

## リテールビジネス

# フィー型証券口座の提供を禁止した米連邦高裁判決

米国では残高連動手数料型の証券取引口座の提供を禁止する連邦高裁判決が確定した。証券会社の既存口座内の預り資産は伝統的なコミッション口座かSMAなどのアドバイザー口座へ移管せざるを得なくなるなど、証券会社経営へのインパクトは小さくない。

## 受託者責任免除の終焉で提供不可に

米SECは5月14日、証券会社による残高連動手数料型証券取引口座（フィー・ベスト・ブローカレッジ口座。以下、フィー型証券口座）の提供禁止を命じた3月30日の連邦高裁判決に対し、最高裁へ上告しないとの決定を発表した。これにより、米証券会社はフィー型証券口座を提供できなくなることが確定し<sup>1)</sup>、米証券各社では顧客に既存のフィー型証券口座内の資産を伝統的なコミッション（委託手数料）型口座か、SMAなどのアドバイザー（投資顧問契約付き）口座に移してもらわねばならなくなった。

フィー型証券口座とは、証券売買の手数料を売買金額や件数に拠らず、預り資産残高に応じた金額を顧客から定期的に徴収するものである。米国では1999年にメリルリンチが業界の先駆けとなる「アンリミテッド・アドバンテージ」を導入して以来参加が相次ぎ、現在では米国内主要証券会社のほぼすべてが提供する定番商品の1つとなっている。2006年末の残高は2,774億ドル（99万口座）と、SMAや投信ラップなどを含むフィー・ベスト・サービス<sup>2)</sup>資産全体の16%を占める<sup>3)</sup>。

ただし、フィー型証券口座が他のフィー・ベスト・サービスと大きく異なるのは、それが制度上は単に証券売買口座の一形態にすぎず、SMAや投信ラップなどアドバイザー機能の付いたサービスとは一線を画すとされてきた点である。この違いにより、証券会社や

その営業マン（FA）はフィー型証券口座の提供に際して証券取引法に基づく適合性原則の適用を受ける一方、投資顧問法上の受託者責任は免除されてきた<sup>4)</sup>。また提供するFA個人の資格要件は証券外務員免許（シリーズ7）のみで、投資顧問免許（シリーズ65、66）の取得と登録義務は免除されてきた。

こうした受託者責任免除の法的根拠となっていたのは、メリルリンチによるフィー型証券口座提供に際してSECが独自裁量で示した、いわゆる“メリルリンチ・ルール”である<sup>5)</sup>。これに対し、独立投資顧問業者（RIA）らが多数所属する米ファイナンシャル・プランニング協会（FPA）は不公正な競争環境の是正や投資家保護などを掲げて同ルールの無効化を求め2004年にSECを相手取り提訴していた。3月の連邦高裁判決では、フィー型証券口座提供者の受託者責任を免除したのはSECの越権行為であると断じ、証券売買口座の一形態としてフィー型証券口座が提供されることを認めなかった。

## フィー型証券口座が抱えた課題

フィー型証券口座の提供を禁止する今回の司法判断を、単に証券業者と投資顧問業者間の業際問題の決着とみなすことは、この問題の一面しか捉えたことにならない。むしろ、メリルリンチによるアンリミテッド・アドバンテージ導入から連邦高裁判決に至るまでの8年間に米国証券業界や関係者におけるフィ

### Writer's Profile



吉永 高士  
Takashi Yoshinaga

NRIアメリカ  
上級研究員

専門は米国金融経営調査  
[focus@nri.co.jp](mailto:focus@nri.co.jp)

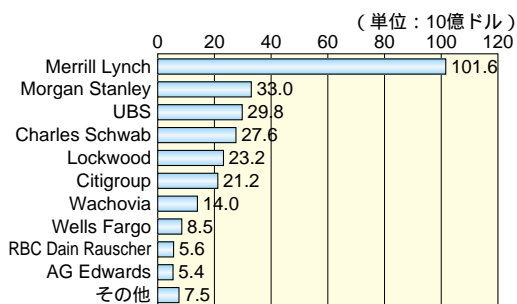
一型証券口座の位置付けや期待が様変わりしていったプロセスを俯瞰することは、判決の背景とともに、この商品が根本的に抱えてきた課題や特性を理解する上で有用であろう。

1999年の提供開始時に、フィー型証券口座は証券業界と監督当局の双方から大いなる賛意を持って迎えられた。証券会社にとっては、委託手数料率の長期低下傾向が続くなか、市況依存型収益体質からの脱却につながるSMAなどフィー・ベスト・サービスの裾野を広げる受け皿としての役割が期待された。一方、監督当局のSECにおいても、フィー型証券口座は手数料稼ぎを目的とした過当売買（チャージング）などの利益相反懸念を大きく減じるとの考えにより強く支持された。

こうした官民の期待に応えるかのように、フィー型証券口座の残高は急増し、翌2000年の末には早くも1,000億ドルに達した。3年後の2003年末には2,000億ドルを超え、直近の3,000億ドルに達するまでほぼ一貫して増え続けた。

ところが、こうした急成長は、ただ売買頻度の多い顧客に商品が好感されたためといった単純なものではなかった。たとえば、証券会社が営業マンの一任運用口座など受託者責任を伴う類似商品より優先して提供する、「規制のアービトラージ」があったことが指摘されている<sup>6)</sup>。また、売買頻度の少ない顧客への提供で売上増を図る逆チャージングも問題視されるようになり、2005年には大手証券2社が当局処分を受けるに至って利益相反軽減期待は幻想であることが露呈した<sup>7)</sup>。

図表 米国主要証券会社のフィー型証券口座残高(2006年末)



(出所) Cerulli AssociatesのデータよりNRIA作成

一連の法廷係争や不祥事は、フィー型証券口座が制度的には証券売買口座でありながら、実態としては受託者責任を免除された擬似アドバイザー商品であるという、又工的性格を象徴している。各種の世論調査はフィー型証券口座を提供する証券会社や営業マンが受託者責任の適用を受けているとの誤解が個人投資家の間で支配的であることを示してきた。顧客側の誤解を減らすには、開示強化等で誤解自体を正すか、実態を顧客の認識に近づけるしかないが、曖昧なフィー型証券口座を禁止し、コミッション口座か受託者責任の伴うアドバイザー口座の二者択一を迫る高裁判決は、証券会社に後者の解決を求めたといえる。

### 証券会社の対応と新たな係争の展望

高裁判決の確定を受け、米大手証券会社ではフィー型証券口座の提供を中止するなどの対応がすでに始まっている。対面型のフルサービス証券会社では平均でフィー型証券口座は預り資産の5%程度を占めるといわれるが、今後、対象口座の抽出、顧客通知、口座切替、システム対応などの手続きを進めていくことになる。ほとんどの大手証券ではフィー型証券口座に受託者責任を付加しただけの営業マンの投資助言（非一任）付き口座商品が従来からあり、これをフィー型証券口座資産の受け皿の中心としていくとみられる。

資格要件については、主要証券会社はいずれも投資顧問業者としても登録済みであるが、証券外務員のうち投資顧問資格取得者は4分の1程度とされており<sup>8)</sup>、外務員個人の投資顧問資格取得を進めていく必要がある。

高裁判決の影響を中長期的に展望すると、証券外務員資格のもとで可能な業務範囲を巡るさらなる係争の可能性も懸念される。たとえばファイナンシャル・プランニング用ソフトを利用した提案や「アドバイザー」の呼称使用などを将来FPAが係争の俎上に載せる可能性を危惧する声もあり、予断を許さない。

### NOTE

1) 禁止措置は5月21日から発効しているが、SECでは連邦高裁に対し、証券会社や顧客の対応のために4ヵ月間の経過措置期間を認めるよう請求している。

2) フィー・ベスト・サービスにはフィー型投資証券口座のほか、一任契約を結んだ投資顧問業者が運用を行うSMA、投資信託を使ったファンドラップ、営業マンの一任運用勘定、投資助言付き口座などがある。

3) Cerulli Associates集計。

4) 顧客に適合する商品・サービスの提供が求められる適合性原則よりも、顧客の利益を最優先する受託者責任においては利益相反懸念に関するあらゆる開示など規制対応負担や賠償責任リスクが大きいとされる。

5) 同ルールはフィー型証券口座が受託者責任を免除するための3つの要件として、アドバイス提供はもっぱら証券売買に付随するものであること、投資一任のアドバイスは提供しないこと、フィー型証券口座が証券売買口座であることを明確に開示することを挙げている。

6) 営業マンの一任運用勘定はフィー型証券口座が普及するなかで残高が伸び悩んだが、2003年にフィー型証券口座に対するSECの見方が厳しくなると再び増勢を強めるようになった。

7) うち1社は年間売買頻度の少ない証券口座をフィー型証券口座に移管することで顧客から各2,550～6,000ドルの過剰な手数料を徴収したとして、2005年に全米証券業協会(NASD)により100万ドルの過剰金支払い等の処分を受け、フィー型証券口座の提供も打ち切った。対象となった口座には売買頻度がゼロだったものも17%含まれていたという。

8) Tiburon "Fee-Accounts Market Overview" (January 12, 2007)