

米国証券会社の投資アドバイス業務を巡る議論

沼田 優子

要 約

1. 米国では、証券外務員によるアドバイスを伴う販売・勧誘業務のあり方について、活発な議論が展開されている。証券投資に関わるアドバイスを行う者は一般に投資顧問業者としての登録を要請されるが、1940年投資顧問法は、証券外務員による投資家への投資アドバイス提供を原則投資顧問法の適用除外とした。証券外務員のアドバイスは、本業に付随するものと見なされたからである。ところが、現在のように証券会社がいわゆる資産管理型営業を標榜するようになると、証券外務員がアドバイスを提供することは、本業の一部と良い位置づけとなっており、投資顧問法の適用如何が問われるようになった。
2. 2005年4月に採択されたメリル・リンチ・ルールは、残高手数料型証券口座の提供を投資顧問法の適用除外とする一方で、ファイナンシャル・プランニングの提供や売買委託手数料型一任口座の提供を同法の適用対象とする等、証券会社や証券外務員に対する投資顧問登録の免除のあり方全般を整理した。
3. しかしその結果、同じ証券会社や証券外務員が、投資顧問法の適用の有無によって投資家保護形態の異なる複数の口座を提供する現状が追認されたため、証券取引委員会（SEC）は消費者団体等から批判を浴びている。
4. SECは、証券取引法と投資顧問法では、そもそも規制の枠組みが異なっており、受託者責任の範囲が異なる可能性があるとして述べている。また、これらの法規制の統合の検討も含め、調査を行う意向を明らかにしている。

はじめに

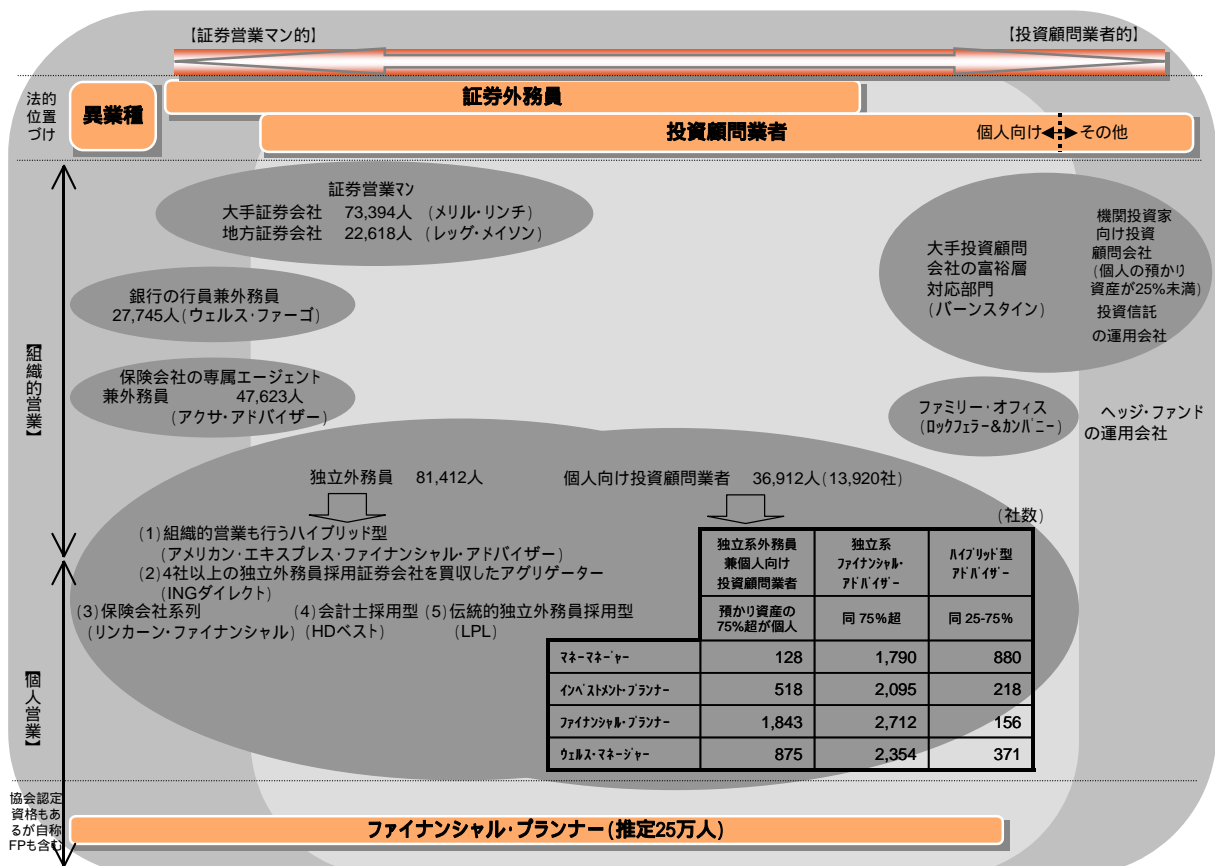
今日、米国では、投資に関するアドバイス業務に従事する業者は、図表1に示すように多岐に渡っている。

このうち、証券投資に係るアドバイスを行う者は一般に投資顧問業者としての登録を要請されるが、証券外務員も販売・勧誘が本業とは言え、その一環で投資顧問業者と変わらないアドバイスを提供することは珍しくない。

元来、証券外務員は、投資顧問登録をしなくて良かったが、これは1940年投資顧問法の適用除外の扱いがあるためである。すなわち、同法は、証券業者の投資アドバイスが本来の業務に付随し、アドバイスにつき特別の報酬を受け取らない場合などは、投資顧問の定義から除外している（投資顧問法202(a)(11)）。

この場合、証券会社の手数料が、注文執行に伴うものであり、アドバイスは顧客の注文を引き出すための無料サービスのようにみな

図表 1 米国の個人向け投資アドバイスの提供者



(注) はメリル・リンチ、スミス・バーニー、ワコピア、モルガン・スタンレー、UBS ペイン・ウェーバー、エドワード・ジョーンズ、AGエドワーズ。人数は2004年、社数は2003年の数字。
 ()内は、代表的企業。
 (出所) Cerulli Edge, February & May 2005 等より野村資本市場研究所 作成

すことができる時代は、「本来の業務に付随し、アドバイスにつき 特別の報酬を受け取らない場合」に相当するという理屈が通りやすかった。

しかし、75年に株式売買委託手数料が自由化されて以降、注文執行のみを行うディスクアウント・ブローカーが登場してきたこと、あるいは残高手数料口座のように、注文執行に連動しない手数料の徴収がなされる商品が導入されてきたことから、投資顧問法の適用如何が問題となりやすい環境となってきた。

とりわけ、従来のように証券会社が、売買委託手数料を最重視した営業ではなく、いわゆる資産管理型営業を標榜するようになると、

証券外務員がアドバイスを提供することは、本業の一部と良い位置づけになっている。

顧客と一任契約を結び、残高手数料を徴収するいわゆる SMA (セパレートリー・マネージド・アカウント) 等は、投資顧問サービスとされ、これを提供する証券会社は、証券会社及び投資顧問業者として二重登録をしたり、系列の投資顧問業者を通じて同商品を提供するという形をとる¹。

また個人向け投資顧問業者の4分の1は、証券外務資格も保有し、証券外務員兼個人向け投資顧問業者 (Registered Representative/Registered Investment Adviser-

RR/RIA)としてサービスを提供する²。

しかし現在は、これらの他にも、販売・勧誘業と投資顧問業のどちらと見なすべきかが定かではない多様なサービスが提供されており、その位置づけについて、活発な議論が展開されている最中である。

証券外務員として販売・勧誘行為をする場合は、適合性原則³や説明義務等の責任を負うが、投資顧問法が適用されると、忠実義務等の「受託者責任⁴」という義務を負う。後者の場合、利益相反を避けるために、自己勘定取引を行う際等には、その事実を事前に顧客に開示し、承認を得ることが要求される⁵。

すなわち、証券会社、証券外務員にとっては、自らの商品・サービスが、投資顧問登録が必要となるものかどうかは、業務のあり方に大きなインパクトをもたらすものとなる。

・メリル・リンチ・ルールを巡る議論

1. メリル・リンチ・ルールとは

99年、メリル・リンチはネット取引も出来る残高手数料型の証券口座（非一任口座）とネット専用口座を導入した。当時はITバブル期であり、メリル・リンチとしてネット証券会社に対抗するための策であったが、割安感のあった残高手数料型証券口座はヒット商品となり、現在は同口座市場の3割のシェアを占めている⁶。また同市場全体の残高は2,788億ドルに達し、SMA等を含む証券会社の残高手数料型サービスの約2割を占める。

SECは同じく99年、こうした残高手数料型証券口座と、ネット専用口座を提供する証券会社のフルサービス口座が、投資顧問法の適用除外となることを示した規則案（投資顧問法規則202(a)(11)-1）を発表した⁷。同規則が「メリル・リンチ・ルール」と呼ばれる所以である。

投資顧問法適用の判断材料の一つに、アドバイスに対する「特別な報酬」の有無がある

が、SECの従来の解釈によれば、フルサービス口座とネット専用口座の手数料の差額はこれにあたり、残高手数料もこれにあたる可能性がある。しかしSECはこの規則案で、これらの口座は伝統的証券口座と本質的に変わるものではなく、「特別な報酬」の有無だけで投資顧問法の適用とすることは、妥当でないとした。

2. ファイナンシャル・プランニング協会等による批判

99年の規則案は採択されなかったが、「投資管理局は、SECが最終的な決断を下すまで、報酬の形態を理由に、証券会社が裁量を行わない口座を投資顧問口座として扱わなかったからといって、SECが行動を起こすことは勧めない」との文言を含んでいたこともあり、同商品の販売は続いた（図表2）。

これに対しファイナンシャル・プランニング協会が、2004年7月、SECが行動をとらないまま、証券会社の残高手数料型証券口座の提供が既成事実化しているのは不公平であるとして、SECを提訴した。同協会は、残高手数料を徴収する口座は、投資顧問業者のサービスと酷使しており、これを証券会社が投資顧問法外のサービスとして提供することは、投資家保護、競争上の観点から好ましくない、として反対していたのである⁸。

投資家保護の観点とは、投資顧問業者は「受託者責任」という義務を負うのに対し、証券外務員はこれを免れているのは問題であるということである⁹。

これを受けてSECは8月、同規則案に対するパブリック・コメントの受付を再開した。

同ルールの批判者は、ファイナンシャル・プランニング協会の他に、コンシューマー・フェデレーション・オブ・アメリカ（消費者団体）、そして大手ディスカウント・ブローカーであるTDウォーターハウスも含まれていた。

図表2 メリル・リンチ・ルールをめぐる議論の経緯

1999.6.1	・メリル・リンチ、ネット取引も出来る残高手数料型証券口座（非一任口座）と、ネット取引専用口座の導入を発表。
11.4	・SEC、規則202(a)(11)-1（メリル・リンチ・ルール）を発表。
2004.7.20	・ファイナンシャル・プランニング協会、同規則が採択の手続きを経ていないことを問題視し、SECを提訴。
8.12	・SEC、同規則案に対するパブリック・コメントの受付を再開。
11.22	・TDウォーターハウス、同規則案に対する反対を表明。その根拠の一つとして個人投資家認識調査を公表。
2005.1.6	・SEC、前規則案をほぼ踏襲した暫定規則（4月まで）を採択する一方で、新たに修正規則案を発表。
4.12	・SEC、最終規則を採択。
4.28	・ファイナンシャル・プランニング協会、採択された規則を受けて改めてSECを提訴。
7.27	・米国生命保険協会（ACLI）、同規則の一部の適用開始日を延期するよう要請。
7.28	・全米証券業者協会（SIA）、同規則の一部の適用開始日を延期するよう要請。
8.4	・投資顧問業者協会（インベストメント・アドバイザー・アソシエーション）、適用開始日の延期に反対。
8.11	・コンシューマー・フェデレーション・オブ・アメリカ等の4消費者団体、適用開始日の延期に反対。
8.25	・独立系外務員協会（ファイナンシャル・サービス・インスティテュート）、同規則の一部の適用開始日を延期するよう要請。
9.12	・SEC、同規則の一部の適用開始日を2005年10月24日から2006年1月31日に延期。
9.30	・コンシューマー・フェデレーション・オブ・アメリカとファンド・デモクラシー（投資信託保有者のロビー団体）、共同でSECのコックス委員長宛に書簡を送り、ワコピアの「エンビジョン」を、投資顧問法の適用とすることを要請。

（出所）野村資本市場研究所

TD ウォーターハウスは、「証券外務員と投資顧問業者では、投資家保護義務が異なることを、投資家の大半が理解していない」との調査を発表し、統一基準を設けるべきであると結論づけた（図表3）¹⁰。

2005年1月6日、SECは全規則案をほぼ踏襲した4月までの暫定規則を採択する一方で、新たに修正規則案を発表した。そして暫定規則の適用が終了する直前の4月12日、SECは最終規則を採択した¹¹。

3. 最終規則の概要

結局、最終規則も以下に見るように、残高手数料型証券口座と、ネット証券口座も提供する証券会社のフルサービス口座を、投資顧問法の適用除外とする等、現状を追認する内容となっていた。しかしそれだけに留まらず、証券会社や証券外務員に対する投資顧問登録の免除のあり方全般を整理したルールとなっていたことが、注目された。

- ・一任勘定ではない残高手数料型、定額手数料型の証券口座を提供する証券業者は、適

図表 3 個人投資家認識調査

<ul style="list-style-type: none"> ➤ 証券外務員と投資顧問業者は共に、顧客の利益のために行動する受託者責任を負うと誤解している - 58% ➤ 証券外務員と投資顧問業者が同じサービスを提供している場合、投資家保護レベルの違いが、業者選択の判断に影響を与える - 86% ➤ 投資顧問業者が、顧客の利益のために行動する責任を負っていることを知っていたならば、投資顧問業者を選択した - 81% ➤ 金融アドバイスを提供する証券外務員と投資顧問業者に対し、統一された投資家保護規制を課すべきである - 90%
--

(注) 一部抜粋。

(出所) TD Waterhouse, “TD Waterhouse USA, First Brokerage Firm to Take Stand Against “The Merrill Lynch Rule”.”, November 22, 2004

切な情報開示を行えば、投資顧問法の適用とはならないことを明確にした。適切な情報開示とは、広告、契約書等に同口座は投資顧問口座ではなく、利益相反の可能性があることを明記し¹²、これに関する質問の対応者を提示することを指す。

- ・ 一証券会社が、フルサービスとディスカウント・ブローカレッジの両方を提供していても、それだけでは投資顧問法は適用されないとした。
- ・ 証券業者がアドバイスに関して、別の手数料を課したり、別の契約を結んだりする場合、証券業者が、ファイナンシャル・プラン¹³の一環もしくはこれに関連してアドバイスを提供する場合¹⁴、証券業者が投資の裁量を行使する場合（例えば一任勘定）¹⁵については、証券会社の「本業に付随するアドバイス」とは見なさず、投資顧問法が適用されるとした。
- ・ 上記の「投資の裁量」については、暫定的、限定的な裁量は該当しないとし、その事例を列挙した¹⁶。
- ・ 証券業者は、投資顧問法の適用となる口座に対してのみ、投資顧問業者としての義務を負えば良いとした。

以上をまとめると、証券会社の裁量の有無と手数料形態で整理した4つのサービスのうち、これまで位置づけが不明確であった、残高手数料型証券口座の提供は、一定の条件のもとで投資顧問法の適用除外に、逆に売買委託手数料型一任口座の提供は、原則投資顧問法の適用となることになった（図表4）。そしてこれまで、銘柄推奨と注文の執行に加えた付随サービスとしてマーケティングすることが少なからずあったファイナンシャル・プランニングは、投資顧問的サービスの一環と位置づけられた。

4. その後の動向

1) ファイナンシャル・プランニング協会の対応

4月28日、ファイナンシャル・プランニング協会は最終規則の採択を受けて、改めてSECを提訴した¹⁷。

同協会は、最終規則が情報開示義務等を拡大したことは評価しながらも、残高手数料型証券口座と伝統的投資顧問口座という同質のアドバイス・サービスに対して、異なる投資家保護水準が存在する現行規制を正式に認めなかったことは、公益に反すると批判した。

また同協会は、ファイナンシャル・プラン

図表 4 証券会社によるサービスの位置づけ

<p>残高手数料</p>	<p>残高手数料型証券口座。 メリル・リンチ・ルールが投資顧問登録の適用除外となることを明確化。</p>	<p>SMA (セパレートリー・マネージド・アカウント)。 投資顧問登録必要。</p>
<p>売買委託手数料</p>	<p>伝統的証券口座。 投資顧問登録必要なし。</p>	<p>売買委託手数料型一任口座。 メリル・リンチ・ルールが投資顧問登録の適用となることを明確化。ただし、裁量が限定的・暫定的な場合は適用除外。</p>
<p>裁量なし</p>		<p>裁量あり</p>

(出所) Securities Exchange Commission, "Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers." Release Nos. 34-51523, IA-2376, File No. S7-25-99, April 12, 2005 より野村資本市場研究所作成

ナーを名乗る証券外務員が、投資顧問法の適用となる文言が盛り込まれた点については、その方向性は正しいとしながらも、一方では不備も指摘している。証券会社が「ファイナンシャル・プランナー」以外のマーケティング用語を創造すれば、投資顧問法外でアドバイスを提供できる、証券外務員が作成した過去のファイナンシャル・プランも投資顧問法の適用となるのかが定かでない、適合性分析とファイナンシャル・プランの境界が定かではない、等の点である。

2) 規則適用開始日の延期

この規則の施行日 (effective date) は原則 4月 15日¹⁸、ファイナンシャル・プランニングと証券会社が裁量の行使する口座を、投資顧問法の適用とする項目に関しては、同規則の適用開始日 (compliance date) が 10月 24日とされた¹⁹。

SEC は費用対効果分析を行い、この規則の採択による負担増は小さいと判断した。

例えば証券会社は、ファイナンシャル・プランを二種類提供する慣行が一般的となっている。適合性義務を果たすために、顧客の財務状況を分析する基本的なツールと、追加的なサービスとして個別の手数料を徴収する、

より包括的なファイナンシャル・プランである。前者を証券業務の一環と位置づけ、「ファイナンシャル・プラン」の名称を使用しなければ、投資顧問法の適用となるのは、後者のみで済む。

また、ファイナンシャル・プランや売買委託手数料型一任口座を提供するが故に、新たに投資顧問登録を要請される証券会社は、全証券会社約 6,200社中、それぞれ 100社程度に過ぎないと試算された²⁰。投資顧問として二重登録したり、系列投資顧問会社を持つ証券会社には、既に投資顧問法遵守のインフラが整っているからである。

ところが、既に投資顧問登録を行っていても、99年の規則案では全く議論されなかったファイナンシャル・プランと売買委託手数料型一任口座が投資顧問法の適用となったことによって付加される法令遵守負担は大きい、との声が関係業界団体からあがり、その適用開始日の 6ヵ月延期が申し立てられた。関係業界団体とは、米国生命保険協会 (ACLI)²¹、証券業者協会 (SIA)²²、独立系外務員協会 (ファイナンシャル・サービス・インスティテュート)²³等である。

彼らは、ファイナンシャル・プランの提供に関し、開示資料や契約書を変更することは、

これらの書類の再配布に留まらず、営業マン達に概要を周知徹底させ、サービスを提供する業務フローを見直したり、システムを変更したりする作業を伴うと主張した。

また証券会社が裁量を行使する口座に関しても、口座ごとに同規則の適用となる裁量の有無を検討し、該当する場合は顧客に連絡をとって意向を聞いて、場合によっては口座を移管し、最後にこれら一連の作業が法令を遵守したものであったかの確認をとるといった、手間のかかる手続きを要すると述べている。

これに対し、投資顧問業者協会²⁴とコンシューマー・フェデレーション・オブ・アメリカ等の消費者団体²⁵は、こうした申し立てに反対を表明する書簡を SEC に送った。メリル・リンチ・ルールについては、既に5年も議論を重ねており、このような見解となることも想定できたからである。

結局、9月12日、これらのやり取りを受けた SEC は、問題となった2つの条項の適用開始日を、3ヶ月延期して2006年1月31日とすることを発表した²⁶。

3) 「エンビジョン」の扱いを巡る議論

こうした中、9月30日、コンシューマー・フェデレーション・オブ・アメリカとファンド・デモクラシー（投資信託保有者のロビー団体）は共同で、SEC のコックス委員長宛に書簡を送り、大手銀行系証券会社ワコビア・セキュリティーズの「エンビジョン」というプランニング・ツールも、投資顧問法の適用とすることを求めた²⁷。

ワコビアは、全米オープン・テニスの合間にエンビジョンのコマーシャルを流す等、2005年8月から、積極的なマーケティングを開始した。同社によれば、2003年6月の試験導入以来、既に8万プランを作成した²⁸。

エンビジョンの特徴は、モンテ・カルロ・シミュレーション（乱数を用いたシミュレーション）を用い、顧客の投資目的の達成可能

性等を試算する点にある²⁹。

従来、このようなツールは、全米証券業協会（NASD）が公衆に対するコミュニケーション規制の中で禁止している「特定の投資結果の予測等を行うこと（NASD 規則2210(d)(1)(D)）」に該当するとされていた。しかし NASD は2003年2月3日、このツールを同規則の適用除外とする解釈通知を SEC に申請し³⁰、SEC はこれを2004年9月28日に承認した³¹。

こうした中で上記2つの団体は、SEC が話題のエンビジョンを投資顧問法の適用外としておくことを認めるのではないかという報道を受けて、書簡を送ったようである。彼らはエンビジョンの適用除外を認めれば、メリル・リンチ・ルールは形骸化すると指摘した。

ワコビアは、このような見解に対し、エンビジョンは「投資プランニング」を無料で提供しているに過ぎず、相続対策や保険プランニングを含まないため、包括的なファイナンシャル・プランではないと主張している。

・今後の展望

一連の議論の中で、ファイナンシャル・プランニング協会等は、先述の通り、投資顧問業者は「受託者責任」という義務を負うのに対し、証券外務員はこれを免れていることを問題視した。この背後には、投資顧問法は投資アドバイスのインテグリティを保護することに重きが置かれているため、証券業者規制よりも投資門業者規制の方が、投資家保護の観点からは勝っている、との考え方がある³²。

受託者責任の中でも、とりわけ証券業者に欠けていると主張されたのが、利益相反に関する規定である。投資顧問法には、利益相反を避けるための規定や、潜在的利益相反の可能性とこれを防止するためのポリシーに関する情報開示の規定が盛り込まれている。

その典型例として挙げられるのが、投資顧

問業者が複数の役割を担うことに対する規制で、例えば自己勘定取引（proprietary transactions）規制等がある。

投資顧問法第 206 条は、顧客を騙すための工夫、策略または技巧（206 (1)及び(2)）、詐欺的、欺瞞的または策略的な行為（206 (4)）とともに、自己勘定取引等を禁止している（206 (3)）。

この条項によれば、投資顧問業者は、自己の立場を明らかにし、取引ごとに、取引終了前に書面にて、顧客からの同意を得ない限り、顧客を相手とする自己勘定取引を行ってはならない。このような事前承認は現実的でないため、通常、投資顧問業者は自己勘定取引を行わない³³。これに対して、同様の制約は、証券業者には基本的でない³⁴。

一方、証券業者協会（SIA）や NASD 等は、投資顧問法との過度な二重規制は、不必要な負担を増すだけであると主張している（図表 5）³⁵。

証券外務員は証券取引法及び自主規制機関規則のもとで、詳細かつ具体的な詐欺禁止規制や顧客適合性原則³⁶に服している。また NASD 規則は証券会社の責任や証券外務員の行動規範も定めている。従って彼らは、多様な投資顧問業者にも対応できるよう、あえて規制の詳細には踏み込んでいない投資顧問法よりも、具体的かつ厳しい規律のもとで行動しているというのである。

また情報開示に関しても、一般の認識と異なり、看板理論³⁷や証券法の詐欺禁止規制、SEC や自主規制機関の規則等を通して、透明性を高めていると主張している。

なお、この点に関し、ファイナンシャル・プランニング協会は、「顧客の獲得とノルマの達成が不可避なブローカレッジ業の性質上、忠誠心を証券会社、顧客、自分に分配しなければならぬ証券外務員は、継続的な監督を要する。これに対し、投資顧問業は、受託者の文化が、顧客に対する注意義務と忠実義務

で投資顧問業者を律しており、継続的かつ取

引ごとの監督を行わなくても、独立性と客観性の高いアドバイスを担保できる³⁸」。と反論している。

SEC は、証券取引法と投資顧問法では、そもそも規制の枠組みが異なっており、両法とも情報開示や利益相反等の解釈に関しては大きく発展を遂げた一方で、受託者責任の範囲が異なる可能性もあると述べている³⁹。故に、メリル・リンチ・ルールでは、その旨の開示を義務づけたが、長期的には、両法のあり方にまで踏み込んだ議論が必要であることを認識し、今後、これらの法規制の統合の検討も含め、調査を行う意向があることを明らかにしている。

図表 5 証券業者規制と投資顧問業者規制の違い

	NASDの見解		ファイナンシャル・プランニング協会の反論
	証券業者規制	投資顧問業者規制(全般)	
登録手続き	フォームBD、財務諸表、事業計画を提出。NASD会員として承認されるためには、インタビュー等の手続きを踏む。従業員は、フォームU4を提出。	フォームADVを提出。小規模投資顧問業者及びSEC登録投資顧問業者の営業担当者(investment adviser representatives)は、州に登録する。	フォームADVには、証券業者規制の項で列挙しているような情報が盛り込まれている点、小規模投資顧問業者の営業担当者も州に登録する点、同営業担当者は一般にU4を提出する点等が無視されている。
自己資本規制	最低自己資本規制あり。自己資本の水準は事業内容による。	なし	自己資本規制を定めている州投資顧問法もある。
財務状況の監督	毎月及び毎四半期、財務諸表をNASDに提出。独立監査は年一回。	顧客資産を預からない限りなし。	投資顧問業者は破綻、訴訟等、当該業者に重要な変化が起こった際には、速やかにフォームADVを変更する受託者責任を負っている。州当局も、このような変化の通知を義務づける場合がある。
誠実保証証書	自己資本の水準に応じて、誠実保証証書(fidelity bond)の維持が定められている。	投資顧問法上はなし。ERISAと州投資顧問法の要件が適用されることもある。	誠実保証証書の要件のある州投資顧問法もある。ERISAは受託者に対し、誠実保証証書の要件を定めている。
営業担当者の監督	監督体制(内部検査、年次コンプライアンス会議、外務員監督者による書面による承認制度等)を構築・維持し、その業務手続きは書面化しなければならない。	投資顧問業者の関係人を監督。ただし、小規模投資顧問業者が多いため、営業担当者が自分で自分を監督する場合も多い。	投資顧問業者は、証券法違反を防止するためのポリシーと業務手続きを書面化すること、このポリシーと手続きの適格性と実効性を毎年見直すこと、このポリシーと手続きの実施責任を負うチーフ・コンプライアンス・オフィサーを指名すること、等を定めた新規則が反映されていない。「自分で自分を監督する」といった、実質的な監督が行われていないような説明をしている。
継続研修義務	継続研修体制を構築・維持しなければならない。	正式な基準はなし。州によっては要件を定めているところもある。	投資顧問業者に継続研修義務はないが、当協会は、ファイナンシャル・プランニング・サービスの従事者に対し、CFP資格維持研修同様の研修の提供を支援する。
広告	全ての販促資料は、管理者によって事前承認されなければならない。一部の資料は当局に提出しなければならない。厳格なパフォーマンス表示基準等、内容に関する要件が定められている。	投資顧問法による若干の規制あり。当局への提出義務はない。若干のパフォーマンス表示規制あり。	
適合性原則について	NASDやNYSE等の自主規制機関が具体的に規定。	適合性原則の適用が示唆されているが、投資顧問法上にそのような文言はない。	
手数料に関する情報開示	取引確認時にコミッションについて開示、リスクに関する商品推奨時の開示に関しては、明確な基準が定められている。特定の取引に関する手数料の規制は厳しい。手数料を変更する際は、その旨を顧客に事前に通知しなければならない。	Form ADVのPart Iで開示。州規制で要件が定められている場合もある。	
	証券外務員規制	投資顧問業者規制(個人)	
申請手続き	フォームU4提出。本人確認のために指紋登録。州及びNASDの資格試験あり。NASDの継続研修義務あり。	フォームADVを提出。州登録及び資格試験要件が適用されることもある。	
営業担当者の監督	監督手続きの書面化及び担当管理者の配置が義務づけられている。資格要件の内部検査あり。年次コンプライアンス会議への出席義務づけ。顧客適合性の観点から、顧客取引に関し、管理者の承認を必要とする。業務内容に関し、定期的な内部検査あり。販促資料は管理者が承認しなければならない。顧客からの苦情や懲戒歴等は、CRD(NASDの外務員等に関するデータベース)に報告される。	投資顧問業者の関係人を監督。	投資顧問業者は受託者であるため、顧客の利害に沿うように行動することが義務づけられている。証券外務員に対する監督・記録管理規制の項目が多いのは、忠誠心を分配しなければならない証券外務員は慎重にモニタリングされなければならないことを裏付けている。
記録管理	取引簿と取引履歴は管理・維持し、SEC、NASD、州証券当局の定期的な検査時に閲覧できるように備えなければならない。外務員の社外取引についても記録しなければならない。	取引簿と取引履歴は管理・維持し、SEC検査時に閲覧できるように備えなければならない。	

(注)一部抜粋。

(出所) National Association of Securities Dealers, "Re: Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers, Securities Exchange Act Release No. 40980; File NO. S7-25-99." February 11, 2005, Financial Planning Association, "Re: NASD Comments on Release Nos. 34-50980; IA-2340; File No. S7-25-99; 'Certain Broker-Dealers Deemed Not to be Investment Advisers' .", March 8, 2005

<参考> 証券会社の投資アドバイスに関する訴訟や紛争

近年、証券会社の投資アドバイスに関し、訴訟や紛争に発展するケースが相次いでいる。以下の Kwaiatkowski 事件の判決が一つのきっかけとなり、Kadar 事件のように、NASD の紛争解決機関や、ニューヨーク取引所仲裁部にも様々な案件が持ち込まれているのである。パブリック・インベスターズ・アービトレーション・バー・アソシエーション（証券紛争弁護士協会）も、次なる証券訴訟の分野はファイナンシャル・プランニングや資産運用（portfolio management）、証券会社及び証券外務員の業務プロセスや彼らが活用するツールである⁴⁰と述べている。

1. Kwaiatkowski 事件（2002年9月）⁴¹

起業家で、為替先物取引を行っていた Kwaiatkowski 氏が、商品ブローカーとしての業務にあっていたベア・スターンズは、適切なアドバイスや警告を提供しないという、（コモン・ロー上の）過失と受託者責任違反を犯したが故に、同氏が被った多大な損失に対して責任を負うと主張した。

一方、ベア・スターンズの主張は、Kwaiatkowski 氏の口座は非一任口座であるが故、ブローカーとしては、同氏の指示なしには注文を執行できず、ブローカーには、「継続的に、商品の勧誘を伴わないアドバイス（ongoing and unsolicited advice）」を提供する義務はないというものであった。

同氏もこの点について反論はしなかったものの、同氏のケースの場合は、ベア・スターンズ社が実質的かつ包括的に、アドバイザーとしての役割を果たしたため、受託者としての責任が発生したと主張した（受託者責任の有無は、口座の種類によってではなく、口座の実質的な支配権がブローカーにあったか否か等、ブローカーと顧客との関係を鑑みて判

断するため）。

2000年、ニューヨーク南区地方裁判所は、同氏の主張を認めてベア・スターンズに対し、1.654億ドルの支払いを命じた。

しかし2002年、第2巡回裁判所は、ブローカーの「通常の非一任口座の義務（すなわち、取引の執行のたびに合理的な注意を払う義務。この義務は取引開始時に発生し、取引完了時に終了する）」が、「取引の合間に継続的なアドバイスを提供する義務」に変容するような、「特別な状況」があったことを示す十分な証拠はなかったとして、第一審の判決を覆した。

第一審で「特別な状況」の根拠の一つとされた同氏の口座残高の大きさ、ブローカーとの接触頻度、大口取引を行うことに伴う独特のリスク等は、ブローカーとの関係を変容させるものではなく、同氏の資産規模、経験、投資の洗練度を考慮すれば、ブローカーの注意義務を強化する必要はなかったとされたからである。また同氏は過去にも何度か損失を被っており、市場リスクに関しては知識があったため、同氏の主張する過失が、多大な損失の原因とは言えなかったとされた。

2. Kadar 事件(2004年4月)⁴²

カダール（Kadar）氏は、ストック・オプションを行使して得たダブル・クリック社の株を保有し続け、多大な損害を被ったとして、バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズに対し、550万ドルの賠償を求めた⁴³。カダール氏の主張は、バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズの証券外務員は、「資産全体の分析と管理を継続的に行う」と営業しながら、実際には、分散投資や当該株式の売却を支援しなかったというものである。これに対し、同社は、当該口座は非一任口座であるが故に、継続的なアドバイスを提供する法的義務はないと主張した。結局、ニューヨーク証券取引所仲裁部は、バンク・オブ・

アメリカ・セキュリティーズに対し、62.5万ドルの支払いを命じた。

ちなみに、バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズが同氏から得たコミッションはわずか68ドル、金利収入1.6万ドルであったという⁴⁴。

¹ 兼業証券会社の証券外務員は、投資顧問業者の営業担当者 (Investment Adviser Representative) となる。

² 投資顧問登録は法人、個人とも可能であるが、小規模投資顧問業者の多くは自営業的な形態を取っている。従って米国では通常、投資顧問業 (Investment Adviser) に関しては、証券会社 (broker-dealer) と証券外務員 (Registered Representative) のような区別はしないことも多い。

³ 顧客に証券の売買等を推奨する際には、その推奨が顧客に適していると信じるに足る合理的な根拠がなければならない (NASD 規則 2310 等)。沼田優子「米国の残高手数料型証券口座の顧客適合性を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2005年秋号参照。

⁴ 1963年に最高裁で判決が下された SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. で、投資顧問法 206 条 (詐欺防止規定) は法の適用上、投資顧問業者に受託者責任を課すとした。受託者責任の目的は、利益相反と、投資顧問業者による顧客の信頼の不正な利用を排除することである (Thomas P. Lemke and Gerald T. Lins, *Regulation of Investment Advisers*, West, 2004)。

⁵ Financial Planning Association (FPA), “FPA Files New LawsUIT against SEC.” April 28, 2005

⁶ 大崎貞和・沼田優子「変化する米国総合証券会社のオンライン取引戦略」『資本市場クォーターリー』99年夏号、沼田優子「米国フルサービス証券会社のオンライン取引」『資本市場クォーターリー』2000年春号

⁷ Securities Exchange Commission, “Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers.” Release Nos. 34-42099, IA-1845, File No. S7-25-99, November 4, 1999

⁸ ファイナンシャル・プランナーの投資顧問法上の扱いについては、沼田優子、淵田康之「日米ファイナンシャル・プランナーの実態と制度比較」2005年『資本市場クォーターリー』秋号参照。

⁹ 証券業者にもコモン・ロー上の受託者責任はある。ただし、証券業者と顧客の間に、無条件の信任関係は存在しておらず、これが存在するのは、当事者間に信頼・信任が (faith, confidence and trust) ある時である (Thomas Lee Hazen, *Broker-Dealer Regulation*, West, 2003)。またメリル・リンチ・ルールに対する意見として、「証券業者と顧客の信任関係は限定的で、証券業者が負うのは顧客の注文を執行する際に生じる最良執行義務等である (TD Waterhouse

USA, “File No. S7-25-99: Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers.” September 22, 2004)。」、「証券外務員には適合性原則があるが、彼らの忠実義務は、代理人となっている証券会社に対して生じる」 (American Institute of Certified Public Accountants, “Re: Release Nos. 34-50213; IA-2278; File No. S7-25-99; Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers.” September 22, 2004)等があった。

¹⁰ TD Waterhouse, “TD Waterhouse USA, First Brokerage Firm to Take Stand Against ‘The Merrill Lynch Rule’.”, November 22, 2004

¹¹ Securities Exchange Commission, “Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers.” Release Nos. 34-51523, IA-2376, File No. S7-25-99, April 12, 2005

¹² 具体的な文言は、「我々の利害はあなたの利害と一致するとは限りません。どうぞあなたの権利と、我々のあなたに対する義務 (利益相反について情報開示したり、あなたの利益に最も沿うよう行動したりするという、我々の義務の範囲も含む) を理解するために、我々に質問をしてください。我々はあなたと、時にはあなたが何をかうかに応じて我々に報酬を支払う人の両方から、支払いを受けます。(一部抜粋)」である。

¹³ SECによれば「ファイナンシャル・プランニングは、ブローカレッジ・サービスの一環ではなく (中略)、ブローカレッジ・サービスとは別に提供する、比較的新しいサービスと認識している。ファイナンシャル・プランニングの要素は、証券外務員による適合性の検討過程の一部を占めてきたし、またそうなるべきである。故に、我々は適合性分析がどこで終わり、ファイナンシャル・プランニングがどこから始まるかを区別することは賢明ではないと結論付けた (前掲 IA-2376)。」

¹⁴ 具体的には、自らをファイナンシャル・プランナーとして、またファイナンシャル・プランニング・サービスを提供していることを、一般に知らしめる場合、ファイナンシャル・プランを渡す (deliver) 場合、アドバイスはファイナンシャル・プランもしくはファイナンシャル・プランニング・サービスの一部であると顧客に示す場合。

¹⁵ SECは、証券会社が裁量を行使していても、そのような顧客が少なければ投資顧問法の適用除外となる場合があるという、従来の解釈を改めた。

¹⁶ 顧客が売買の別、銘柄、金額もしくは株数を指示し、証券会社に価格と執行時間についてのみの裁量を与える場合、顧客の休暇中等、数ヶ月を超えない一定の期間内に、証券会社に売買の裁量を与える場合、キャッシュ・マネジメントの一環で、MMFや現金等価物の入れ替えを行う場合、証拠金を差し入れるために売買を行う場合、顧客が指定した債券を、税務処理のために売却して損失を確定し、類似の債券を購入する場合、顧客の指定する格付と満期の債券を購入する場合、顧客が指定した指標 (発行者のタイプ、金額、満期、金利等) に沿って証券を売買する場合。

¹⁷ 前掲 FPA

¹⁸ 情報開示義務に関しては5月23日。

¹⁹ 前掲 IA-2376

²⁰ Securities Exchange Commission, "Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers." Release Nos. 34-50980, IA-2340, File No. S7-25-99, January 6, 2005

²¹ American Council of Life Insurers, "Re: Petition for Rulemaking Under Rule 192 of the SEC's Rules of Practice Concerning Extended Implementation Date in Rule 202(a)(11)-1(b)(2) Under the Investment Advisers Act of 1940." July 27, 2005

²² Securities Industry Association, "Re: Petition for Rulemaking; Request for Extension of Certain Compliance Dates for Rule 202(a)(11)-1(S7-25-99)." July 28, 2005 と "Re: Request for Extension of Certain Compliance Dates for Rule 202(a)(11)-1(S7-25-99)." August 25, 2005

²³ Financial Services Institute, "Re: Request for Extension of Compliance Dates for Certain Aspects of Rule 202(a)(11)-1(S7-25-99)." August 25, 2005

²⁴ Investment Adviser Association, "Re: Petition for Rulemaking; Request for Extension of Certain Compliance Dates filed by the Securities Industry Association relating to Investment Advisers Act Rule 202(a)(11)-1." August 4, 2005

²⁵ Consumer Federation of America, Fund Democracy, Consumer Action, Consumers Union, "Re: Request for Extension of Certain Compliance Dates for Rule 202(a)(11)-1(S7-25-99)." August 11, 2005

²⁶ Securities Exchange Commission, "Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers, Extension of Compliance Date." Release Nos. 34-52407, IA-2426, File No. S7-25-99, September 12, 2005

²⁷ Consumer Federation of America & Fund Democracy, September 30, 2005

²⁸ Brooke Southall, "Investment Plans Surge at Wachovia; Some See Loophole; 80,000 completed in two years; 76% in August." *Investment News*, September 19, 2005

²⁹ 顧客家族の資産、負債、収入状況等と、将来の理想及び許容できる生活像（具体的には退職年齢や生活費等）を入力すると、理想及び許容できる生活像の達成可能性が%で表される。これをもとに、納得のいく達成可能性比率に達するまで、変数を変えて現実的な解を探る仕組みとなっている。

³⁰ Securities Exchange Commission, "Self-Regulatory Organizations; Notice of Filing of Proposed Rule Change and Amendment No. 1 by the National Association of Securities Dealers, Inc. Relating to Proposed Interpretive Material Regarding the Use of Investment Analysis Tools." Release No. 34-47590; File No. SR-NASD-2003-13, March 28, 2003

³¹ National Associations of Securities Dealers, "Investment Analysis Tools." IM-2210-6, Notice to Members, 04-86, November 2004.

³² 前掲 TD Waterhouse (2004年11月22日)コメント。

³³ Clifford E.Kirsch, *Investment Adviser Regulation*, Practising law Institute, 2004.

³⁴ 前掲 IA-2340

³⁵ 前掲 SIA2005年2月7日コメント。

³⁶ 投資顧問法に適合性原則の文言はないが、206条の詐欺防止規定に黙示的に含意されるとされ、SEC

はこれに基づく法執行も行っている。ただ、投資顧問業者が適合性義務を果たすための具体的な手続きについては、94年、SECが規則案を発表したものの、採択されていない（前掲 Kirsch）。

³⁷ 証券業者は、対等な関係で取引する場合でさえも、看板を掲げているときは、自らが大眾に対して公正に取引を行うということを黙示的に表示しているという考え方（ルイ・ロス「現代米国証券取引法」『商事法務研究会』1989年）。

³⁸ Financial Planning Association, "Re: NASD Comments on Release Nos. 34-50980; IA-2340; File No. S7-25-99; 'Certain Broker-Dealers Deemed Not to Be Investment Advisers'" April 28, 2005

³⁹ 前掲 IA-2376

⁴⁰ Robert J. McCann, "Creating Differential Value in a Commoditized World: The Evolving Role of the Wealth Manager." *Investment Management Consultants Association 2005 Spring Conference*, Merrill Lynch, April 10, 2005

⁴¹ Kwiatkowski v. Bear, Stearns & Co., Inc., 306 F.3d 1293, 1302 (2d Cir. 2002)

⁴² New York Stock Exchange, "Case: Robert and Denise Kadar v. Banc of America Securities, LLC, 2002-011054, April 20, 2004

⁴³ Lynn Cowan, "Brokerages Sell Advice, Yet Shun Legal Responsibility." *Dow Jones News Service*, January 6, 2005

⁴⁴ Jonathan Stempel, "Update1-Bank of America Loses Arbitration to N.J. Couple." *Reuters News*, April 29, 2004.