

第12章 投資顧問

1. 投資顧問業法の成立と変遷 米国の投資顧問業は、1940年投資顧問業法（Investment Advisers Act of 1940）等により規制されている。投資顧問業法の成立の過程とその後の変遷を概観する。

大恐慌によって引き起こされた社会不安は、前例のない広範囲な法律の制定を促すこととなった。1920年代の金融危機へと導いた要因を除去し、2度と同じような事態が起こらないように金融市場のインフラを整備する必要が背景にあった。議会は矢継ぎ早に、1933年証券法（Securities Act of 1933）、1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）等の法律を制定した。

これらの法律はそれぞれ異なった目的を持って制定されていたが、共通する目標も有していた。それは買い手危険負担責任原則を完全開示原則へと移行させ、証券業界に高水準の業務倫理意識を浸透させる、体系だった市場規制を構築することであった。しかしながら、この目標を達成するためには、証券の発行者や証券の取引業者の規制だけでは不十分であり、投資アドバイスを提供する業者に対する規制の必要性が認識された。第1次世界大戦前は、弁護士、銀行や会計士が付随的に投資顧問サービスを行っていたが、大戦後は小口投資家の数が増加するにつれ、それに呼応するかたちで独立した業者の数も急増した。これらの業者の多くは法律を遵守していたが、中には平気で悪事を行う予想屋のような業者も存在していたことから、これらの悪徳業者を規制する必要性が高まっていた。

このような状況下、小口投資家保護のための施策として、議会は1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）と1940年投資顧問業法を制定した。投資顧問業法の制定目的は、投資アドバイスを受ける人々を、利益相反を排除あるいは開示することにより保護することにあると謳われており、不正行為防止のための広範囲の禁止行為が盛り込まれた。

その後数々の小幅な改定が行われてきたが、議会は増大する登録業者数に対応するために、1996年に大幅な改定を行い、大規模業者は連邦政府の証券取引委員会（SEC）登録、小規模業者は州登録とした。これにより、改定前に約22,500存在したSEC登録投資顧問業者は約8,000へと減少した。

1940年投資顧問業法 (Investment Advisers Act of 1940) の内容

201条	調査結果
202条	定義
203条	投資顧問業者の登録
203A 条	州および連邦の義務
204条	投資顧問業者による報告
204A 条	非公開情報の悪用防止
205条	投資顧問契約
206条	登録投資顧問業者の禁止取引
206A 条	適用除外
207条	重要事項の虚偽記載
208条	一般的禁止事項
209条	本法の執行
210条	情報開示
210A 条	照会
211条	規則, レギュレーションおよび命令
212条	聴聞
213条	命令に対する裁判所審査
214条	法令違反および訴訟の管轄
215条	契約の効力
216条	SEC 年次報告書
217条	罰則
218条	SEC の任用および賃貸に関する権限
219条	規定の可分性
220条	略称
221条	施行日
222条	投資顧問業者に対する州規制
223条	顧客口座のカストディ
224条	商品取引法に関する解釈準則

2. ドッド・フランク法施行後の法規制 2008年に起きた金融危機を受けて、包括的かつ大幅な金融改革を行うドッド・フランク法が制定され、投資顧問業者の規制においても、大幅な改定が行われた。

ドッド・フランク法は、2010年7月21日に制定され、2011年7月21日に施行されたが、これを受け、SECに登録する必要があった、あるいは、必要がなかった投資顧問業者は、以下の3つの基準にしたがい、SEC登録の義務付け、あるいは、州登録への移行が行われることとなった。

(1) 100百万ドル以上の運用資産を有する投資顧問業者 SECへの登録が義務付けられる。

(2) 100百万ドル未満の運用資産を有する投資顧問業者 ドッド・フランク法以前は、25百万ドル以上の運用資産を有する投資顧問業者がSECへの登録(25百万ドル未満は州登録)が義務付けられていたが、同法の施行に伴い、25百万ドル~100百万ドルの間の運用資産を有する投資顧問業者(中規模投資顧問業者)は、2012年6月28日までに州登録へと移行することとなった。これはSEC登録の適用除外ではなく、SEC登録不可の扱いとなるものである。

(3) 登録適用除外投資顧問業者(exempt advisers) これまで長年にわたり、15人未満の顧客(ファンドは1人の顧客としてカウント)しか有しないヘッジファンドやプライベートエクイティファンド(プライベートファンドと総称される)を運用する業者は、運用資産の額に関係なく、SEC登録を回避することが可能(the private adviser exemption)であったが、ドッド・フランク法により、この登録適用除外措置が廃止され、上記(1)にしたがい、2012年3月30日までにSECへの登録が義務付けられることとなった。ただし、投資顧問業者が以下のうちの一つに該当する場合には、SEC登録の適用除外となる。

①ベンチャーキャピタルだけを運用している投資顧問業者

②米国における運用資産が150百万ドル未満であるプライベートファンドだけを運用している投資顧問業者

③米国にビジネスの拠点を有さない等の一定の条件を満たす投資顧問業者
ただし、①あるいは②を拠り所として登録適用除外となる投資顧問業者に対しては、一定の報告義務が課されている。

ドッド・フランク法施行後の投資顧問業者登録の流れ

100百万ドル以上の運用資産を有しているか？→NO ⇒ 州登録

YES ↓

以下のうちの一つに該当するか？→NO ⇒ SEC登録

- ①ベンチャーキャピタルファンドだけを運用している
- ②米国における運用資産が150百万ドル未満であるプライベートファンドだけを運用している
- ③米国にビジネスの拠点を有さない一定の外国投資顧問業者である

YES ↓

登録適用除外投資顧問業者
(exempt advisers)

※ただし、上記①あるいは②を拠り所としてSEC登録適用除外となる投資顧問業者に対しては、一定の報告義務が課されている。

プライベートファンドを運用する投資顧問業者は、長年にわたり、15人未満の顧客（ファンドは1人の顧客としてカウント）しか有さない場合には、SEC登録を回避することが可能となっていたが、ドッド・フランク法はこれを廃止し、これにより未登録となっていたヘッジファンドやプライベートエクイティを運用する多くの投資顧問業者が2012年3月30日までにSECへの登録を義務付けられることとなった。

250百万ドル以上の運用資産を有する投資顧問業者は、ドッド・フランク法施行以前は、SECへの登録が義務付けられていたが、ドッド・フランク法施行により250百万ドル～100百万ドルの間の運用資産を有する投資顧問業者（中規模投資顧問業者）は、2012年6月28日までに州登録へ移行することとなった。

3. 投資顧問業に係る規制（1） [投資顧問業者の定義] 1940年投資顧問業法202条（a）（11）は、投資顧問業者を、①報酬を得て、②他人に対し業として、③証券に関するアドバイスの提供等を行う者と定義している。その他の者として、ファイナンシャルプランナーや年金コンサルタントについても、投資アドバイスを提供する場合には、同法が適用されることが、1987年に公表されたSECの解釈リリース（“Applicability of the Investment Advisers Act to Financial Planners, Pension Consultants, and Other Persons Who Provide Investment Advisory Services as a Component of Other Financial Services”）において示されている。定義から除外される主な者としては、銀行、投資顧問サービスの提供が彼らの本来業務に付随的である場合における法律家、会計士等が規定されている。証券業者については、提供する投資顧問サービスが単に付随的であり、かつ、そのサービスに対する特別な報酬を得ていない場合は除外されるが、投資一任サービスを提供する場合は、報酬形態の如何を問わず、投資顧問業者としてSECへの登録が義務付けられている。

[受託者責任] 投資顧問業法206条は、投資顧問サービスの提供に関し、受託者責任の観点から禁止行為を定めている。投資顧問業法そのものには受託者責任についての直接的な規定はないが、判例により、「受託者として投資顧問業者は顧客に対し忠実義務を有しており、顧客の同意なしに利益相反となる行為を行ってはならない」あるいは「投資顧問業者の最も重要な義務は忠実義務である。この義務は重要な事実については完全かつ公平な開示を行わねばならないという絶対的な義務を含んでいる」とされている。

また、2019年、SECは、投資顧問業法において投資顧問業者が顧客に対し負っている受託者責任に関して以下のような解釈指針を発表した。受託者責任は、コモン・ローの原則を基礎とし投資顧問業法における投資顧問業者と顧客の関係性から導き出される。受託者責任には、注意義務と忠実義務が含まれる。注意義務には、顧客の最善利益を迫及する投資アドバイスを提供する義務、顧客取引について最良執行を追求する義務などが含まれている。忠実義務は、顧客の利益を自己の利益よりも劣後させないことを投資顧問業者に求めている。そして、受託者責任を果たすために、投資顧問業者は投資顧問サービスに関連する重要な事実について、完全かつ公平な開示を実施しなければならない。

投資顧問業法に関連する SEC 規則 (1)

275.0-2	非居住者に関する一般的手続き
275.0-3	規則および規制に関する参照
275.0-4	提出書類および申請書の一般的要件
275.0-5	申請およびその他事項に関する手続き
275.0-6	認可
275.0-7	小規模業者
275.202(a)(1)-1	譲渡とはみなされない取引
275.202(a)(11)(G)-1	ファミリーオフィス
275.202(a)(30)-1	外国プライベート投資顧問業者
275.203-1	投資顧問業者登録申請
275.203-2	投資顧問業者登録取消
275.203-3	不可抗力による適用除外
275.203(l)-1	ベンチャーキャピタルファンドの定義
275.203(m)-1	プライベートファンド投資顧問業者の適用除外
275.203A-1	SEC 登録への適格性, SEC 登録への / からの切替え
275.203A-2	SEC 登録禁止の適用除外
275.203A-3	定義
275.204-1	フォーム ADV に対する修正
275.204-2	投資顧問業者が保存すべき帳簿および記録
275.204-3	開示書類の交付と開示書類の補遺

4. 投資顧問業に係る規制（2） [最良執行] 投資顧問業者は、顧客の証券取引に対して最良執行の獲得を追求することが義務付けられている。最良執行義務は投資顧問業法に明文規定はないが、受託者責任である注意義務の一環であると考えられている。発注する証券業者を選定する際に、単に可能な限り最も低い手数料率で執行することが義務付けられているのではなく、最良品質の執行になっているかどうかを追求することを意味している。例えば、証券業者から提供される調査サービスの価値、執行能力、手数料率等を総合的に判断して発注証券業者を選定する必要がある。

[広告規制] SEC 規則206（4）-1 は、SEC 登録の投資顧問業者が、重要事実について虚偽の内容を含む、あるいは誤解を招くような広告を行うことを禁止している。

同規則206（4）-1（e）（1）は「広告」を（i）「投資顧問業者が、新規顧客に対する投資顧問サービス（既存顧客の場合は新規の投資顧問サービス）を、複数以上（仮定的運用成績が含まれている場合は1人以上）の者に対して行う、直接的又は間接的なコミュニケーション」又は（ii）「投資顧問業者が直接的又は間接的に報酬を支払う既存顧客による感想（testimonial）又は既存顧客以外による推薦（endorsement）」と広範囲に定義している。この定義は、2020年のSEC 規則改正により改められた。改正前は、「書面」や「ラジオ又はテレビ」によるものに限定されていたが、「直接的又は間接的なコミュニケーション」とeメール、ウェブサイトを始め、あらゆるコミュニケーション・ツールによるものを包括的にカバーするようになった。また、投資顧問業者自らによるものだけでなく、第三者による感想や推薦を広告に利用することが可能となった。

そして、同規則206（4）-1（a）により、以下のような広告は禁止されている。（1）重要事実に関する真実でない表現、又は重要事実に関する必要な表現の省略、（2）合理性のない重要な事実に関する表現、（3）虚偽や誤解を招く可能性が高い情報、（4）重大なリスクや重大な制限について公正・不偏でない論調、（5）公正・不偏な方法によらない過去の特定の投資アドバイスへの言及、（6）公正・不偏な方法によらずに、特定の運用成績を含めたり除外したり、特定の期間の運用成績を表示すること、（7）その他重大な誤解を招くもの。

投資顧問業法に関連する SEC 規則 (2)

275.204-4	報告適用除外投資顧問業者による報告
275.204-5	フォーム CRS の提出
275.204(b)-1	プライベートファンドを運用する投資顧問業者による報告
275.204A-1	投資顧問業者の倫理規定
275.205-1	投資会社の「投資実績」と証券価格の適切な指標としての「投資記録」の定義
275.205-2	運用を行っている投資会社あるいはファンドの資産価値の平均の対象となる「指定期間」の定義
275.205-3	投資顧問業者に対して法205条(a)(1)により禁止される報酬の適用除外
275.206(3)-1	一定の投資顧問サービスの適用に関して証券業者として登録されている投資顧問業者の適用除外
275.206(3)-2	投資顧問顧客のためのエージェンシークロス取引
275.206(4)-1	投資顧問業者によるマーケティング
275.206(4)-2	顧客の資金/証券の投資顧問業者によるカストディ
275.206(4)-5	一定の投資顧問業者による政治献金
275.206(4)-6	議決権行使
275.206(4)-7	コンプライアンスの手順と実践
275.206(4)-8	プールされた投資ビークル
275.206(4)-10	プライベートファンドを運用する投資顧問業者の監査
275.211(h)(1)-1	定義
275.211(h)(1)-2	プライベートファンドの四半期報告書
275.211(h)(2)-1	プライベートファンドを運用する投資顧問業者の禁止行為
275.211(h)(2)-2	投資顧問業者によるセカンダリー取引
275.211(h)(2)-3	特別待遇
275.222-1	定義
275.222-2	些事基準における「顧客」の定義

5. 投資顧問業界の現況（1） 米国投資顧問業協会（Investment Adviser Association（=IAA））が発行している米国投資顧問業界の年次概況書である「Investment Adviser Industry Snapshot 2024」によると、2023年末現在の米国証券取引委員会（SEC）に登録している投資顧問業者の概況は、以下のとおりである。

（1）運用資産額

2023年末のSEC登録投資顧問業者の運用資産額は、資産減少となった2022年から12.6%増加し、2021年と同水準の128.4兆ドルとなった。過去23年のうち20年において、運用資産額は増加してきた。過去23年間、運用資産額は年平均8.4%増加し、大型株の収益率7.8%を上回っていることが、投資顧問業界の重要性が増加していることの指標となる。2023年において、運用資産の大部分（91.4%）は、投資助言（non-discretionary）ではなく投資一任（discretionary）によるものであった。

（2）業者数

2023年末のSEC登録の投資顧問業者数は、前年から1.9%増の15,396社と過去最多となった。過去23年のうち21年において、登録業者数は増加した。登録業者数が減少した2010年と2011年は、SEC登録が必要とされる運用資産額の閾値が2,500万ドルから1億ドルに増加したことによる。過去23年間、登録業者数は年平均3.7%増加した。

（3）業界の多様性と寡占化

登録業者といっても、街の投資顧問業者から大規模多国籍運用会社まで多様性に富んでいる。88.0%の登録業者は50億ドル以下しか運用資産を有しておらず、さらに半数以上が1億ドルから10億ドルしか運用資産を有していない。一方で、業界の運用資産額の92.4%が運用資産50億ドル以上の業者によるもので、66.1%は上位207社によるものである。さらに、過去10年、運用資産1,000億ドル以上の業者の運用資産は年率で10.1%増加し寡占化が進行している。

投資顧問業界の特色として、多数の新規参入と廃業によるダイナミックな新陳代謝を挙げることができる。2023年には、1,114社の新規登録と832社の登録抹消があった。

米国投資顧問業界のトレンド

年	2019	2020	2021	2022	2023
SEC登録業者数（単位：社）	14,494	13,880	14,806	15,114	15,396
顧客数に占める個人投資家比率	63.7%	62.4%	63.1%	62.8%	63.0%
顧客数（単位：万顧客）	4,210	4,970	5,300	5,430	5,670
運用資産額（単位：兆ドル）	97.2	110.0	128.4	114.1	128.4
従業員数（単位：人）	871,971	879,755	928,505	971,487	1,006,471
従業員数100人以下の業者数比率	93.0%	93.0%	93.0%	91.7%	92.7%

〔出所〕 Investment Adviser Industry Snapshot 2024

6. 投資顧問業界の現況（2）

（4）顧客サービス

2023年末のSEC登録投資顧問業者の投資顧問総顧客数は、前年から4.4%増の5,670万顧客と過去最多となった。投資顧問業者が顧客に提供する主要な投資顧問サービスとしてポートフォリオ運用が挙げられ、97.4%の業者がポートフォリオ運用サービスを提供している。もっとも、60.9%の業者が他の投資顧問サービスを提供しており、44.3%がフィナンシャル・プランニングを、29.1%が他の投資顧問業者の選択・推奨サービスを、21.4%が年金コンサルティングを提供している。

顧客層としては、3つのグループに分けられる。①個人投資家、②投資信託などの投資ビークル、③年金基金や法人などの機関投資家である。顧客数では個人投資家が圧倒的に多いが、契約資産額では投資ビークルが61.8%を占める。投資ビークルは複数の投資家に提供されるものの、投資顧問サービスの顧客としては1顧客として計上するため、投資顧問サービスの対象としての投資ビークル顧客数は少ない。過去6年間では、個人投資家顧客の増加が顕著であり、年率換算で、顧客数では12.8%、運用資産額では15.1%増加している。投資顧問業者のうち、63.1%が個人投資家に投資顧問サービスを提供し、43.7%が投資ビークルに、58.7%が機関投資家に提供している。

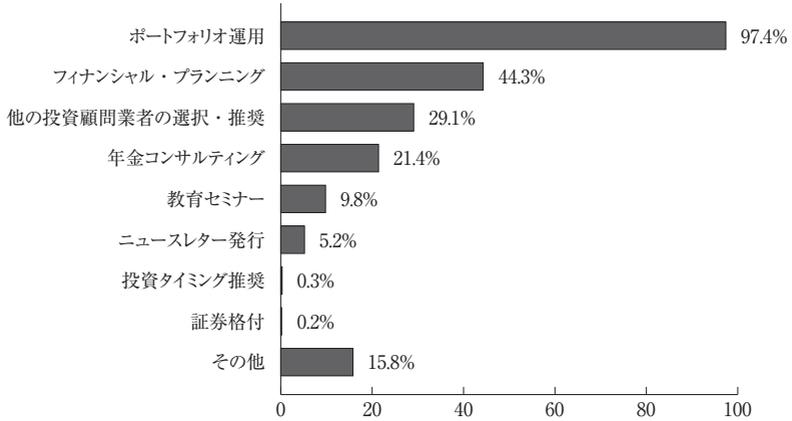
（5）従業員数

2023年末のSEC登録投資顧問業者の非事務・専門的（non-clerical）従業員数は、前年から3.6%増加し、過去最多の1,006,471人と初めて百万人の大台に乗った。これは、7年連続の増加であり、2013年以降、年率で3.4%増加している。従業員数の増加は大手業者において顕著であり、2013年以降、年率で6.7%増加している。

（6）報酬体系

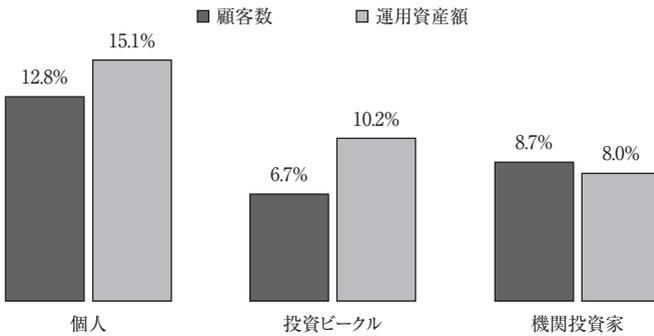
SEC登録投資顧問業者が採用している報酬体系としては、①契約資産に対する料率方式（95.3%）、②固定報酬方式（45.2%）、③成功報酬方式（36.3%）、④タイムチャージ方式（29.2%）、⑤その他（14.5%）、⑥手数料（commissions）方式（2.1%）、⑦購読料（subscriptions）方式（1.1%）を挙げることができる（複数回答あり）。

投資顧問業者が提供している投資顧問サービス
(提供している業者の比率)



〔出所〕 Investment Adviser Industry Snapshot 2024

顧客層別の成長率
(2023年までの過去6年の年率換算)



〔出所〕 Investment Adviser Industry Snapshot 2024