

米国における証券と投資顧問の接近の実態

(SEC 委託調査・RAND レポートより抜粋)

平成 20 年 3 月 24 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

米国における証券と投資顧問の接近の実態
(SEC 委託調査・RAND レポートより抜粋)
要約

米国では、証券営業が株式売買委託手数料（フロー）重視から資産管理（ストック）重視に移行するにつれ、証券会社の役割が投資顧問に接近し、両者の区分が曖昧になりつつある。

そこでSECは今後の規制のあり方などを考えるため、シンクタンクRAND コーポレーションに委託して、証券と投資顧問のビジネスの実態、投資家が両者の相違をどの程度理解しているかについて大調査を行った。

このほど公表されたRAND レポートには、米国の証券会社および投資顧問会社の今日に至る変化とその背景、両者の法的位置づけの違い、会社の規模をはじめとする経営・業務の実態を知る貴重な資料が含まれている。また米国銀行の証券戦略、証券外務員の報酬体系、投資家が付き合うプロの選択基準などの興味深いデータも盛り込まれている。

以上のように本レポートは、日本でも進みつつある資産管理型金融サービスの今後を考えるうえでも参考になると思われるので、そのポイントを抜粋し紹介してみた。

米国における証券と投資顧問の接近の実態

(SEC 委託調査・RAND レポートより抜粋)

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

米国では、証券会社の営業スタイルが以前の株式売買委託手数料（フロー）中心の営業から資産管理型（ストック）営業に移行するにつれ、証券会社の役割が投資顧問に接近し、両者の区分が曖昧になりつつある。

そこで SEC は今後の規制等のあり方を考えるため、証券と投資顧問のビジネスの実態、投資家が両者の相違をどの程度理解しているかについて大調査を行うこととした。その作業は米国のシンクタンク RAND コーポレーションに委託され、本年 1 月初めに同社の調査報告（”Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers”）がまとまったとして SEC はその内容をホームページに公表し、また RAND 社も同社ホームページにレポートを掲載している¹。

同報告書は 200 ページに及ぶものであるが、米国の証券会社および投資顧問会社の今日に至る変化とその背景、法的位置づけの違い、現在の経営・業務実態などを知る貴重な資料が含まれているので、そのポイントを紹介したい。

< 目 次 >

要旨	証券業界と投資顧問業界の実態
証券業と投資顧問業の規制の違い	1. 業界の構造
1. ブローカー・ディーラーの規制内容	2. 業務分野
2. 投資顧問業者の規制内容	3. 収入構造
証券業と投資顧問業が接近した経緯と SEC の対応	4. マーケティングとディスクロージャー
	5. コンプライアンス活動
境界が崩れたことに対する関係者の反応	投資家の理解度、満足度、好み

¹http://rand.org/pubs/technical_reports/TR556/

．要 旨

1．調査実施の背景

金融サービス産業は、その規制および法的取り扱いに関していま重大な岐路に立っている。この業界が複雑化するにつれ、規制当局がこの市場における様々な金融サービスを律する規制措置をデザインすることが困難になりつつある。

金融サービス提供者の区分は理論的には明快である。“ブローカー”とは「他人に代わって証券取引を行う者」と定義され、“ディーラー”は「自分の勘定で証券を売買する者」と定義される。そして“投資顧問(investment adviser)”は「他人に証券に関する助言(advice)を与える者」と定義されている。ブローカー・ディーラーと投資顧問は異なる連邦法によって規制されており、ブローカー・ディーラーは1934年証券取引所法(The Securities and Exchange Act of 1934)により、投資顧問は1940年投資顧問業法(the Investment Advisers Act of 1940)により規制されている。

上記のように定義と規制根拠が異なるので、ブローカー・ディーラーと投資顧問との境界は長い間重要なものとされてきた。しかし、1990年代初頭以降に金融サービス市場において起きた変化により両者の区分は不明確になっている。業界は市場ニーズや規制環境に対応して常に業務を進化させ、顧客に様々な商品やサービスを一括提供するようになってきた。SECは、ブローカー・ディーラーと投資顧問の区別をはっきりさせるため1999年に新たな規則を提案し、2005年にそれを一部修正して「特定のブローカー・ディーラーは投資顧問とみなさない」規則を定めた。しかし、この規則はFinancial Planning Association(FPA)からの異議申し立てに遭い裁判所によって覆されてしまった。

上記の規則制定過程を通じSECに対して業者、投資家・消費者グループなどから「投資家は、ブローカー勘定と投資顧問勘定の相違点・法的義務の違い・肩書きの効力等をどの程度理解しているのだろうか」との懸念を表明する1,700通を超えるレターが寄せられた。

このためSECは、ブローカー・ディーラーと投資顧問の業務の実態がどのように変化してきて今どのように入り組んでいるか、投資家は両者の業務をどう理解しているか、を明確に把握したうえで今後の規制変更に取り組むべきだと考えるに至った。そこでSECはRAND社に対しこのテーマについて調査研究を委託したものである。

2．調査の目的と方法

調査の主目的は次の二つである。

ブローカー・ディーラーと投資顧問の業務実態が現在どうなっているか？

投資家はブローカー・ディーラーと投資顧問の違いあるいは両者の関係を理解しているか？

この答えを得るため、RAND社は次の方法により調査を実施した。

の業務実態の把握のためには多角的に情報収集と分析を行った。情報源には(イ)経

済・ビジネス雑誌、業界専門誌などの刊行物に掲載された過去の研究レポート(ロ)投資顧問業者とブローカー・ディーラーがSECへ届出た書類(2001年~2006年分)(ハ)サンプルとして抽出した会社群についての業務実態記録(ニ)26の関係団体および複数の金融サービス会社のスタッフとの個人的インタビューが含まれる。

の投資家理解度の把握のためには(イ)654世帯から回答を得た独自のアンケート調査を実施したほか、(ロ)10~12人の小グループに分けた6グループについて深掘りインタビューを実施した。

全体として分かったことは、この産業は企業形態・規模等が多様であるだけでなく、顧客に提供しているサービス・商品も多様で異質の企業群から成り立っている(不均一産業である)こと、業界のビジネスモデルや提供しているサービスがこのように多様であるが故に、投資家は一般的に(連邦規制が定義しているようには)ブローカー・ディーラーと投資顧問の違いを認識できないでいることである。

そして投資家は自分が接触しているサービス提供者について、その呼称(たとえばブローカー、投資アドバイザー、フィナンシャル・プランナーなど)や法的義務については良く理解していないけれども、各自が受けているサービスに対する満足度は高いことが明らかになった。

3. 投資顧問とブローカー・ディーラーの業務の実態

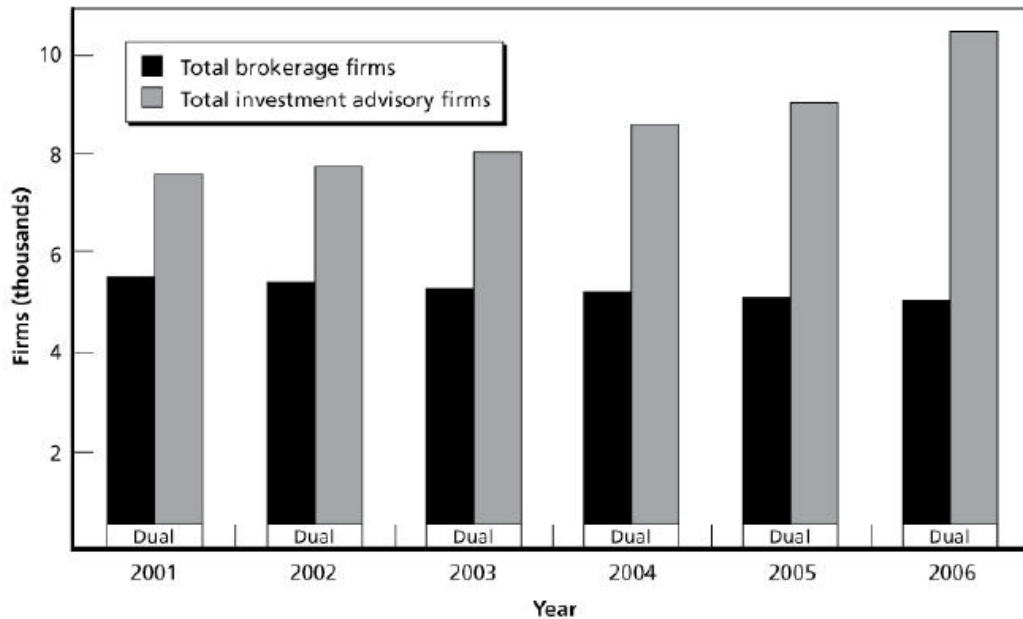
(1) 会社数および会社の規模

比較的小数の大規模会社が(自社で、または他の金融サービス会社との提携を通じ)フルサービス業務を提供しており、この少数の大会社が米国の投資顧問およびブローカーのビジネスの大部分を支配している。一方で夥しい数の小企業が、狭い範囲の投資顧問業務またはブローカー業務を提供している(ただし、その多くは他の会社との提携により付加的サービスを提供している)。

図表1は、2001年から2006年に至る各年末の投資顧問およびブローカーの業者数を示している(出所はSECの投資運用部門およびFINRA(証券界の自主規制機関))。

- ・2001年から2006年の間に投資顧問会社は7,614社から10,484社へ大きく増加し、一方ブローカーは5,526から5,068へ減少した。
- ・投資顧問としてもブローカーとしても登録している二重登録業者(dual registrants)の数は、各年とも500から550の間で安定的に推移していた。
- ・ブローカーのうち二重登録をしている業者の割合は9.5%から10.6%へ若干増加し、投資顧問会社のうち二重登録をしている業者の割合は6.9%から5.1%へ減少した。

〔図表1〕米国のブローカーおよび投資顧問の業者数



(注1) 二重登録業者はそれぞれに含まれている。

(注2) 2006年の投資顧問業者の増加は、従来登録不要であったヘッジファンド運用業者も投資顧問の登録が必要だとして06年に一時的に実施された規制の影響が含まれている。

投資顧問会社については、非常に大規模の会社が一部存在するが、大部分の会社は小さい。2006年末現在で個人顧客を持っている投資顧問会社の半数以上は従業員10人以下である。50人超の従業員が居る会社は全体の約4分の1であり、100人超の従業員が居る会社は全体の8%である。しかし個人顧客を持っている69(比率では0.9%)の投資顧問会社は1,000人を超える従業員を雇用していた。そして、投資顧問会社の約40%は従業員の中にブローカーの登録外務員である者が存在すると答えている。

ブローカーについて上記の投資顧問業者のような従業員統計は取れなかった。ブローカーの会社資産および発行株式の分布をみると、ごく一部の会社が著しく巨大であり、残りの会社群と非対称的である。たとえば2006年第4四半期の資産額の平均値は10億ドルであるが、その中位数は50万ドル未満である。自己資本額も平均は3,200万ドル、中位数は34万ドルと大きく乖離している。

(2) 提供しているサービス

個人顧客を持っている投資顧問会社の95%は個人および小企業に対してポートフォリオ管理サービスを提供しており、そのうち14%はラップフィー勘定の運用を行っている。ラップフィー勘定のスポンサーとなっている業者は約6%である。ポートフォリオ管理サービスに次いで多く提供されているサービスはファイナンシャル・プランニングで約50%であ

り、年金コンサルティングは約 20%の業者が行っている。そして投資顧問以外の業務に従事している会社が 25%以上あり、その業務の中にはブローカー・ディーラー（7%）、ブローカー・ディーラーの登録代理人（12%）、保険の代理店またはブローカー（12%）が含まれる。

一方ブローカー・ディーラーが最も広く行っている業務は投信販売（52%）であり、次いで株式の店頭販売（50%）、証券私募（50%）となっている。そしてブローカーの 20%以上が投資顧問関連業務を行っており、四半期ブローカー収益の 7%が投資顧問フィーをふくむフィー収入で占められていた。ただし小規模ブローカーにあっては投資顧問関連フィーの割合が平均より高い。

（3）二重活動および提携関係

前述のとおり、二重登録業者（dual registrants）の数は 2001 年から 2006 年まで 500 から 550 で安定的に推移しているが、ブローカーのうち二重登録をしている業者の割合が高まっている。そして、これら二重登録ブローカーの収入・経費・純利益は大きく増加している。さらに、これらの業者による運用資産額は一任勘定について若干増加、非一任勘定については 75%増加した。投資顧問とブローカー業務のどちらか一方だけを行っている会社は、他の金融サービス会社と提携している場合がある。

個人顧客を持っている投資顧問会社の 25%は、別の業務をも営む他の投資顧問と関連をもっている。また投資顧問会社の 20%以上は、関係人としてブローカー・ディーラー、地方債ディーラーまたは政府債ブローカー・ディーラーのいずれかが存在すると報告しており、17%は保険会社又は保険代理店が、11%は投資会社が関係人になっていると報告している。

ブローカーについては、2006 年第 4 四半期において、登録会社の 20%以上が既に投資顧問業務を行っているか、または近く行う予定と答えている。ブローカー・ディーラーの約 40%は直接・間接に証券・投資顧問業務を行う会社と支配または被支配関係にあり、約 8%は銀行持株会社等と支配または被支配関係にある。

上記の繋がりは市場支配力でみると遥かに大きい。たとえば投資顧問会社について、直接ブローカー業務を行っていないもののブローカー・ディーラーを関係人としてもつ会社数は全体の 15%以下であるが、この 15%の会社は 2006 年末現在で全米の投資顧問勘定数の 4 分の 1 以上、金額で 3 分の 2 以上を運用している。ブローカーについて言えば、証券・投資顧問業務との関連がある会社は、Part A にもとづく届出企業（小企業）では 38%であるが、Part B による届出会社（大企業）では 69%に達している。

（4）ディスクロージャー

投資顧問業者もブローカー・ディーラーも顧客及び見込み顧客に対し一定のディスクロージャーを義務付けられている。関係者へのインタビューでは、ディスクロージャーその

ものが問題だと主張する人が多く、次のような指摘がなされた。

第一に、ディスクロ文書は平均的投資家が理解できるように書かれていないし、開示情報は不適切である。第二に、業者は投資家がディスクロ文書を理解することを手助けしていない（業者は説明する時間を取ることなく文書を渡している）。第三に、投資家の方もディスクロ文書をよく読むために必要な時間を取っていないし、理解しようと努力もしていない。

ディスクロ文書を分析したところ、投資顧問業者が配布する文書においては倫理規定と忠実義務への言及が多く、ブローカー・ディーラーの配布文書については、報酬についてすなわち顧客が支払う報酬、ブローカー・ディーラーが受け取る他の会社からの報酬（訳者注：運用会社からの運用報酬のキックバック等）そしてブローカー・ディーラーの従業員への支払い報酬体系についての言及が多かった。一方 Web サイトで行われているディスクロージャーは、文書での開示と対照的に、投資顧問、ブローカー・ディーラーとも将来のパフォーマンスに関する言及が多かった。

4. 投資家の理解度

前述のように RAND 社は投資家の理解度を把握するため、654 世帯から回答を得たアンケート調査と、少人数に絞ったグループインタビューを実施した。その結果判明したことは次のとおりである

投資家は、投資顧問、ブローカー、フィナンシャル・アドバイザー、コンサルタント、フィナンシャル・プランナーといった専門家間の差異を明確には理解していない。投資家は「フィナンシャル・アドバイザー」と「フィナンシャル・コンサルタント」については、提供するサービスの内容および職務に関して、ブローカーより投資顧問に近いとみなしている。

しかし投資家は自分の接触しているプロ個人から受けているサービスに関係なく（つまり投資顧問、ブローカレッジのどちらからサービスを受けていようと）彼等が接触しているプロの呼称として最も多く挙げたのは「アドバイザー」「フィナンシャル・アドバイザー」「フィナンシャル・コンサルタント」といったごく一般的なものであった。グループインタビューの出席者は、ブローカー・ディーラーを投資顧問から識別することを難しくしている理由として、どちらとも取れる（互換性のある）呼称が使われていることや、業者の「“ We do it all ” すべてやります」広告を挙げていた。

投資家が投資顧問とブローカーのどちらを選ぶかについて、その選択理由は異なっている。投資顧問については報酬体系、ディスクロージャー要件、法的義務が挙げられ、ブローカーについては少ない金額で口座を持てること、業界内の資格試験、コストが挙げられた。

そして、投資家はサービスを受けるプロの呼び方や職務について正しく理解していないものの、自分の受けているサービスについての満足度は高いことが判明した。また投資家

は自分が付き合うプロを選ぶ基準として、知識や能力よりも、「連絡を密にしてくれる」「気配りがよい」「人柄がよい」といった人間的要素を重視しており、投資実績あるいはフィーは重要な選択基準にはなっていなかった。

(付) 他のサービス提供者

投資顧問や証券会社と類似のサービスを提供している業者が他にもある。その状況は次の通りである。

(1) 投信会社の直接販売

投資家保護論者の中には「小口投資家はノーロード・ファンドを使ってブローカーを通じないで投資できるし、フィーだけを支払うフィナンシャル・アドバイザーを活用する方が良い」と主張する向き (Smith, 2003) もある。Bergstresser, Chalmers, and Tufano (2006)²は、投信に関して投資家がブローカーを利用することのコスト便益分析を行った。彼等はブローカーを通じて投信を買うことによるコストの見返りに得る便益を数量化し、結果として投資家にとって大きな実体的利益は見出せなかったと述べている。

(2) 銀行によるサービス提供

1999年の金融近代化法 (Financial Modernization Act of 1999) の通過とともに、銀行の金融サービス業界での業務展開はより積極化した。たとえば銀行は自社ファンドを直接、顧客に販売もできるし、自社と関係ない販売会社を通じて自社ファンドを売ることもできる。また大部分の大銀行はブローカレッジ・サービスを提供している。

Kehrer (2001)³は2000年に行われた銀行の地方証券会社買収について、当時の株価下落を反映して安い価格で買収できたという要因もあったが、それ以外にも銀行がブローカレッジ業務を取得するメリットは多かったと指摘している。

すなわち銀行のブローカレッジ子会社の収益率は28%で、銀行と関係のない一般ブローカレッジ会社の収益率の14%より高かった (1999年)。その一因は、銀行の証券子会社は銀行の豊富な既存顧客にアクセスできるからマーケティング費用が安く済むし、顧客を容易に獲得できるから外務員の給料が低くて済むのでコストを低減できることにある。

また銀行の証券子会社は取扱い商品について、株式や債券でなく年金商品や投信など利益率の高い商品に特化した。さらに銀行の証券子会社は取扱い商品をしばって調査費用を少なくしたのでこれもコスト削減につながった。またKehrerは、銀行にとってブローカレッジ業務取得の最大の利点は、既存の販売力・顧客・資産の活用度を高められたことだと指摘している。すなわち従来から居る銀行内部のブローカーは中口顧客に特化し、新たに子会社化した証券会社の外務員は富裕顧客に特化したのである。こうして販売軍団および

² Bergstresser, Daniel, John M. R. Chalmers, and Peter Tufano, Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry, working paper, Harvard Business School (2006)

³ Kehrer, Kenneth, "Broker Integration: What Some Banks Are Doing," ABA Banking Journal, Vol. 93, No. 5, May 2001, pp. 28-31.

ブRANDは区分けする一方で、バックオフィスは統合したのである。

金融近代化法はまた、証券会社が銀行内で営業することを認めた。ある大金融持株会社は2006年に傘下の商業銀行の支店内に証券子会社のオフィスを設置することを始め、別の金融コングロマリットはNYに超富裕層向けの証券・銀行一体のオフィスを開設した。ある大銀行の支店には証券子会社の支店が入っている。また2005年に全米23の地方銀行が大証券の登録外務員を自行支店内に駐在させる契約を結んだという動きも出ている。

(3) 会計士によるサービス提供

2002年に1,685人の公認会計士を対象に行った調査によると、公認会計士の17%は顧客に投資サービスを既に提供しており、加えて49%は2005年までに投資サービスを始める計画を持っていた(公認会計士が投資顧問として登録しているか、あるいは投資顧問と提携しているかどうかは不明である)。公認会計士は、投資サービスを顧客サービス向上のために必要だと見ている。61%の公認会計士は競争激化を投資サービス進出の理由として挙げており、また投資サービスを新規市場進出の機会として捉えていた。ちなみに富裕投資家を対象とした調査において、公認会計士は信頼性の点で最上位にランクされている。

証券業と投資顧問業の法規制の違い

1. ブローカー・ディーラーの規制内容

1934年証券取引所法(The Securities and Exchange Act of 1934)とそれに基づく規則がブローカー・ディーラーを律する規制措置の中心であり、ブローカー・ディーラーはSECに登録しなければならない。

SECはブローカー・ディーラーに関する規則を制定する権限を持っているが、その権限の多くを自主規制機関 特にFinancial Industry Regulatory Authority (FINRA、金融取引業規制機構)に委ねている。加えてブローカー・ディーラーはFINRAのメンバーでなければならない、また州法に基づく規則にも従わなければならない。

SECとFINRAの両方がブローカー・ディーラーの行為を統制する規則を定めている。以下にその主な内容を記述する。

(1) 登録の要件

FINRAの会員になるためにはForm BDと呼ばれるブローカー・ディーラー登録申請用書式を提出しなければならない。そこに記載すべき項目の中には、初年度12ヶ月の月別収支見込、組織図、取り扱う証券の種類、対象顧客などの業務計画などが含まれる。

そして実際に営業を行っている会員は、Form BDの記載事項に変更を生じた場合には30日以内に修正しなければならないし、SEC規則により毎年監査証明を付した財務書類を提出する義務がある。またSEC規則はブローカー・ディーラーが毎月または四半期(ブローカー・ディーラーが清算業務を行っているか、顧客勘定を保有するかによって異なる)ご

とに、会社の財政状態・株主構成等を示す FOCUS レポートを提出しなければならない。

登録ブローカー・ディーラーの役職員は FINRA に登録する必要があり（その際、各人の雇用・懲罰履歴を提出する）また FINRA が実施する試験に合格しなければならない。またブローカーのオフィサー・パートナー、マネージャーなど長たる人物は別の追加試験にも合格する必要がある。

（2）適合性原則

NASD 規則 2310 により、個人顧客に対し勧誘（recommendations）を行うブローカー・ディーラーは、当該顧客の証券保有状況（portfolio）、財政状態（financial situation）およびニーズ（needs）に照らして、その勧誘が顧客に適合したものであると信ずる根拠を持たなければならない。顧客に対し勧誘した取引を実行する前に、ブローカー・ディーラーは次の事項を把握するよう合理的な努力（"reasonable effort"）を払わなければならない。

- ・ 顧客の財政状態（financial status）
- ・ 顧客の納税状態（tax status）
- ・ 顧客の投資目的
- ・ 顧客への勧誘があたって会員会社または登録代理人により利用されるか、あるいは合理的であると考えられるその他の情報

ブローカー・ディーラーは、この他にも販売する商品によって追加的適合性原則が課される。たとえば 2008 年 5 月に実施予定の変額年金取引に関する新しい適合性原則がある。

（3）過度の価格上乗せ（Markups）の禁止

NASD 規則 IM-2440-1 は、マークアップ（訳者注：ブローカー・ディーラーは、店頭取引証券を顧客に販売する際、市場価格に利幅を上乗せして販売するが、この上乗せ部分をマークアップという。なお顧客から買い取る際に市場価格から利幅を差引くことがマークダウンである。）についての方針を規定しており、そこでは 5% を適当としている。しかし 5% はガイドであって規則ではない。マークアップが過度であるかどうかの評価にあたって FINRA は下記をふくむ諸要素を考慮する。

- 証券の種類（たとえば政府債については 5% は大き過ぎる）
- 当該証券の市場における入手可能性
- 証券の価格
- 取引金額
- ディスクロージャー
- マークアップの形態
- 会員の業務の性質

（4）過当取引の禁止

NASD 規則 IM-2310-2 は、過当取引（excessive trading）または“churning”を禁止している。一般的には“churning”は次の三つの要件を含む。

- ブローカー・ディーラーが口座を支配していること（一任口座など）

1 年間に口座の総金額の 4 倍を超える金額の取引が行われると（これが excessive trading と呼ばれる）疑わしいと推定されるケースを形成する

取引の意図が手数料稼ぎであること

(5) 登録外務員の監督

FINRA は証券会社 (brokerage firm) に対し、従業員の活動の監督について厳しい規制を課している。

(6) 最良執行

顧客から注文を受けたブローカー・ディーラーは、直ちに、かつ相当な注意を払って、その状況下で顧客にとって最も有利な条件を探し求めなければならないという義務もある (NASD 規則 2320)

(7) 記録保存義務

(略)

(8) ブローカー・ディーラーと受託者義務 (fiduciary duties)

金融サービス業者の法的義務 (そして顧客の権利) に関する重要な事柄は、プロとして顧客に対して負う受託者義務の程度である。

後述する投資顧問の場合と異なり、ブローカー・ディーラーは (法規制や判例によって) 本来的に顧客に対する受託者義務が課せられているわけではない。言い換えれば、ブローカー・顧客間の受託者義務の存在は昔から確定していたものではなく、裁判所や仲裁人の解釈がケース・バイ・ケースで積み重ねられてきた結果、いまや実態的に存在するものとなった。

これに関連して最も決定的な線引きは、おそらく非一任口座 (ブローカー・ディーラーは単に顧客に代わって特定の成り行きまたは指値注文を執行する) と一任口座 (顧客がブローカー・ディーラーに対し、個別取引について一々顧客の同意なしに、顧客に代わって証券を売買することを承認している) の違いであろう。一任口座はブローカー・ディーラーに、顧客のため裁量を行使することについて大きな自由を与えており、ブローカーが顧客に代わって自己の意思で継続的に取引することになる。したがって、ブローカーが裁量権を悪用する、あるいは顧客の最良の利益と衝突する行動をとるかもしれないという潜在的リスクを孕んでいる。そのため、一任口座を取り扱うブローカーは受託者義務を負うと一般的に考えられている。

一方、非一任口座を取り扱うブローカーの責任は浅いと考えられており、その内容は注文の即時執行、利益相反の開示、不正取引を行わないことなどである。そして、これらの一連の義務は受託者義務のレベルまでには達しないと一般的に認識されている。

2 . 投資顧問業者の規制内容

1940 年連邦投資顧問業法は、一般的に「フィナンシャル・プランナー」、「マネー・マネージャー」、「投資コンサルタント」と呼ばれるプロ達を集合的に規制している。同法は投

投資顧問業者を「報酬を得るため、他人へのアドバイス・レポートの発行、証券分析を行うことを業とする者」と定義している。

同法の対象となる業者は、後述のように厳しい受託者義務、報告・記帳義務、その他の義務の三点セットの義務を負う。

(1) 登録の要件

1940年法により、投資顧問業者は特定の例外を除き、SECに登録しなければならない。運用資産が25百万ドル未満の業者は連邦法にもとづく登録から除外され、州当局の規制に服することになる。

連邦法が適用される場合、SECへの登録は会社単位で行われ、従業員そのほか会社の支配下にある者は、会社の登録によってその個人も登録したものとみなされる。登録はForm ADVにより行われ、Form ADVは少なくとも年1回更新されなければならない。Form ADVは2部構成になっており、Part 1は業務の種類・規模、懲罰記録などが記載され、Part 2には顧客取引を執行する際に関係会社を使うかなど利益相反に関するディスクロージャーが含まれる。

(2) 受託者義務

連邦登録投資顧問業者は、ブローカー・ディーラーと異なり、法によって本来的に顧客に対する受託者義務を負う。したがって投資顧問業者は顧客の投資目的に沿い、顧客の利益のみを考えて行動しなければならない、自らを利する推奨を行う誘因となる一切の利益相反（直接・間接を問わず）を生じないようにしなければならない。

受託者義務について具体的な内容は法には列記されていないが、受託者義務こそ1940年法の最重要項目である。受託者義務の中には、適合性要件、推奨に合理的根拠があること、最良執行義務などブローカー・ディーラーと同様の義務も含まれる。しかし投資顧問業者に課せられた本源的受託者義務は、量的にも質的にも、そして法執行（エンフォースメント）の面でもブローカー・ディーラーとは異なる。既に述べたように、投資顧問業者の受託者義務の核心は、「開示されていない如何なる利益相反も生じることのないようにする」ということであり、これはブローカー・ディーラーについては一部の業者しか対象にならないものである。またブローカー・ディーラーと同様の義務についても、それに違反した場合にはブローカー・ディーラーの場合より重大なものとして扱われる（たとえば投資顧問業者の適合性要件違反は証券詐欺（securities fraud）と同等に扱われる）。

投資顧問業者に課される受託者義務により、投資顧問業者は如何なる利益相反も生じないようにするか、または利益相反を開示し顧客から特別の同意を得なければならない。利益相反の例としては、顧客への取引推奨により投資顧問業者に金銭上の利益（たとえば他の商業的關係から生じるフィーまたは利益、顧客紹介手数料、他社からのコミッションあるいはボーナス）を生じるような様々な状況が含まれる。そしてこれらの義務は既存顧客のみならず見込み客にも適用されるので、誤解を招く広告なども法の適用を受けるのである。

(3) 記帳義務

SECは投資顧問業者に対し種々の記帳義務を課しており、顧客勘定・顧客とのやりとり・業務執行に関する記録を5年以上保管しなければならない。記録の種類として、SECが受託者義務に関連するとみなす記録があり、その中には顧問業者の自己取引や従業員の自己取引の記録、広告のコピー、顧客との通信記録などが含まれる。これらの記録はSECに届出する必要はないが、SECは強力な検査権限を持っており、2年に1度(もし違反が起きていると考えられる場合にはもっと頻繁に)業者の記録を閲覧できる権限を持っている。

(4) その他の義務

SECと1940年法は、投資顧問業者の受託者として果たすべき役割と一致しないようなビジネス手法を禁止している。たとえば新規顧客勧誘用の広告に厳しい制限を設けている。また1940年法は報酬体系について制限を設けており、特に対純資産フィー以外のパフォーマンスフィーの採用については、プロに近い顧客または富裕顧客に対してのみに制限している。

証券業と投資顧問業が接近した経緯とSECの対応

投資顧問とブローカー・ディーラーの登録要件、ディスクロージャー、法的義務など両者の規制構造が異なる故に、両者を分ける境界線は常に重要であった。1940年法の下で、登録ブローカー・ディーラーは次の要件を満たす限り、1940年法の適用を受けない。

1. ブローカー・ディーラーが顧客に提供するアドバイスがブローカー・ディーラー業務に「単に付随的」(solely incidental)であること
2. ブローカー・ディーラーが上記のアドバイスを提供するにあたって、一切「特別の報酬」を受け取らないこと

「特別の報酬の禁止」とは、従来、ブローカー・ディーラーがブローカレッジ顧客から個別取引についてコミッション、マークアップスおよびマークダウンズ(訳者注:10ページ参照)の形で報酬を受け取ることを意味していた。一方、投資顧問は、ブローカー・ディーラーのような取引ごとのフィーではなく一般的なフィーを請求するのであり、この点が両者を区別する物差しとなっていた。

理論的にはブローカー・ディーラーも単に付随的な投資アドバイスを提供することにより、投資顧問とみなされないようにしながら運用フィーを請求することは可能であるはずだが、「単に付随的」についての過去の司法解釈はあいまいさに満ちていた。したがって規制上の観点からは、ブローカー・ディーラーと投資顧問の顧客に対するフィーの請求方法が重要であった。

しかし過去20年の間に、ブローカー・ディーラーの業務は(少なくとも規制上は)投資顧問の分野であった領域に(意図したものではなかったが)広がってきた。

同時に投資顧問の方も、伝統的ではなかった業務に参入し始めた。たとえばコンピュー

ター化されたトレーディングシステムを使って顧客勘定についてアクティブで裁量運用的な役割を果たすサービスを提供する場合がある。個人投資家の目からみると、投資顧問のこうした活動はブローカーが本来行う業務と明確な差はないのである。

両者の業務分野の重なり合いをさらに不明確にしたものが「フィナンシャル・プランナー」として知られる金融サービス業界の勃興である（これも過去 20 年間に起こった）。この業務は、それ自身は厳格な研修・試験などの資格認定プログラムをとまなう高度化された業務である。またフィナンシャル・プランナーはブローカー・ディーラーおよび投資顧問のどちらからも独立した主体であって、顧客のために一般的なフィナンシャルプランニングについて一般的なアドバイスを提供し、顧客勘定を持つわけでも取引を執行するのでもないと説明されることがある。しかし一般的にはフィナンシャル・プランナーは、この説明には必ずしも一致しない幅広いサービスを提供する人々として認識されている。

そして 1990 年代に「ディスカウント」ブローカレッジ口座や、「フィーベース」口座といった従来と異なるブローカレッジ口座が出現し、ブローカー・ディーラーと投資顧問の境界をさらにあいまいにした。

「ディスカウント」ブローカレッジ口座の人気は 1990 年代に高まったが、それは登録外務員の助言を必要とせず低コストで取引したい投資家にとって魅力的であったからである。フルサービスを提供するブローカー・ディーラーもディスカウント・ブローカーに対抗するため自社内に「ディスカウント」ブローカレッジ口座を導入した。しかしこれらの会社は登録外務員のアドバイスをふくむフルサービス口座も引き続き提供していた。そこで、「ディスカウント」ブローカレッジ口座とフルサービス口座の両方を提供する場合、フルサービス口座の方は 1940 年法の適用対象になるのではないかという懸念を生じた。何故なら二重の手数料体系をとることは、その手数料の差が投資アドバイスに対する特別報酬として考えることもできるからであった。

この同じ時期にフィーベース口座の人気が高まったが、それは 1995 年のタリー・レビット・レポートに対する反応の結果でもあった。1994 年に当時の SEC 委員長アーサー・レビットの要請により「個人向けブローカレッジ業界の利益相反を明らかにし、その相反を少なくする最良の方法を検討するため」に一つの委員会が発足した。この報酬慣行委員会の設立の背景には、「コミッション制の報酬制度により登録外務員が顧客口座を過当回転させたり不適當な推奨を行わせたりしていないか」という懸念があった。この委員会の委員長はダニエル・タリーであったため、1995 年にまとまった報告書は「タリー・レポート」と呼ばれている。

手数料・報酬体系についてタリー・レポートは、取引に関係する三者 投資家・登録外務員・証券会社の利害が一致するよう設計されたものが最良の制度であると定義した。その具体的方法としてタリー委員会は、顧客口座の資産残高にもとづく報酬の一部を登録外

務員が受け取る方法を挙げた。こうすれば外務員がたとえ顧客に対し「何もするな」と助言しても報酬を得ることができるからである。またタリー・レポートは、フィーベース口座は、サービスに対して毎月あるいは毎年同じ方法でガラス張りの手数料を支払うことを好み、かつ取引頻度が中程度（moderate）の投資家に適しているとも述べている。

フィーベースの口座は、一般的に種々のブローカレッジサービスを一括して、定額または口座資産に対するフィーにより提供するものである。この口座を「ディスカウント」ブローカレッジ勘定と併行して提供することは、1940年法の特別報酬条項違反になるのではないかとの懸念を生んだ。

SEC の対応

1999年にSECは「フィーベース口座を提供するブローカー・ディーラーは1940年法の下での投資顧問とはみなさない」とする規則制定提案（a notice of proposed rule making, NOPR）を行った。この提案は、対資産フィーあるいは定額フィーが特別報酬であるか否かを決定づけるものではなかったが、次の3つの要件を満たした場合は1940年法には触れないとした。

- （1）ブローカー・ディーラーはブローカレッジ口座について投資裁量を行使していなかったこと
- （2）当該口座についてブローカー・ディーラーが提供した全てのアドバイスがブローカレッジ・サービスに付随するものであったこと
- （3）当該口座はブローカレッジ口座であり、投資顧問勘定ではないという事実が顧客に明快にディスクロージされていたこと

上記の1999年規則制定提案はまた、フルサービスを提供するブローカー・ディーラーが、フルサービスを提供し手数料を徴収する顧客を投資顧問顧客として扱わなければ、ディスカウント・ブローカレッジ口座を同時に扱うことを認めた。SECはこれと同時に、この提案が最終的に規則化される以前であっても、上記3条件を守ればブローカー・ディーラーが（1940年法違反のおそれから）完全に保護されるとするノーアクションレターを発した。

2005年にSECは重要な変更をふくむ規則を再提案した。すなわちディスクロージャ要件を拡充し、またどのような状況であればブローカー・ディーラーのアドバイスがブローカー・ディーラー業務に単に付随的であるかを明らかにした。そしてブローカー・ディーラーが顧客から別建てのフィーを取る場合、あるいはアドバイザーサービスについて別の契約（ラップアカウントのスポンサーとしてなど）を申し出る場合、自社がフィナンシャルプランナーであると表明する場合、または一任勘定を提供する場合には、投資顧問として登録する必要があるとした。2005年4月にSECは上記の提案を「投資顧問として見なされないブローカー・ディーラー」として最終的に規則化した。

しかしその後、Financial Planning Association(FPA) (訳者注：米国のFP協会。投資顧問とブローカー・ディーラーの関係から言えば投資顧問業者側の団体) が新規則に異議をとなえて裁判所に提訴した。そして2007年3月にコロンビア特別区巡回裁判区控訴裁判所は(2対1の割れた決定であったが)SEC規則は無効であるとの判決を下した。

FPAの主張は、フィーベースの口座を提供するブローカー・ディーラーを投資顧問の定義からはずして同法の適用除外とするというSECの決定は、SECが行政機関として与えられている権限を超えているというものであった。また仮に権限内であるにしても新規則は与えられている権限を不合理に解釈しているとも主張していた。

2007年5月にSECは上記判決に対し控訴はしないことを決定し、代わりに裁判所に120日間の猶予(規則維持)期間を求めると発表した。その趣旨はブローカー・ディーラーおよび顧客が選択肢(フィーベースのブローカレッジ口座を持っている顧客はその資産をどうするか決定しなければならない)を十分に検討できるようにするというものであった。同時にSECはブローカー・ディーラーと投資顧問についての規制を再検討することを発表した。

SECは上記の規則無効化に先立って、暫定規則を採択するとともに新しい規則202(a)(11)-1を提案した。暫定規則206(3)-3Tは、投資顧問とブローカー・ディーラーの二重登録をしている業者が、非一任投資顧問勘定について一定の条件の下で自己取引を行うことを認めた。自己取引はブローカーが顧客注文を市場に流すのではなく、自己勘定で売り向かい(または買い向かって)注文を成立させるものである。なお二重登録業者は、自己取引から生じるかもしれない利益相反について顧客にディスクロージャーすること、自己取引に先立って顧客の承認を得ること、売買報告書に自己取引であることを明示すること、顧客向け年次報告書に自己取引の総額を示すことを要求されている。また暫定規則(2009年に失効する)は、二重登録業者がフィーベースのブローカレッジ顧客に対し同様のサービスを提供する代替勘定の提供を認めている。

一方新しく提案された規則202(a)(11)-1は、先に無効とされた規則の内容を復活させるもので、次のように記述している。

()ブローカー・ディーラーが顧客口座について投資裁量を行使する場合、あるいは投資顧問サービスについて別建てのフィーを徴収するか別の契約を結ぶ場合には、ブローカー・ディーラーが提供する投資アドバイスは、ブローカー・ディーラーとしての業務執行に「単に付随する」ものではない。

()ブローカー・ディーラーは、自社の提供するフルサービス・ブローカレッジ・サービスとディスカウント・ブローカレッジ・サービスに対して異なる料率の手数料を課すことのみによって「特別の報酬」を受けているとは見なされない。

()登録ブローカー・ディーラーは、投資顧問法の対象となるサービスを提供している口座のみについて投資顧問業者の立場となる。

境界が崩れたことに対する関係者の反応

以上 から で、法は投資顧問業者とブローカー・ディーラーをどう区別しているか、両者の機能上の区別が消えつつあること、それに対する行政の対応について記述した。

前記の規則制定過程を通じ、SEC へは投資顧問業者、ブローカー・ディーラー、自主規制機関、投資家・消費者グループから 1,700 通を超えるレターが寄せられた。そこでは「投資顧問業者とブローカー・ディーラーの業務は同じようなものになりつつある、特にフィーベースの証券口座の導入によってそれが進んでいる」、「投資家は、ブローカー口座と投資顧問口座の相違点、法的義務の違い、肩書きの効力等をどの程度理解しているのだろうか」の懸念などが表明された。

Rand 社はこの問題をさらに掘り下げるため、関係者がどう考えているかを徹底調査した。調査にあたっては 26 の関係団体代表などにインタビューを行った。26 の内訳は、7 つの金融サービス業界団体、5 つの投資者保護団体および教育・調査機関、9 つの規制当局（連邦および州）5 人の学者である。インタビューは 2006 年 12 月と 2007 年 5 月に行った。インタビュー対象者の選定にあたっては、SEC と相談の上、SEC にパブリック・コメントを寄せたグループと寄せなかったグループの両方から選んだ。

1. 投資家の理解度は低い

関係者の大部分は、投資家は自分が接する金融サービス業者がブローカー・ディーラーであるか、投資顧問業者であるかを区別できていないと答えている。すなわち、大部分の投資家はブローカー・ディーラーと投資顧問業者の区別を知らないし、ましてや法的義務が異なることも知らないと見ている。ただし「大部分の投資家は、金融仲介者が投資家の最良の利益のため行動していると考えている」というのが大勢的見解であった。

2. ブローカー・ディーラーと投資顧問業者の区別が薄れた背景と今後の見通し

多くの関係者は、ブローカーが取引ベースの手数料から離脱して資産ベースのフィーへ向かっている理由は二つあると指摘している。一つは取引手数料（株式売買委託手数料）の料率低下であり、二つ目は前述のタリー・レポート（投資家・外務員・証券会社の利害一致させる報酬体系は対資産フィーであるとの指摘）である。

また関係者の中には、投資顧問とブローカー・ディーラーの境界がさらに薄れている理由として、ブローカーが最近、ブローカーと投資家の関係が永続的であることに焦点を当てたマーケティング手法を取っていること、ブローカーが外務員について「フィナンシャル・アドバイザー」「フィナンシャル・マネージャー」などの呼び名を採用したことなどを挙げる向きがあった。

今後の見通しに関しては、「ベビーブーマー世代が過去 25 年間にわたって証券市場に資金を投資し続けてきたが、これから大多数のベビーブーマーが退職し、企業年金の下にあ

った富が個人の手に移る したがって個人投資家は残された生涯にわたって自分で資産・負債を管理するという新しい試練に直面し、大部分の投資家はプロの助けを必要とするであろう、そして投資家が賢い投資決定を出来るようにするためには良質の投資情報が提供されることが重要だ」と指摘する関係者がいた。

3. ディスクロージャーの有用性については疑問がある

関係者の大多数はディスクロージャーが投資家保護あるいは投資家への情報提供の面で役に立っていないと見ていた。その主たる理由は「ディスクロ文書を読んでいる投資家はわずかだ」ということである。「ディスクロ - ジャーそのものが問題の根源である」と指摘する関係者も多かった。関係者は投資顧問もブローカー・ディーラーもより多くの情報をもっと分かりやすい言葉で提供すべきだと感じている。また、業者は投資家がディスクロ文書を理解することを手助けしていない（業者は説明する時間を取ることなく文書を渡している）、投資家の方も必要な時間を取ってディスクロージャーを良く読み理解しようと努力していないと指摘する向きもあった。

また「ディスクロージャーのタイミングも重要だ」と認識する関係者も多かった。ブローカー・ディーラーは販売時点でディスクロージャーを行っているが、投資顧問の場合はフォーム ADV の Part を契約に先立って交付することとされており、一定期間内の契約取り消しが認められている場合には契約時点で交付しても良いとされている。タイミングの問題を指摘する関係者は販売時点での情報開示では遅すぎると考えている。

4. 現在の規制方法についての評価

関係者の過半数は、ブローカー・ディーラーと投資顧問の役割が今や（特に投資家から見れば）同じであるにもかかわらず規制上は別扱いになっていることを指摘していた。大部分の関係者は最近無効になった SEC 規則が、ブローカー・ディーラーを 1940 年法の適用除外とする基準を報酬形態に置いていたことが間違いだと指摘していた。彼等は適用規制の形を決める要素は報酬形態ではなく、提供するサ - ビスの種類であるべきだと主張している。すなわち提供されるサービスが同じなら同じ規制が適用されるべきだ 何故なら投資家の期待(expectation)が同じであるからだ」と述べている。

5. 金融リテラシー充実の必要性

関係者の多くは規制が最も重視すべき対象は投資家であり、投資家にやさしい業界を創出することが重要だと主張していた。一方で、大部分の関係者はあらゆる所得階層において金融リテラシーが非常に低いと感じている。そして投資家自身がもっと自己責任を取るべきであるが、同様に業界が果たすべき役割もあると述べている。そして金融サービス業界が金融リテラシーと教育プログラムをもっと推進するか、または資金を供出すべきであると述べる向きもあった。

証券業界と投資顧問業界の実態

RAND レポートは、業界を分析した研究資料・刊行物等記事、および業者の SEC・FINRA への報告データから、証券・投資顧問の実態を詳しく分析している。その中からポイントを抜粋・整理すると次の通りである。

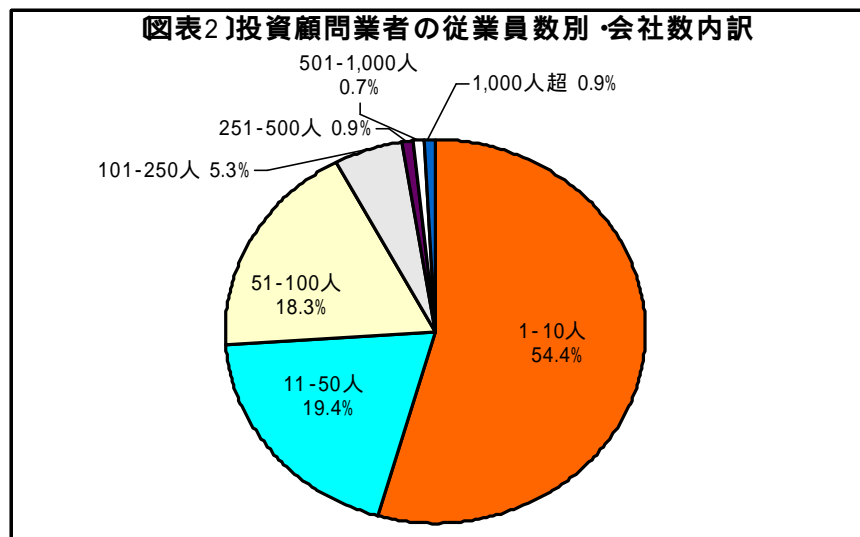
1. 業界の構造

投資顧問業界・証券業界とも業者数は多い。いずれも少数の突出した大会社が市場を支配しており、その他に多数の小規模業者が存在している。

(1) 投資顧問業界

研究資料によれば、2001 年から 2007 年にかけて、100 億ドル以上の運用資産を持っていた業者は全体の 5% に過ぎなかった。しかしこの 5% の業者が業界全体の運用資産の 80% 以上を運用していた。

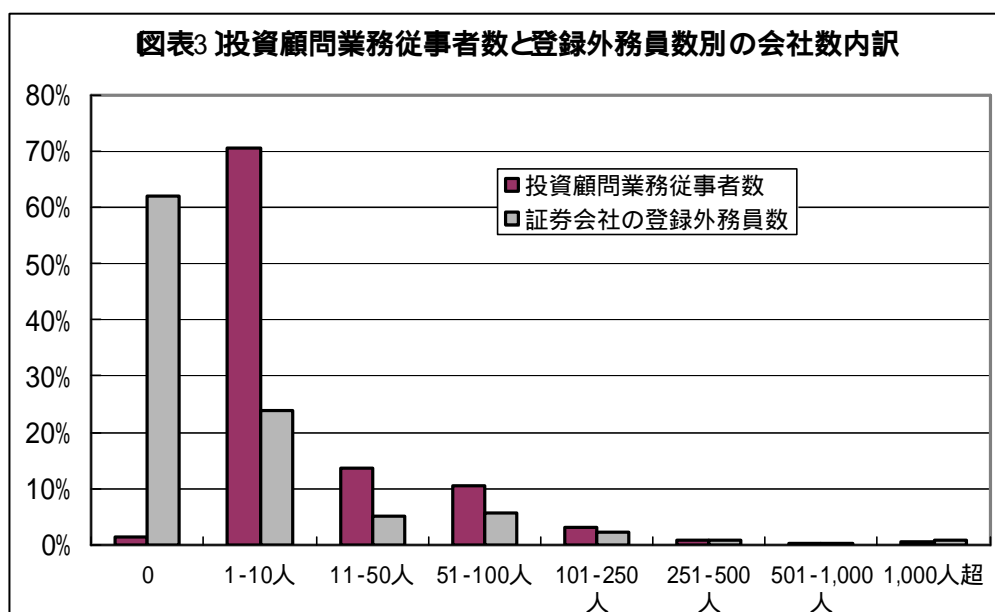
そして 2006 年第 4 四半期の Form ADV データによると、投資顧問業者の総数は 10,484 社であり、このうち個人顧客を持っている業者は 7,395 社であった。この「個人顧客を持つ 7,395 社」について従業員数別の内訳を見ると図表 2 の通りである。半分以上の業者は従業員 10 人以下である。50 人超の従業員が居る業者は全体の 4 分の 1、100 人超の従業員が居る業者は全体の 8% 以下であった。しかし、1,000 人を超える従業員が居る業者も 69 社（比率では 0.9%）存在していた。



そして、投資顧問の機能を果たしている従業員数別、およびブローカー・ディーラーの登録代理人となっている従業員数別に会社数に内訳を見ると図表 3 の通りである。

62%の業者はブローカー・ディーラーの登録外務員はゼロと報告しているが、一方で登録 50 人以上の登録外務員を擁している業者も約 10%、100 人以上の登録外務員を雇用してい

た業者が約 4%存在していた。



次に個人顧客を持つ投資顧問業者のうち、継続的に証券ポートフォリオの口座管理を行っている 7,177 社について、顧客口座数および運用資産の状況を見ると図表 4 の通りである。

図表4 個人顧客を持ち継続的に営業している投資顧問業者 (7,177社)の規模のばらつき

	口座数			運用資産額 (千ドル)		
	一任勘定	非一任勘定	合計	一任勘定	非一任勘定	合計
平均	991	457	1,448	2,143,795	230,906	2,374,701
中位数	128	1	190	75,555	361	106,764
最高	600,141	466,527	699,316	613,000,000	115,000,000	651,000,000
最低	0	0	1	0	0	10
標準偏差	10,741	9,826	16,917	17,200,000	2,410,753	18,200,000

口座の 3 分の 2 以上が一任勘定であり、その運用資産合計は 15 兆ドルを超える（訳者注：2,143,795 千ドル×7,177 社）。全業者の平均値で見ると 1 社あたりの一任勘定口座数は 1,000 弱、運用資産は 20 億ドルを超えているが、典型的な姿ともいえるべき中位数で見ると一任勘定口座数はわずか 128、運用資産は 7 千 5 百万ドルに過ぎない。表には載せていないが、90%以上の会社は平均値よりも少ない口座数・少ない運用資産しか持っていない。そして 1 社が米国の一任勘定総資産の約 1%を運用していた。

非一任勘定は一任勘定よりずっと少なく、その総資産は 2 兆ドル以下である。表には載せていないが、25%以上の会社は非一任勘定を持っていないし、50%は 1 口座以下である。1 社が全体の 7%の資産を持っていた。

一任、非一任を合わせると 7,177 社の総運用資産は 17 兆ドル、1 社当たりの平均口座数

は 1,448 口座、平均運用金額は 24 億ドル、したがって 1 口座の平均金額は 160 万ドルと計算される。

(2)証券業界

証券業界もまた投資顧問業界と同様に、少数の会社が市場を席巻している。

個人向け証券業務の規模を示す指標は「収入」である。Securities Industry Association (訳者注：現在は Securities Industry and Financial Markets Association、米国証券業金融市場協会に改組) の 2005 年の分析によれば、上位 10 社が 2004 年の業界全体のコミッション収入の 45% を得ていた。この上位 10 社のシェアは過去 20 年間、1990 年代末の例外を除いて 38 ~ 45% の間で推移していた (1999 年が底で 32%)。

証券会社が SEC に提出する FOCUS レポートのデータから 2006 年第 4 四半期の証券会社の資産・損益状況を見ると、投資顧問と同様にばらつきが大きいことが分かる。

すなわち、貸借対照表の資産勘定の平均値は 10 億ドル以上だが、中位数は 50 万ドル以下である。自己資本 (Ownership Equity) のばらつきは資産ほどではないが、やはり 32 百万ドルと 34 万ドルの違いがある。そして標準偏差が資産についても自己資本についても平均値の 10 倍以上であることを指摘しておきたい。

また損益勘定の面でもばらつきが大きく、収入・支出とも平均値が中位数の約 70 倍になっている。

図表5]ブローカー ディーラー (6,068社)の資産・損益の規模のばらつき

	貸借対照表勘定		損益勘定			
	資産	自己資本	コミッション収入	総収入	総支出	連邦税控除前利益
平均	1,082,608	32,445	2,337	22,950	20,736	2,214
中位数	494	342	10	319	307	1
最高	579,000,000	10,800,000	609,979	10,214,610	9,733,083	1,249,062
最低	0.5	-5,518	-112	-12,523	1,249,062	-147,934
標準偏差	16,800,000	10,800,000	18,233	306,591	281,331	29,966

2. 業務分野

個人顧客を持っている投資顧問業者と証券会社が行っている業務を、それぞれの届出書類である Form ADV および Form BD の集計で見ると図表 6 の通りである。

個人顧客を持っている投資顧問会社の 9 割以上は個人および小企業に対してポートフォリオ管理サービスを提供しており、そのうち 14% はラップフィー勘定の運用を行っている。ラップフィー勘定のスポンサーとなっている業者は約 6% である。ポートフォリオ管理サービスに次いで多く提供されているサービスはファイナンシャル・プランニングで約 5 割の業者が提供し、年金コンサルティングは約 2 割の業者が行っている。そして投資顧問以外

の業務に従事している会社が 25%以上あり、その業務の中には保険の代理店またはブローカー(16%)、ブローカー・ディーラー(7%)、ブローカー・ディーラーの登録代理人(12%)が含まれる。

一方ブローカー・ディーラーが最も広く行っている業務は投信販売(52%)であり、次いで株式の店頭販売(50%)、証券私募(50%)となっている。そしてブローカーの20%以上が投資顧問関連業務を行っている。

【図表6】取り扱い業務の内容

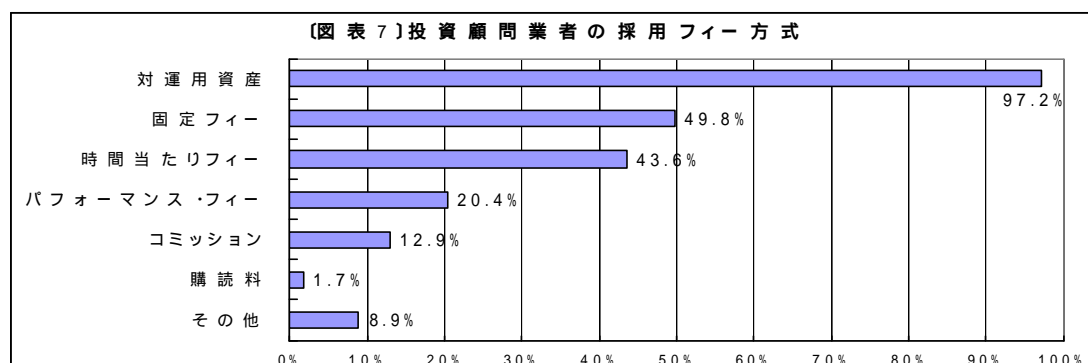
投資顧問業者		証券会社(取り扱いの多い上位10業務のみ掲載)	
<投資顧問業務>		投信販売	52.0%
個人・小企業に対するポートフォリオ管理サービス	94.4%	株式の店頭販売	50.2%
フィナンシャル・プランニング	49.2%	証券私募	49.9%
年金コンサルティング	18.2%	社債販売	40.8%
ラップ口座の運用	13.6%	変額保険・年金の販売	35.6%
投信の運用	10.7%	地方債ブローカー	34.3%
定期刊行物・ニュースレターの発行	8.5%	米国国債ブローカー	32.8%
ラップ口座のスポンサー	6.0%	オプションのブローカー・ディーラー、ライター	31.1%
<その他の業務>(上位3業務のみ掲載)		上場証券の非会員取引取次ぎ	27.0%
保険ブローカー・代理店業務	16.3%	投資顧問サービス	21.1%
ブローカー・ディーラーの登録代理人	11.8%	節税商品、リミテッドパートナーシップの第1次分売	20.9%
ブローカー・ディーラー業務	7.4%	証券の自己勘定取引	20.1%

3. 収入構造

(1) 投資顧問業界

投資顧問業者が顧客から受け取るフィーは、運用資産に対する率で決めている方式が多く(97%の業者が採用)、次いで定額(50%)、時間当たり(44%)の採用度が高い。コミッションで受け取っている業者は13%に過ぎなかった。

一方、パフォーマンス・フィーは20%の業者が採用しているが、その多くはヘッジファンドに関連していると思われる(RAND社はパフォーマンス・フィーを採用している1,505社のうち60%はヘッジファンドを運用している業者と推定している)。



(2) 証券業界

顧客からの収入

業界を分析した研究資料によれば、最近の規制変更の以前から大証券会社はコミッション収入への依存度を低め、フィーベース口座を顧客にオファーしていた。資産に対するフィーの料率は1~3%で、資産額が大きいほど低く、富裕顧客はネゴで決めることも多い。

証券会社がフィーベースの商品・サービスに魅力を感じる理由は二つある。第一に顧客口座の稼動度に関係なく収入を得られるからであり、第二にディスカウント・ブローカーとの競争によりコミッション収益を低下したからである。証券会社全体のコミッション収入は料率低下により1980年から確実に減少してきた。Eckblad と Black の研究(2006年)⁴によれば、83の証券会社を対象とした調査の結果、フィー収入は2005年に36%増加し、2005年の証券会社総収入の19%を占めるに至った。最も比率が高い会社では総収入の53%をフィー収入が占めていた。

顧客以外からの収入

多くの金融サービス業者は、保険会社、銀行、投信会社から販売手数料を徴収する。証券会社と投信会社間の販売取り決めは「レベニュー・シェアリング取引」として知られている。これは顧客が証券会社に支払う手数料に加えて、投信会社が証券会社の販売額に対して一定率の報酬を支払うものである。たとえばある証券会社はレベニュー・シェアリングを販売支援に対する対価として正当化し、投信会社から販売額の0.25%と、毎年の残高に対し0.1%以内を受け取る。あるいは株式投信販売額に対し0.12%、債券投信販売額に対し0.09%といった決め方もある。証券会社は最近この企業間取り決めを顧客にディスクローズし始めた。最近までレベニュー・シェアリングは標準的契約書には記載されていなかった。代わりに主契約の添付書類など他の販売文書に謳われていたり、口約束であったり、もっと非公式のサイドレターであったりしていた。

最近では unified accounts とか、SMA (separately managed accounts)、ラップアカウントなどと呼ばれる運用口座が人気を呼んでいる。これは、証券会社が顧客に対し一本の契約のもとに、投資アドバイス、売買執行、保管・清算などの諸サービスを一括提供するもので、証券会社はポートフォリオ・マネージャーを顧客に紹介する。顧客は運用資産に対し0.4~3.0%のフィーを支払う。ポートフォリオ・マネージャーは独立投資顧問の場合もあるし、証券会社に雇用されている場合もある。RAND 社スタッフは種々の文献等を当たったが、フィーが証券会社と投資顧問の間でどのように配分されるかは分からなかったとしている。

〔訳者注〕Rand レポート原文には、上記1~3(19~23ページ)の業界構造・業務分野・収入構造等に関して、証券と投資顧問の二重活動および提携関係の詳しい分析がある。ここでは紙幅の関係上、記載を省略した。

⁴ Eckblad, Marshall, and Pamela Black, "Behind the Numbers: Broker-Dealers AReporting Healthy Growth—Especially in Fee Revenue," Financial Planning, June 1, 2006, p. 1.

4. マーケティングとディスクロージャー

(1) マーケティング(宣伝)

金融サービス業者のマーケティング手法を分析した研究資料は少なく、投資顧問と証券会社の区別もない。一般的に指摘されているのは、金融サービス業者の広告は、潜在顧客が十分な知識を持って意思決定を行えるような情報を提供しているものは少なく、情緒に訴えるものが多かったということであった。

Lawson, Borgman, and Brotherton の研究(2007年)⁵は、12の雑誌(一般向け、男性向け、女性向けを含む)に掲載された金融広告の内容を分析した。その結果分かったことは、男性向け、女性向け雑誌の広告の中で良く使われていた謳い文句は「便利」「安全」「経済的」「家族」「効率的」といったものであり、一方、一般向け雑誌の広告の中では「賢明」「技術」「効率的」そして業者の「生産性」などが訴えられていた。

Black が 2005 年に発表した研究は、証券会社が 1990 年代後半に行った広告と 2000 年代前半に行った広告を比較した。1990 年代後半の広告は「誰でもトレーディングによって大きな富を築ける」と訴えていたが、2000 年代前半の広告は、「証券会社との関係が長期的なものである」イメージを訴えていたという。

(2) ディスクロージャー

RAND 社スタッフの作業では、ディスクロージャーに関する学術的論文は見当たらなかった。したがってマスメディアに載った論調等が分析の対象になった。

ディスクロージャーについて、投資顧問については前述のように Form ADV の Part を顧客に渡すこととされているが、証券会社についてはそのような統一フォームがない。したがってディスクロージャーについてのメディアの議論は証券会社に集中している。

証券会社がフィーや利益相反について正しく開示していないという論調は多いが、最近証券会社のディスクロージャーが改善しつつあることを指摘する向きもあった。

Pessin (2006b)⁶は、いくつかの大証券会社が、「顧客を混乱させるのではなく、顧客に正しく伝える」ために、ディスクロージャー文書を整備する動きがあるとレポートしている。たとえば(1)今まで多数の文書に分散していた情報を一つにまとめる、(2)分かりやすくするため法律用語を減らす、(3)目次や利用の手引きを付ける、(4)顧客ごとに、当該顧客に関係する情報にしぼる、(5)ITの活用により、顧客の担当外務員が「会社から自分の担当顧客に何が送られているか」を見られるようにする、などの努力がなされつつあると言う。

また Opdyke(2005)⁷によれば、200万人の顧客を持つあるグローバル金融グループは新し

⁵ Lawson, Diana, Richard Borgman, and Timothy Brotherton, "A Content Analysis of Financial Services Magazine Print Ads: Are They Reaching Women?" *Journal of Financial Services Marketing*, Vol. 12, No. 1, August 2007, pp. 17-29.

⁶ Pessin, Jaime Levy, "Wall Street Aims to Simplify Disclosures for Clients," *Wall Street Journal*, October 31, 2006b, p. D2.

⁷ Opdyke, Jeff D., "UBS to Unmask Fees and Accounts: Big Brokerage House Is Among the First to Disclose How Wall Street Operates," *Wall Street Journal*, May 5, 2005, p. D2.

い21ページの文書を作成中であった。その中ではブローカレッジ勘定と投資顧問勘定、ブローカーと投資顧問業者、一任口座と非一任口座のそれぞれの主な相違点を解説し、また口座・商品ごとに会社と従業員の受け取り報酬の仕組みも開示されると言う。

5. 内部統制とコンプライアンス活動

コンプライアンス活動についてのデータは少ない。

証券会社については、Carlson と Fernandez が 2006 年に SIA が行った調査結果を分析している。同調査は 56 の会員会社（業界の雇用の 40%、収入の 28%カバーする）から回答を得たものである。それによると 2005 年の証券業界はコンプライアンスのために 255 億ドルを支出したと推定され、その 94%はスタッフ関連経費であった。コンプライアンス支出は回答会社の純収入の 13%にあたるが、この比率は中規模会社で最も高く、小規模会社が最も低かった。小規模会社は多くのコンプライアンス業務をアウトソーシングする傾向があり、フルタイムでコンプライアンス業務にあたるスタッフを雇用していないのでこのコストが低い。一方、大規模会社については人件費・システム経費について規模の利益が働いている。

（訳者注：上記 SIA 調査については、日本証券経済研究所ホームページ、トピックス欄「米国証券会社のコンプライアンス・コスト」大橋義晃、2006 年 5 月掲載、に詳しく解説されている。）

投資顧問については、ACA Compliance Group, the Investment Adviser Association, IM Insight そして Old Mutual Asset Management(2007)が最近、SEC 登録業者についてコンプライアンス・スタッフについての調査を行い 457 社から回答を得た。大部分の会社でコンプライアンス・スタッフは少なく、約 3 分の 1 の会社はフルタイムでコンプライアンス業務にあたるスタッフは 1 人で、28%の会社はフルタイム・スタッフを 1 人も雇っていなかった。さらに、CCO(chief compliance officer)の 78%はコンプライアンス以外の業務にも従事していた。しかし多くの会社で社内の「コンプライアンス・カルチャー」醸成を推進しており、65%の会社は毎年コンプライアンス研修を、57%の会社は継続的にコンプライアンス・チェックを行っている。

6. 報酬体系

ブローカー内部の報酬体系については新聞・雑誌等に分析記事が多く掲載されていたが、学術的論文はなかった。反対に投資顧問の報酬体系については、学術論文が幾つかあり、新聞・雑誌等の記事はなかった。学術論文は投資顧問と顧客の間のプリンシパル・エージェント関係における利益相反問題を分析していた。

(1) ブローカー外務員の報酬体系

証券会社のコスト全体の約 40%を個人口座についての外務員報酬が占めている。報酬体

系は会社により様々である。

一般的には外務員の報酬は、当該外務員が会社のために得た総収入のうちからの配分（戻し）である。戻し率は会社と外務員の関係、顧客からの獲得収入、対象商品、当該外務員の会社内でのランクにより決まり、10段階以上の戻し率を設けている会社もある。一般的には獲得収入が多くなるほど累進的に戻し率が高くなるケースが多いが、一定の戻し率が用いられる場合もある。

Clackの研究(2003)⁸によれば、外務員と会社の関係が独立的で縁遠いほど戻し率は高い。大証券の戻し率は35～50%であり、小規模（independent）証券社の場合は80～95%、清算業務だけを行う会社で100%である。またTibergienとClack（2002）⁹によれば、区分は異なるが、総合証券の戻し率は25～40%、independentは60～90%（平均は82%）となっていた。そして外務員の経験が増すほど戻し率は高くなっている。

Horowitz（2004）¹⁰は、ある証券会社の戻し方式は次の通りだとしている。月々の支払い給料は、獲得収入9,000ドルまでの部分の20%と9,000ドル超の部分の50%を加えた金額である。その他にフィーベース口座を推進するためのアメとムチがある。すなわちフィー口座以外の株式・オプション取引については1件あたり15ドルの経費を徴収する一方、年間獲得収入の50%以上がフィー口座から上がっている場合は、年間獲得収入の1～2%を5年後に受領権が発生する当該外務員の投資プラン口座に入金する。

同一会社内でも部署によって報酬体系は異なる。Cowan（2002）によれば、大証券の支店では完全な歩合ベースだが、コールセンターにいる外務員の場合は歩合制でなく、サービスのスキル、フロー収入、預かり資産純増額にもとづく給料・ボーナス制となっていた。

(2) 投資顧問の報酬体系

投資顧問の報酬については、顧客と業者の間の利益相反にからむ議論が多い。投資顧問は代理人（エージェント）、顧客は本人（プリンシパル）である。顧客は投資顧問を「自分のために行動する者」として投資顧問を雇うが、投資顧問の利益は常に顧客の利益と合致するわけではなく、顧客は投資顧問の行動を完全に監視できない。そこで顧客の立場からは、どのような報酬体系がもっとも両者の利益に合致するかが重要な問題になる。多くの論文は、顧客にとってボーナス報酬方式（ポートフォリオの収益が予め定めたベンチマークの収益を上回った場合にボーナス（定額または%）が支払われる方式）が最適だとしている。

⁸ Clark, Bob, "Squeeze Play: How Will the Broker-Dealer Industry React This Time Around to Shrinking Profits," *Financial Planning*, March 1, 2003, p. 1.

⁹ Tibergien, Mark C., and Bob Clark, "The Broker-Dealer Disconnect: The Success of a Broker-Dealer Is Tied to the Success of Its Reps, but Most Firms Don't Really Know How to Help Their Reps Become More Successful," *Financial Planning*, June 1, 2002, p. 1.

¹⁰ Horowitz, Jed, "Wachovia Offers 50% Payout Plan to Lure Brokers," *Wall Street Journal*, December 15, 2004, p. 1.

投資家の理解度、満足度、好み

最後に、本調査の第二の目的である「投資家はブローカー・ディーラーと投資顧問の違いあるいは両者の関係を理解しているか」等についてレポートする。

RAND社は投資家理解度の把握のために2007年6月から2007年11月の6週間にわたり全米1,000世帯以上を対象にインターネットを通じた独自のアンケート調査を行い、654世帯から完全な回答を得た。さらに、回答者の中から67人を抽出し、10～12人ずつの小グループに分けた6グループについての深掘りインタビューを実施した。

アンケート調査を中心に結果の主なものを掲げると次の通りである。

1. 投資家は投資顧問とブローカーの違いをどう理解しているか

投資家が投資顧問とブローカーの違いをどう理解しているかを把握するために、RAND社は、サービスの内容・法的義務を示すコメントを投資家に提示し、それが(1)投資顧問、(2)ブローカー、(3)フィナンシャル・アドバイザーまたはフィナンシャル・コンサルタント、(4)フィナンシャル・プランナーのどれに当てはまるかを質問した。結果は図表7の通りである。

図表7 投資家のイメージ(次のコメントはどの職種にあてはまるか) に対する回答)

コメント \ 職種	投資顧問	ブローカー	フィナンシャルアドバイザーまたは フィナンシャルコンサルタント	フィナンシャルプランナー	左記のどれでもない
通常業務として証券(株式 投信など)についてアドバイスする	80%	63%	78%	63%	3%
顧客に代わって株式や投信の取引を執行する	29%	89%	28%	23%	3%
個別の投資について推奨する	83%	51%	72%	50%	2%
退職プランを提供する	51%	12%	80%	91%	2%
一般的なフィナンシャルプランを提供する	42%	13%	80%	88%	1%
ふつう顧客の売買取引についてコミッションを受け取る	43%	96%	34%	22%	1%
ふつう顧客の保有資産額に対して支払われる	49%	40%	50%	34%	12%
法により顧客の最良の利益のために行動するよう要求されている	49%	42%	59%	55%	19%
法により全ての利益相反を開示するよう要求されている	62%	58%	57%	51%	18%

(訳者注:各コメントについて当てはまる職種として最も回答が多かったところを太字で示した)

投資家は投資顧問とブローカーの違いはほぼ理解しているように思われる。両者を比べると、投資顧問については「証券についてアドバイスする」、「個別の投資についてアドバイスする」、「プランニング・サービスを提供する」という答えが多いし、ブローカーについては投資アドバイスよりも「株式の売買執行をする」、「コミッションを受け取る」と答

えが多い。一方、「投資家の最良の利益のために行動すること」や「全ての利益相反を開示することが法で要求されていること」については、投資顧問と答えた回答者がブローカーをわずかに上回るだけであり、法的義務の違いについては明快に理解していなように思われる。

2. サービスに対する支払い方法

次に、投資家が投資顧問やブローカレッジ・サービスに対して、どのような方法（コミッション、時間・月・年当たり、定額、資産に対する率、その他）で対価を支払っているかを聞いた。ブローカレッジ・サービスに対してはコミッションが37%で一番多く、投資顧問サービスについては資産に対する率が37%で一番多かった。しかし、投資顧問会社から投資顧問サービスをうけていると答えた84人のうち、22%がコミッションで対価を支払っていると答えていたなど、投資家の中には自分が付き合っている担当者の所属会社と対価支払い方法との関係について混乱があるようだ。

また投資家は自分の受けているサービスに対して年間いくら支払っているかを聞いた答えは図表8の通りであった。投資顧問サービス提供者への支払額は0から30,000ドルに散らばっており、平均は1,374ドルとなっていた。一方、ブローカレッジについては0から21,500ドルに散らばり、平均は1,131ドルであった。しかし中位数をとると投資顧問で125ドル、ブローカレッジで200ドルであった、平均と中位数の大きな差は、ごく一部の投資家が大きな金額を支払っていることを示している。表にもある通り支払額上位10%の投資家は投資顧問に対して3,000ドル以上、ブローカレッジに対して2,400ドル以上を支払っている。

図表8) あなたはお付き合いしている担当者に年間いくら支払っていますかへの回答

	投資顧問	ブローカー
平均	1,374ドル	1,131ドル
中位数	125ドル	200ドル
支払額上位10%の回答者	3,000ドル以上	2,400ドル以上

3. 現在のサービス提供者を利用するようになったきっかけ

現在の担当者と付き合いようになったきっかけは（投資顧問・ブローカレッジを併せた合計値で）「友人・家族からの紹介」が最も多く45.6%、ついで「他のプロからの紹介」が30.5%を占めていた。印刷媒体広告は3.8%、DM3.3%、インターネット1.3%、テレビ広告は0.8%となっている。

4. サービス提供者に対する満足度

投資家が現在の担当者と付き合っている年数および担当者に対する満足度を聞いた結果は図表9の通りである（訳者注：投資顧問とブローカレッジの別についてはサンプル数が

少ないこと、両者に大きな差が見られないことから、投資顧問・ブローカレッジを併せた値のみを掲載した。

付き合っている年数については、34%が10年超、5年～10年が26%を占めている。

担当者のサービスに対する満足度は高く、「非常に満足している」とのコメントに対する同意度は7割を超えている。同様に担当者が「自分の最良の利益のために行動している」「価値あるサービスを提供している」ことについても肯定の答えが7割を超えている。

【図表9】投資家の満足度

今の担当者とは何年お付き合いしていますか		担当者はあなたの最良の利益のために行動していますか	
1年未満	7.5%	全くそう思わない	7.1%
1～5年	31.8%	そう思わない	2.5%
5～10年	26.4%	どちらでもない	15.1%
10年超	34.3%	そう思う	35.1%
		強くそう思う	40.2%
担当者のサービスに非常に満足していますか		担当者はあなたに価値あるサービスを提供していますか	
全くそう思わない	7.1%	全くそう思わない	7.5%
そう思わない	2.1%	そう思わない	1.7%
どちらでもない	15.9%	どちらでもない	11.7%
そう思う	41.4%	そう思う	41.0%
強くそう思う	33.5%	強くそう思う	38.1%

5. サービス提供者を選ぶ基準

投資家が、付き合うプロについて何を期待しているかを、整理してみると図表10のようになった。投資家にとって重要なことは、「必要なときにいつでも相談できる」とか、「連絡が密だ」、「気配り」あるいは「人柄」とかといったことである。

反対にマイナスに評価される要素は「連絡が悪い」「ほとんど電話をしてくれない」「気配りが悪い」といったことであった。

【図表10】お付き合いするプロの選択基準

プラスに評価する事柄	回答者数	マイナスに評価する事柄	回答者数
連絡が密だ、気配りが良い	80	連絡を取りにくい、気配りが悪い	38
人柄、人間関係が良い	74	コストが高い	10
専門的知識がある	63	私の最良の利益のために行動しない	9
分かってくれる、聞いてくれる、説明してくれる	41	専門的知識がない	6
私の最良の利益のために行動してくれる	29	投資実績（パフォーマンス）が悪い	6
投資実績（パフォーマンス）が良い	24	人柄、人間関係が悪い	4
正直、誠実さ	22	信頼性に欠ける	3
信頼性	10	分かってくれない、聞いてくれない、説明してくれない	3
コスト	8	所属している会社が嫌いだ	3
提供商品・サービスの幅	8		

6. アドバイスを望む事柄

最後にプロの助力を得たい事柄として挙げられた事柄を多い順に並べると、「退職設計」62%、「投資アドバイス」41%、「フィナンシャルプランニング全般」38%、「相続プラン」35%、「資産運用」30%、「株式・投信の取引執行」27%、「債務の統合・管理」18%、「子供の教育資金作り」17%となっていた。

(以上)