

～理事からのメッセージ～

「正しい」フィーベースリレーションの実現と普及に向けて忘れてはいけないこと

N R I アメリカ 金融・IT 研究部門長 吉永高士

20 年近く前から感じていたことだが、投資アドバイスに関わる仕事を行う実務家や経営者、当局者らの関係者にとって、「フィーベース」(fee-based)の意味するところはかならずしも共通の認識やイメージが、今日に至るまで確立されているわけではない。

「フィーベース」は英語に由来する外来語だが、預り資産残高や投資家数、アドバイザー数でみて世界最大のフィーベース投資アドバイス市場である米国における現在の定義や用例やニュアンスの変遷や深化をみてみよう。

「フィーベース」(後に続く接尾語は「事業モデル」でも「収入・収益」でもよいのだが)、最も広い定義においては、売買や販売の有無に依存せずに、投資やファイナンシャルプランニングに関する推奨、投資助言、投資一任を対象資産の残高連動、ないし時間制か定額制(サブスク含む)のいずれかの形態でもらうものだ。この定義においては、投信の販社向け信託報酬(残コミ)に相当する 12b1 手数料も含まれるし、証券口座でありながら残高の 1%程度の手数料を顧客が継続的に支払うフィー型証券口座(Fee-based brokerage)も含まれ、後者の例としては日本で対面証券会社が「レベルフィー」などの名目で直近数年間に渡り提供しているものがある。これらの収入・収益を総体として括ると、残高比例主体の「ストック収益」全般や時間の経過とともに計上される「リカーリング収益」全般ともほぼほぼ重なるものとなる。

このような比較的緩やかな定義は米国でもまだまだ売買コミッションビジネスが主体だった 80 年代から 90 年代ではめずらしくなかったが、00 年代にはいると、「フィーベース」さらには「アドバイス」「アドバイザー」の呼称の範囲は、より厳格になってきた。

まず、投信の販社向け信託報酬である 12b1 は、法令上の定義でもそもそも「フィー」ではなかったのだが、業界内慣行としての通称においても「フィー」とはみなされなくなった。証券口座で保有される投信の販社向け信託報酬は「コミッション」に位置づけられるが、「フィーベース」を標榜するファイナンシャルアドバイザー(従業員型も業務委託型も)が残高連動報酬を積み上げたい場合は、証券口座で保有する投信残高ではなくラップ口座(マネジドアカウ

ント)での残高を積み上げるようになった。また、米 SEC (証券取引委員会) が 90 年代後半に解禁したフィー型証券口座の提供が投資顧問業法違反であると連邦高裁の司法判断で認定され 2007 年から米国内で禁止されたことで、フィーベースの報酬を受け取りながら提供できる投資アドバイスは投資顧問契約 (Investment Advisory Contract) のみとなり、これに基づく投資顧問料 (Investment Advisory Fee) のみが従前の法令上だけではなく業界慣行上も「フィー」を名乗ることができる厳格な定義が確立した。具体的には、典型的な投資顧問料とは、①投資一任、②非一任 (≒日本の「助言」)、③ファイナンシャルプランニングであり、3つ合計でフィーベース収入の 99%以上を占める。①と②はラップであり、合計で業界全体のフィーの 9 割以上を占める。

「フィー」と「フィーベース」が投資顧問契約のみを対象にする米国の厳格な定義を直ちに日本にも適用しないといけなはいとはまったく思わないし、日本ではしかるべき時間をかけて実現していくべきことだとも思う。しかし、米国でそのようなかたちが確立されていった、歴史的経過の意味合いと必然について最後に触れておきたい。

投資顧問契約の担い手であるアドバイザー (通常は証券外務員資格であるシリーズ 7 と投資アドバイザー資格であるシリーズ 65/66 の両方を保有するが、後者の資格でアドバイスを提供) と所属先は、独立の RIA (登録投資顧問会社) であれ、業務委託型証券会社 (IBD。RIA 兼業)、伝統的証券会社 (RIA 兼業) であれ、銀行系グループであれ (同)、保険系グループであれ (同)、投資顧問業法に基づく厳格なフィデューシャリーデューティを顧客に対して負い、忠実義務と注意義務を果たさなければならない。これに対して、証券口座を通じて証券外務員 (ブローカー) の資格で提供される付随の推奨行為は FD を負っておらず、販売額や売買で得られる都度コミッションのみならず、投信の販社向け信託報酬のような残高連動コミッションもラップの投資顧問契約から得られる投資顧問料に比べ透明性や公正性や厳格性が劣るものとされてきた。2020 年に完全施行されたレギュレーション・ベスト・インタレスト (Reg BI) が、FD の対象ではない証券口座においても顧客利益最優先を義務付ける注意義務を導入し、ラップとの利益相反行為に対する禁止行為や対策はラップ並みに厳格化されたとはいえ、FD を負うラップと同格になったとはみなされてはいない。

「フィーベース」であることの肝は、単なる手数料の取り方の違いにあるわけではない。その後続く言葉は「収入・収益」や「事業モデル」だけではなく「リレーション」 (Fee-based Relation) もあり、現在の「フィーベース」にはそれが内包されている。残高連動の手数料であれば、顧客資産が増える時にのみアドバイザーや所属先の報酬が増えるという意味で「顧客と同じ側に立つ」というのは、コミッション型に比べた場合の善悪二元論的な対比においてしば

しば使われる言葉ではあるが、それだけでは顧客利益最優先の徹底の観点で全く十分でも完璧なものでもない。残高連動のフィー水準や投資家総負担費率が不当に高すぎたり、中に組み込まれる商品のリスク調整後リターンやコスト効率が悪いものが使われ続けていたり、フィーをいただきながら継続的レビューやポートフォリオモニタリングやリバランスを適正に行わないリバースチャージングなど、残高連動手数料でもエージェンシーコスト（担い手が顧客の利益を最優先しないことにより発生しうる費用）の落とし穴はどこにでもある。つまり、「フィーベース」であるというだけで、直ちにそれがすべて無謬の正しいことをしていることを意味するわけではない。自戒も込めて、担い手であるアドバイザーと所属先と、さらには「フィーベース」を是とするあらゆる立場の関係者は、「正しい」フィーベースを追求し、究め、実行するという不断の意志を持ち続けなければならない。