



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

佐藤 潤宜

—連載（第42回）—

米国における指数プロバイダー等への規制導入に関する議論

■ 1. はじめに

米国証券取引委員会（SEC^{（注1）}）は2022年6月15日、指数プロバイダー、モデル・ポートフォリオ・プロバイダー、プライシング・サービス（以下「指数プロバイダー等^{（注2）}」）の活動が1940年投資顧問法の下での「投資助言」にあたるのではないかとこの観点からパブリックコメントの募集^{（注3）}を開始した。当該コメント募集のリリースによると、指数プロバイダー等の業務について、「例えば、指数プロバイダー等が、提供する情報の変更について事前に知りえた場合のフロントランニングの可能性や、指数プロバイダー等が提供する指数やポートフォリオモデルの構成要素を保有している場合の潜在的な利益相反など、投資家保護やマーケット・リスクに関する潜在的懸念を引き起こす。」と記述されている。

今回のSECによる規制導入に向けたアプローチは、規則提案という形ではなく、広く意

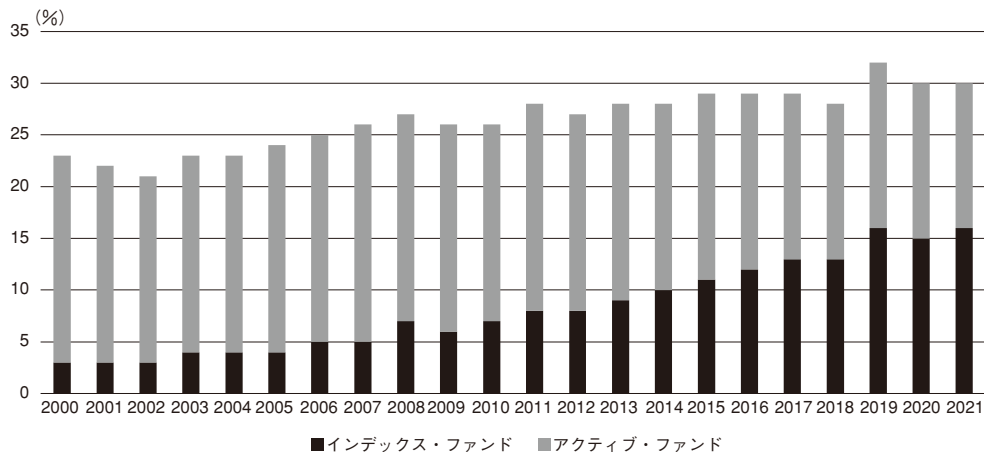
見を募集することに重きが置かれている。このアプローチ方法は、規則が改正されるには多くの時間がかかることを示唆している一方で、早めに市場参加者を巻き込みブレインストーミングすることで外堀から埋め、どうにかして規制をかけたいという思惑も感じられる。パブリックコメント募集では、40個にも及ぶ質問がなされている。本稿では、SECから発出されたパブリックコメント募集の概要と、ICE、Nasdaq、S&PDJI^{（注4）}から寄せられた意見の一部を紹介する。

■ 2. インデックスファンドの興隆と指数プロバイダーの存在の高まり

まず、今回SECが指数プロバイダーに関する規制の導入を企図している背景として近年のインデックスファンドの興隆が挙げられる。米国においては2000年代後半から足元までインデックスファンド（指数連動型ファン



(図表) 米国上場時価総額全体に占めるインデックスファンドの運用資産総額の割合



(出典) JPXワーキングペーパー-Vol.39 (注5)

ド) は着実に増加し、米国証券市場の上場時価総額全体に占めるインデックスファンドの運用資産残高の割合は2000年末の約3%から2021年末の16%まで増加している。

指数プロバイダーは、インデックスファンドの運用会社に対して、運用資産残高に応じて当該指数の使用料を課すことが一般的であるが、リサーチ業者Burton-Taylorの調査によると、世界の主要な指数プロバイダーにおける指数関連事業の収益総額は、2016年の約26億ドルから2021年の約50億ドルへと、過去5年間で約1.9倍に拡大しているという(注6)。また、近年、米国の主要証券取引所もデータサービス・指数ビジネスを強化している。ICEは、債券関連指数6,000指数、株式関連指数400指数をはじめ、通貨、米国モーゲージ、サステナビリティ関連、コモディティ関連指数を算出しており大手指数プロバイ

ダーの一角を成していると言える。Nasdaqは、Nasdaq100をはじめとした約4万6,700指数を算出・公表しており、2021年のNasdaqにおける指数事業の収益は約4.6億ドルと現物株式等の取引サービス事業の収益を上回っている。

3. パブリックコメント募集の焦点 (投資顧問業者の定義)

冒頭で述べたとおり、今回のパブリックコメント募集の焦点は、指数プロバイダー等の活動が1940年投資顧問法で定める投資助言にあたるのかという点である。本章では、投資顧問業者の定義について紹介する。

(1) 投資顧問業者の定義

投資顧問法では、一般的に投資顧問業者は



「報酬を得て、直接または出版物を通じて有価証券の価値や投資、購入、売却の可否について他人に助言をする業務に従事する者」と定義している。定義には、投資顧問業者であるか否かを判断するための以下の3つの要素が含まれている。

①有価証券に関するアドバイスの提供、または分析やレポートを発行していること

→特定の商品への投資に関するアドバイスではなく、より一般的に証券への投資をするかどうかをアドバイスする場合にも、「助言」している可能性があるともみなす。

②①のようなサービスを提供するビジネスを行っていること

→投資助言が該当企業の主要事業であるかどうかを問わず適用され、ある程度規則的に行われる事業活動を構成するようなベースで行われていれば適用される。

③当該サービスを、報酬を得て提供していること

→手数料や助言料としての報酬でなくとも、経済的利益を享受していれば適用される。

(2) 証券に関する分析やレポートの定義
指数プロバイダー等が投資顧問であるかどうかの観点では、前項の①で取り上げた、「証

券に関する分析やレポート」部分の定義が重要となる。テクノロジー及びアドバイザー業務の進化に伴い、ある種の情報やデータがその定義に合致するかどうかについては、SECは以下の3つの判断要素が焦点になるとしている。

- 情報がそのまま公衆にて容易に入手できない
- 情報のカテゴリーが高度に選択的である
- 情報が証券や有価証券の購入、保有、売却を示唆するような形で整理、提示されている

(3) 特定業者の免除

投資顧問法では、投資顧問業者の定義から、特定の活動に従事する者を明示的に除外している。この除外は、一般的に、SECまたは他の機関によって既に規制の対象となっているもの、あるいは議会がその対象とすることを意図していない者を対象としている。例えば、ブローカーやディーラーがそれらの業務の遂行にのみ使用し、特別な報酬を受け取らない場合である。さらに、投資顧問法では、善意の新聞、ニュース、雑誌、一般的なビジネス・金融出版物の発行者（以下「パブリッシャー」）は定義から除外されている。パブリッシャーには以下の3点が該当する場合に限るとしている。

- ① 客観的な (impersonal) アドバイスのみを提供する
- ② 真正かつ利害関係のない (善意 (bona



fide) な) 解説を提供する

- ③ 一時的な市場の動きに応じて発行されるのではなく、一般的に**定期的に発行**されるものであること

可否について他人に助言していない

- 2. 有価証券に関する分析または報告書を発行していない

また、指数プロバイダーに対して、IOSCO 原則^(注7)への準拠に関する内部または外部監査済みの声明文を毎年公表するよう求めることがより適切な行動方針であると考えられる。これを要件とすることで、米国で活動するすべての指数プロバイダーが同レベルの高い基準を満たすことが保証される。投資者を保護するための追加的な方法として、SECが指数利用者に義務を課し、例えば、金融商品を発行するファンドや他の市場参加者が、IOSCO 原則への準拠を実証した指数プロバイダーが提供する指数のみを利用することを義務付けることが挙げられる。

■ 4. SECから発出されたコメント募集提案の概要及び回答

3章で述べた投資顧問業者の定義を踏まえ、パブリックコメント募集では、大きく「投資顧問法下の投資顧問のステータス」及び「投資顧問ステータスへのインプリケーション」の2つに分けて質問がなされており、それぞれの質問の小分類については以下の表のとおりである。また本章では、ICE、Nasdaq及びS&PDJIの回答の一部を紹介する。

●投資顧問法下の投資顧問のステータス

No.1～2	一般的な質問
No.3～16	指数プロバイダー等に関する一般的な質問
No.17～21	指数プロバイダーに関する質問
No.22	モデル・ポートフォリオ・プロバイダーに関する質問
No.23～24	プライシング・サービスに関する質問

●投資顧問ステータスへのインプリケーション

No.25～29	投資顧問法の登録
No.30～32	投資顧問法の適合性
No.33～40	レポート義務と開示

(1) ICE

ICEは、指数プロバイダーは以下の理由から、投資助言業者要件に合致しないと考えている。

- 1. 有価証券の投資、購入もしくは売却の

(2) Nasdaq

最初の問題として、我々は、1940年投資顧問法と1940年投資会社法のいずれも、SECに指数プロバイダーを規制する法的権限を与えていないと考えている。仮にSECが、指数プロバイダーをその範囲に含める権限がこれらの法律の下に潜在していると考えたとしても、SECは、方針を転換するための政策的・法的根拠を明確に示す必要がある。意見募集の大部分は、指数の規模、成長性、適応性に焦点を当てていることにも違和感がある。

(3) S & PDJI

長年にわたり確立された法律の現状に基づ

き、投資アドバイザーとして活動しておらず、また、登録されているか否かにかかわらず、投資アドバイザーとして活動している独立した指数プロバイダーも認識していない。第一に、S&PDJIは、投資顧問法第202条（A）（II）に定める投資アドバイザーの定義に合致していない。たとえ、指数のパフォーマンスを反映するよう設計された投資商品であっても、投資家が指数を構成または利用する証券を購入、売却、保有すべきかどうかについて、いかなる助言、推奨、意見も提供するものではない。また、指数の利用者は、自らの投資ニーズと投資家のニーズを考慮して適切と思われるファンドまたはその他の金融商品を構築するための完全な裁量権を有する。

5. おわりに

本稿では、パブリックコメントへの回答の一部を取り上げたに過ぎないが、指数プロバイダー等を一般的に投資顧問法下で規制することはかなりの障壁があることが感じられる。とりわけ指数プロバイダーにはIOSCO原則がグローバルな規制枠組みとして整備されており、独立したガバナンス体制が求められているなか、さらなる規制導入は業界全体のコスト増を招き、ひいては指数利用者から金融商品への最終投資家にまでのコスト転嫁を余儀なくされる可能性もある。SECからのコメント募集は若干唐突なものであったが、この意見募集をきっかけに、既存の規則の解

釈の明確化等により実質的に指数プロバイダー等への規制強化が進む可能性も否定できない。今後の規制動向は注目に値する。

(注1) U.S. Securities and Exchange Commissionの略称

(注2) SECから発出されたりリリースでは、3つの主体を総称し「Information Provider（情報プロバイダー）」と表現しているが、本稿ではわかりやすさの観点から「指数プロバイダー等」と言い換えている。

(注3) <https://www.sec.gov/rules/other/2022/ia-6050.pdf>（SECのパブリックコメント募集サイトのシステムダウンに伴うコメント期間の延長を経て、2022年11月1日に期限を迎えた。）

(注4) S&P Dow Jones Indices

(注5) https://www.jpix.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq0000008q5y-att/JPXWP_Vol39.pdf

(注6) <https://tabbforum.com/opinions/index-providers-earn-record-revenues-as-investors-quench-thirst-for-thematic-investments-2/>

(注7) 2012年に明るみに出たロンドン銀行間取引金利（LIBOR）をめぐる不正操作問題を踏まえて証券監督者国際機構（IOSCO）が広く金融指標算出業者（指数プロバイダーを含む）に対し、「ガバナンス」、「指標の品質」、「指標の算定手法の品質」及び「算出者の説明責任」等に関する19の原則の遵守を求めるもの。