

ロボアドバイザー規制の構築に向けた新たな視座

木 村 真生子

要 旨

ロボアドバイザーと呼ばれる自動取引システムが新たな資産運用サービスとして注目を集めている。ロボアドバイザーは、デジタルネイティブであるミレニアル世代を中心に利用が進むことが期待されていたが、海外ではこの世代の利用が伸び悩んでおり、「人」による助言のニーズが高まってきている。また、ロボアドバイザーの利用者は、ロボアドバイザーを利用していない者に比べてリスク選好度が高いという結果も出ている。これらの調査結果は、ロボアドバイザーに潜む構造的な問題に加え、利用者の金融リテラシーの問題が大きく関わっていることを推測させる。しかしながら、社会保障制度の基盤が弱体化している中で、個人投資家の意識を「貯蓄から資産形成」へと振り向けるためには、既存の法規制にとどまらず、より効果的な規制の下で、ロボアドバイザー・サービスを持続的に発展させていくことが望ましいと考えられる。

本稿は、ロボアドバイザーについて法的な解釈指針を公表している米国やオーストラリア、カナダの法規制の考え方を参考に、ロボアドバイザーをめぐる法的な問題の所在を明らかにし、ロボアドバイザー・サービス提供者の負うべき義務について論じる。そして、人と機械によるハイブリッド型のロボアドバイザーを推奨するカナダの取組みについて紹介する。

目 次

- | | |
|--------------------------|-------------------------------|
| I. はじめに | III. カナダの取組み ―ハイブリッド型ロボアドバイザー |
| II. ロボアドバイザーをめぐる法的論点 | IV. おわりに |
| 1. ロボアドバイザーとは何か | 1. 解釈指針制定の背景 |
| 2. ロボアドバイザー・サービス提供者の法的義務 | 2. 解釈指針の概要 |

I. はじめに

個人投資家に対する新しい資産運用管理サービスの1つとして、ロボアドバイザーが注目を集めている。ロボアドバイザーとは、いわば自動投資システムのことであり、完全に自動化されたオンライン・プラットフォームで、投資アドバイスと資産管理機能を顧客に提供するものである。顧客はシステム上で投資のための適合性審査を受けると、その情報に基づいてシステムによって最適な資産配分（アセット・アロケーション）やポートフォリオを提案され、預け入れられた資産は自動的に運用・管理される。従来、このようなサービスは主に証券会社や信託銀行などが扱うラップ口座で行われてきたが¹⁾、サービスには人が介在し、比較的高い手数料が設定されている。このため、一定の資産を有する顧客でなければサービスを利用することがむずかしい。そこで、ロボアドバイザーは投資の専門家からアドバイスの提供を受けたいが、資金的にそのようなサービスを利用することが困難なミレニアル世代から注目を集めている。実際、2006年にロボアドバイザー・サービスが生み出されたアメリカでは、主にミレニアル世代がロボアドバイザーを利用することを想定してシステムの開発が進められ²⁾、その後、多世代に受容されていった。フィンテック（Financial Technology, FinTech）の動きを後押しするオーストラリアやカナダでは、このようなサービスが普及することについて当局も大きな期待を抱いている³⁾。無論、わが国も例外ではない。高齢化と人口減少に伴い、社会保障制度の基盤が弱体化している中で、個人投資家の意識を「貯蓄から資産形成」へと振り向ける

ためには、ロボアドバイザーがユニバーサルなサービスとして発展することは一考に値する⁴⁾。

しかしながら、ロボアドバイザー先進国である米国のサービスの最近の利用実態をみると、看過できない問題が現れているように思われる。ある調査によれば⁵⁾、経済的に豊かで、デジタルネイティブでもあるミレニアル世代のロボアドバイザーの利用率は2割にとどまり、残りの8割は「人」による助言の必要性を求めているという。また、リスク選考についていえば、ハイリスク・ハイリターン姿勢で臨む投資者は、ロボアドバイザーを利用しない者が5%に満たないのに対し、ロボアドバイザー利用者は12%に上っている⁶⁾。投資の自己責任原則を念頭に置くとしても、こうした事情はどのように考えればよいのだろうか。

この調査結果は、テクノロジーは本質的に中立的なものであるが、人にとっては有益にもなれば有害ともなり得ることを示唆しているように思われる。そして、おそらく問題の背景には、ロボアドバイザーの構造的な問題に加え、利用者の金融リテラシーの問題が大きく関わっていることが推測される。ロボアドバイザーによる金融サービスが今後、健全に発展していくためには、既存の法規制にとどまらず、より効果的な規制枠組みの下でロボアドバイザー・サービスのあり方を検討していく必要がある。

本稿は、ロボアドバイザー・サービス提供業務をわが国でどのように規制すべきかを検討することを目的として、以下の順序で考察を進める。まず、(II)で、ロボアドバイザーの利用実態などを示しながら、ロボアドバイザーとは何かについて述べたあと、ロボアドバイザー・サービス提供者の主要な法的義務について整理する。次に、ロボアドバイザーが比較的多世

代に利用されている国のうち、人と機械のハイブリッド型のロボアドバイザーを推奨するカナダの取組みについて概観する(Ⅲ)。そして最後に(Ⅳ)で全体をまとめる。

Ⅱ. ロボアドバイザーをめぐる法的な視点

1. ロボアドバイザーとは何か

I. で述べたように、アルゴリズムなどの技術を利用し、人間のアドバイザーが直接的に関与をせず、システムが自動的に金融商品のアドバイスを提供する行為はロボアドバイス(robo-advice : ロボット・アドバイスの略語)と呼ばれる。ロボという語感から、ロボット自らが予測を行い、顧客に提案を行うかのように思われがちだが、現段階でAI(人工知能)にディープラーニングと呼ばれる高度な機械学習をさせ、学習結果に基づきノンプログラミングでシステム化する仕組みを有するロボアドバイザーはそれほど多くはない⁷⁾。その意味では、ロボアドバイスと同義的に用いられるデジタル・アドバイス(digital advice)や自動アドバイス(automated advice)、オンライン・アドバイス(online advice)という呼称の方がより実態を正確に表している。

ところで、投資家が直接利用することができる投資手段は、すでに1990年代後半から米国において提供され始めていた。業者の中にはインターネット上でアセットアロケーションを組むことができるツール(簡易なプログラム)を提供する者も現れた⁸⁾。2005年になると、NASD(全米証券業協会、現在はFINRA〔金融取引業規制機構〕の下に統合されている)が自主規

制規則の解釈を示した Interpretive Material (IM) 2210-6 (現在のFINRA規則2214)において、投資家が利用できる投資分析ツール(investment analysis tools)をブローカー・ディーラー(証券会社)が提供することを認めた。投資分析ツールは、FINRA規則2214において、「シミュレーションと統計分析を行う双方向的なテクノロジーツール(技術手段)であり、ある投資が行われまたは投資戦略ないし投資スタイルが実行されるとさまざまな投資の結果の可能性を示し、そうすることで潜在的リスクと投資選択による運用益の評価において投資家に追加的な資料を提供するもの」と定められている⁹⁾。

その後、2008年の金融危機の後から、投資分析ツールはいわゆるFinTech業者により多種多様な機能を追加するかたちで変化していった。現在の多くのロボアドバイザーは、種々のアルゴリズム(データの処理手順)を用いて、顧客の資産状況や投資意向などの把握、適合性分析を経て、過去の定量的な分析を基に投資商品(主としてETF)を提案し、売買、資産管理までの一連の行為がシームレスに行われるよう、自動化が施されたものにすぎない。推奨する金融商品の選定やポートフォリオの構築はすべて人が行っており、データ構造とアルゴリズムからなるプログラムはすべて人によって組まれている。

そうすると、ロボアドバイザーとは、ラップ口座の仕組みがオンライン化されたもの、あるいは、外務員登録をした独立投資アドバイザー(Independent Financial Adviser, IFA)¹⁰⁾や証券外務員が、このようなソフトウェアを内蔵したコンピュータ端末を用いて営業していたところを、フィンテックの進展により、そのような

ロボアドバイザー規制の構築に向けた新たな視座

端末が顧客側に手渡されたと見ることもできる。

そうであれば、ロボアドバイザーは過去に比べて画期的な技術を取り込んだという評価をすることはむずかしそうだが、その行うアドバイスの公平性 (unbiased) や中立性は、ロボアドバイザーのメリットの1つといい得る。また、主観的で、間違いを起こしやすく、データ分析に多大な時間を要する人間のアドバイザーとは異なり、ロボアドバイザーは客観的であり、正確性や迅速性・効率性の点で相対的に優れ、昼夜を問わず活動できる点で人の能力を凌ぐ¹¹⁾。実際、ロボアドバイザーによって構築されたポートフォリオは、投資者が自らのプロフィール情報やリスク許容度等を正しく入力する限り、投資者の資産状況やリスク許容度に応じて構築され、安全に運用され、長く保有し続けられれば次第に利益を上げるように仕組みられている¹²⁾。そこでは、自社の金融商品に偏った顧客への営業活動や販売手数料の割高な商品を勧めるような利益相反的な販売業者の思惑を一応は遮断することができると考えられる¹³⁾。

他方で、カナダでの実態調査が示すように¹⁴⁾、投資経験が浅い者や金融リテラシーが低い者はロボアドバイザーを利用しておらず、利用し始めても途中で利用を中止してしまう者も少なからずいるようである。たしかに、金融リテラシーと投資経験を有する者がロボアドバイザーを利用することは、リスク分散をしながら安定的な資産形成を援助するロボアドバイザーの設計理念には適う。実際、ヨーロッパ諸国では、一定の教育を受け、総じて金融リテラシーが高い者が平均的なロボアドバイザーの利用者である¹⁵⁾。しかしながら、ロボアドバイザーの設計理念とは異なる志向を有する投資者が虚偽の

データを入力したり、ハイリターンを求めて、運用を自らの志向に合わせてカスタマイズする場合、想定しない入力情報にシステムがどのように反応するかは定かではない¹⁶⁾。また、ロボアドバイザー自体がボラティリティの高い市場環境でテストされた経験が少ないため、市場の不安定が高まるとパフォーマンスが悪くなることを指摘する者もいる¹⁷⁾。一方で、そのような懸念を抱かれないように、市場の開始直後と終了直前の30分の取引を控えたり、中央銀行からの情報のような価格感情情報が市場に出る前後の数時間はシステムを停止することで、アルゴリズムの誤作動やシステムダウンを未然に防ぐための措置を講じているロボアドバイザーもすでにある¹⁸⁾。

2. ロボアドバイザー・サービス提供者者の法的義務

上で見たようなロボアドバイザーの提供するサービスは、概ね以下の2つに分かれている。第1は、投資者の運用方針に合わせて資産運用プランを提示し、シミュレーションを行うもので、一般に「助言型」や「アドバイス型」と呼ばれる。サービスは一般に無料で提供されるものが多く、提示されたプランを実行するためには、投資者が自ら金融商品の売買を行わなければならない。第2は、「投資一任型」と呼ばれるもので、投資者は実際の金融商品の売買から、利益確定、相場の変動に合わせたリバランスまでをすべてシステムに任せることができる。わが国では、有価証券の取引に関するロボアドバイザーを提供することを業とすることは、金融商品取引法の適用対象となり得るため、「助言型」・「アドバイス型」は投資助言・代理業に該当し、「投資一任型」は投資一任契

約に基づく財産の運用であるため、投資運用業に該当する¹⁹⁾と考えられている。もっとも、わが国ではロボアドバイザー・サービスの提供業務に係る規制や具体的な指針は現在までのところ存在していない。そこで、米国のロボアドバイザー・サービス提供業務に係る解釈指針²⁰⁾やオーストラリア証券投資委員会 (ASIC)、カナダのオンタリオ州証券委員会 (OSC) がそれぞれ公表したロボアドバイザー・サービスに関するガイダンス (解釈指針)、またわが国において2018年から施行されたアルゴリズム高速取引規制 (以下「HFT」規制という) から、ロボアドバイザー・サービス提供業務についてどのような法律上の論点があるかを整理する。

(1) 体制整備義務

第1は、HFT規制における高速取引行為者のように、ロボアドバイザー・サービスの提供者を登録制として、当局の監督下に置き、必要な体制整備義務やリスク管理体制構築義務を課すことについての論点である。例えば、オーストラリアでは、ロボアドバイザー・サービス提供者は資産運用業者としてASICが付与するAFS (Australian Financial Services) ライセンスを取得し、会社法 (Corporations Act 2001 (Cth)) の規定に服さなければならない²¹⁾。ロボアドバイザー・サービス提供者が負うべき体制整備義務としては、アルゴリズムの設計や解析などに通じた人的資源を備えることに加え、顧客データの保守・管理、将来の技術の進歩に合わせたシステム容量の確保など、技術的資源に対する配慮も必要である²²⁾。また、システムの堅牢性を保つために、システム内部だけでなく、システムの外部で、通常時のみならず非常時も事前に定められた業務フローに基づい

て人が適切に業務を行うことができるよう、業務運営体制を構築し、それを適切に運用しながら常に業務フローの改善を試みていかなければならない。一方、リスク管理体制の整備については、サニティー・テスト (システムの不具合を発見するための簡易な確認作業) などの各種テストやモニタリングの実施、サイバー・セキュリティへの対応、情報セキュリティの確保に向けた取組みなどが考えられる。また、ロボアドバイザー・サービス提供者の義務違反が顧客の損失につながる場合に、財務的基盤の整備をはじめとする適切な補償措置を検討しておくことも必要である²³⁾。

(2) 顧客を知る義務及び適合性原則の適用

第2は、証券規制に服することになるロボアドバイザー・サービスの提供者に対して、いかにして顧客を知る義務 (Know your customer, KYC) を履行させ、適合性原則 (わが国では金融商品取引法40条1号で規定される) を遵守させるかという論点である。顧客の投資適合性を判断するためには、まず顧客に関する情報を収集する必要があるが、わが国では金融商品取引法上、金融商品取引業者等に対して明示的にこの義務を課してはいない。もっとも、日本証券業協会は「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規制」5条1項で、顧客情報の整備義務を定めており、わが国でも業者による勧誘行為の前提として、顧客の属性を把握することが実質的に要請されているものとして記述を進める。

ところで、そもそもロボアドバイザーによるサービスは、契約の締結を目的とした不特定多数に対するインターネット上の非対面のサービスである。そうだとすると、ロボアドバイザー

を提供する行為は、ある特定の個人と1対1の関係に入り、その個人の意思形成に影響を及ぼすという「勧誘」²⁴⁾の意義からは外れており、顧客を知る義務や適合性原則の適用はないと考えられなくもない。実際、インターネット上のプラットフォームで金融商品の売買の執行が行われる場合、顧客側から能動的に金融商品取引に入っていることから、理論上、「勧誘」行為を観念することはできない²⁵⁾とわが国でも考えられてきた。しかしロボアドバイザーは仕組み上、まず顧客のプロファイルを収集し、それを基に当該顧客に向けてカスタマイズされた助言を提供しているのであるから、ロボアドバイザーによるサービスでは、投資助言・代理業者や投資運用業者が従来行ってきた適合性のチェックのプロセスを単に機械に代替させているにすぎないと考えることができる。したがって、対面取引と同様に、ロボアドバイザー・サービス提供者は顧客情報の収集義務を負い、適合性原則を遵守することになり得よう²⁶⁾。また、オンライン上で推奨する金融商品については、合理的根拠適合性と呼ばれる商品適合性 (Know your product, KYP) の原則をロボアドバイザー・サービス提供者が遵守することも必要になろう²⁷⁾。

これらの注意義務は、とりわけロボアドバイザーの開発段階において関係当事者に適用されることが必要である。なぜならば、ロボアドバイザーは作動の起点で投資者のスクリーニングが正確になされていることがアウトプット、つまりアドバイスの品質を左右するからである。このため、投資者に対する質問項目の量や質が十分であるかどうか (データの問題)、顧客の矛盾する回答をどのようにシステムに判断させ、推奨される商品の選定やリバランスで行わ

れた投資決定が、ある商品に偏重することなく、顧客の投資戦略と整合性を保っているか (アルゴリズムの問題) などが、ロボアドバイザーの開発段階や保守・運営上、検証されていなければならない²⁸⁾。その意味では、投資助言・代理業者や投資運用業という業務内容に限定されず、ブローカー・ディーラー (証券会社)、わが国であれば金融商品取引業者自体がシステムの開発段階等において積極的な役割を担うべきである²⁹⁾ともいい得る。

(3) 利益相反への対処 —顧客本位の業務運営 (ベストインタレスト・デューティ)

第3は、ポートフォリオの構築やリバランスの局面で、販売手数料率の高い商品が優先して販売されるなど、利益相反的な取引が選択されることについての論点である³⁰⁾。たしかに、一般的なロボアドバイザーは人の関与を排除しているため、営業担当者個人と顧客との間での利益相反的な取引をめぐる問題は生じなくなる可能性がある。ただし、ハイブリッド型と呼ばれる人の関与があるロボアドバイザーについてはなお注意を要するかもしれない。しかし問題は、営業担当者個人ではなく、会社と顧客の間に潜在的な利益相反の可能性にあることにある³¹⁾。なぜならば、ロボアドバイザーの設計段階で恣意的に自社の商品を含めている場合や販売奨励金目的で特定の会社の商品が、推奨商品の中に含まれている可能性が残されるからである³²⁾。

ロボアドバイザー・サービスのこのような不透明さから、米国では、2017年にロボアドバイザー・サービス提供者に対して訴訟が提起された。Green v. Morning Star Inc.³³⁾事件は、米国・アトランタ州にあり、害虫駆除を業とす

るロリンス社 (Rollins Inc.) の401 (k) (確定拠出型個人年金制度) に加入していた Green 氏 (原告: X) が、投資運用会社である Morning Star Inc. 及び退職年金の運用を専門に扱う Prudential Financial の2つの子会社 (被告ら: Yら) に対して、ロボアドバイザーのプログラムを通じて違法に利益を得ていたと主張して、威力脅迫及び腐敗組織に関する連邦法 (RICO 法: Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act) 違反を理由に Yら を提訴した集団訴訟である。X は、レベニューシェア方式で Yら に高額の手数料が渡る投資信託へと投資者を Yら が意図的または組織的に誘導したと主張した。しかし Kendall 判事は、X は、会社の存在に加え、違法行為による金儲けのパターンの存在の主張や立証が不十分であるとして、X による請求を棄却した。

ロボアドバイザーに係る利益相反の問題を回避するためには、(1) 自動的に組まれたポートフォリオのパフォーマンスやリスクを継続的にモニタリングすることや、(2) ある有価証券が含まれることにより利益相反の問題が生じることを特定したり、逆に利益相反性が緩和されるかどうかを確認したりすること、さらに、(3) ポートフォリオ毎に適切な有価証券を選択することなど、ポートフォリオと利益相反の問題についてロボアドバイザー・サービスの提供者が監視を怠らざにすることが重要である³⁴⁾。この点、ロボアドバイザー・サービス提供者が伝統的な投資アドバイザーと同様に、フィデューシャリー・デューティー (受託者責任: fiduciary duty) を負うことが、利益相反行為の抑止に資するのではないかとということが考えられる。しかしながら、ある者がフィデューシャリー・デューティーを負うかどうか

は、判例法上、両者が信頼関係にあること、とりわけ受託者が裁量権を有していることが重要なメルクマールとなる³⁵⁾。したがって、フィデューシャリー・デューティーが課される者の範囲は概して狭く、ロボアドバイザー・サービス提供者者についていえば、「投資一任型」のサービス提供者者へのみ、フィデューシャリー・デューティーが課される余地が残るだけである。これに対して、投資アドバイス (助言) を行う証券会社や証券外務員は理論上、フィデューシャリー・デューティーを課す余地がなく、従来、適合性原則の下で、販売時に、ある特定の金融商品が顧客にとって適合性があることを確認するだけで足りていた。一方で、顧客は証券会社や証券外務員がフィデューシャリー・デューティーを負うものだと考えていたため、両者の間には「アドバイス」をめぐる考え方に大きな相違があった。このため、証券会社や証券外務員が顧客目線に立って、慎重かつ公平に (prudent and unbiased manner) 営業活動をするように、「ベストインタレスト・デューティー (best interest duty)」（「顧客本位の業務運営」を実現する義務）という概念が生成し³⁶⁾、「助言型」のサービス提供者者についても当該義務を課すことが検討され始めた。オーストラリアでは、2001年会社法961B (1) 条で小口顧客に個人的なアドバイスを行う者にベストインタレスト・デューティーを課すことを定めたことから、ロボアドバイザー・サービス提供者者は同義務を負わなければならないとされている³⁷⁾。

Ⅲ. カナダの取組み ——ハイブリッド型ロボアドバイザー

1. 解釈指針制定の背景

カナダでは、ロボアドバイザーの利用が進んでいる実態はあるが、米国のように、IFAによる対面の投資助言サービスが普及していたこともあり、「人」による投資アドバイスの方が自動化されたアドバイスよりも優れていると感じている者が少なくないことから、中小の証券会社では依然として対面取引サービスが重視されている³⁸⁾。このために、カナダでは人と機械が融合したハイブリッド型のサービスを行うロボアドバイザーが注目されている。ハイブリッド型のロボアドバイザーはオンライン・プラットフォーム上で効率的に情報提供を行いながら、一方で、アドバイスを行う販売員（証券外務員）（以下「AR」(Adviser Representative)という）が顧客の投資決定に積極的に関与し、一定の役割を担う³⁹⁾。

カナダでロボアドバイザー・サービス提供業務を行うためには通常のPortfolio Manager (Adviserに相当する)としての登録が必要である⁴⁰⁾。ロボアドバイザー・サービス提供者は登録業者として証券法上の行為義務に服さなければならないが、従来の規制は投資一任型の全自動のロボアドバイザー・サービスには十分に対応していなかった。しかも、全自動のロボアドバイザーは、人と同様の基準でフィデューシャリー・デューティーを負うと考えられていることから、人間のアドバイザーが別途顧客情報の調査をする必要があると考えられた。カナダ証券管理局 (CSA) はこのような実態を踏

まえて、ハイブリッド型のロボアドバイザーを主軸とするStaff Notice 31-342 (Guidance for Portfolio Managers Regarding Online Advice)を公表した。

2. 解釈指針の概要

CSAは、従来のポートフォリオ・マネージャーが行っていた顧客情報のスクリーニング手法に照らして、ハイブリッド型のロボアドバイザー・サービスでは、(1)顧客を知る義務及び適合性原則の適用、(2)投資ポートフォリオの決定の2点について、次のようなことがなされるべきだとしている⁴¹⁾。

(1) 顧客を知る義務及び適合性原則の適用
ハイブリッド型のロボアドバイザーは、顧客の基礎的な情報（以下「KYC情報」という）を得るために相互交流型のウェブサイトを用いる。顧客または将来顧客となる者（以下「顧客ら」という）が情報を入力すると、それをARが確認する。ARは投資適合性を判断するに足るKYC情報が十分に収集されたかどうかを判断する権限を有している。ARはKYC情報の収集が完了する前に、顧客らと直接コミュニケーションを取ることが普通だが、まれに、収集された情報にARが懸念を抱いた場合にのみ、証券会社がARに対し、顧客と直接連絡をとるように要請することがある。ARは電話やビデオリンク、電子メール、インターネット上のチャットなどを用いて顧客らと連絡を取るが、顧客ら側からはいつでもARと連絡を取り合うことができなければならない。

また、顧客情報のスクリーニングが上手く機能するためには、顧客らに対して行う質問項目が意味のあるものでなければならない。これに

対して、KYC情報に関し質問を行うソフトウェアは、(1) リスク許容度を計るために行動面接の手法(過去の行動について質問をすることで、思考パターンを把握する)を用いて他のKYC情報を引き出したり、(2) すべての質問に回答するまで、顧客が次の操作ができないようにしたり、あるいは、(3) リスク許容度が低い割に、資産を最大限成長させることを望むなど、顧客らの回答に矛盾がないかどうかを検査し、矛盾が回答されるまで質問をし続けることを試みる必要がある。ソフトウェアが顧客らの回答の矛盾を特定すると、システムが一定の信号を出し、それを基にARが顧客らに連絡を取る。なお、ARは投資教育の一環として、顧客らにハイブリッド型のロボアドバイザーの使用条件について解説をすることが望ましいとされる。

また、ARは顧客らに情報の更新を迅速に行わせる必要があり、1年に1度、少なくとも結婚や死別・離職などの重要なライフ・イベントが発生した場合、情報の更新を求めなければならない。ARは更新された情報を確認し、それを基にして、現在のポートフォリオが適切かどうかを確認しなければならない。

(2) 投資ポートフォリオの決定⁴²⁾

現在までのところ、ロボアドバイザーが自動的に組む顧客らのポートフォリオの内容はETFを始めとし、低コストの投資信託や買戻しが可能な投資ファンド、現金及び現金相当物に限られる。一部のロボアドバイザー・サービスはARにアセットアロケーションやポートフォリオの組成のすべてを任せるものもあるが、多くの場合、システムが自動的に顧客情報と従来のデータに基づいてポートフォリオの内

容を決めている。このため、ARは(1) システムが自動的に組んだポートフォリオが顧客情報を正確に反映したものであるか、(2) 実際に顧客にとって適合性のある内容になっているかどうかを確認しなければならないとしている。また、ARが顧客から承認を得たポートフォリオが、実際の顧客の投資内容と一致していることを、ARの組織上の上位者であるポートフォリオ・マネージャーが確認しなければならないとしている。仮に(1)、(2)の審査において問題があれば、顧客のポートフォリオをARが手動でリバランスすることになる。

なお、OSCの2017年の年次報告書によれば、CSAの示した指針とは異なり、ロボアドバイザー・サービス提供者の業務運営に幾つかの問題があることがわかっている⁴³⁾。例えば、KYC情報を正確に得るための質問項目が不十分であること、システムが自動的に生成したポートフォリオが顧客に適合しているかどうかをARが確認をしたという証拠が保存されていないこと、また、ロボアドバイザーの仕様を変更する際に当局への通知がなかったことなどである。CSAの指針を完全に遵守した上で、ハイブリッド型のロボアドバイザーを運営することは実務上容易くはないかもしれないが、投資者保護の観点からすれば、CSAの指針は一定の意義を有するものと考えられる。

IV. おわりに

本稿では、ロボアドバイザーによる金融サービスが新たな資産運用サービスとして健全に発展していくために、ロボアドバイザーの法的な取扱いについて検討を行ってきた。II. 2で考察したように、ロボアドバイザー・サービス

は、投資助言・代理業者や投資運用業者が従来行ってきた業務を、アルゴリズムを用いて自動化させていることに他ならないため、ロボアドバイザーを用いた資産運用サービスは、従来の証券規制の枠組みの中で一応は捉えることができるだろう。ただし、ロボアドバイザー・サービス提供業務はHFT規制における高速取引行為と同様に、大量のデータやアルゴリズムを主に取り扱う点に特殊性があることから、ロボアドバイザー規制を有する多くの国では、ロボアドバイザー・サービス提供者を登録制とし、当局の監督下に置いていた。特に、アルゴリズムを正常に作動させるための人的資源の確保や種々のリスク管理体制整備義務を課すことは、わが国においても今後検討する余地がある。

また、ロボアドバイザーは作動の起点で投資者のスクリーニングが正確になされていることがアドバイスの品質を左右することから、ロボアドバイザーの開発段階において、顧客に対する質問項目を検討する際に、顧客を知る義務や適合性原則が正しく守られていることが重要になる。顧客情報の収集に当たっては、Ⅲ. 2のカナダの取組みでみたような、ハイブリッド型のロボアドバイザーのシステム構成が参考になるだろう。また、業者に課す具体的な義務を補完するために、ベストインタレスト・デューティーという高度な注意義務の概念を取り入れることも必要であるかもしれない。さらに、わが国のロボアドバイザーの利用状況に応じて人と機械のハイブリッド型のロボアドバイザーの導入自体を積極的に検討することは、システムの限界や顧客の利便性を踏まえれば、十分に考慮に値するものと思われる。

(本研究は、公益財団法人全国銀行学術研究振興財団による助成の成果の一部である。)

注

- 1) 2018年度末のラップ口座」の契約残高は前年度比11%増の8兆8272億円となったが、残高の伸び率は鈍化しており、市場の頭打ちが懸念されていると報じられた(日本経済新聞電子版 [2019])。
- 2) FINRA [2016] at 3.
- 3) See ASIC [2016] at 4-5; Payette [2018] at 426-427.
- 4) Deloitte [2016] at 1.
- 5) Schweitzer [2019]. 2019年に投資情報サービス会社である Investopedia 社がロボアドバイザーの利用実態について1,405名の個人を対象に調査したところ、ミレニアル世代(23-28歳)のロボアドバイザー・サービスの利用者は、ロボアドバイザーを利用していない者に比べて運用実績に満足しているという。
- 6) ロボアドバイザーを利用することで少額から投資ができることから、損をしたとしても決定的に大きな損害とはならないという指摘もあり得る。
- 7) Lightbourne [2017] at 662. なお、ロボアドバイザーは、統計学に基づいて演繹的にポートフォリオの年配分を最適化するポートフォリオ理論を中心的なロジックとして活用しているため、AI技術によるものではないという指摘がある(鈴木 [2019] 3頁)。
- 8) FINRA [2016] at 2.
- 9) FINRA 規則2214では、投資分析ツールを提供する際、分析が仮定的なものであることや、将来の結果が保証されないことを投資者に明示することを義務づけている。
- 10) 米国及び英国のIFAの実態について、みずほ総合研究所 [2019] を参照。
- 11) Sabharwal [2018] at 32.
- 12) Lam [2018] at 2, 19.
- 13) 同旨につき、角田 [2018] 38頁。
- 14) Innovative Research Group [2017] at 116.
- 15) 例えば、ドイツでは、ロボアドバイザーの利用者は40歳前後で、月額4,000ユーロの収入があり、大学卒の学歴を持つ者が中心だという(Kaya [2018] at 8)。
- 16) 足立 [2018] 4頁。
- 17) Kaya [2018] at 10-11. 予想外の市場の変化やシステムダウンなどの不測の事態に対して自動化されたシステムは脆弱であることについて、足立 [2018] 99-100頁を参照。
- 18) Kaya [2018] at 10-11.
- 19) 加藤 [2018] 122頁。
- 20) 投資顧問によるロボアドバイザー提供業務の1940年投資顧問法上の解釈等については、US SEC [2017] (紹介について、加藤 [2018] 117-121頁)、プロローグ=ディーラーによるロボアドバイザー提供業務において遵守すべき規範等については、FINRA [2016] を参照。
- 21) ASIC [2016] at 8, para. 255.18.
- 22) See ASIC [2016] at 18-20.
- 23) See ASIC [2016] at 20-23.
- 24) 角田 [2018] 40頁。
- 25) 大阪高裁平成23年9月8日判決(金融・商事判例1937号124頁)は、インターネットを経由した株式売買委託取引は、格安の手数料で使い勝手の良い新たな取引システムを投資家に提供するものに他ならず、およそ信用取引

- を行う意思もなかった者に対して、それを行うようにする勧誘とは次元が全く異なると判示している。同判決の判旨を支持するものとして、田澤 [2013] 95-96頁。また、松尾 [2018] 441頁も参照。
- 26) See OSC, CP 31-103 (Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligation) s.13.3.
- 27) See Payette [2018] at 440. わが国では日本証券業協会が「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3個の考え方(平成23年2月1日)」において、販売を行う者(協会員)は一定の顧客にとって投資対象としての合理性がある有価証券等であることを確認すべきであるとしている。
- 28) See FINRA [2016] at 8-9, 11-12.
- 29) See FINRA [2016] at 5.
- 30) ロボアドバイザーと利益相反をめぐる学術動向については、小林陽介 [2018] 149-150頁を参照。
- 31) FINRA [2016] at 6.
- 32) なお、顧客との接点が少なくなるロボアドバイザーの場合、顧客に開示される情報の正確性や誇大表示となっていないことの重要性が相対的に大きくなるという指摘がある(大崎 [2019] 2-4頁)。
- 33) Green v. Morningstar, Inc. et al, No. 17 C 5652 2018 WL 1378176 (N.D. Ill. Mar. 16, 2018); No. 17 C 5652, 2019 WL 216538 (N.D. Ill. Jan. 16, 2019).
- 34) See FINRA [2016] at 7.
- 35) See OSC [2012] at 9561-9562.
- 36) Condon [2016].
- 37) See ASIC [2016] at 25-26.
- 38) Payette [2018] at 426; Engle, Gerhart & Thompson [2019] at 13.
- 39) OSC [2015] at 8198.
- 40) 既登録者が新たにオンライン・アドバイザー・サービスを行う場合は Form 31-109F 5 を提出し、登録情報の変更を届ける必要がある (OSC [2015] at 8199)。
- 41) *Id.*
- 42) *Id.*
- 43) OSC [2017] at 60-62.
- 小林陽介 [2018] 「ロボアドバイザーをめぐる学術動向」『証券レビュー』58巻2号, 145-56頁。
- 鈴木智也 [2019] 「クウォンツ・インデックスの視点 投資運用とコンピュータの歴史」, 大和アセット マネジメント (2019年7月1日), https://www.daiwa-am.co.jp/specialreport/quants/20190701_01.pdf。
- 角田美穂子 [2018] 「ロボアドバイザーと金融業者の法的義務」『金融法務事情』2095号, 34-43頁。
- 田澤元章 [2013] 「勧誘によるめ取引と適合性原則・非対面による説明義務の履行—インターネット 株式信用取引口座の開設—大阪高判平成23・9・8」『ジュリスト』1454号, 93-96頁。
- 日本経済新聞電子版 [2019] マーケット欄主要金融 ニュース「ラップ口座残高、過去最高の8.8兆円 伸びは鈍化」〔2019年6月6日〕。
- 松尾直彦 [2018] 『金融商品取引法〔第5版〕』, 商事法務。
- みずほ総合研究所 [2019] 「独立系フィナンシャルアドバイザー (IFA) に関する調査研究」報告書, <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/ifahoukokusyo.pdf>。
- ASIC [2016] *Regulation Guide 255: Providing Digital Financial Product Advice to Retail Clients* (August 2016).
- Condon, Mary [2016] *Comment: Best Interest Standard Needed*, Investment Executive (23 June 2016), available at https://www.investmentexecutive.com/newspaper_/comment-insight/comment-best-interest-standard-needed/ (accessed 31 Jan 2020).
- Deloitte [2016] *The Expansion of Robo-advisory in Wealth Management*, available at <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte-Robo-safe.pdf> (accessed 31 Jan 2020).
- Engle, Kathy, Gerhart, Marsha & Thompson, Kendra [2019] *Enabling the Evolution of Advice in Canada*, Accenture and IIROC.

参 考 文 献

- 足立高德=津田博史監修 [2018] 『アルゴリズム取引』朝倉書店。
- 大崎貞和「ロボアドバイザーに対する米国 SEC 制裁金賦課」内外資本市場動向メモ329号 (2019年1月15日), NRI 未来創発センター。
- 加藤貴仁 [2017] 「〔海外金融法の動向〕アメリカロボアドバイザーと1940年投資顧問法」『金融法研究』32号, 116-130頁。

- FINRA [2016] *Report on Digital Investment Advice* (March 2016), available at <https://www.finra.org/sites/default/files/digital-investment-advice-report.pdf> (accessed 31 Jan 2020).
- Innovative Research Group [2017], *2017 CSA Investor Index*, prepared for CSA and Investor Education Committee, at 108-123, available at https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Investor_Tools/CSA07%20Investor%20Index%20Deck%20-%20Full%20Report%20-%2020171128.pdf (accessed 31 Jan 2020).
- Kaya, Orçun [2017] *Robo-advice –a True Innovation in Asset Management*, Deutsche Bank, available at https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000449125/Robo-advice_%E2%80%93a_true_innovation_in_asset_management.PDF (accessed 31 January 2020).
- Lam, J. Walter [2016] *Robo-Advisors: A Portfolio Management Perspective*, Yale College, available at https://economics.yale.edu/sites/default/files/files/Undergraduate/Nominated%20Senior%20Essays/2015-16/Jonathan_Lam_Senior%20Essay%20Revised.pdf (accessed 31 January 2020).
- Lightbourne, John [2017] *Algorithms & Fiduciaries: Existing and Proposed Regulatory Approaches to Artificially Intelligent Financial Planners*, Duke Law Journal, Volume 67, at 651-679.
- NASD, Interpretive Material (IM) 2210-6, *Requirement for the Use of Investment Analysis Tools*, available at <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/retired-rules/im-2210-6> (accessed 31 Jan 2020).
- OSC [2012] **CSA Staff Notice 33-403: *The Standard of Conduct for Advisers and Dealers: Exploring the Appropriateness of Introducing a Statutory Best Interest Duty When Advice is Provided to Retail Client***, 35 OSCB at 9558-9594 (25 October 2012).
- OSC [2015] **CSA Staff Notice 31-342: *Guidance for Portfolio Managers Regarding Online Advice***, 38 OSCB, at 8197-8201 (24 September 2015)
- OSC [2017] **CSA Staff Notice 33-748: *Annual Summary Report for Dealers, Advisers and Investment Fund Managers-Compliance and Registrant regulation*** (11 July 2017).
- Payette, Dominique [2018] *Regulating Robo-advisers in Canada*, Banking & Finance Law Review, Volume 33, at 423-474.
- Sabharwal, Chaman Lal [2018] *The Rise of Machine Learning and Robo-advisors in Banking*, IDRBT Journal of Banking Technology, Volume 2, No. 2, at 28-43.
- Schweitzer Vivien [2019] *Only 20% of Affluent Millennials are Using Robo-Advisors*, Investopedia (2 Oct 2019), available at <https://www.investopedia.com/study-affluent-millennials-are-warming-up-to-robo-advisors-4770577> (accessed 31 Jan 2020).
- US Securities and Exchange Commission, Division of Investment Management [2017] **“Robo-Advisors,” *IM Guidance Update***, No. 2017-02 (Feb. 2017).
(筑波大学大学院ビジネス科学研究科教授)