

## 残高手数料型証券口座の顧客適合性を巡る議論

沼田 優子

### 要 約

1. 米国では 2005 年に入り、残高手数料型証券口座を提供してきた証券会社に対し、NASD（全米証券業協会）が顧客適合性や手数料の妥当性を十分に精査しなかった等として、制裁金を課すケースが相次いでいる。
2. 従来、取引ごとではなく残高に応じて手数料を支払う形態の証券口座は、回転売買等の証券営業マンの過剰な営業を抑止する効果があると評価されていた。しかし NASD は 2003 年に、残高手数料口座も万能ではなく、顧客への口座に関する説明を徹底し、顧客の多様なニーズや適合性を踏まえた上で、各顧客にとって付加価値の高いサービスをしなければならないといった原則が、これらの口座にもあてはまることを会員に通知していた。また報道によれば、NASD はこれらの原則の遵守状況の捜査にも着手しており、その結果がこれらの制裁措置につながったようである。
3. わが国においても、手数料の徴収形態の多様化が生じていることから、米国における NASD の対応は注目されよう。

### I. 概要

米国において、取引ごとではなく残高に応じて手数料を支払う形態の証券口座は、回転売買等の証券営業マンの過剰な営業を抑止する効果があると評価され、とりわけ過去 10 年ほど普及が進んできた<sup>1</sup>。

しかし 2005 年に入り、こうした残高手数料型証券口座を提供してきた証券会社に対し、NASD（全米証券業協会）が顧客適合性や手数料の妥当性を十分に精査しなかった等として制裁金を課すケースが相次いでいる。

いうまでもなく、取引 1 件ごとに手数料を徴収しないといっても、そもそも取引件数が少ない顧客の場合、取引ごとに手数料を払った方が、残高手数料型証券口座を開設するよ

りも有利となりうる。

同じ残高手数料口座でも、SMA（セパレートリー・マネージド・アカウント）の場合は、一任契約が結ばれ投資顧問サービスが提供されるため、手数料にはこうしたサービスへの対価も含まれている。従って、取引件数が少なかったとしても、手数料の過払いということには単純にはならない。今回問題となったケースは、投資顧問サービスを伴わず、単に残高に応じて手数料を徴収するタイプの口座の顧客適合性である。

NASD は 2003 年に、残高手数料型証券口座が適合性原則等の NASD 規則に反する点がある点について再確認するよう会員に通知していた。そして報道によれば 2004 年 4 月より会員の遵守状況について捜査に着手したという<sup>2</sup>。

その結果、以下に見るように 2005 年に入り、レイモンド・ジェームズとモルガン・スタンレーが相次いで制裁金を課されることとなったのである。

## II. 問題となったケース

### 1. レイモンド・ジェームズ社のケース

2005 年 4 月、NASD はレイモンド・ジェームズ社に対し、同社が 2001 年に導入した残高手数料型証券口座「パスポート」<sup>3</sup>の監視体制の欠如等を理由に、88.8 万ドルの制裁金（内 13.8 万ドルは顧客に返還）の支払を命じた<sup>4</sup>。

NASD によれば、2001 年 4 月から 2004 年末までの期間、同社はこの口座の適合性を監視する仕組みを導入していなかった<sup>5</sup>。加えて同社は、この口座を開設する際に、顧客に同口座が適しているかの精査を行わず、口座開設後の見直しも怠った。

また同社は 2003 年末までの間に、同社の証券口座の既存顧客で、1 年以上取引を行っていなかった 2,913 人の顧客（すなわち通常の証券口座であれば手数料が発生しない顧客）に対し、残高手数料型証券口座を勧め、口座を移管した。特にその内の 190 人は、残高手数料型証券口座に移行してからも全く取引を行わなかったにも関わらず、総額約 13.8 万ドルの手数料を支払った。返還対象となるのは、この手数料である。

NASD によれば、パスポート顧客の内、全く取引を行わなかった顧客の比率は、2001 年の 13%から、2003 年の 16.6%へと上昇した。それにも関わらず、同社はこれらの顧客にとって、同口座が適しているかの見直しを怠った。

さらに同社の販促資料は、手数料や同口座の制約等の情報を開示せずに、残高手数料型証券口座の利点を強調した。NASD によれば、不正確かつ誤解を招くような文言の販促資料

もあったという。

NASD は制裁措置の一つとして、同社に対し、2005 年 7 月 1 日以降、残高手数料型証券口座の監視制度とその業務マニュアルの構築、維持、実施に関する提言を行う独立コンサルタントを採用することを命じた。

同社は今回の措置を踏まえ、結局、残高手数料型証券口座からは撤退することを明らかにした<sup>6</sup>。既存の顧客は、一任取引を結ぶ SMA もしくは伝統的な証券口座に移管するという。同社は今後は SMA 等の運用商品の先進性で、リーダー格となることを目指すと主張している。

### 2. モルガン・スタンレー社のケース

2005 年 8 月 2 日、NASD が米国大手証券会社のモルガン・スタンレーに対し、610 万ドルの制裁金の支払いを命じた。その内の 460 万ドルは、同社の 3,500 の顧客への手数料返済に充てる。

問題となったのは、モルガン・スタンレーが 96 年に導入した残高手数料型証券口座「チョイス」である。同口座の最低預かり残高は 5 万ドルで、年間残高手数料率は最高 2.5%、最低年間手数料額は 1,000 ドルであった<sup>7</sup>。

NASD によれば、2001～2003 年のモルガン・スタンレーには、同口座の適合性を適切に監視する仕組みがなかったため、2 年間以上取引を行わなかった 2,062 の顧客は総額約 280 万ドル、1 年以上、残高が 2.5 万ドル未満となった 1,818 の顧客（最低手数料 1,000 ドルを支払ったため、手数料率は 4%以上）は総額約 270 万ドルの不当な手数料を支払った。

同社は 2003 年 12 月より、チョイスが通常の証券口座であった場合に発生したであろうコミッションと、実際の残高手数料の乖離が大きい顧客のリストを支店長に配布し始めた。しかしこのリストは、預かり資産 5 万ドル未満の顧客を除外したため、割高な最低手数料

を支払った小口顧客を見逃した。

### Ⅲ. 顧客適合性規則等を巡る自主規制機関の動き

#### 1. 2003年のNASDの通知

以上、2005年に行われた二つの証券会社に対するNASDの処分について紹介したが、これらのケースに示されるように、NASDは単に顧客が手数料を過剰に払う結果になったかどうかという点だけではなく、口座開設時の精査や開設後の見直し、監視体制の不備等を含め問題視している。

NASDのこうした姿勢については、既に2003年の段階で、会員に警鐘が発せられていた<sup>8</sup>。

この通知によると、残高手数料型証券口座の提供にあたっては、以下のNASD規則を遵守しているかどうかを留意する必要がある。

①「商業道德に関する高度の基準及び取引の正当・公平の原則（規則2110）」

証券会社が顧客に対し、同様の便益をもたらす複数の口座を提供する場合、手数料が割高になると予想される口座の方を顧客に勧めることは、本規則違反となる。

顧客が割高な手数料の口座を望む場合は、その事実と顧客が挙げた手数料以外の理由を、書面にて記さなければならない。

②「適合性原則（規則2310）」

証券会社は、顧客が残高手数料型証券口座を開設する前に、顧客の投資行動がどのようなものとなるかについて情報収集し、残高手数料型証券口座の方が有利かどうか等を評価しなければならない。これを怠ることは、適合性原則に反する<sup>9</sup>。

③「非合理的な手数料、顧客間の不当な差別の禁止（規則2430）」

残高手数料型証券口座が適切であると判断したとしても、本規則を遵守すべきである。

さらにNASDは、以上の規則を遵守する

上で、以下の3点を証券会社に求めた。

①残高手数料型証券口座の顧客にとって、同口座が適切であり続けるかを、年に一度は見直すための監督手続きを導入すべきである。

②口座ごとに、実際の残高手数料と、その口座が証券口座であった場合に発生したであろうコミッションの比較表を作成することが望ましい(義務ではない)。

③証券会社は、残高手数料型証券口座に関する販促資料の情報が過度に偏ったり、誤解を招いたりするものではないことを確認し、研修資料には、残高手数料型証券口座を開設するための基準を記すべきである。

#### 2. ニューヨーク証券取引所規則405A

残高手数料型証券口座の不適切な提供を問題視しているのはNASDだけではない。NYSE（ニューヨーク証券取引所）も、いわゆるKnow Your Customer Ruleを定める規則405に付加する形で、規則案405Aを2004年2月に発表した。同規則は、2005年6月22日、SECの承認を受けている。

この規則のポイントは以下の3点である。

①証券会社は、顧客が残高手数料型証券口座を開設する前に、当該顧客が同口座の適合性を判断できる情報（手数料の計算方法や同口座の長所・短所等）を開示しなければならない。

②証券会社が、同口座を開設する場合は、これが顧客に適しているとの判断を下さなければならない。

③証券会社は、同口座の取引歴を継続的に監視するための仕組みと業務手続き（顧客にとって、同口座が不適切であると判断する際の基準の設定等）を構築しなければならない。

④証券会社は、③の過程で抽出した顧客に連絡を取る際の業務手続きマニュアルを作成しなければならない。

なお、「全顧客、全取引、全口座に関する重要な事実を知るためにデュー・デリジェン

スを行わなければならない」とする NYSE 規則 405 は、残高手数料型証券口座にも当てはまるという点も、405A で付記されている。

#### IV. 終わりに

米国では、ネットバブルの崩壊やエンロン事件、さらに投信不正問題を通じて、証券会社の扱う商品やサービスが、顧客に対して適切に提供されてきたのかについて、厳しいチェックが加えられてきた。残高手数料型証券口座に対する NASD や NYSE の動きも、こうした証券会社を取り巻く厳しい視線が背景にあるものと考えられる。

残高手数料口座は万能ではないこと、そして、顧客への口座に関する説明を徹底し、顧客の多様なニーズや適合性を踏まえた上で、各顧客にとって付加価値の高いサービスをしなければならないといったことは、従来からの当たり前の原則であるが、NASD、NYSE は、それを単なるお題目に終わらせるのではなく、この理念を踏まえた具体的な業務体制作りを要請している。

本稿で紹介した証券会社二社に対する制裁を背景に、米国の証券会社は同口座の提供体制の整備を急いでいる所である<sup>10</sup>。

NASD も NYSE も、手数料が結果的に多すぎたかどうかだけで、適合性違反を問うているわけではない。顧客にとっては、「今は取引すべきでない」というのが最良のアドバイスとなることもあり得、単に取引頻度が低いからと言って、残高手数料が不適切であるとは言いきれないからである。

また先述したように、残高手数料口座の中でも、一任契約を結ぶ SMA は、通常残高手数料型証券口座とは異なる付加価値があることもあり、今回の制裁の対象となっていない。ただし、SMA 口座においても顧客に適合するか、また手数料が合理的であるかを確認することが必要であることは言うまでもな

い。この点は 2003 年の NASD 通知でも注記されている。

わが国においても、手数料の徴収形態の多様化が生じており、SMA も普及しつつあることから、米国における NASD、NYSE の対応は注目されよう。

わが国では、金融審議会で「投資サービス法」の導入に向けた議論も進んでいる。ここでは、投資サービス業に対する「受託者責任」を明確に法定することが提起されている<sup>11</sup>。このため残高手数料口座に限らず、あらゆる商品・サービスの提供において、顧客の立場に立った対応をとっていくことが、従来以上に明確に要請されていくことが予想されるのである。

<sup>1</sup> 1995 年、当時の SEC(証券取引委員会)委員長レビット氏が招集した報酬慣行委員会が、残高手数料は、コミッションに勝る「ベスト・プラクティス」であると提言して以来、これを最良のサービスと讃える風潮が強まった。

<sup>2</sup> Kaja Whitehouse and Lynn Cowan, "NASD Investigating Fee-Based Accounts at Brokerages." *Wall Street Journal*, April 8, 2004.

<sup>3</sup> 2004 年 8 月の口座数は 27,000、55 億ドル。

<sup>4</sup> Dan Jamieson, "Fleeing Fee-Based Accounts." *Registered Representative*, June 1, 2005

<sup>5</sup> NASD, "NASD Fines Raymond James \$750,000 for Fee-Based Account Violations." April 27, 2005

<sup>6</sup> Raymond James, "Raymond James Responds to Fee-Based Brokerage Account Settlement With NASD; Affirms Fee Based Business Permanence." April 27, 2005

<sup>7</sup> 2003 年末の口座数は 176,274、残高は 306 億ドル。

<sup>8</sup> NASD, Notice to Members 03-68

<sup>9</sup> ただし、費用が唯一の判断基準となる訳ではない。営業マンが手数料稼ぎに走らないという残高手数料口座のメリットに価値を見出していたり、他の口座とリンクしている点など総合的な付加価値を評価し、顧客が残高手数料型証券口座を選択しているケースも考えられるからである。

<sup>10</sup> 残高手数料型証券口座については、本稿で論じた顧客適合性を巡る問題以外に、投資顧問サービスにあたらぬか、という問題がある。投資顧問サービスも、残高に応じた手数料を徴収するという点で同一であるからである。投資顧問サービスとみなされれば、投資顧問登録が必要となる。これについて SEC は、証券業者が残高手数料型や定額手数料型の証券口座を提供しても、利益相反の可能性がある点

---

等について、適切な情報開示を行えば、投資顧問法の適用とならない、とする規則を 2005 年 4 月に採択した。証券会社においては、このルールに対応した情報開示体制の整備も必要となった。

<sup>11</sup> 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」2005 年 7 月 7 日。