

## 米国におけるインデックス・プロバイダーへの 投資顧問規制の適用を巡る議論

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. 近年、米国では、インデックス・ファンドの巨大化やインデックスの種類が多様化が進展している。そうした中、米国証券取引委員会（以下、SEC）は、2022年6月にインデックス・プロバイダーなどに対する投資顧問規制の適用に係る意見募集を開始した。
2. SECによると、インデックスには市場参加者の投資意思決定を後押ししている側面があるため、インデックス・プロバイダーは投資顧問業者の定義を充足しているという。また、インデックス・プロバイダーと市場参加者との間に潜在的な利益相反があることを踏まえると、インデックス・プロバイダーは投資顧問業者として顧客の最善利益を追求する必要があるとしている。
3. 市場参加者は、インデックス・プロバイダーに投資顧問規制を適用した場合、インデックス・ファンドの投資家に追加的なコストを負わせる可能性があるとして反発している。米国投資会社協会は、インデックス利用に係る手数料体系の透明化・簡素化を通じて、利益相反を抑止し、インデックス・プロバイダー間の競争を促すべきと提言している。
4. 日本においても、インデックス・プロバイダー間の競争は徐々に活発化している。今後、日本のインデックス・プロバイダーが資産運用業界において存在感を増していくのか、その際に日本のインデックス・プロバイダーに対する規制枠組みを見直す必要性が生じるのか、米国における議論の動向は、その先例として注視していくべきであろう。

---

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号（ウェブサイト版）を参照。
- ・ 神山哲也「EU金融ベンチマーク規則の概要」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号（ウェブサイト版）を参照。

## I 台頭するインデックス・プロバイダー

現在、世界のインデックス・プロバイダーは 300 万超のインデックスを算出している<sup>1</sup>。「機械学習」や「癌治療」などのテーマに沿った銘柄で構成されるテーマ・インデックス、バリューやモメンタムなどのファクターに投資するスマートベータ・インデックス<sup>2</sup>、環境・社会・ガバナンス（以下、ESG）スコアを参照する ESG インデックス<sup>3</sup>、ユーザーの選好を反映したカスタマイズド・インデックスなど、多様なインデックスを提供することで、インデックス・プロバイダーは市場参加者のニーズを捉え、収益基盤の拡大を図っている。実際に、インデックス・プロバイダーとして著名な S&P グローバルの時価総額は約 9 兆 6,000 億ドルと過去 5 年間で約 2.5 倍となり、MSCI の時価総額は約 3 兆 1,300 億ドルと過去 5 年間で約 3.1 倍となった（2022 年 10 月末時点）。

インデックス・プロバイダーが台頭した背景には、インデックスの使用に係るライセンス契約の締結先である上場投資信託（以下、ETF）及びインデックス・ファンドの拡大がある。米国では、投資信託業界の運用資産残高（AUM: Assets Under Management）に占めるインデックス・ファンド及び ETF の AUM の割合は、2011 年末に約 20%であったが、2021 年末には約 43%となった。ETF スポンサーとして著名なブラックロック、バンガード、ステート・ストリートは、S&P500 種指数構成銘柄の約 90%の筆頭株主となり、米国上場企業の経営方針に影響を及ぼし得る存在となった<sup>4</sup>。

そうした中、米国証券取引委員会（以下、SEC）は、2022 年 6 月にインフォメーション・プロバイダーに対する投資顧問規制の適用に係るパブリックコメントの募集（以下、IP 募集）を開始し、2022 年 8 月に募集を締め切った<sup>5</sup>。インフォメーション・プロバイダーとは、①S&P500 種株価指数などのインデックスを組成・運営するインデックス・プロバイダー、②低流動性資産などの価値を評価するプライシング・サービス・プロバイダー、③マネージド・アカウント<sup>6</sup>の提供者（あるいはその顧客）などに対して、最適なポートフォリオを提示するモデル・ポートフォリオ・プロバイダーである。

ただし、プライシング・サービス・プロバイダーとして著名なインターコンチネンタル取引所（以下、ICE）は、既に投資顧問業者として登録済みである。厳密には、ICE のデータ・サービス事業の中核を成す ICE データ・プライシング&レファレンス・データ

<sup>1</sup> Securities and Exchange Commission, Commissioner Caroline A. Crenshaw, “Statement on Request for Comment on Certain Information Providers Acting as Investment Advisers,” June 15, 2022.

<sup>2</sup> 詳細は、岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号（ウェブサイト版）、同「最近の米国 ETF 業界におけるイノベーションスマートベータの取り込みとアクティブ型 ETF の開発」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>3</sup> 詳細は、富永健司「投資家と指数による ESG 評価の活用状況と論点整理」『野村資本市場サステナビリティクォーターリー』2021 年春号を参照。

<sup>4</sup> 詳細は、神山哲也・岡田功太「パッシブ運用の増大に伴うコモン・オーナーシップを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2019 年冬号を参照。

<sup>5</sup> Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 270 and 275, Release Nos. IA-6050; IC-34618; File No. S7-18-22, RIN 3235-AM95, June 15, 2022.

<sup>6</sup> マネージド・アカウントとは SMA (Separately Managed Account) 及びファンドラップを指す。詳細は、岡田功太・和田敬二郎「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号を参照。

LLC というエンティティが、投資顧問業者として SEC に登録している。また、マネー・マネジメント・インスティテュートによると、米国の主要なモデル・ポートフォリオ・プロバイダーは、概ね投資顧問業者として登録済みである<sup>7</sup>。

そこで、本稿では、米国の投資顧問規制を概観した上で、インデックス・プロバイダーに投資顧問規制の適用を検討する SEC の見解と、それに反論する市場参加者の見解について整理し、日本の金融業界への示唆を考察する。

## Ⅱ 米国における投資顧問規制の概要

まず、米国の投資顧問規制の概要を紹介する。具体的には、1940 年投資顧問法が規定する投資顧問業者の定義、一般的かつ定期的に発行されている善意（Bona fide）の刊行物の発行者などの除外要件、投資顧問業者としての登録要件について整理する。

### 1. 1940 年投資顧問法が規定する投資顧問業者の定義

1940 年投資顧問法第 202 条(a)項(11)号が規定する投資顧問業者とは、①報酬を受けて、証券の価値や証券の投資、購入、売却の可否に関して、直接的に、もしくは出版物や文書を通じて、他人に助言することを業とする者（以下、証券助言提供者）、または②報酬を受けて、定常的業務の一部として、証券に関する分析もしくは報告を発行する者（以下、証券分析公表者）と定義されている<sup>8</sup>。

上記定義における「助言」とは、証券に関する投資アドバイスを指す。つまり、芸術作品、音楽、収集品、不動産など証券に該当しない有形資産について投資助言を行う者は、原則として投資顧問業者に該当しない。また、助言提供を「業とする者」であるか否かという点も、投資顧問業者としての該当性を判定する上で重要な要素である。すなわち、一定の継続性を保持し業務活動として助言を提供している者は、投資顧問業者に該当する。

投資顧問業者には、証券助言提供者だけではなく、証券分析公表者も含まれる。個人投資家に投資アドバイスを提供するファイナンシャル・アドバイザーだけではなく、証券分析の結果を報告・公表するようなレポートやニュース・レターなどを発行する者についても、投資顧問業者に該当する。

証券助言提供者及び証券分析公表者が、顧客から報酬を受けている場合、投資顧問業者に該当する。SEC は、投資顧問業者が受ける報酬を、一切の経済的利益の受領と定義している。つまり、証券助言提供者及び証券分析公表者が、非常に安価な報酬金額を顧客から受けている場合や、報酬を顧客から直接受けるのではなく、第三者から間接的に支払われている場合においても、投資顧問業者に該当する。他方、証券助言提供者及び証券分析公表者が、顧客から報酬を受けていない場合は投資顧問業者に該当しない。

<sup>7</sup> Money Management Institute, “Re: Request for Comment on Certain Information Providers Acting as Investment Advisers [File No. S7-18-22],” August 16, 2022.

<sup>8</sup> 投資顧問業者には、自然人及び法人の両者が含まれる。

## 2. 連邦最高裁判所が示したパブリッシャー免除規定

1940年投資顧問法第202条(a)項(11)号は、投資顧問業者の定義について7つの除外規定を設けている（図表1）。例えば、公認格付機関は、上記投資顧問業者の定義を満たしていたとしても投資顧問規制の適用除外となる。実は、インデックス・プロバイダーは、一般的かつ定期的に発行されている善意の刊行物の発行者として、投資顧問規制に服していない場合が多い（以下、パブリッシャー免除規定）。

パブリッシャー免除規定を構成する要件として、第一に、刊行物が善意であることが挙げられる。ここでいう善意とは、宣伝を伴うような内容ではなく、中立的な解説および分析が記載されている状態を指す。第二に、刊行物には、一般的かつ定期的に発行されていることが求められる。そのため、刊行物が、証券市場の動向などを踏まえるなどタイミングを計って発行されている場合、パブリッシャー免除規定を満たさない可能性がある。第三に、刊行物は、非個人的（impersonal）な助言のみを提供するものでなければならない。つまり、刊行物が、特定の顧客の財務状況、需要、目的などに合わせた助言を提供している場合、非個人的な助言とはみなされず、パブリッシャー免除規定を満たさない可能性がある。

パブリッシャー免除規定は、ロウ事件について、連邦最高裁判所が1985年に下した判決に基づくものである<sup>9</sup>。ロウ事件とは、ロウ・マネジメント・コーポレーションの最高経営責任者および主要株主であったクリストファー・ロウ氏に関わる事件である。ロウ・マネジメント・コーポレーションは、従前、投資顧問業者として業務を運営していたが、詐欺および他の不正行為を行ったため、SECによって投資顧問業者としての登録を取り消されていた。しかし、その後も、ロウ・マネジメント・コーポレーションは証券投資に係る非個人的な助言や解説を記載したニュース・レターを発行していたため、SECは同社を無登録の投資顧問業者であるとして提訴し、ニュース・レターの発行差止命令の発出を裁判所に求めた。

控訴裁判所はニュース・レター発行の差止命令を認め、連邦最高裁判所もニュース・レターの発行には投資顧問登録が必要であったという見解を示した。その際、連邦最高裁判所は、投資顧問業者の定義及び除外規定は必ずしも明白なものではないとした上で、「善

図表1 投資顧問業者の定義から除外される者

投資顧問業者の定義から除外される者の類型	
1	銀行、銀行持株会社及び貯蓄組合
2	弁護士、会計士、技師及び教師
3	ブローカー・ディーラー
4	一般的かつ定期的に発行されている善意の刊行物の発行者
5	政府関連証券に関するアドバイザー
6	公認格付機関
7	その他 SEC により法的権限に基づき除外された者

（出所）1940年投資顧問法より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> Lowe v. SEC, 472 U.S. 181, 208-210 (1985).

意の刊行物の発行者」の定義を明確化するために、前述のパブリッシャー免除規定を示した。つまり、1940年に連邦議会の立法によって定められた「投資顧問業者の定義から除外される者」における「一般的かつ定期的に発行されている善意の刊行物の発行者」の内容が、連邦最高裁判所の判決を通じて1985年に明確化されたわけである。

### 3. 規制上の AUM に基づく登録基準

1940年投資顧問法第203A条ならびに同規則第203A-1及び同規則第203A-2は、投資顧問業者に対して、AUMに応じて、SECまたは州当局に登録することを義務付けている。具体的には、投資顧問業者が有するAUMが2,500万ドル未満の場合、主たる事業主が所在する州当局に登録する。また、投資顧問業者が有するAUMが2,500万ドル以上1億ドル未満であり、主たる事業所がある州の当局から検査を受けている場合も、州当局に登録する。そして、投資顧問業者のAUMが1億ドル以上の場合、SECに登録する。

投資顧問業者が、登録先の規制当局を決定する際に用いるAUMは、規制上の運用資産総額（RAUM: Regulatory Asset Under Management）と呼ばれる基準を用いる。RAUMとは、投資顧問業者が特定の口座について投資裁量を有し、継続的に運用サービスを提供している証券ポートフォリオの総額である。ここでいう証券ポートフォリオとは、フォームADV（投資顧問業者に提出が義務付けられている開示報告書）において、保有資産の50%以上が証券によって構成されている口座を指すと定められている。なお、証券ポートフォリオの金額を算出する際、現金及び現金同等物については算入する必要があるが、収集品や不動産については算入しない。

## III 投資顧問規制の適用に係る SEC 及び市場参加者の見解

SECは、インデックス・プロバイダーに対して、投資顧問規制を適用する方向性を示しているが、市場参加者は反発している。以下では、全てのインデックスが「証券に関する分析もしくは報告」に該当する可能性、パブリッシャー免除規定を適用ないし見直すことの是非、投資顧問登録基準を「全国的なプレゼンス」とすることの是非、という3つの論点について紹介する。

### 1. 「証券に関する分析もしくは報告」に該当する可能性

SECは、IP募集において、以下の3点に言及している。第一に、全てのインデックスは、「証券に関する分析もしくは報告」に該当するという見解である。SECは1993年3月にノー・アクション・レターを発出し、証券に関するデータベースや証券価格を算出するソフトウェアサービスの提供者を、投資顧問規制の対象外とするための措置として、情

報データ要件を示した<sup>10</sup>。具体的には、①関連する情報が誰にとっても加工されていない状態で利用可能なものであること、②情報の分類が選択的ではないこと、③情報が証券の売買を推奨するような形で整備されていないこと、という要件である。つまり、証券に関するデータが、情報データ要件の全てを満たす場合、「証券に関する分析もしくは報告」には該当しない。現在、一部のインデックス・プロバイダーは、インデックスが情報データ要件のすべての満たしているため、「証券に関する分析もしくは報告」には該当せず、投資顧問規制に服していない。

しかし、SECによると、インデックスには市場参加者の投資意思決定を後押ししている側面がある。例えば、ある ESG インデックスが、S&P500 種株価指数よりも良好なパフォーマンスであったことを示した場合、当該情報に基づいて、市場参加者が収益を獲得するために、ESGインデックス組み入れ銘柄を購入（あるいは売却）する可能性がある。そのため、SECは、IP募集において、インデックスは情報データ要件を満たしているとはいえ、「証券に関する分析もしくは報告」に該当していると主張している。すなわち、全てのインデックス・プロバイダーは1940年投資顧問法第202条(a)項(11)号の投資顧問業者の定義を充足しているという見解である。

ナスダックは、SECの見解に反論している<sup>11</sup>。ナスダックによると、インデックスは、①誰でも利用可能な情報に基づいて組成され、②事前に決定または公表されているメソドロジー（インデックス構築ルール）に則って運営されていることから選択的ではなく、③市場やセクターなどのパフォーマンスを示す指標として、市場参加者に銘柄の売買を推奨するものではない。つまり、ナスダックは、インデックスは情報データ要件を満たしているため、「証券に関する分析もしくは報告」に該当しないと主張している。

## 2. パブリッシャー免除規定の適用・見直しの是非

第二に、SECは、IP募集において、1985年に明確化されたパブリッシャー免除規定を見直す方向性を示している。前述の通り、SECによると、インデックスには市場参加者の投資意思決定を後押ししている側面がある。そのため、SECは、インデックス・プロバイダーと市場参加者との間に潜在的な利益相反があると考えている。しかし、現在、インデックス・プロバイダーは、パブリッシャー免除規定を遵守することで投資顧問規制に服していない場合が多い。SECは、パブリッシャー免除規定を見直し、インデックス・プロバイダーに投資顧問規制を課すことで、投資顧問業者として顧客の最善利益の追求を促す必要があるとしている。

他方で、インデックス・インダストリー・アソシエーションによると、インデックス・プロバイダーは、①事前に決められたメソドロジーに則って銘柄を組み入れており、銘柄

<sup>10</sup> Securities and Exchange Commission, Response of the office of Chief Counsel Division of Investment Management Datastream International. Inc. File Nos. 801-24551, 801-41452, 801-24281, February 9, 2022.

<sup>11</sup> Nasdaq, "Re: Request for Comment on Certain Information Providers Acting as Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 6050 (June 15, 2022), 87 FR 37254 (June 22, 2022) (File No. S7-18-22) ("Comment Request)," August 16, 2022.

の推奨や宣伝していないことから「善意」である、②証券市場の動向などを鑑みてタイミングを計って、インデックスを公表しているわけではない、③特定の顧客の需要にあわせた助言をしていない<sup>12</sup>。すなわち、インデックス・プロバイダーはパブリッシャー免除規定を順守していると同時に、利益相反を誘発するような主体ではないと主張している。

また、MSCI は、SEC の権限を疑問視している<sup>13</sup>。連邦最高裁判所は、ロウ・マネジメント・コーポレーションがニュース・レターを発行するには、投資顧問登録が必要であったという見解を示した。その上で、連邦最高裁判所は、ニュース・レター発行の差止命令が、合衆国憲法修正第 1 条が規定する表現の自由などの権利を侵害しているのか判断するために審理を行い、投資顧問業者の定義及び除外規定は必ずしも明白なものではないという判決を下し、パブリッシャー免除規定を明確化した。こうした背景から、MSCI は、行政機関である SEC が、裁判所の判決によって内容が定められたパブリッシャー免除規定を見直す権限を有しているのか、疑問を呈している。

### 3. SEC が提案する「全国的なプレゼンス」登録基準の是非

第三に、SEC は、IP 募集において、インデックス・プロバイダーの投資顧問登録基準を「全国的なプレゼンス (national presence)」とする方向性を示している。投資顧問業者は、RAUM が 1 億ドル未満の場合は州当局に登録し、RAUM が 1 億ドル以上の場合は SEC に登録することが義務付けられている。この登録基準は、投資顧問業者が「全国的なプレゼンス」を有しているか否かに基づいて策定されている。ただ、SEC は、1940 年投資顧問法第 203A 条において、投資顧問業者の事業の実態と登録先に何らかの不整合がある場合など、投資顧問業者の登録先を変更することが認められている。

過去に、SEC が投資顧問業者の登録先を変更した事例として、インタラクティブ・データ・コーポレーションがある。同社は債券及び ETF に関するプライシング・サービス・プロバイダーであり、RAUM は 1 億ドル未満であった。そのため、同社は、2015 年 12 月に ICE によって買収される以前は、ニューヨーク州当局に登録する投資顧問業者として運営されていた。しかし、同社は、米国証券市場全体に影響を及ぼすような大規模な事業を展開する大手金融機関を顧客としていたため、「全国的なプレゼンス」を有していた。そこで、SEC は 1997 年 12 月に、同社の事業の実態と登録区分は「不整合である」と判断し、同社の登録先をニューヨーク州当局から SEC に変更した<sup>14</sup>。

SEC によると、インデックス・プロバイダーは RAUM を有していないが、数多くの金融機関にインデックスを提供し、「全国的なプレゼンス」を有している。そのため、SEC は、インデックス・プロバイダーに対して、投資顧問業者として SEC 登録を義務付ける必要があると主張している。他方で、インデックス・インダストリー・アソシエーション

<sup>12</sup> Index Industry Association, “Re: Request for Comment on Certain Information Providers Acting as Investment Advisers [Release No. IA-6050; File No. S7-18-22; 87 FR 37254],” August 16, 2022.

<sup>13</sup> MSCI Inc., “Re: Request for Comment on Certain Information Providers Acting as Investment Advisers; Release Nos. IA-6050; IC-34618; File No. S7-18-22,” August 15, 2022.

<sup>14</sup> Securities and Exchange Commission, Rel. No. IA-1685/801-112, December 9, 1997.

及び S&P グローバルは、「全国的なプレゼンス」という投資顧問登録基準は、曖昧であり、不明瞭で混乱を招く可能性があるとして述べ、SEC の主張に反発している。

## IV 規制・法制度に関する多角的な検証を求める市場参加者

市場参加者は、他の規制・法制度との間に齟齬が生じたり、ETF やインデックス・ファンドの投資家に追加的なコストを負わせたり、インデックス・プロバイダーが有する利益相反をむしろ助長させる可能性があるとして、インデックス・プロバイダーに対する投資顧問規制の適用については、より多角的な観点から検証を実施すべきであると主張している。以下では、市場参加者による指摘・提案を紹介する。

### 1. 投資顧問規制以外の規制・法制度との齟齬

市場参加者は、インデックス・プロバイダーに投資顧問規制を適用した場合、他の規制・法制度との間に齟齬が生じ得ると主張している。第一に、投資顧問規制と金融ベンチマーク規制の整合性に係る問題である。インデックス・プロバイダーは、証券監督者国際機構（IOSCO）の金融ベンチマークに関する原則や欧州連合の金融ベンチマーク規則に基づいて、独立性の確保が求められている<sup>15</sup>。すなわち、インデックス・プロバイダーは、一部の市場参加者の需要に応える形でメソドロジーを策定し、インデックスを組成・運営することは禁じられている。

他方で、インデックス・プロバイダーに投資顧問規制が適用されれば、フィデューシャリー・デューティーを負うものとして、顧客である市場参加者の最善利益を追求する必要が生じる<sup>16</sup>。つまり、投資顧問業者としてのインデックス・プロバイダーは、市場参加者のニーズに沿ったインデックスの組成・運営が求められる。このように、投資顧問規制と金融ベンチマーク規制がインデックス・プロバイダーに要請している対応には、矛盾している側面がある。

第二に、投資顧問規制と 1940 年投資会社法の整合性に係る問題である。1940 年投資会社法第 2 条(a)項(20)号は、投資顧問業者とは、①投資会社との契約に基づき、証券またはその他の財産への投資、購入、売却の妥当性に関して、投資会社に対して定期的に助言を行う者（以下、定期的助言要件）、もしくは②投資会社による証券またはその他の財産の購入、売却につき決定する権限を有する者（以下、裁量権要件）、もしくは③前述の①②に掲げる者との契約により、実質的に前述の①②に掲げる者により引き受けられた全ての義務を定期的に遂行する者（以下、サブアドバイザー要件）、と定義している。

インデックス・プロバイダーは、資産運用会社（投資会社に助言する投資顧問業者もし

<sup>15</sup> 詳細は、神山哲也「EU 金融ベンチマーク規則の概要」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>16</sup> 詳細は、岡田功太「SEC の米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）を参照。



くは当該投資顧問会社のサブアドバイザー）とインデックスの利用に係るライセンス契約を締結しているのであって、インデックス・ファンド（投資会社）との間に契約関係はない。また、インデックス・プロバイダーは、インデックス・ファンドの投資に係る権限を有しているわけでもない。つまり、インデックス・プロバイダーは、定期的助言要件、裁量権要件、サブアドバイザー要件のいずれも満たしていないことから、投資顧問規制及び1940年投資会社法の規定を充足することは困難である。

以上のような主張から、MSCI、ナスダック、米国証券業金融市場協会（以下、SIFMA）、米国投資会社協会（以下、ICI）など市場参加者の業界団体は、インデックス・プロバイダーに対する投資顧問規制の適用について、投資顧問規制以外の規制や法制度を踏まえて、より多角的な検証・分析が必要であると指摘している<sup>17</sup>。

## 2. 投資家に追加的なコストを強いる可能性

インデックス・プロバイダーに対する投資顧問規制の適用は、他の規制・法制度との整合性の問題があるだけでなく、投資会社の株主（ファンドの投資家）に対して追加的なコストを課すことになり得るという指摘もある。

インデックス・プロバイダーが投資顧問業者として定義された場合、1940年投資会社法第2条(a)項(20)号に基づいて、インデックス・プロバイダーと投資会社は新たに投資顧問契約を締結することになる。その際、投資会社は、1940年投資会社法第15条(a)項に基づいて、株主の過半数による承認を得なければならない。ICIは、米国の全ての投資会社が株主の過半数から承認を得るには13億ドルから20億ドルのコストがかかると試算しており、低コストなインデックス・ファンドを選好する投資家に不必要な負担を強いることになり得ると指摘している。

また、SIFMAは、インデックス・プロバイダーに対する投資顧問規制の適用は、ETFの投資家が負う取引コストを増加させる可能性があるとして主張している。1940年投資会社法第17条(a)項は、ある投資会社の関係者（以下、第一関係者）、または第一関係者の関係者（以下、第二関係者）に対して、当該投資会社との取引を禁じている。例えば、ブローカー・ディーラーA社が、インデックス・プロバイダー及びETFの指定参加者（ETF設定・交換を担うクリアリング・ブローカー）であったとする<sup>18</sup>。ブローカー・ディーラーA社が、インデックス・プロバイダーとして、投資会社であるETFと投資顧問契約を締結した場合、ETFは第一関係者、ETFの指定参加者（ブローカー・ディーラーA社）は第二関係者となるため、ブローカー・ディーラーA社は同ETFの設定・交換などの取引を行うことが困難になる。

要するに、インデックス・プロバイダーに対する投資顧問規制の適用は、一部の指定参

<sup>17</sup> Investment Company Institute, “Re: Request for Comment on Certain Information Providers Acting as Investment Advisers,” August 16, 2022; Securities Industry and Financial Markets Association, “Re: Request for Comment on Certain Information Providers Acting as Investment Advisers, Release Nos. IA-6050; IC-34618; File No. S7-18-22,” August 16, 2022.

<sup>18</sup> 詳細は、岡田功太「米国ETFの生態系を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

加者の取引活動を制限し、ETFの価格と原資産の価格の乖離を生み出し、ETFの投資家が負う取引コストを増加させる可能性がある。SIFMA及びICIなどは、インデックス・プロバイダーに投資顧問規制を適用するには、より入念に費用便益分析を行う必要があると主張している。

### 3. インデックス・プロバイダーの競争促進の必要性

ICIは、インデックス・プロバイダーに対して投資顧問規制を適用するのではなく、フォームN-1Aを改正することで、インデックス・プロバイダーの競争を促す必要があると主張している。フォームN-1Aは、ファンドが1940年投資会社法に基づく投資会社としてSECに登録する際の報告書であり、登録投資会社の目論見書などで「広範な証券市場に関する適切なインデックス」を使用することを義務付けている。ここでいう「広範な証券市場に関する適切なインデックス」とは、①「広く認知及び利用」されているインデックス、または②登録投資会社（ファンド）やその投資顧問業者等と関係を有していない組織によって運営されているインデックスを指す。

ICIによると、フォームN-1Aが、ETFやインデックス・ファンドに対して「広く認知及び利用」されているインデックスの活用を求めていることもあり、ETF及びインデックス・ファンドは、一部の大手インデックス・プロバイダーのインデックスを利用せざるを得ないという。そうした中、インデックス・プロバイダーは、インデックスの利用に係る手数料体系を複雑化させている。例えば、①目論見書などに記載されているインデックスに関連する様々なデータの利用について、それぞれ利用料を請求したり、②ETFスポンサーが求めているわけではないにもかかわらず、インデックスとその他サービスを組み合わせさせて利用料を請求したりしている。要するに、ICIは、インデックス・プロバイダーの市場が寡占化し、健全な競争環境が整備されていないが故に、インデックス・プロバイダーとインデックス利用者との間に利益相反が生じていると主張している。

ICIは、現行のフォームN-1Aの規定を踏まえると、インデックス・プロバイダーが投資顧問業者として定義された場合、インデックス・プロバイダーはETF及びインデックス・ファンドと関係を有する組織になるという。そうすると、ETF及びインデックス・ファンドは、上記②の「投資顧問業者と関係を有していない組織によって運営されている広範な証券市場インデックス」を利用することができなくなるため、上記①の「広く認知及び利用」されているインデックスを利用する以外に選択肢がなくなる。そのため、インデックス・プロバイダーの市場の寡占化はより一層進展し、むしろ利益相反を助長させる可能性があるという。

ICIは、フォームN-1Aを改正し、「広範な証券市場に関する適切なインデックス」を「ファンドの運用目標及び主たる投資戦略に関連することを目的としたインデックス」に変更することを提案している。これにより、ICIは、インデックス・プロバイダーに投資顧問規制を適用せずとも、インデックス・プロバイダー間の健全な競争を促し、インデッ

クス利用に係る手数料体系の透明化・簡素化を通じて、利益相反を抑止することができる」と主張している。

## V 日本への示唆

近年、米国資産運用業界は大きな変化を遂げている。従前、米国投資家は資産運用をする際、主にアクティブ・ファンドに投資してきたが、2008年のグローバル金融危機以降は同ファンドから資金流出する傾向が鮮明となり、同ファンドを主体とする資産運用会社は再編に見舞われた<sup>19</sup>。代わりに、ETF及びインデックス・ファンドが、米国投資家による資産運用をする際に中心的な役割を果たし始め、インデックスの種類は多様化し、インデックス・プロバイダーは大きな影響力を有するプレーヤーとなった<sup>20</sup>。

そのような環境の変化を受けて、SECは現在、1940年以降に明確化されてきたインデックス・プロバイダーの規制枠組みを見直し、投資顧問規制を適用することを検討し始めた。ETF及びインデックス・ファンドの巨大化やインデックスの種類が多様化が進展したため、インデックス・プロバイダーの規制枠組みに係る議論をする必要性が生じたからである。

先般、SECが公表したIP募集については、本稿で示した通り市場参加者から様々な指摘があがっているが、その中でもICIの提言は注目に値する。すなわち、インデックス・プロバイダーに投資顧問規制を適用するのではなく、フォームN-1Aを改正することで、インデックス・プロバイダー間の健全な競争を促し、インデックス利用に係る手数料体系の透明化・簡素化を通じて、利益相反を抑止すべきという提言である。ICIは、米国資産運用業界における更なる競争活発化の必要性を主張している。

日本においても、一部のアセット・オーナーがインデックス・プロバイダーに対して、インデックス利用に係る手数料体系の透明性の向上を要請したことはある<sup>21</sup>。また、日本のインデックス・プロバイダー間の競争は徐々に活発化している。例えば、中央銀行、アセット・オーナー、機関投資家などの日本の市場参加者向けに時価総額加重以外の手法を用いたインデックスを開発したり、日米のインデックス・プロバイダー（あるいはプライシング・サービス・プロバイダー）が提携し新たなサービスを共同開発したりしている<sup>22</sup>。

今後、日本のインデックス・プロバイダーは、サービス開発競争を通じて、資産運用業界における存在感を増していくのか、その際に日本のインデックス・プロバイダーに対する規制枠組みを見直す必要性が生じるのか、本稿で紹介した米国における議論の動向は、その先例として注視していくべきであろう。

<sup>19</sup> 詳細は、岡田功太・下山貴史「フランクリン・テンプレトンによるレグ・メイソンの買収」『野村資本市場クォーターリー』2020年春号（ウェブサイト版）。

<sup>20</sup> 詳細は、岡田功太「非伝統的ビジネスを推進するICE及びナスダック」『野村資本市場クォーターリー』2022年秋号、近藤真史・佐藤潤宜・岡田功太「米国証券取引所の事業領域の多様化」『JPXワーキング・ペーパー』Vol.39、2022年6月30日を参照。

<sup>21</sup> 「株価指数使用料を直接契約へ GPIFが東証などと交渉」『朝日新聞』2021年1月23日。

<sup>22</sup> 「日経、米S&Pと提携 アジア企業情報の発信強化」『日本経済新聞』2022年8月29日。