要指数はブレグジット決定後の落ち込みから回復しています。また、ポンド安は、特に英国の多国籍企業にとって追い風となり、国内企業の株価を上回る結果となっています。イングランド銀行が1,700億ポンド規模の刺激策とともに金利引き下げに踏み切ったことにより、英国の国債と社債の利回りは急低下しています。一方、欧州でも中央銀行による刺激策強化が期待されることと、米国の利上げが緩やかになるとの見通しが相まって、世界全体で債券価格が上昇しています。

とはいえものの、ブレグジットの国民投票は、オープンエンド型不動産ファンドなど、英国の一部のアセットクラスに悪影響を与えています。大規模な解約が発生し、数多くのファンドで解約停止が相次ぎました。同様に、住宅建設会社や銀行などの国内事業を中心とする英国企業の株価は、国民投票前の水準を依然として大きく下回っています。英国経済見通しの不確実性の影響による直撃を受けたのは英ポンドで、対ドルおよび対ユーロで10%以上の安値となりました。経済成長の鈍化によって英国におけるファンドの販売も鈍化することが懸念されています<sup>1</sup>。離脱投票を受けて欧州の投資家が「リスクオフ」モードに切り替えたため、特に株式ファンドが解約によって最も大きな打撃を受けました<sup>2</sup>。大規模な解約に見舞われた投資運用会社は、利益が縮小するかもしれません。手数料をポンド建てで受け取っていて、他通貨で費用を支出している投資運用会社についても同じことが言えます。逆に、他通貨で手数料を受け取っていて、ポンド建てで費用を支払う場合は恩恵を受けることになります。投資運用会社はまた、投資家による大量解約が生じた場合に、ファンドの流動性が圧迫されることにも警戒する必要があります。

ブレグジットによる中長期的な影響は、現時点では不透明です。金融市場は底堅さを見せているものの、再交渉期間中の不確実性はおそらく、英国とEU広域の両方の経済成長見通しに悪影響を与え、市場の不安定期を引き起こすと思われます。ブレグジットはまた、他のEU加盟国における同じような国民投票へとつながる可能性があり、EUの将来に疑問を



投げかけています。世界最大の貿易ブロックとしての欧州の役割を考えると、他の加盟国も離脱することになった場合、世界の経済活動に大きな影響を与え、結果的に資産価値を損なうおそれがあります。このような不確実な環境の中、投資運用会社は、収益とファンドの流動性への今後の影響に新たに重点を置くとともに、経営モデルと人員への影響も考慮に入れて危機管理計画を更新する必要があります。

とりわけ大きな経営課題は、EEAの投資運用会社が支店を通じて、あるいは物理的に拠点を持たなくても、どのEEA加盟国においてもサービスを提供できるようにするパスポート制度をめぐる不確実性です。EEAパスポート制度の適用から外れる可能性は、多くの英国の金融サービス企業にとって非常に大きな問題である一方、多くの投資運用会社は、EEAに参入する必要があった場合、パスポート制度の適用がなくても比較的有利な立場にあります。それでも、その影響は決して小さいとは言えないでしょう。

現在の規制制度の下では、英国の投資運用会社は、英国国外にUCITS<sup>3</sup>運用会社あるいはUCITSファンドを持っていなくても、EEA全域でUCITSの投資信託の販売を行うことができます。実際、多くの英国の投資運用会社はすでにEEA UCITS運用会社とEEA UCITSファンドを持っており、現地預託機関を指定しています。英国の投資運用会社は一般的に、ファンドの英国国外の本拠地としてルクセンブルクとアイルランドを選ぶ傾向にあります。これは一つには、両国のアセットサービスとファンド運用のためのインフラビジネスが発達しているためです。ポートフォリオ運用は通常、英国の事業体に委託されます。これは、多くのグローバルな投資運用会社の採用しているモデルと似ています。この体制の下では、EEAのファンド運用会社が英国のポートフォリオマネジャーを十分に監督できるようにする必要があります。

一例として、ルクセンブルクの投資ファンド業界は、英国の投資運用会社が資産運用部門を

英国外に移すことを期待していません。むしろ、経営モデルへの混乱を回避し、追加コストをできる限り少なくするような実用的なソリューションを英国の投資運用会社に提供することに主眼を置いています。例えば、資産運用会社は、初期段階で外部サービス・プロバイダーの協力を得ることで、欧州大陸でファンド組織を設立する、あるいは欧州大陸にファンドの本拠地を移すことを検討できます。➤

- 1 イングランド銀行は8月に、2017年のGDP予想をプラス2.3%からプラス0.8%に引き下げました。
- 2 Morningstar Direct<sup>SM</sup> Asset Flows Commentary: Europe, Morningstar, July 2016
- 3 譲渡可能証券の集合投資事業 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)





## EEAパスポート制度の適用から外れる可能性は、多くの英国の金融サービス企業にとって非常に大きな問題である一方、多くの投資運用会社は、EEAに参入する必要があった場合、パスポート制度の適用がなくても比較的有利な立場にあります

英国がUCITSのパスポート制度を利用できなくなった場合、英国を本拠地とするファンドの販売を行う投資運用会社がEEAのリテール投資家への販売を継続したいならば、EEAにUCITS運用会社とファンドを設立する(または現行の体制を拡大する)必要があります。英国籍ファンドに投資しているEEAの投資家が非英国籍ファンドに変えた場合、または英国籍ファンドが本拠地を変えた場合、投資家に税務上の影響が生じるかどうかという点を含め、検討すべき問題が数多くあります。EEAの投資運用会社が英国のリテール投資家を対象に販売する場合、英国籍ファンドを設立するか、非英国籍ファンドを申請して現行の英国の規則の下でFCAの「認可」を受けることができます。後者の選択肢の場合、ファンド承認プロセスを通じて、同等の消費者保護対策を取っていることをFCAに証明する必要があります。

非リテールファンドの場合、AIFMD<sup>4</sup>パスポート制度を利用できなくなると、英国籍ファンドまたは英国のオルタナティブ投資ファンド運用会社が運用しているファンドは、各国固有の規則(いわゆる「国別私募規制」)に基づいて認められている場合のみEEA域内で販売が可能となります。非EEA籍のファンドの販売をどの程度認めるかについては、EEA加盟国の間で大きなばらつきがあります。英国は比較的自由ですが、一部の国は非常に厳しい制限を設けています。英国の投資運用会社が現行のAIFMDパスポート制度を利用するためには、ファンドとオルタナティブ投資ファンド運用会社の本拠をEEA域内に置く必要があります。ただし、ポートフォリオ

運用は引き続き英国の事業体に委託することができます。一方、EUが投資家保護、市場の混乱、競争、システミックリスクの監視に関して英国の規制が重大な障害をもたらさないと認めた場合、英国にAIFMD第三国パスポートが与えられる可能性があります。EUは現在、5つの国・地域(スイス、カナダ、ジャージー、ガーンジーおよび日本)にもパスポートを拡大することを検討しています。EUがAIFMDパスポートを英国の投資運用会社にも与えることにした場合、EEA域内で承認を得ることとAIFMDを完全に遵守することを条件として、EEA域内で直接、特定投資家にアクセスすることを認めると考えられます。

機関投資家からのマニフェストを運用している英国の投資運用会社は現在、EEA域内の顧客へのアクセスを可能にするMiFID<sup>5</sup>パスポート制度の恩恵を受けています。英国の投資運用会社がこのパスポート制度を利用できなくなった場合、各国固有の規則に基づいて認められている場合にしかEEA投資家の個別マニフェストを運用できなくなるため、EEA域内により大きな事業基盤を確立する必要があるかもしれません。一方、2018年1月に施行が予定されているMiFID IIIは、非EEA加盟国について同等性評価制度を導入しています。欧州委員会が英国のブルーデンスおよび行動規制が同等であると認めた場合、英国の投資運用会社は、ESMAへの登録後、支店や子会社を設立しなくてもEEA域内で特定投資家に投資サービスを提供するための「第三国パスポート」を取得することができます。同等性を認められるためには、英国は、EEAの企業に英国への同等の水準のアクセスを提供する必要があります。英国は現在、「外国人除外規定(overseas persons exclusion)」<sup>6</sup>に基づき、第三国の投資運用会社が特定の種類の英国顧客に特定のサービスを提供することを認めています。

投資運用会社はまた、販売ネットワークについても考慮する必要があります。というのも、英国に本拠を置く販売業者は、対象国において認められている場合のみEEA域内のリテール顧客にファンドを販売することが可能となり、MiFID IIIはリテール投資家への販売について第三国パスポートを一切提供していないからです。英国に本拠を置く販売業者は、EEA支店(対象国において認められている場合)またはEEA子会社(MiFIDパスポートを通じてEEA全域でリテール顧客にアクセスできる)を設立する必要があるかもしれません。また、EEA域内に本拠を置く販売業者が英国の顧客にサービスを提供している場合、英国支店または英国子会社の設立が必要となる可能性もあります。

4 オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (Alternative Investment Fund Managers Directive)

5 金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive)

6 外国人除外規定は、2000年金融サービス市場法(規制業務)命令2001に定められています。

英国が既存のパスポート権を失った場合、投資運用会社は現在のEEAおよび英国の拠点を見直さなければなりません。英国の投資運用会社は、EEA域内に十分な事業基盤があり、その資本と人員がEEA域内における事業拡大計画を支えるのに適切な水準にあることを確認する必要があります。必要となる経営再編は、既存のEEAでの事業基盤の規模によってそれぞれ大きく異なると思われます。非リテール事業については、英国がMiFID IIとAIFMDに基づき第三国パスポートを与えられたならば、経営上の影響は軽減されるでしょう。しかし、英国のEU離脱とパスポートの付与までの間に空白期間が生じる可能性があります。また、英国がパスポート基準を満たさなくなった場合、EUは今後パスポートを撤回できるようになります。英国の顧客にアクセスしようとする欧州の投資運用会社も、その英国内の事業基盤の規模を見直さなければなりません。現在、英国は非EEA域内の事業に対して、多くのEEA加盟国よりもオープンな姿勢を取っているため、欧州の投資運用会社が英国市場にアクセスしようとする場合、英国の投資運用会社がEEA市場にアクセスしようとする場合に比べて障壁は少ないと言えます。しかし、英国はその交渉の一環として、相互性を求める可能性があります。

英国の投資運用会社にとっては、人材管理も非常に重要な経営課題になるでしょう。投資運用セクターで働く人員は、市場のグローバル化を反映していることもあって、さまざまな国の

出身者を多く抱える傾向にあります。ブレグジットの国民投票以降、投資運用会社は英国で勤務しているEEA出身者（さらには、EEAで勤務している英国人）に安心感を与えることに努めており、今後もできる限りそうする必要がありません。英国が欧州の投資運用業界において中心的な役割を維持し、英国に本拠を置く投資運用会社が事業を成功させるためには、EU出身の人材を含むトップレベルの人材の活用が不可欠です。このため、今後も投資運用会社から英国当局への働きかけが続くと思われます。

最後に、課税に関しても、企業グループとファンドビークルの双方に経営課題が生じます。これまでは加盟国間で税法規の調和が進んでおり、特定のEEA加盟国において事業を設立することでもたらされるメリットとデメリットの両方が少なくなっていました。EU法の影響、条約の自由、国内法改正の可能性によって、法人とファンド双方の税負担が増えかねません。

ブレグジットがもたらす経営上・戦略上の課題に直面する中、投資運用会社は、先を見据えて検討し、想定しうるあらゆるシナリオを考慮する必要があります。英国とEUの今後の関係の詳細は当分の間はつきりせず、事業の変更には時間がかかるため、不確実な環境において何らかの決定を下す準備を整えなければなりません。

また、長期的な戦略とポジショニングを見直し、アップデートすることも必要です。例えば、現在抱える商品および顧客がもたらすブレグジット後の影響は、それぞれのビジネスモデルに内在する相対的な強みと弱みを明らかにすると同時に、商品開発機会や戦略ギャップを浮き彫りにするでしょう。

## 要点:

- EUを離脱するという英国の国民投票は、大きな不確実性を生み出しており、英国とEU全体の経済成長見通しに悪影響を与える可能性があります。実際、英国とEUの今後の関係とクロスボーダーの事業にもたらされる障害の規模は、当面の間ははっきりしないでしょう。このような不確実な状況の中で、投資運用会社はいくつかの重要な決定を下す必要があります。
- クロスボーダーの事業への影響を最も強く受けるのは、リテール顧客にサービスを提供している企業です。非リテール事業の

場合、英国がMiFID IIとAIFMDに基づき第三国パスポートを与えられたならば、ブレグジットの影響は一部軽減されるでしょう。そのためには、英国の規制制度がEUの規制制度と比較して十分に堅固であると認められなければなりません。パスポートが与えられない場合、英国の投資運用会社はEEAの顧客へのサービス提供を継続するために、EEA域内により大きな事業基盤を確立する必要があります。

- 英国が国際的な事業に対して比較的オープンな姿勢を取っていることを考えると、EEAに本拠を置く投資運用会社が英国市場にアクセスしようとする場合、たとえパス

が利用できなくなっても、英国に本拠を置く投資運用会社がEEA市場にアクセスしようとする場合に比べて、障壁は少ないと言えます。しかし、英国政府はその交渉の一環として、相互性を求める可能性があります。

- 投資運用会社は、現在働いている従業員に、可能な限り安心感を与えるように努める必要があります。英国の投資運用会社は、英国の内外からトップレベルの人材を確保するために、できる限りのことをしなければなりません。

# サステナブルと スマートベータ 両者を生かす 投資手法

ブルーノ・モニエ  
(Bruno Monnier)  
ファンドマネジャー  
オシラム

スマートベータとESG投資は、資産運用界においてそれぞれ確固たる地位を確立しています。根底にある投資哲学は異なるものの、この2つの商業的成功が両立しないとは限りません。両者を融合したアプローチは、マーケティング的な魅力だけでなく、新たな価値ももたらすでしょうか？ [▶](#)





## 経済意識の強い「価値重視の投資家」と並行して、「価値基準重視の投資家」が出現する中、ESGスクリーニングの適用という考えが生まれたのは当然のことと言えるでしょう

ESG<sup>1</sup>投資とスマートベータは、単なる商業的な成功でもなければ、偶然的な産物でもありません。どちらも、透明性と説明責任を強化しようとする金融業界全体の流れから生じたものです。この二重の要求は、現在の金融市場特有の防御反応に起因していると見ることができますが、同時に、あらゆる業界においてサービスに対する期待が変化し、アクセシビリティ、比較可能性、個別化、フィードバックの機会の有無が重視されるようになってきているという大局的な観点から捉えることもできます。

スマートベータは、以前はアクティブ運用業界の中で守られてきたノウハウを、インデックス運用の最前線に押し出したものにほかなりません。投資の手法と詳細を開示することによって、ポートフォリオマネジャーはデータを公開するだけでなく、最終投資家にそのプロセスと導入に挑戦する力を与えているのです。これはつまり、特定のニーズへの対処時に活用できる配分手法と経験値が詰まった、贅沢な工具箱なのです。

ESG投資を推進する要因は、数多く存在します。企業の説明責任の強化は、情報量の豊富な報告を通じた情報の非対称性の是正という形で何よりも優先され、議決権代理行使を用いた株主の関与の高まりへとつながっていきます。さらに、ESGの発展に伴い、純粋な財政的領域にとどまらず、さまざまな考え方やテーマに沿った投資も盛んになりました。最後に、アナリストの間では、ホモ・エコノミクス(合理的経済人)にとって財務データ以外のデータが重要であり、迫りつつあるグローバルな課題に対処するためには総合的な枠組みが必要であることが改めて認識されています。

動機という点では共通点が多いものの、ESGとスマートベータは、全く異なる過程をたどって確立された手法です。この成立過程における違いがあるからこそ、両者を組み合わせることで達成しうる成果に、より多くの可能性と価値が生まれます。実現しうる相互作用をすべて洗い出して分類することは、学術的な観点からは興味深いでしょうが、差し当たっては最も分かりやすいケース、つまりスマートベータ手法を、ESG基準に準じた企業の選別に適用するケースを考えてみれば十分と思われます。

1 ESG: 環境、社会、ガバナンス

経済意識の強い「価値重視の投資家」と並行して、「価値基準重視の投資家」が出現する中、ESGスクリーニングの適用という考えが生まれたのは当然のことと言えるでしょう。こうした価値基準や信念は妥協を許さないものであるため、ポートフォリオ構築においては、そうした基準を優先的に反映させるべく、早い段階で構築プロセスに織り込まなければなりません。もう一つのESG投資手法であるテーマ投資も、同じように考えることができます。つまり、まずテーマが優先されるのです。財務データ以外の参考情報は、そこから得られる有用性と、財務データから得られる有用性とのトレードオフを明確に定義できない限り、別途考慮するのが賢明な第一歩と言えます。

一方、スマートベータを採用している運用会社は、さまざまな投資領域への投資手法の応用や、顧客が投資マニフェストにおいて定義した選別基準に投資プロセスを適用することに精通しています。スマートベータは総じて、金融市場に関するスタイライズド・ファクト(定型化された事実)を利用するため、対象とする市場セグメントがリスクと要因のエクスポージャーにおいて同じ特徴を示している場合はいつでも効果を発揮することが期待できます。地理的にセグメント化された商品が急増した理由は、このコンセプトの応用のしやすさにあります。

一例として、配分手法を直接適用した場合の適合性を事前に確認するため、ESGスクリーニングを実施した後にスタイライズド・ファクトの存在をチェックしてみましょう。それから配分を実施して、その影響を確認します。数値的適用においては、2009年(この年からESGのデータが入手可能)から2016年までの大手米国企業を対象とします。実際の選別については、倫理的スクリーニングと「ベスト・イン・クラス」のポジティブ・スクリーニングを組み合わせたプロセスを考えます。ちなみにこのアプローチは、欧州投資家のコンセンサスを得たアプローチであると考えられます。社会的に論議を呼びかねない企業を対象から外すことで、問題視される企業行動には投資せず、責任ある経営という価値基準を重視する方向でポートフォリオを統一することができます。ベスト・イン・クラスのアプローチは、E、S、Gの各スコアによって測定される方針と戦略の点でピアグループの上位にある企業に高い評価を付けることによって、長期的な見方を取り入れます。

図 11: スマートベータに基づく配分のためのスクリーニングプロセス

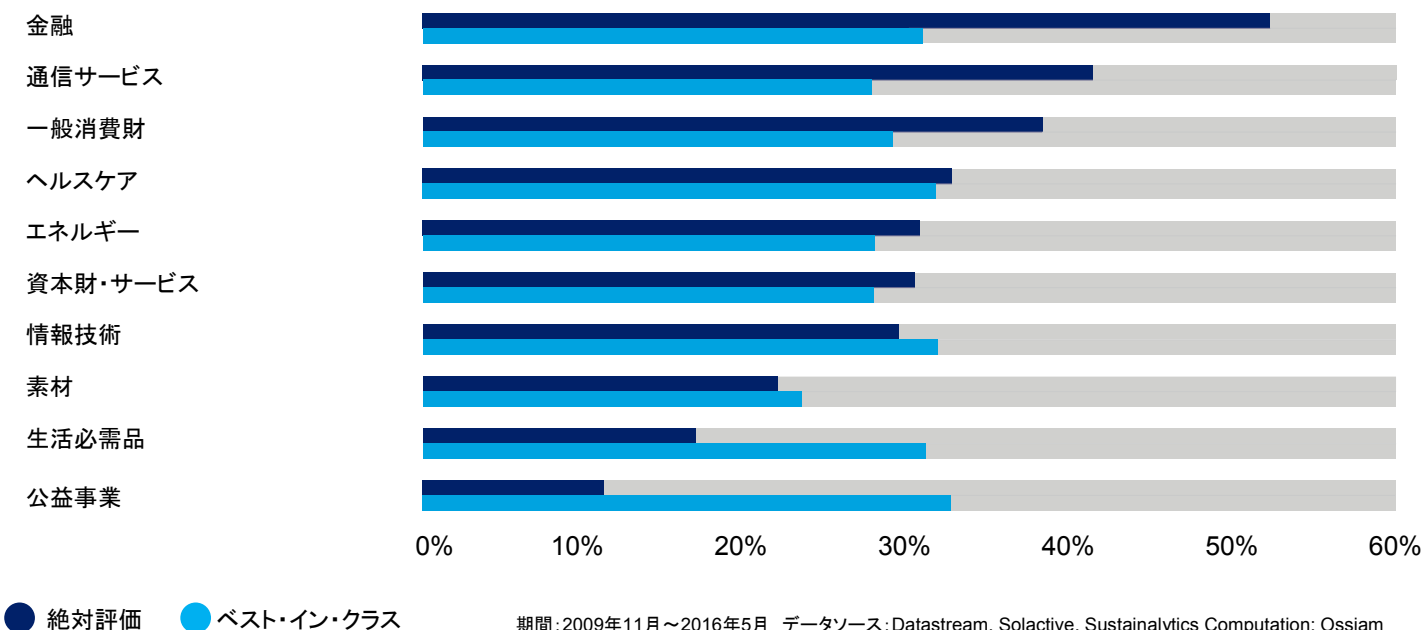


最初に注意すべき点は、定義したスクリーニングによって、投資プールから一つのセクターや市場セグメントが完全に排除されていないことを確認することです。経済の網の目を保つことが市場の構造、リスク、分散効果に関する直感的な判断を損なわない最も効率的な方法です。ベスト・イン・クラス法によるポートフォリオ構築はまさに、これを可能にします。類似の企業群の中で対象グループを選別することによって、最終的な選別においてすべてのグループが代

表され、経済構造が正しく反映されるようにすることができます。一例として、ベスト・イン・クラスのアプローチと、ピアグループを全く考慮せずにESGスコアのみに基づいて実施した選別とを比較してみました。図2に示すように、ベスト・イン・クラスのアプローチでは、金融セクターの企業の30%が除外される一方、絶対アプローチでは、50%も除外されてしまうことが分かります。➡



図2: ESGフィルターによって除外される各セクターの割合



両立可能であるだけでなく、二重のアプローチは、シナジーを生み出せる領域で価値を發揮します

実際、産業が異なると構造的なESGスコアも変わります。事業が環境問題や社会問題にさらされる度合いが異なり、事業によってはESG基準との適合度がさらに下がります。したがって、絶対的評価のフィルターは、特定のセクターに明らかなESGバイアスをかけることになります。

追加的なテストからも、2つのアプローチの両立可能性を裏付ける結果が出ました。例えば、リスク要因へのエクスポージャー(ファーマ・フレンチ)には、統計上有意な変化はありませんでした。各クラスの最上位は、ボラティリティが最も低くなる傾向にあるものの、このスクリーニングプロセスは全体的に、ボラティリティ・スクリーニングのような作用はありません。ただし、企業規模は影響を受け、規模の大きい企業が有利に評価される傾向があります。

実験の締めくくりとして、ESGスクリーニングを実施した場合としなかった場合のさまざまなスマートベータ戦略の結果を比較しました(シミュレーションは2009年まで遡りました)。

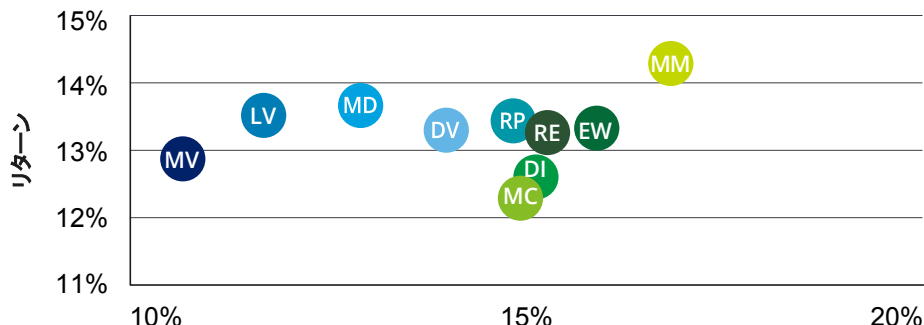
これらの暫定的な結果から、スマートベータに基づく配分によって、ESG投資家のリスクプロファイルに似たような改善と、同一の分散効果がもたらされることが分かりました(図3)。逆の視点から見ると、スマートベータを採用する投資家も、サステナビリティ目標を追加的に取り入れつつ、スマートベータの投資手法を維持することが可能になっています(図4)。

両立可能であるだけでなく、二重のアプローチは、シナジーを生み出せる領域で価値を發揮します。こうしたシナジーを見つけられるかどうかは、投資プロセスの目標によって変わってきます。当然のことながら、リスクベースのスマートベータに基づく配分の場合、ESG分析がもたらす追加的な財務エクスポージャー評価は優れた補完的役割を果たすでしょう。ファンダメンタルベースの配分にも、この種の新しい評価要因が役に立ちます。例えば、カーボンリスクは、規制がどのように業界に影響するか、アナリストの予測にどのように影響するかの判断材料になります。こうした補完的要素を見出し、利用することで、スマートベータはサステナブルなものになるでしょう。

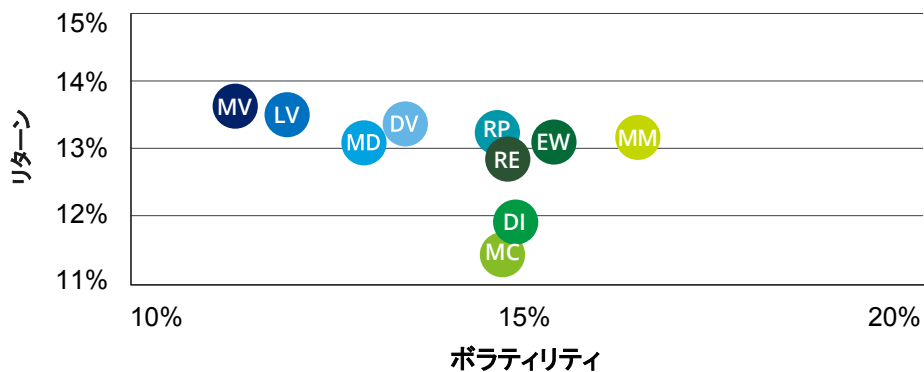


図3: リスク・リターン・プロファイル

スマートベータ戦略、ESGスクリーニングは実施せず



ESGスクリーニングを実施



- MC 時価総額—ベンチマーク
- DI 分散効果加重—相対的順序を維持しつつ、時価総額の差額の影響を抑える
- LV 低ボラティリティ—最もボラティリティの少ないものを選択し、そのインバース・ボラティリティによって加重
- MV 最小分散—分散を最小限に抑えるようにポートフォリオを構築
- DV 配当金加重—配当性向が最も高い企業を選択
- RP リスクパリティ—ボラティリティのインバースによる加重
- EW イコールウェイト—時価総額を考慮に入れず同等の加重を割当
- MM モメンタム—過去のパフォーマンスが良好な企業を選択
- MD 最大分散—ポートフォリオのボラティリティに対して資産加重ボラティリティの比率が最大化するようにポートフォリオを構築
- RE リスク効率—ダウンサイド・ボラティリティの低下を目指す

要点:

- スマートベータとESG投資は、投資家の需要が進化する中で現れた2つの側面です。
- この2つの単純な組み合わせ—ESGによるスクリーニングとスマートベータによる配分—は、両方のアプローチを成立させることができます。
- ベスト・イン・クラスのプロセスを使うことで、この混合手法の価値が確認されました。
  - ESG投資家は、自身の基本的価値基準から逸脱することなく、リスク・リターン・プロファイルを多様化できるようになります。
  - スマートベータ投資家は、ESG領域においても自身の選択した戦略を実行できます。
- 特にリスク管理については、単なる組み合わせというだけでなく、シナジーが存在します。
- この手法が進めば、既存の戦略について、あるいは特定の商品を通じて、他にも同じようなシナジーが現れる可能性が高いです。

図4: ESGスクリーニングがスマートベータ戦略に与える影響

	EW	DI	RP	LV	MM	RE	DV	MV	MD
超過リターンの相関関係	96%	95%	95%	98%	96%	93%	97%	98%	90%
ESGスコアの改善	11%	14%	11%	13%	14%	11%	13%	11%	10%

期間: 2009年11月~2016年5月 データソース: Datastream, Solactive, Sustainalytics Computation: Ossiam

# ウェビナー

## 2016年研修プログラム

2009年以来、デロイトは、投資運用業界のプロフェッショナル向けに、そのナレッジ・リソースを公開してきました。ここで、新たなLink'n Learnのスケジュールをお知らせします。昨年までと同様に、今回も私たちの優れた業界専門家が司会を務めます。これらのセッションは特に、今日の重要なトレンドと貴社のビジネスに影響する最新の規制に関する有用な見識を提供することを目的としています。各ウェビナーの所要時間はそれぞれ1時間となっています。

### 規制

- ETF update  
9月22日
- アセットマネジャーのための  
Basel III and Solvency II  
11月3日
- EMIR  
11月17日

### 業務・手法

- 投資運用業界向けのデジタル  
の機会と脅威  
9月15日
- デリバティブ金融商品-複雑な  
商品のバリュエーション  
10月13日
- 投資運用における新興市場  
10月20日

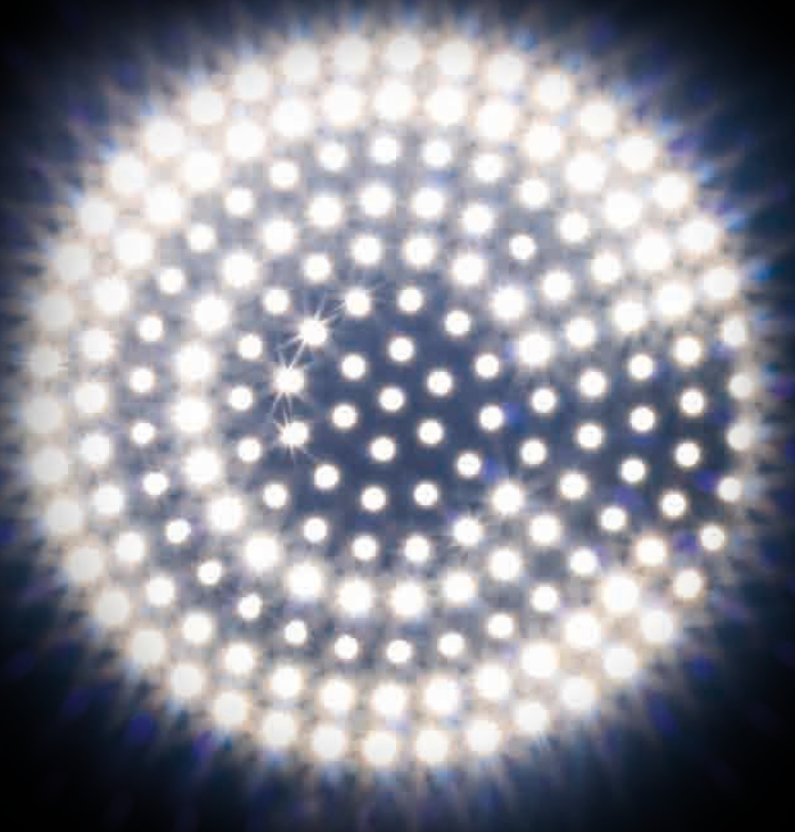
### 投資ファンド入門

- プライベート・エクイティ、  
不動産ファンド、不動産  
およびインフラファンド  
9月8日
- 投資ファンドの税務  
10月6日
- ローンファンド  
12月1日

セッションへのアクセスについては [deloittelearn@deloitte.lu](mailto:deloittelearn@deloitte.lu) までご連絡ください。

日程および詳細はこちら：  
[www.deloitte.com/lu/link-n-learn](http://www.deloitte.com/lu/link-n-learn)

**Deloitte.**



**Bright minds,  
bright ideas**

[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)

# 連絡先

## Africa - East, West, Central and South



**David Nchimbi**  
Partner - Audit  
+255 222 169 000  
dnchimbi@deloitte.co.tz



**Dinesh Munu**  
Partner - Audit  
+27 011 806 575767  
dmunu@deloitte.co.za



**Joshua Ojo**  
Partner - Audit  
+234 190 421 30  
jojo@deloitte.com.ng

## Argentina



**Claudio Fiorillo**  
Partner - MSS  
+54 11 432 027 00 4018  
cfiorillo@deloitte.com

## Australia



**Neil Brown**  
Partner - Assurance & Advisory,  
Wealth Management  
+61 3 967 171 54  
nbrown@deloitte.com.au



**Declan O'Callaghan**  
Partner - Assurance & Advisory,  
Wealth Management  
+61 2 932 273 66  
deocallaghan@deloitte.com.au

## Austria



**Dominik Damm**  
Partner - Advisory  
+431 537 005 400  
dodamm@deloitte.at



**Robert Pejhovsky**  
Partner - Tax & Audit  
+431 537 004 700  
rpejhovsky@deloitte.at

## Bahamas



**Lawrence Lewis**  
Partner - ERS  
+1 242 302 4898  
llewis@deloitte.com

## Belgium



**Philip Maeyaert**  
Partner - Audit  
+32 2 800 2063  
pmaeyaert@deloitte.com



**Maurice Vrolix**  
Partner - Audit  
+32 2 800 2145  
mvrolix@deloitte.com

## Bermuda



**Mark Baumgartner**  
Partner - Audit  
+1 441 299 1322  
mark.baumgartner@deloitte.bm



**James Dockeray**  
Director - Tax  
+1 441 299 1399  
james.dockeray@deloitte.bm



**Muhammad Khan**  
Partner - Audit  
+1 441 299 1357  
muhammad.khan@deloitte.bm

## Brazil



**Gilberto Souza**  
Partner - Audit  
+55 11 5186 1672  
gsouza@deloitte.com



**Marcelo Teixeira**  
Partner - Audit  
+55 11 5186 1701  
marceloteixeira@deloitte.com

## British Virgin Islands



**Carlene A. Romney**  
Director - Audit  
+1 284 494 2868  
cromney@deloitte.com

## Central Europe



**Grzegorz Cimochoowski**  
Partner, Consulting  
+48 22 511 0018  
gcimochoowski@deloittece.com

## Chile



**Ricardo Briggs**  
Partner - Consulting  
+56 2 2729 7152  
rbriggs@deloitte.com



**Pablo Herrera**  
Partner - Financial Advisory  
Services  
+56 2 2729 8150  
paherrera@deloitte.com



**Alberto Kulenkampff**  
Partner - Audit  
+ 56 22729 7368  
akulenkampff@deloitte.com

## China (Southern)



**Sharon Lam**  
Partner - International Tax  
Services  
+852 28 52 65 36  
shalam@deloitte.com.hk



**Anthony Lau**  
Partner - International Tax  
Services  
+852 2852 1082  
antlau@deloitte.com.hk

## Colombia



**Ricardo Rubio**  
Partner - Financial Advisory  
Services  
+57 1 546 1818  
rubio@deloitte.com

## Cyprus



**Panikos Teklos**  
Director - Consulting  
+ 357 994 917 61  
pteklos@deloitte.com

## Denmark



**John Ladekar**  
Partner - Audit  
+45 36 10 20 78  
jladekarl@deloitte.dk



**Anders Oldau Gjelstrup**  
Partner - Audit  
+45 20 41 68 02  
agjelstrup@deloitte.dk

## Finland



**Ilkka Huikko**  
Partner - Consulting  
+358 40 740 3529  
ilkka.huikko@deloitte.fi

## France



**Hélène Alston**  
Partner - Tax  
+33 1 55 61 60 32  
healston@taj.fr



**Stéphane Collas**  
Partner - Audit  
+33 1 55 61 61 36  
scollas@deloitte.fr



**Pascal Koenig**  
Partner - Consulting  
+33 1 55 61 66 67  
pkoenig@deloitte.fr



**Jean-Marc Lecat**  
Partner - Audit  
+33 1 55 61 66 68  
jlecat@deloitte.fr



**Jean-Pierre Vercamer**  
Partner - Audit  
+33 1 40 88 22 03  
jvercamer@deloitte.fr

## Germany



**Andreas Koch**  
Partner - Audit  
+49 892 903 687 39  
akoch@deloitte.de



**Marcus Roth**  
Partner - Tax  
+49 892 903 682 78  
mroth@deloitte.de



**Dorothea Schmidt**  
Partner - Consulting  
+49 699 713 734 6  
dschmidt@deloitte.de



**Christof Stadter**  
Partner - Audit  
+49 89 29036 8269  
cstadter@deloitte.de



**Alexander Wenzel**  
Partner - Tax & Legal  
+49 69 75695 6111  
alwenzel@deloitte.de

## Gibraltar



**Joseph Caruana**  
Partner - Audit  
+350 200 112 10  
jcaruana@deloitte.gi

## Greece



**Alexandra Kostara**  
Partner - Audit  
+30 210 67 81 152  
akostara@deloitte.gr



**Despina Xenaki**  
Partner - Audit  
+30 210 67 81 100  
dxenaki@deloitte.gr

## Hong Kong



**Anthony Ming Young**  
Partner - International Tax Services  
+852 285 210 82  
antlau@deloitte.com.hk

## Guernsey



**John Clacy**  
Partner - Audit  
+44 1 481 703 210  
jclacy@deloitte.co.uk

## Iceland



**Arni Jon Arnason**  
Partner - FAS  
+354 580 30 35  
arnijon.arnason@deloitte.is

## India



**Porus Doctor**  
Partner - ERS  
+91 22 6185 5030  
podocor@deloitte.com



**Vipul R. Jhaveri**  
Partner - Tax  
+91 22 6185 4190  
vjhaveri@deloitte.com



**Kalpesh J Mehta**  
Partner - IM  
+91 22 6185 5819  
kjmehta@deloitte.com



**Bimal Modi**  
Senior Director - FAS  
+91 22 6185 5080  
bimalmodi@deloitte.com



**Monish Shah**  
Senior Director - Consulting  
+91 22 6185 4240  
monishshah@deloitte.com

## Indonesia



**Rosita Sinaga**  
Partner - Audit  
+62 21 2992 3100  
rsinaga@deloitte.com



**David Dalton**  
Partner - Consulting  
+353 140 748 01  
ddalton@deloitte.ie



**Brian Forrester**  
Partner - Audit  
+353 141 726 14  
bforrester@deloitte.ie



**Mike Hartwell**  
Partner - Audit  
+353 141 723 03  
mhartwell@deloitte.ie



**Brian Jackson**  
Partner - Audit  
+353 141 729 75  
brijackson@deloitte.ie



**Christian MacManus**  
Partner - Audit  
+353 141 785 67  
chmacmanus@deloitte.ie



**Deirdre Power**  
Partner - Tax  
+353 141 724 48  
depower@deloitte.ie

## Israel



**Naama Rosenzweig**  
Director - ERS  
+972 3 608 5251  
nrosenzweig@deloitte.co.il

## Italy



**Marco Miccoli**  
Partner - Audit  
+390 283 322 308  
mmiccoli@deloitte.it



**Marco De Ponti**  
Partner - Audit  
+390 283 322 149  
mdeponti@deloitte.it



**Maurizio Ferrero**  
Partner - Audit  
+390 283 322 182  
mferrero@deloitte.it



**Paolo Gibello-Ribatto**  
Partner - Audit  
+390 283 322 226  
pgibello@deloitte.it



**Riccardo Motta**  
Partner - Audit  
+390 283 322 323  
rmotta@deloitte.it

## Japan



**Masao Asano**  
Partner - Advisory Services  
+81 90 8508 5720  
masao.asano@tohatsu.co.jp



**Yang Ho Kim**  
Partner - Tax  
+81 3 621 338 41  
yangho.kim@tohatsu.co.jp



**Yoshiyuki Omori**  
Partner - Tax and Legal  
+81 3 667 213 77  
yoshiyuki.omori@tohatsu.co.jp



**Nobuyuki Yamada**  
Partner - Audit  
+81 90 650 345 34  
nobuyuki.yamada@tohatsu.co.jp



**Mitoshi Yamamoto**  
Partner - Consulting  
+81 90 1764 2117  
mitoshi.yamamoto@tohatsu.co.jp



**Koji Yamamoto**  
Partner - Tax and Legal  
+81 3 687 033 00  
koji.yamamoto@tohatsu.co.jp

## Jersey



**Gregory Branch**  
Partner - Audit  
+44 1 534 82 4325  
gbranch@deloitte.co.uk



**Andrew Isham**  
Partner - Audit  
+44 1 534 824 297  
aisham@deloitte.co.uk

## Kazakhstan



**Roman Sattarov**  
Director - Audit  
+7 7272 581340  
rsattarov@Deloitte.kz

## Korea



**Kenneth Kang**  
Principal - Consulting  
+82 2 6676 3800  
kenkang@deloitte.com



**Sun Yeop Kim**  
Partner - AERS  
+82 2 6676 1130  
sunyeopkim@deloitte.com



**Young An Kim**  
Partner - AERS  
+82 2 6676 3330  
youngankim@deloitte.com

## Luxembourg



**Eric Centi**  
Partner - Cross-Border Tax  
+352 451 452 162  
ecenti@deloitte.lu



**Benjamin Collette**  
Partner - Advisory & Consulting  
+352 451 452 809  
bcollette@deloitte.lu



**Laurent Fedrigo**  
Partner - Audit  
+352 451 452 023  
lafedrigo@deloitte.lu



**Nicolas Hennebert**  
Partner - Audit  
+352 451 454 911  
nhennebert@deloitte.lu



**Lou Kiesch**  
Partner - Regulatory Consulting  
+352 451 452 456  
lkiesch@deloitte.lu



**Johnny Yip Lan Yan**  
Partner - Audit  
+352 451 452 489  
jyiplanyan@deloitte.lu



**Benjamin Lam**  
Partner - Audit  
+352 451 452 429  
blam@deloitte.lu

## Malaysia



**Anthony Tai**  
Executive Director – Enterprise Risk Services  
+60 3 7610 8853  
yktai@deloitte.com

## Malta



**Stephen Paris**  
Partner - Audit  
+356 234 324 00  
sparis@deloitte.com.mt

## Mexico



**Ernesto Pineda**  
Partner - Financial Services  
+52 55 5080 6098  
epineda@deloittemx.com



**Javier Vázquez**  
Partner - Financial Services  
+52 55 5080 6091  
javazquez@deloittemx.com

## Middle East



**Humphry Hatton**  
CEO - FAS  
+971 4 506 47 30  
huhatton@deloitte.com



**Khaled Hilmi**  
Partner - Consulting  
+971 4 376 8888  
khilmi@deloitte.com



**Joe El Fadl**  
Partner - Audit  
+961 1 363 005  
jelfadl@deloitte.com

## Netherlands



**Ton Berendsen**  
Partner - Audit  
+31 88 2884 740  
tberendsen@deloitte.nl



**Bas Castelijm**  
Partner - Tax  
+38 2886 770  
BCastelijm@deloitte.nl



**Remy Maarschalk**  
Partner - Audit  
+31 88 288 1962  
RMaarschalk@deloitte.nl

## New Zealand



**Rodger Murphy**  
Partner - Enterprise Risk Services  
+64 930 307 58  
rodgermurphy@deloitte.co.nz



**Michael Wilkes**  
Partner - Audit  
+64 3 363 3845  
mwilkes@deloitte.co.nz

## Norway



**Sverre Danielsen**  
Partner - Enterprise Risk Services  
+47 99 517 686  
sdanielsen@deloitte.no



**Henrik Woxholt**  
Partner - Audit & Advisory  
+47 23 27 90 00  
hwoxholt@deloitte.no

## Philippines



**Bonifacio Lumacang**  
Partner - Audit  
+63 2 581 9000  
blumacang@deloitte.com

## Portugal



**Maria Augusta Francisco**  
Partner - Audit  
+351 21 042 7508  
mafrancisco@deloitte.pt

## Russia



**Sergei Neklyudov**  
Partner - CIS FSI Leader  
+7 495 787 06 00  
sneklyudov@deloitte.ru

## Singapore



**Ei Leen Giam**  
Partner - Global Financial Services Industry  
+65 62 163 296  
eilgiam@deloitte.com



**Kok Yong Ho**  
Partner - Global Financial Services Industry  
+65 621 632 60  
kho@deloitte.com

## Slovakia



**Miroslava Terem Greštiaková**  
Associate Partner - Deloitte Legal  
+421 2 582 49 341  
mgrestiakova@deloitteCE.com

## Spain



**Rodrigo Diaz**  
Partner - Audit  
+349 144 320 21  
rodiaz@deloitte.es



**Ursula Garcia Gimenez**  
Partner - Regulatory & Consulting  
+34 626954821  
ugarcia@deloitte.es



**Alberto Torija**  
Partner - Audit  
+349 143 814 91  
atorija@deloitte.es



**Antonio Rios Cid**  
Partner - Audit  
+349 915 141 492  
arioscid@deloitte.es

## Sweden



**Steven Payne**  
Partner - Consulting  
+46 75 246 33 35  
stpayne@deloitte.se

## Switzerland



**Cornelia Herzog**  
Partner - Financial Service  
Industry  
+41 58 279 6054  
cherzog@deloitte.ch



**Marcel Meyer**  
Partner - Audit  
+41 58 279 7356  
marcelmeyer@deloitte.ch



**Stephan Schmidli**  
Partner - Audit  
+41 58 279 6221  
sschmidli@deloitte.ch



**Simona Terranova**  
Partner - Audit  
+41 58 279 8454  
sterranova@deloitte.ch



**Andreas Timpert**  
Partner - Consulting  
+41 58 279 6858  
antimpert@deloitte.ch



**Markus Weber**  
Partner - Tax  
+41 58 279 7527  
markweber@deloitte.ch

## Taiwan



**Vincent Hsu**  
Partner - Audit  
+886 2 545 9988 1436  
vhsu@deloitte.com.tw



**Olivia Kuo**  
Partner - Audit  
+886 2 25459988  
oliviakuo@deloitte.com.tw



**Jimmy S. Wu**  
Partner - Audit  
+886 2 2545 9988 7198  
jimmyswu@deloitte.com.tw

## Thailand



**Somkrit Krishnamra**  
Partner – Enterprise Risk Services  
+66 2 676 5700  
somkrishnamra@deloitte.com

## Turkey



**Hasan Kiliç**  
Partner - Audit  
+90 212 366 60 49  
hkilic@deloitte.com

## United Kingdom



**Gavin J Bullock**  
Partner - Tax  
+44 20 7007 0663  
gbullock@deloitte.co.uk



**Tony Gaughan**  
Partner - Audit  
+44 20 7303 2790  
tgaughan@deloitte.co.uk



**Jamie Partridge**  
Partner - Audit  
+44 14 1314 5956  
jpartridge@deloitte.co.uk



**Andrew Power**  
Partner – Consulting  
+44 20 7303 0194  
apower@deloitte.co.uk



**Chris Tragheim**  
Partner – Tax  
+44 20 7303 2848  
ctragheim@deloitte.co.uk



**Mark Ward**  
Partner – Audit  
+44 20 7007 0670  
mdward@deloitte.co.uk

## United States



**Edward Dougherty**  
Partner - Tax  
+1 212 436 2165  
edwdougherty@deloitte.com



**Joseph Fisher**  
Partner - Audit  
+1 212 436 4630  
josphisher@deloitte.com



**Patrick Henry**  
US Investment Management  
Leader  
+1 212 436 4853  
phenry@deloitte.com



**Paul Kraft**  
US Mutual Fund Leader  
+1 617 437 2175  
pkraft@deloitte.com



**Peter Spenser**  
Partner - Consulting  
+1 212 618 4501  
pmspenser@deloitte.com



**Adam Weisman**  
Partner - Financial Advisory  
Services  
+1 212 436 5276  
aweisman@deloitte.com

## Venezuela



**Fatima De Andrade**  
Partner - Audit  
+58 212 206 8548  
fdeandrade@deloitte.com

## Vietnam



**Thinh Pham**  
Country Managing Partner  
+84 839100751  
thpham@deloitte.com

# 連絡先



**Cary Stier**  
Partner - Global Investment  
Management Leader  
+1 212 436 7371  
cstier@deloitte.com



**Vincent Gouverneur**  
Partner - EMEA Investment Management  
Leader  
+352 451 452 451  
vgouverneur@deloitte.lu



**Jennifer Qin**  
Partner - Asia Pacific Investment  
Management Leader  
+86 21 61 411 998  
jqin@deloitte.com

当リストに掲載されている  
各国の専門家にご遠慮なく  
ご連絡ください

## Deloitte.

デロイトは多くの分野にわたるサービス組織であり、独立性の問題およびその他の利益相反が生じる可能性があることから、特に監査関係が存在する場合において、クライアントにご提供可能なサービスの種類に関して特定の規制および職業上の制約を受けています。私たちが皆様に提供をお約束するあらゆるサービスは、適用される制約を全面的に遵守したものです。

© 2016. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu Limited  
Designed and produced by MarCom at Deloitte Luxembourg

(日本語版について)

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザリー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士 法人および DT 弁護士 法人を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 9,400 名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト([www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp))をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー サービス、リスク アドバイザリー、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 245,000 名の専門家については、[Facebook](https://www.facebook.com/deloitte)、[LinkedIn](https://www.linkedin.com/company/deloitte)、[Twitter](https://twitter.com/deloitte) もご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。Deloitte のメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

© 2017. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC.