

リテール分野における技術革新の 社会的意義および規制のあり方

——インターネット取引とロボアドバイザーを中心に——

田 中 亘

要 旨

本稿は、金融商品のリテール取引の分野における技術革新として、特にインターネット取引とロボアドバイザーに着目し、これらの技術革新の社会的意義を考察するとともに、適切な規制のあり方を検討する。従来、リテール取引の分野では、委託手数料獲得動機を持つブローカレッジ業者が、個人顧客に対して投資助言を行うという利益相反のある事業構造が問題となっていた。インターネット取引とロボアドバイザーは、こうしたリテール取引の事業構造を、利益相反がより小さい形に変化させるという社会的意義を持ちうる。インターネット取引とロボアドバイザーに対する規制は、こうした社会的意義に対する理解を踏まえ、産業と経済の健全な発展に資するように行うべきである。規制の設計方針としては、same service, same risk, same rule（同様のリスクを持つ同様のサービスを提供する限り、人間が提供しようと機械が提供しようと、同様の規制に服せしめるべきである）の原則が、基本とされるべきである。

キーワード：インターネット取引、ロボアドバイザー、金融商品のリテール取引、利益相反、same rule 原則

目 次

- | | |
|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 1. はじめに | 4. 技術革新がもたらすリテール取引の事業構造の
変革可能性 |
| 2. インターネット取引およびロボアドバイザーの
発展と現況 | 5. インターネット取引およびロボアドバイザーに
対する規制のあり方の検討 |
| 3. 伝統的なリテール取引の事業構造——ブローカ
レッジ業者が個人顧客に助言を行うことに伴う利
益相反 | 引用文献 |

1. はじめに

本稿は、金融商品取引の中でもリテール取引（個人を顧客とした金融商品の取引を本稿ではこのようにいう）の分野における技術革新として、特に、インターネット取引とロボアドバイザーを中心に持ち上げる、それらの技術革新が持ちうる社会的意義について考察するとともに、それらに対する望ましい規制のあり方についても、検討を加えるものである。

インターネット取引もロボアドバイザーも、機械化・自動化による費用節減効果を通じて、より多くの顧客が、安価に金融サービスを受けられるようにするという社会的意義を持ちうる。そのことに加え、本稿では、これらの技術革新が、リテール取引分野の事業構造を、利益相反が少ないという意味でより望ましい形に変化させる契機になるという社会的意義を強調したい。

伝統的に、リテール取引の分野では、個人顧客の資産運用に関する助言は、主にブローカレッジ業者（顧客の委託を受け、顧客のために金融商品取引を行う証券会社や銀行等をいう）が、特定の金融商品の取引を推奨するという形で行ってきた。このような事業構造は、ブローカレッジ業者が、取引の委託手数料（コミッション）獲得のため、過剰な取引推奨を行う動機を持つという構造的な利益相反性を有しており、顧客利益を損なう危険を抱えている。

インターネット取引が普及し、オンライン業者間の競争を通じて委託手数料が劇的に低下すると、ブローカレッジ業者が、多数の営業担当者を雇用して個人顧客に取引を推奨するという事業モデルでは、十分な収益を上げることがで

きなくなる。その結果、委託手数料（コミッションベースの報酬）に収益を依存するブローカレッジ業者が、個人顧客に対して投資助言を行うという利益相反性のある事業構造は、縮小または廃止の方向に向かうと考えられる。他方、ロボアドバイザーという技術革新は、顧客に対する投資助言または投資運用サービスのうち、機械による自動化が可能な部分の提供費用を大きく低下させることを通じて、より広い層の個人顧客が、それらの投資助言・投資運用サービスを受けることを可能とする。その結果、個人顧客に対する投資助言・投資運用は、そうした助言や運用自体を業務とする資産運用アドバイザーによって担われ、顧客は当該助言や運用自体に対して対価（フィーベースの報酬）を支払うという、より利益相反性の少ない事業構造への転換が促されると期待できる。

インターネット取引やロボアドバイザーに関する規制は、これらの技術革新の持つ利点及びリスクに対する適切な理解を踏まえて、経済や産業の健全な発展に資するように設計されるべきである。規制の設計に当たっては、“Same service, same risk, same rule”（同様のリスクを持った同様のサービスを提供する限り、人間が提供しようと機械が提供しようと、同様の規制に服するべきである）という原則が、基本とされるべきである。特に、人間が提供するときでも同様のリスクがあるにも関わらず、機械が提供するときだけ特別の規制が課されることになれば、新規技術の導入や発展が阻害される危険が大きいと、そのような事態を招かないように留意する必要がある。

以下では、まず2で、インターネット取引およびロボアドバイザーの発展と現況について概観する。次に、3で、ブローカレッジ業者が、

個別の金融商品取引の推奨という形で個人顧客に対して投資助言を行うという事業構造に伴う利益相反の問題について述べた後、4では、インターネット取引とロボアドバイザーという技術革新が、そうした事業構造を変革する可能性について論じる。5では、インターネット取引とロボアドバイザーに対する規制のあり方について検討する。

2. インターネット取引およびロボアドバイザーの発展と現況

2.1 インターネット取引

日本の証券業界におけるインターネット取引の歴史は、1996年4月、大和証券の参入に始まると言われる。同年に日興コーディアル証券、翌年には野村証券が参入し、しばらくは、この三大証券がインターネット証券取引の普及を牽引した。しかし、その後は、1992年の金融制度改革による参入規制撤廃（1998年12月に許可制から登録制に移行）を契機に相次ぎ参入したインターネット専門証券（ネット証券）が、1999年10月に実現した委託手数料完全自由化の下で、手数料引き下げによる熾烈な口座獲得競争を繰り広げ、瞬く間に個人の株式取引の中心となっていった。2000年4月には、上記の三大証券の個人株式委託売買代金のシェアは50%以上であったが、その3年後の2003年4月には、このシェアは20%程度まで落ち込んだ一方、同時期の主要ネット証券6社のシェア合計は50%を超えた。

2007年4月には、主要ネット証券5社のシェアは7割程度に達した¹。日本経済新聞の2021年6月の報道によれば、個人の取引額に占めるネット証券のシェアは9割を超えるまでに拡大し、また、同年3月時点の主要ネット証券5社（SBI証券、楽天証券、マネックス証券、auカブコム証券、松井証券）の口座数は約1600万となり、野村証券など対面大手5社の合計（約1500万）を逆転したとされる（日本経済新聞、2021a）。

日本証券業協会が会員証券会社に対し行っている調査によれば、インターネット取引の有残高口座数は、2012年3月末の1210万口座から、2021年3月末には2034万口座まで拡大している。さらに、2021年3月末時点の個人の有残高口座数のうち、60才代、70才代及び80才以上の口座数は38.8%を占めており、インターネット取引が60才以上の層にも普及していることが窺える（日本証券業協会、2021、2-3頁）。

2.2 ロボアドバイザー

ロボアドバイザーに決まった定義があるわけではないが、顧客が申告した投資意向やリスク許容度などに応じ、コンピューターのアルゴリズムを用いて、顧客に最適な資産の組み合わせ（資産ポートフォリオ）を助言・提案したり、顧客の委任を受けて取引実行や資産運用・管理を行うものであるということができよう（鈴木、2016、84頁）。このうち、顧客から対価を得て資産ポートフォリオの助言を行うものは投資助言業務（金融商品取引法〔金商法〕28条3項1号・6項・2条8項11号）に、顧客の委任を受

*本稿のもとになった報告について、テクノロジーと金融革新に関する研究会および法の経済分析ワークショップの参加者からコメントを頂いたことに感謝申し上げます。また、本稿は、科学研究費補助金（基盤C）課題番号20K01389の研究成果の一部でもある。

1 高井（2018）、3～8頁、9頁図表0-6参照。

図表 1 主要なロボアドバイザー提供事業者と預かり資産額

ロボアドバイザー提供事業者	ウェルスナビ	お金のデザイン	楽天証券	マネックス・アセットマネジメント	4社合計
提供サービス名	WelthNavi	THEO	楽ラップ	ON COMPASS	
契約資産額 (21年6月末時点)	4,852億円	969億円	980億円	179億円	6,980億円

〔出所〕 日本経済新聞（2021b）。

けて資産運用まで行うものは投資一任業務（同法28条4項1号、2条8項12号口）に、それぞれ該当し、それぞれ、投資助言・代理業（同法28条3項）または投資運用業（同法28条4項）の登録が必要になる（鈴木、2016、84頁）。

その他に、金融商品取引の取次ぎや媒介を行う証券会社（第一種金融商品取引業者。金商法28条1項1号・2条8項2号）や銀行等（登録金融機関。金商法33条2項1号・33条の2第2号）が、ロボアドバイザーを用いて、顧客に対し資産ポートフォリオを助言・提案するサービスを無償で提供する場合がある（顧客は、提案されたポートフォリオに属する金融商品をサイト上で発注することも可能である）²。金商法上、投資助言業務は有償で行うものに限られるため（金商法28条3項1号・6項・2条8項11号）、こうした無償のロボアドバイザー・サービスは、投資助言業務に当たらず、金融商品取引業の付随業務としての「情報の提供又は助言」（同法35条1項8号）に当たると解される（角田、2018、42頁）。

日本におけるロボアドバイザーの市場規模について公的な統計はないようであるが、日本経

済新聞の報道によれば、投資一任型のロボアドバイザー・サービスを提供している主要4社（ウェルスナビ、お金のデザイン、楽天証券、マネックス・アセットマネジメント。いずれも、サービス提供の開始は2016年）における預かり資産額の合計は、2021年6月時点で6,980億円に上る（図表1）。この市場規模は、2018年時点で4000億ドルを超えたとされる米国³と比べればまだ小さいが、業界首位のウェルスナビにおいて、2022年3月25日時点の預かり資産額が6500億円を超えたことが公表されており⁴、かなり急速な成長の途上にあるといえよう。

3. 伝統的なりテール取引の事業構造——ブローカレッジ業者が個人顧客に助言を行うことに伴う利益相反

インターネット取引もロボアドバイザーも、自動化によるコスト節減効果を通じて、より多くの顧客が安価に金融サービスを受けられるようにするという社会的意義を持ちうる⁵。この

2 例えば、三井住友銀行の「SMBC ロボアドバイザー」（<https://www.smbc.co.jp/kojin/special/roboadviser/lp.html>）参照。

3 世界銀行の2019年のレポートが引用している、Statista社による推計参照（Abraham, et al. 2019, Fig.1）。2021年4月のCNBCの報道によれば、米国のロボアドバイザーの市場規模は、2020年に4600億ドルとなり、2024年までに1.2兆ドルになると推定されている（Lee 2021）。

4 ウェルスナビ社 HP（<https://www.wealthnavi.com/>）参照（2022年4月14日閲覧）。

5 ネット証券会社間の競争を通じた売買委託手数料の急速な低下につき、高井（2018）、第6章4節参照。ロボアドバイザーのメリットについては、Baker and Dellaert（2018）、Kingsbury（2021）、マルキール（2016）参照。

ような、既に広く指摘されている利点に加えて、本稿では、これらの技術革新が、リテール取引の事業構造を、サービス提供者と顧客との利益相反がより小さくなるという点でより望ましい形に変化させる契機になるという社会的意義を強調したい。詳しく述べると、次の通りである。

3.1 リテール取引の基本的課題——顧客は誰に助言を求めるのか？

金融商品のリテール取引についての基本的な課題として、金融商品や資産運用について必ずしも十分な知識・経験を有しない顧客が、商品選択あるいは資産運用の方法に関して、信頼できる助言（以下、これを「投資助言」または単に「助言」という）を誰から受けることができるか、ということが挙げられる。顧客が信頼できる投資助言を得られない場合、顧客は不合理な投資判断によって、顧客自身の利益を損なう恐れがある他、金融商品市場の価格形成を歪める危険もある。

3.2 ブローカレッジ業者が助言役を務めることにより生じる利益相反の問題

伝統的には、個人顧客に対する投資助言は、主として、ブローカレッジ業者⁶により、個別の金融商品取引の推奨という形で、行われてきたと考えられる。例えば、退職金などまとまった資金を有するが投資経験はほとんどない個人

顧客が、何かよい投資先を求めて証券会社や銀行の窓口へ赴いたのに対し、窓口の販売担当者が債券や投資信託の購入を勧めるとか、あるいは、証券会社の担当者が中小企業の経営者等に対して電話勧誘をして、特定の銘柄の株式取引を推奨する、といったことである。

このように、商品の「売り手」である事業者が、「買い手」たる個人に対して、買うべき商品について助言するという構造は、消費者取引では一般に見られるものであるともいえ、一概に否定されるべきものとははいえないだろう。「売り手」たる事業者は、名声・評判維持の考慮から、「買い手」にとって望ましい金融商品を推奨する動機を一定程度は有していると考えられるためである。

とはいえ、ブローカレッジ業者が、個別の金融商品取引の推奨という形で顧客に助言を行うことは、業者が委託手数料（コミッション）を得るため過剰な取引推奨を行う動機を持つという点で利益相反性を有しており、顧客利益を損なう危険を構造的に抱えていることは否定しがたい。ブローカレッジ業者の顧客に対する助言は、その助言の対価としての報酬を得ずに行う限り、金商法上の投資助言業務（同法28条6項・3項1号・2条8項11号）には該当しないため⁷、ブローカレッジ業者は、顧客への取引推奨を行うについて、投資助言・代理業の登録を要せず、投資助言業務をする際に負うような顧客に対する忠実義務（同法41条1項）や善管

6 本稿で「ブローカレッジ業者」とは、有価証券の売買、市場デリバティブ取引または外国市場デリバティブ取引の媒介、取次ぎまたは代理の業務を行う第一種金融商品取引業者（金商法2条8項2号・28条1項1号）のほか、一定範囲の有価証券または取引について媒介、取次ぎまたは代理の業務を行う登録金融機関（金商法33条2項1号・33条の2第2号）をいうものとする。よって、債券や投資信託等を販売する銀行も、本稿でいう「ブローカレッジ業者」に含まれる。

7 投資助言業務は、有償で行うものに限られるため、（金商法28条6項・3項1号・2条8項11号）、ブローカレッジ業者の行う取引推奨は、無償で行われる限り、たとえそれが顧客に対する助言といえるものであっても、投資助言業務には該当しない。ブローカレッジ業者は、金融商品取引業に付随する業務として、顧客に対する有価証券に関連する情報の提供または助言を行うことができる（同法35条1項8号）。

注意義務（同条2項）には服さない。

3.3 ブローカレッジ業者の取引推奨に 対して課される法的規律

もちろん、ブローカレッジ業者は、顧客への取引推奨をするに際し、金融商品取引業者等（金融商品取引業者または登録金融機関をいう。金商法34条）およびその役職員が共通に負う誠実公正義務には服する（同法36条1項）。ブローカレッジ業者が、手数料稼ぎ目的で過当取引を勧誘したと認定し、誠実公正義務に著しく違反したことによる不法行為責任（民法709条）を肯定した裁判例も、ごく少数ながら存在する⁸。

また、ブローカレッジ業者は、金融商品取引業者等として、顧客の知識、経験、財産状況および投資目的に照らして不適當な勧誘をしないという適合性の原則に服する（金商法40条1号）。ブローカレッジ業者がこの原則に違反した取引推奨を行うことは、行政処分の対象となる他、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行かせたときは、私法上も違法となり、顧客に対する不法行為責任が生じることが最高裁判例により認められている⁹。現に、適合性原則違反によるブローカレッジ業者の顧客に対する損害賠償責任を認めた裁判例も相当数存在する¹⁰。

さらに、ブローカレッジ業者は、顧客に対す

る説明義務も負っている。法律で明示に規定されている義務としては、金商法による契約締結前の書面交付義務（同法37条の3）や金融商品販売法（金販法。令和2年改正後は金融サービスの提供に関する法律〔金融サービス提供法〕に改称）による元本割れリスク等に関する重要事項の説明義務（同法4項1項）がある。さらに、従来、裁判例においては、金融商品取引業者等が、顧客に対し、当該顧客の年齢、知識、投資経験、投資傾向および理解力等の属性に応じて、当該金融商品取引の内容、仕組みおよび取引に伴うリスクとその内容について説明すべき信義則（民法1条2項）上の義務を負い、この義務に違反して顧客に損害を与えた場合には不法行為責任を負うことが認められてきた¹¹。このように、業者が顧客の属性に応じた説明義務を負うことは、金商法制定に際し、関連府令で明示的に規定されるに至っている（金商法38条9号、金融商品取引業者等に関する内閣府令〔金商業等府令〕117条1項1号）。

3.4 利益相反の問題の多くは法規制の 下でも解消されていないこと

このように、ブローカレッジ業者が顧客に対して取引推奨する際の義務や責任に関する法的規律は、それなりに整備されているといえる。しかし、そのような法的規律は、3.2で指摘したような、ブローカレッジ業者と顧客との間の利益相反がもたらす問題（ブローカレッジ業者が、手数料獲得目的で過剰な取引推奨をする動

8 横浜地判平成21・3・25証券取引被害判例セレクト35巻1頁。

9 最判平成17・7・14民集59巻6号1323頁。

10 大阪地判平成22・8・26判時2106号69頁、東京地判平成28・6・17金判1499号46頁の他、加藤新太郎（2017）、10-12頁、前田（2014）、39-48頁で検討されている裁判例参照。

11 前田（2014）、52-53頁。バブル期にワラント債や変額保険を販売した金融機関に対する訴訟が続出して以来、説明義務違反に関する裁判例は多数に上る。比較的近年のものとして、東京高判平成26・3・20金判1448号24頁、大阪地判平成22・10・28金判1356号28頁のほか、青木（2017）、前田（2014）、57-79頁、松嶋（2017）で検討されている裁判例参照。

機を持つこと)のうち、ごくわずかな部分に対応しているにすぎないことは、認識されるべきであると考えられる。

というのも、適合性の原則や説明義務の違反による業者の責任が認められるのは、判断能力の低下した高齢者または投資や事業の知識・経験がきわめて乏しい者に対し、リスクが高くしかも仕組みの理解も簡単でない金融商品の取引を勧誘したケースが中心である。顧客に投資経験があるか、または投資経験はなくても、会社経営者であるなど事業の経験があり、高齢による判断能力の低下もない場合には、業者がリスクの高い金融商品を勧誘したとしても、適合性原則の違反はほぼ否定される¹²。また、そのような顧客に対しては、業者は商品の仕組みやリスクについて一通り説明すれば、説明義務も尽くしたと認められる¹³。そのため、顧客がブローカレッジ業者に推奨された金融商品取引を行い、結果として損害を被ったとしても、それは顧客の「自己責任」とされることが大半であるといつてよかろう。確かに、業者に広く責任を認めることによって生じる顧客のモラルハザードの問題を考えるなら、このような裁判例の立場も理解できる場所である。

とはいえ、ブローカレッジ業者が推奨する取引のうち、現行法制上は業者の責任が生ぜず顧客の「自己責任」とされる取引に問題がないかと言えば、決してそうではないと思われる。行動ファイナンスの実証研究が明らかにするとおり、個人投資家は、その不合理な投資行動によ

り、平均的な投資リターンは、市場全体に投資した場合のリターン(市場リターン)を大きく下回っており、とりわけ取引を頻繁に行う個人投資家ほど投資成績が悪くなることが知られている。ここにいう「不合理な投資行動」とは、具体的には、すぐ後に述べるような頻繁すぎる取引の他、損失の実現を忌避して含み損のある銘柄の売却を避けること(その結果、税務上の所得控除を使えなくなる)、分散投資の不足、メディアで盛んに取り上げられるなどして関心が高く、それゆえ既に割高になっている銘柄に投資しがちなこと、などが挙げられる¹⁴。

米国において、大手ブローカレッジ業者における6万件以上の個人顧客口座について1991年から96年までの投資成績を調べたBarber and Odean (2000)によれば、個人顧客全体の年平均リターンは16.4%と、市場リターン17.9%を下回る。また、個人顧客を取引頻度によって五分分した場合、取引頻度の多い区分ほど年平均リターンが悪化し、取引頻度最上位の区分の年平均リターンは11.4%と、市場リターンを6.5%も下回っている¹⁵。

こうした研究からすると、個人顧客にとっては、単にインデックス・ファンドを購入して保有し続け市場リターンを享受することが、通常は最も合理的な投資行動であって、個別の金融商品(個別の株式銘柄など)の取引は、これを行えば行うほど、平均的に見れば顧客自身の資産を傷つけるといえる。そうであるなら、ブローカレッジ業者が、手数料獲得のために顧客

12 加藤新太郎(2017)、11-12頁で分析されている、責任否定事例を参照。

13 特に、最判平成25・3・7集民243号51頁が、金利スワップ取引について業者の説明義務の履行を穏やかに認める判断を下して以降は、デリバティブ等の複雑な金融商品の取引についても、知識・経験に乏しい個人顧客以外の顧客が説明義務違反訴訟で勝訴することは難しくなっているようである(青木、2017、14-15頁。法人顧客に仕組債を販売した業者について、説明義務違反を認めた原判決を破棄して責任を否定した、最判平成28・3・15集民252号55頁も参照)。

14 Barber and Odean (2013)、pp.1547-1551(先行研究のレビュー)。

15 Barber and Odean (2000)、Fig.1。

に対して積極的に取引推奨をすることは、一般的に、顧客の利益に資するよりはむしろ害する傾向を持つと考えられる。

以下の記述は、1990年代前半頃の、日本の業界最大手の証券会社における顧客に対する取引勧誘の様子についてのジャーナリストによる描写である。インターネット取引が主流となった今日では、状況は大きく変わっていると思われるが（そうであることが望ましい）、リテール取引がインターネットでなく、人間（ブローカレッジ業者の営業担当者）によって主に担われていた時代の事業構造を活写していると思われるので、ここに引用しておく。

「厚木支店は全国でもトップ5に入るほどの収益達成率を上げる優秀店として知られていた。

午後8時から9時ころにかけて、営業マンたちはへとへとになって支店に戻ってくる。

いまは午後8時以降の金融機関のセールスは禁止されているが、当時はそこから夜の電話外交が始まった。ノルマを示す数字が白板に大書され、少しずつ減っていくものの、やがて数字が固まって動かなくなる。

すると、支店長が営業課長に『全員を集めろ』と声を掛ける。

『何でできないんだ!』

（中略）『あと5万株やれよ！ 売るんだ』

もう電話に出るお客さんなどいない。もう午後10時過ぎなのだ。それでもみんな電話にとりつくしかなかった。

——一体、みんな誰に掛けているのだろうか。

そう思っていたら、ある日、先輩の部屋で留守番電話の声を聞いた。

『社長、恐れ入ります。夜分遅くに申し訳ありません。実は日立の株がいま…』

それは先輩自身の声だった。寮の自室に引いた電話に、自分で勧誘の電話を繰り返し繰り返し掛けていたのだ。¹⁶

前述のように、個人顧客にとっては、個別銘柄の取引はすればするほど顧客自身の利益を損なう傾向を持つことから、ここに描写されているような営業マンの涙ぐましい取引推奨の努力は、基本的に、その全てが資源の浪費である（社会厚生を減少させる）と考えられる。

なお、金融庁は、2017年3月30日に「顧客本位の業務運営に関する原則」（2021年1月15日最終改訂。以下、「顧客本位原則」という）を策定し、金融事業者が「顧客の最善の利益を図る」（同原則2）や、顧客との利益相反を適切に管理すべきこと（同原則3）を求めている（金融庁、2021；澤井、2021）。とはいえ、近年においても、銀行や証券会社が、高齢者を含む個人顧客に向けて販売する仕組債について紛争が頻発し、大手新聞の社説にまで取り上げられるといった事象が生じていることからしても¹⁷、顧客本位原則のようなソフトローを掲げたからといって、顧客とブローカレッジ業者の間の利益相反問題を解決できるか、楽観はできないといえよう。個人顧客が、ブローカレッジ業者またはその営業担当者の助言を頼りに投資判断を行い、そしてブローカレッジ業者（その営業担当者）のインセンティブが、取引成立により得られる委託手数料収入からなっていると

16 清武（2016）、84-85頁。なお、こうした夜間の電話勧誘は、今日では法令により禁じられている（顧客に「迷惑を覚えさせるような時間」における電話や訪問による勧誘の禁止 [金商法38条9号、金商業等府令117条1項7号]）。

いう事業構造がある限り、利益相反から過剰な取引推奨が行われ、その結果、本来行われるべきでない（資源の浪費となる）取引が行われる危険は、常に存在すると考えられる。

3.5 利益相反にどう対処するか——法規制の強化とテクノロジーの進展による業界の自主改革

3.4で指摘したような構造的な利益相反の問題に対しては、ブローカレッジ業者の行為規制をさらに強化することによって対処することも考えられる。

この点に関し、米国では、連邦証券取引委員会 (SEC) が2019年に制定した Regulation Best Interest (以下, “Regulation BI” という) により、ブローカレッジ業者 (broker) やその営業担当者が、個人顧客に対して金融商品 (securities) の取引を推奨するときは、顧客の「最善の利益」のために行動する義務を負うものとされた¹⁸。

この義務は、より具体的には、開示義務、注意義務、利益相反についての義務、および遵守義務 (コンプライアンス体制を整備する義務) からなる¹⁹。このうち、開示義務については、個人顧客に取引を推奨するブローカレッジ業者は、顧客にかかる料金・コスト²⁰の他、「当該推奨に関係する利益相反に関する全ての重要な事実」の開示を求められる²¹。また、「利益相反についての義務」は、ブローカレッジ業者に対し、利益相反を開示するだけでなく、一定の範囲では、利益相反自体を緩和、防止あるいは除去することを求めるものである²²。

このような、ブローカレッジ業者に対する規制強化については、ブローカレッジ業者が個人顧客を相手として取引を行うインセンティブを阻害する可能性があるとして、わが国にこれを採り入れることには慎重な意見もある (松元, 2019, 314頁)。こうした意見に対しては、規制強化によって、本来行われるべき取引が阻害さ

17 日本経済新聞 (2022b)。仕組債については、販売価格の中に、顧客が実質的に負担するコスト (手数料相当分) が織り込まれており、顧客がその額を認識できないという問題点が指摘されている (販売価格と組成費用の差額が、顧客にかかる実質的な手数料であり、これを仕組債の組成業者と顧客への販売業者の間で分け合う形になる)。日本証券業協会は、2022年3月に、会員業者に対し、販売価格と仕入価格 (販売業者が組成業者に支払う価格) の差額 (販売業者が受け取る手数料に相当) の開示を求める指針を發したが、指針には拘束力がない上、仕入価格と組成費用の差額 (組成業者が受け取る手数料に相当) については、開示は求められていない。金融庁は、後者も含めた実質手数料の開示を求めているが、証券業界の抵抗が強いとされる (日本経済新聞2022c)。

実質手数料を開示されれば仕組債を購入していなかったであろう顧客に対して仕組債を販売することは、当該顧客の真の効用を増進するものではなく、業者が顧客の無知を利用して利益 (所得の移転) を得ているにすぎない。利益獲得のための費用 (仕組債の組成および販売のための労力と時間) は、資源の浪費である。従って、仕組債の実質手数料開示のための規制強化は、社会厚生増進の観点から積極的に行ってよいと考える。ともあれ、近年の仕組債に関する事象を見て痛感することは、銀行や証券会社が、デリバティブが組み込まれた複雑な金融商品を、そうした商品の価値評価能力を持っているとはおよそ考えられない一般の個人顧客に販売し、規制当局に抵抗してでも維持しようとするほどの収益を挙げている (全てが個人顧客に対するものではないとはいえ、2020年度の主な銀行と証券会社による仕組債販売額は、4兆3000億円とされる。日本経済新聞2022c) という、ワラント債販売が問題となったバブル時代からあまり変わっていないように見えない、リテール取引業界の深刻な利益相反構造である。

18 Regulation Best Interest (BI), 17 C.F.R. § 240.15l-1 (a) (1). SEC による Regulation BI の趣旨説明として、SEC (2019) 参照。Regulation BI 制定の経緯および内容の詳しい分析として、松元 (2019) 参照。規制がリテール取引業界に与える影響につき、松尾・窪田 (2019a) 参照。

19 17 C.F.R. § 240.15l-1 (a) (2).

20 17 C.F.R. § 240.15l-1 (a) (2) (i) (A) (2).

21 17 C.F.R. § 240.15l-1 (a) (2) (i) (B). 例えば、ブローカレッジ業者が顧客に推奨する金融商品の提供者からセールスチャージやサービスフィーを受け取る場合、それも開示しなければならない (SEC 2019, pp.33362-33363).

れることになるのかという観点からの検討が必要であると考え。ブローカレッジ業者が、委託手数料獲得の動機から、本来行われるべきでない取引（顧客の資産状態を改善するよりはむしろ悪化させる傾向を持ち、資源の浪費となるような取引）を個人顧客に推奨しているとすれば、規制強化によってそうした取引が阻害されることは、むしろ望ましいことである。

とはいえ、一般論としていえば、規制には必然的に費用が伴うため（たとえ規制によって望ましい取引が一切阻害されなくても、規制のエンフォースメントの費用はかかる）、規制強化の費用を上回る便益が期待できるかという観点からの検討は必要である。また、業界の抵抗など、政治的な実現可能性の問題もあろう。筆者としては、ブローカレッジ業者の利益相反の問題に対して規制強化によって対処するという選択肢に反対するものでは必ずしもないけれども、テクノロジーの発展が業界の自発的な構造変革を促し、それにより、リテール取引における利益相反構造が縮小または除去されていくことになれば、それに超したことはないと考え

る。そして、本稿で取り上げるインターネット取引およびロボアドバイザーという技術革新は、

そのような構造変革を促す可能性を有していると考え。この点を、次節（4）で論じる。

4. 技術革新がもたらすリテール取引の事業構造の変革可能性

4.1 インターネット取引がもたらす事業構造の変革

まず、インターネット取引の導入は、取引処理の費用を大きく低下させ、ネット証券会社間の激しい顧客口座獲得競争を通じて、売買委託手数料の劇的な低下をもたらす²³。証券会社が多数の営業担当者を抱え、個人顧客に接触して取引の委託を受けるといった従来型の事業モデルは、委託手数料の安さでネット証券に対抗することができず、縮小または廃止を余儀なくされよう。1931年設立という老舗の松井証券が、1990年代の委託手数料自由化を契機に営業マンを全廃し、ネット専業証券に転換したことは象徴的な出来事であろう²⁴。

3.4で述べたとおり、ブローカレッジ業者の営業担当者が、委託手数料獲得を動機として行う取引推奨は、過剰な取引によって顧客自身の利益を損ない、資源の浪費となる傾向を有する

22 17 C.F.R. § 240.15l-1 (a) (2) (iii). 具体的には、ブローカレッジ業者は、担当者が顧客の利益よりも業者の利益を優先するインセンティブを生じさせるような利益相反を特定し、緩和するための方針や手続をとることが求められる（17 C.F.R. § 240.15l-1 (a) (2) (iii) (B)）。例えば、売上げに応じて担当者の報酬を極端に変動させないことが挙げられている（SEC 2019, pp.33362-33363）。また、ブローカレッジ業者が推奨する商品に重要な限定がある場合（自社や関連会社が提供する商品に限られているなど）、その限定に関連した全ての利益相反を特定し、顧客に開示する他、そうした限定によって業者の利益を個人顧客の利益に優先させる推奨が行われることを防止するための方針・手続が求められる（17 C.F.R. § 240.15l-1 (a) (2) (iii) (C)）。さらに、期間を限定した特定の（または特定種類の）金融商品についての販売コンテスト、販売ノルマ、ボーナスおよび非金銭報酬については、これを除去することが求められる（17 C.F.R. § 240.15l-1 (a) (2) (iii) (D)）。SECは、特定商品の販売コンテスト等の実務は、ブローカレッジ業者の営業担当者に、当該商品を顧客に推奨する強いプレッシャーを与え、個人顧客との利益相反があまりに大きくそれを合理的に緩和することも不可能なので、除去することが適切であると判断したという（SEC, 2019, pp.33395-33396）。

23 ネット専業会社間での激しい手数料引き下げ競争については、高井（2018）、155-162頁参照。近年は手数料の「ゼロ化」が視野に入っている（日本経済新聞、2022a）。

24 松井証券の事業モデルの転換を初め、委託手数料自由化とインターネット取引の普及がもたらした証券業界の構造変化は、高井（2018）第6章で描写されている。

と考えられる。この見方が正しいとすれば、インターネット取引の普及により、ブローカレッジ業者が取引推奨という形で個人顧客に助言を行うという事業構造が縮小または廃止されていくことは、それ自体、望ましいことであるといえることができる。

4.2 個人顧客に対する助言（および運用）サービスの重要性

もっとも、ブローカレッジ業者が取引推奨という形で顧客に助言を行うことが少なくなると、それでは個人顧客は、誰から投資助言を受ければよいのかという課題が残ると考えられる。

3.4で説明した行動ファイナンスの研究によれば、個人顧客は、過剰な取引を含む不合理な投資行動の結果、平均すると市場リターン（インデックス・ファンドに投資をした場合に得られるリターン）をかなり下回るリターンしか挙げていない。こうした傾向は、個人顧客がブローカレッジ業者の助言を受けることなく、インターネットを通じて自発的に取引する場合にも存在するであろう。むしろ手数料の安さから、過剰な取引をする傾向は増幅されるかもしれない。実際、Barber and Odean (2002) は、個人顧客のうち、インターネット取引を始める前に（電話で注文していた期間中に）市場リターンを上回る利益を挙げていた顧客層は、インターネット取引にスイッチすると、過剰な取引を行って市場リターンを下回る利益しか挙げられなくなる傾向があると報告している。これは、個人が陥りがちな自信過剰バイアスによるものであると推測されている。

もっとも、個人顧客によるインターネット取引が、ブローカレッジ業者の取引推奨によるのではなく、純粋に自発的に行われている限り、

ブローカレッジ業者が取引推奨に時間と労力を費やすという資源の浪費は生じないのだから、取り立てて問題にするには当たらないという意見もあるかもしれない。個人顧客が超過利益の獲得を目指して取引を繰り返すことは、たとえ市場リターンを下回るリターンしか挙げられない結果に終わるとしても、宝くじや公営ギャンブルなどと同様、当人にゆしみ（主観的効用）をもたらしているのだからそれで構わない、という考え方もあるだろう。

けれども、3.4で紹介した行動ファイナンスの研究結果からは、個人顧客が頻繁に取引を繰り返すことによる経済的不利益は相当大きいことが窺える。個人顧客が、適切な助言を得ないまま、自己の保有資産の大きな部分についてこうした取引行動を継続した場合、老後の資産形成にも支障を来すなど、長期的には当人の効用を大きく低下させる可能性もある。さらに、個人顧客による不合理な投資行動が「ノイズ」となって、資本市場の効率的な価格形成を害する危険もある (Shleifer, 2000)。

これらの点を考えれば、インターネット取引がリテール取引の主流となった現状においても（あるいは、そのような現状であればなおのこと）、個人顧客に対して専門的な投資助言を行うサービスが広く提供されることは、重要であるといえよう。

このようなサービスの提供者として、日本では近年、いわゆる独立系フィナンシャル・アドバイザー (IFA) が増加していることは周知であろう²⁵。もっとも、日本の IFA とは、基本的に、特定の証券会社や銀行等（「所属金融商品取引業者等」）に所属して、所属金融商品取引業者等のために有価証券の売買の媒介等を行う金融商品仲介業者（金商法2条11項12項・66

条・66条の2)であるか、またはそうした金融商品仲介業者に所属する外務員であって、顧客から助言の対価としての報酬(アドバイスフィー)を得るのではなく、個別の金融商品の販売を媒介することによって得られる販売手数料(コミッション)を収益源とする者である²⁵。そのため、IFAが、手数料獲得動機から、顧客の利益に資さない取引を推奨する危険は、ブローカレッジ業者と同様に存在するといえる²⁷。

英国や米国では、このような利益相反に対処すべく2010年代に規制強化をした結果、業者がIFAとして個人顧客に投資助言をする場合は、個別の金融商品取引の手数料を収益源とすること(「コミッション・ベース」)は許されず、顧客から助言の対価としての報酬を得て(「フィー・ベース」)で行うことが強制されるに至った²⁸。同様の規制を日本でも導入すべきか否かは大きな論点であり、それを検討することは本稿の目的を超える。ただ、コミッション・ベースで個人顧客に投資助言を行う事業モデルを禁止まではしないとしても、個別取引の委託手数料収入に依存しない(従って、利益相反の危険がより小さい)フィー・ベースでの投資助言サービスが広く普及することは、個人顧客の利益のために望ましいことであるといえよう。

また、個人顧客の中には、投資助言を得て自ら投資運用をするよりも、投資運用自体を専門家に一任したいと考える場合もあろう。そうした投資運用サービスも、運用業者が運用資産額や運用成果に応じて顧客から報酬を受けとるようなフィー・ベースで提供されることが望ましい。運用業者が、顧客のため個別の金融商品の取引をする度に手数料を受け取るようなコミッション・ベースの報酬体系では、運用業者が手数料獲得動機で過剰に取引を行う危険がある。

このように、個人顧客に対し、フィー・ベースで投資助言または投資運用を行うサービスが広く普及することが望ましい。そして、ロボアドバイザーという技術革新は、助言や運用のコストを大きく低下させることを通じ、そうしたサービスの普及を後押しすると考える。

4.3 ロボアドバイザーの社会的意義

ロボアドバイザーは、自動化や機械学習による処理能力の向上を通じて、人間が提供するのと同様またはそれを超える水準の投資助言または投資運用サービスを、より安価に顧客に提供できるという利点を持ちうる。Baker and Dellaertは、適切に設計されたロボアドバイザーは、能力(competence、多様な事情を考慮して合理的

25 日本における金融商品仲介業者の登録外務員(本文で後述するとおり、日本のIFAは基本的にこの形態をとる)の人数は、仲介業者制度が創設された2004年以後、ほぼ一貫して増加し、2018年12月の時点で約3500名となり、これに個人事業の金融商品仲介業者をあわせると約3,800名となる(みずほ総合研究所株式会社, 2019, 5頁)。

26 みずほ総合研究所株式会社(2019), 7頁・55頁参照。

27 例えば、ノーロードのインデックス・ファンドではなく手数料の高いアクティブ投信を優先的に推奨するといった危険が考えられる。

28 英国では、2012年の個人向け金融商品販売制度改革(Retail Distribution Review; RDR)の実施により、IFAは、販売手数料や資産運用会社からの信託報酬を受け取ることが禁止され、個人顧客から直接アドバイスフィーを受け取ることが強制された(みずほ総合研究所株式会社, 2019, 7頁・44-49頁, 松尾・窪田, 2019b)。また、米国では、2019年のRegulation BIの制定により、業者がブローカレッジ業者(broker)の立場で(コミッション・ベース)で個人顧客に取引の推奨をする場合は、「アドバイザー」の肩書きを用いることが許されなくなった(SEC, 2019, p.33351, 松元, 2019, 298-299頁)。アドバイザーの肩書きで取引推奨をするには、投資顧問法(Investment Advisors Act)による登録を行い、登録投資顧問(Registered Investment Advisor; RIA)となる必要がある。RIAは、顧客から対価を得て(フィー・ベース)で投資助言を行う者であり、日本の金商法上の投資助言・代理業者(同法28条3項)、投資一任契約を結ぶ場合は投資運用業者(同条4項)に相当する(松尾・窪田, 2019a)。

な判断を行うこと)、正直さ (honesty、サービス内容や報酬等について真実を開示すること) および適合性 (suitability、顧客ごとのニーズに即したサービスを提供すること) のいずれの面でも、人間と同等かそれを上回るサービスを提供できると論じている (Baker and Dellaert, 2018, pp.724-31)。

ロボアドバイザーによって投資助言や投資運用の費用が低下すれば、従来は採算に合わず提供が困難であった、小口の個人顧客に対するフィー・ベースでの投資助言や投資運用サービスの提供が可能になると期待される。実際、米国では、Regulation BI 制定 (3.5参照) を含むブローカレッジ業者への規制強化の流れを受けて、従来はコミッション・ベースでサービスを行っていた IFA が、フィー・ベースの助言・運用サービスを行う RIA (注28) に業務をシフトする傾向にあるが、それに伴ってサービスを断われた小口の顧客向けにロボアドバイザー・サービスが展開し、急速に事業を拡大したと指摘されている²⁹。

日本における投資一任型ロボアドバイザーの最大手であるウェルスナビ社のサービス (WealthNavi) は、インターネットを通じて顧客が申告した情報に基づき判定したリスク許容度および目標金額から、アルゴリズムを用いて最適資産ポートフォリオを提案する他、顧客の委任を受けて、投資の実行、配当の再投資、リバランシングお

よび自動税金最適化 (税負担が一定以上となった時に、含み損の出ている銘柄を売却して損失を出すことにより、税負担を翌年以降に繰り延べる機能) を含む投資運用サービスも行う³⁰。投資運用サービスは、最低投資額10万円 (自動積立の場合は、月1万円) から利用可能である。最適資産ポートフォリオの導出は、古典的な資本資産評価モデル (CAPM) に基づいており³¹、マルチ・ファクターモデルの開発が進んでいる今日のファイナンス研究の水準からすると単純に見えるかもしれない。しかし、個別銘柄の取引を頻繁に行い、結果として市場リターンを下回る利益しか得られないという、3.4で述べたような平均的な個人投資家の実態からすれば、このようにシンプルな理論モデルに基づく投資助言や投資運用サービスだけでも、個人顧客にとって十分に有益たり得よう。もっとも、その手数料は、年当たり運用資産額の1% (税別) であり、やや高いのではないかと見る向きもありそうである³²。ただ、米国で同種のサービスを提供している WealthFront の手数料が最大0.25%であることからすると³³、日本でも、市場規模の拡大および事業者間の競争を通じ、ロボアドバイザーの手数料が下がるか、または (顧客ニーズに応じて) 同水準の手数料でより洗練されたアルゴリズムによるサービスが提供されるようになる³⁴ことは期待してよからう。

29 松尾・窪田 (2019a), 3頁。

30 本節におけるウェルスナビのサービスに関する記述は、2022年3月末時点の同社のHPの情報 (<https://www.wealthnavi.com/service>) に基づく。

31 同社が自主開示している、「WealthNaviの資産運用アルゴリズム」 (https://www.wealthnavi.com/image/WealthNavi_WhitePaper.pdf?v=20211111) 参照。

32 個人投資家が、ノーロード (購入時手数料0円) かつ年間の信託報酬0.1%程度で全世界株式に投資するインデックス・ファンドをインターネットで購入できる現状からすると、ウェルスナビのサービスを利用するよりは、むしろ同社が提案している資産ポートフォリオを参考に自分で投資することを選ぶ個人投資家も相当数いそうである。

33 WealthFrontのHP (<https://www.wealthfront.com/>) およびマルキール (2016) 参照。

他方、個人顧客の中には、やはり人間によるサービスを受けたいと考える向きもあろう。そのような、アルゴリズムよりも人間を信頼する顧客の心理は、合理的な根拠に基づかない（一種の認知バイアスによる）場合もあるが³⁵、顧客の収入や生活状況の変化に応じて貯蓄・投資計画を見直すための相談に乗ることなど、簡単には自動化することができないサービスに価値を見いだしている場合もある³⁶。そこで、投資助言や投資運用サービスのうち、容易に自動化できる部分（標準的な投資理論に基づく最適ポートフォリオの提案、リバランスや税金最適化等）についてはロボアドバイザーを利用し、それ以外の部分では人間が助言を行うハイブリッド型のサービスが、多くの個人顧客のニーズに応える可能性がある。米国では、最も市場シェアを拡大しているロボアドバイザーは、フィナンシャル・アドバイザー（FA）を通じ、またはFAに対してサービスを提供する業者であると指摘されている³⁷。日本のIFAも、ロボアドバイザーを用いてサービス提供の費用を節減できれば、従来のように金融商品仲介業者として販売手数料に依存した（コミッション・ベースの）サービスを行うのではなく、投資助言・代理業者または投資運用業者として、フィー・ベースでの助言や運用サービスを提供することがより広く可能となるかも知れない。

ハイブリッド型を含め、顧客ごとのニーズに応じた多様なロボアドバイザー・サービスが市場に提供され、競争することを通じて、個人顧客がより充実した投資助言や投資運用サービスを受けられるようになることが期待される。

5. インターネット取引およびロボアドバイザーに対する規制のあり方の検討

5.1 規制の基本的な設計方針——same rule 原則

インターネット取引やロボアドバイザーに関する規制は、これらの技術革新の持つ社会的意義と、それが持ちうるリスクに対する適切な理解を踏まえて、産業や経済の健全な発展に資するように設計されるべきである。

規制の設計に当たっては、“same service, same risk, same rule”の原則、すなわち、「同じリスクのある同じサービスを提供する限り、人間が提供しようと機械（AI）が提供しようと、同じ規制に服するべきである」という原則（以下、「same rule 原則」という）が、基本方針とされるべきである³⁸。とりわけ、人間が同様のサービスを提供するときにも同様のリスクがあるにも関わらず、機械が提供するときだけ特

34 例えば、お金のデザインが運営するロボアドバイザーである THOE は、スマートベータ運用を行い、また、機械学習も取り入れているようである（同社 HP「THEOの仕組み」<https://theo.blue/algorithm/>（2022年6月13日閲覧））。

35 Dietvorst, et al. (2015) による実験研究は、被験者は、アルゴリズムが予測の誤りを犯した場合、人間が誤りを犯した場合よりも急速にアルゴリズムに対する信頼を低下させる傾向があることを明らかにしている。

36 フィナンシャル・アドバイザーの提供するサービスのうち、容易に自動化できそうなものとそうでないものについての分析として、Baker and Dellaert (2018), pp.728-730.

37 Baker and Dellaert (2018), p.730. CNBCの報道（Lee, 2021）も参照。米国のIFAは、ロボアドバイザーを含めて各種の支援会社のサポートを受けており、それが、同国のIFAの裾野を広げていると指摘されている（みずほ総合研究所株式会社, 2019, 32-33頁）。

38 Same rule 原則は、EUや米国の規制当局、およびIOSCO（証券監督者国際機構）が一致して支持する原則である（角田, 2018, 39頁注24）。オーストラリアやシンガポールでも同様の規制方針がとられている（森下, 2020, 15-16頁）。

別の規制が課されることになれば、新規技術の導入や発展が阻害される危険が大きいため、そのような事態を招かないように留意する必要がある。

もちろん、インターネット取引やロボアドバイザーといった機械の提供するサービスが、人間がサービスを提供するときにはないリスクをもたらすとすれば、そのようなリスクに対処するために、特別の規制を課すことは考えられるところであり、same rule 原則はそのことを否定するものではない。ただ、そのことは、裏を返せば、機械を用いたサービス提供により、人間がサービス提供する場合と比べてリスクが軽減される部分があるなら、その部分に関しては規制を緩和することが合理的であるということになる。

本節では、以上のような基本的な考え方を踏まえ、具体的な規制のあり方について、若干の考察を行う。5.2では、3.3で触れたブローカレッジ業者に対する主要な行為規制である適合性原則および説明義務が、インターネット取引ではどのように適用されるかを検討する。5.3では、ロボアドバイザーに関する規制のあり方について、試論的な考察を行う。

5.2 インターネット取引における適合性原則・説明義務の適用

適合性原則とは、金融商品取引業者等が、顧客の知識、経験、財産状況および投資目的に照らして不適当な勧誘をしてはならないという原

則である（金商法40条1号）。かつては、インターネット取引ではおよそ「勧誘」を觀念できないと理解する向きもあったが、今日では、インターネット取引でも勧誘ありといえる場合があり、その場合は、業者は適合性原則の適用を当然受けるという見解が一般的である³⁹。少なくとも、個別の金融商品の推奨に至れば、「勧誘」に当たると解される⁴⁰。例えば、ブローカレッジ業者がインターネット上でロボアドバイザーを用いて、具体的な金融商品のポートフォリオを提案すること（前掲注2と対応する本文参照）は、勧誘に該当し、適合性原則に服すると解される。

また、説明義務については、そもそも勧誘を要件にしておらず、インターネット取引についても当然適用があると解される⁴¹。

もっとも、インターネット取引では、顧客は、対面や電話での取引において受けがちな営業担当者からの心理的プレッシャーを免れ、比較的落ち着いた環境で取引をするかどうかの判断を行うことができる面がある⁴²。このことは、業者がネット上だけで完結するような比較的「形式的」な対応をとることで、適合性原則や説明義務を遵守したもとの取扱いを正当化するだろう。

具体的にいえば、業者がウェブサイト上での顧客に対する質問への回答に基づいて適合性を判断するという取扱いは、回答に矛盾があるため回答の真実性に疑義が生じるような場合を除き、許容されるであろう⁴³。同様に、説明義務

39 青木（2016）、53頁；角田（2018）、41頁。

40 日本証券業協会は、「個別商品の買付けに関する説明」を勧誘とする理解をとっていることについて、宮脇・柴田（2017）、41頁参照。

41 田澤（2013）、97頁。大阪高判平成23・9・8金法1937号124頁は、インターネットを利用した株式信用取引口座の開設について、勧誘はなかったとしつつ、業者の説明義務違反の有無を審理している（結論的には、説明義務違反を否定）。

42 「販売業者から勧誘されると断り切れずに応じてしまう」といった問題（土居、2017、111頁）は、対面や電話での取引に特有のものであろう。

についても、業者がウェブサイト上で説明書類を電子交付し、顧客がそれを読んで理解した旨の回答をウェブ上でした場合は、その回答の正確性を疑うべき特段の事情がない限り、別途電話や面談等をして顧客の理解を確認しなくても、説明義務を尽くしたとする取扱いが、裁判例で認められている⁴⁴。こうした取扱いにより、安い手数料で顧客に取引機会を提供するという、インターネット取引の最も基本的な便益が、規制によって損なわれずにすむことになる。

他方、インターネット取引において、業者がウェブサイト上で不実の説明をした場合、当該説明を読んだ多数の顧客の投資判断を誤らせることとなり、対面または電話の取引における説明義務違反と比べ、被害が大幅に拡大するリスクがある。米国の新興スマホ証券であるRobinhood社が、自主規制機関（FINRA）との間で約7000万ドルの制裁金等を支払う旨合意した事例（FINRA, 2021）は、顕著な例といえよう⁴⁵。このような、一回の説明義務違反で多数の顧客に被害が及ぶという、インターネット取引に特徴的なリスクに対処するためには、説明義務のエンフォースメントを、顧客による個別的な損害賠償請求（3.3参照）のみに任せるのではなく、監督当局

が行政処分という形のエンフォースメントを積極的に行う必要性を増大させるかもしれない⁴⁶。監督当局が、業務改善命令（金商法51条）等によって不実の説明を速やかに是正できれば、多数の顧客の被害を未然に防止することができよう。

5.3 ロボアドバイザーに対する規制のあり方

現行法令上、ロボアドバイザーのサービスは、それがどのような業者により、どういう態様で提供されるかに応じて、投資助言業務もしくは投資運用業務、または金融商品取引業の付随業務としての規制を受ける（2.2参照）。特にロボアドバイザーに向けられた法令の規定や解釈指針（ガイドライン、ガイダンス）などは、これまでは制定・策定されていないと見られる。諸外国では、ロボアドバイザー向けの規制のガイダンスを策定している例が既にあり⁴⁷、日本でもそれらを参考に、ロボアドバイザーに対する規制のあり方を検討する論考が既に現れている⁴⁸。

主に人間を想定して作られた規制が、ロボアドバイザーが用いられる場合にどのように適用されるのかは必ずしも明確でない場合があるた

43 本文のような取扱いを認めて適合性原則違反を否定した裁判例として、東京地判平成26・2・27（平成25年（ワ）第7156号）LEX/DB25517842参照。

44 前掲（注41）大阪高判平成23・9・8。同判決が指摘するとおり、金融庁の監督指針も、こうした取扱いを認めている（金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅲ-2-3-4（1）④）。

45 認定された違反行為の中から一例を挙げると、同社は、オプション取引においては、顧客はオプションを行使せず放置すれば、オプション料（premium）を失う以上の損失は被らない旨の説明をしていた。実際には、同社が多数の個人顧客に提供しているオプション・スプレッド取引（オプションのロング〔買い〕とショート〔売り〕を組み合わせた取引）では、顧客がロングのオプションを行使しないままショートオプションを行使されると損失は無限定に拡大するのであり、不実の説明であった。FINRA（2021），pp.10-12。

46 このような、監督当局によるエンフォースメントの必要性の点を含め、Fintechに対する監督規制のあり方を考察した論考として、Brummer and Yadav（2019）参照。

47 米国では、SECのDivision of Investment Management（DIM）が、2017年2月に、ロボアドバイザーが1940年投資顧問法の規定を遵守する際に考慮すべき事項についてのガイダンス（IM Guidance Update）を公表している（DIM, 2017）。加藤貴仁（2017）参照。

48 加藤貴仁（2017）、角田（2018）、森下（2020）、木村（2020）参照。

め、ガイドライン等を作ることの有用性は否定しない。ただ、前述の same rule 原則に則り、ロボアドバイザーにだけ過剰な規制を課すことにならないように配慮する必要がある。

例えば、ロボアドバイザーに対しては、どのように助言や運用の判断をするのが「ブラックボックス」になりがちであるという懸念が表明されることがある⁴⁹。しかし、IFA や運用機関の担当者などの人間が助言や運用の判断をする際も、脳内でどういう思考過程を経てその判断に至ったのかはブラックボックスなのであり、ロボアドバイザーについてことさらブラックボックス性を問題にすることにより、過剰な規制につながることはないように留意すべきである。特に、ブラックボックス化の解消のために、ロボアドバイザー業者にアルゴリズムの詳細の開示を要求するならば、業者の競争力の源泉である知的財産が失われる危険がある⁵⁰。ロボアドバイザーのような新規のビジネスでは、業者自身が、顧客の不安を解消すべく、アルゴリズムの概要等の開示や、事後的なパフォーマンスの開示を自発的に行うこと等を通じて、ブラックボックス化を防止しようとするインセンティブがあると考えられる⁵¹。そうなれば、規制の必要性はそれだけ低下するであろう⁵²。

また、ロボアドバイザー業者が、自社の関連会社の商品ばかりをポートフォリオに組み入れ

るといった利益相反が生じる危険性も指摘されている⁵³。米国では、ネット証券大手の Charles Schwab (以下 Schwab) が、子会社 (Charles Schwab Investment Advisory, 以下 CSIA) の提供するロボアドバイザー・サービスについて、2021年にSECの調査を受け (InvestmentNews, 2021)、さらに投資家から信認義務違反による損害賠償請求を受けた旨 (Welsch, 2021) が報じられている。CSIA のロボアドバイザー・サービスは無償で提供されているが、ポートフォリオの相当部分が、Schwab の口座に低利で預けられ、Schwab はこれを自社の顧客に対する融資に回すことで利益を挙げていたとされる (InvestmentNews, 2021)。ただ、このような、親会社その他の関係会社の利益を図る形の投資運用が行われる危険は、ロボアドバイザーに固有のものではなく、人間が投資運用をする場合にも同様に存するものである。従って、same rule 原則に則り、こうした利益相反に備えた規制も、人間と機械とで同一とするべきであり、ロボアドバイザーに対してのみ厳格な規制を課すべきではないだろう⁵⁴。

なお、将来的に、同じようなアルゴリズムを持ったロボアドバイザーが市場を席卷するようになった場合、何かの契機にアルゴリズムが一斉に同一の行動を起こし (特定の金融商品について一斉に買い、または売りの注文を出すな

49 金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム (2017) 22頁 [角田美穂子発言]。

50 米国の IM Guidance Update (注47) は、ロボアドバイザー業者は、顧客に関する情報開示として、アルゴリズムの機能 (function) や、アルゴリズムの前提条件と限界、アルゴリズムを利用し口座管理することに伴うリスク等を説明することを検討すべきであるとする (DIM, 2017, pp.3-4)。もっとも、アルゴリズムの機能の説明として例示されているのは、アルゴリズムがポートフォリオを推奨することや、個々の顧客の口座でアルゴリズムに従った投資やリバランスが行われるといった程度の一般的な説明であり (DIM, 2017, p.3), 「投資アドバイザーの知的財産の全部を開示する必要はない」 (Brummer, 2020, p.219)。

51 金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム (2017), 34-35頁 [安田洋祐発言], 43-45頁 [堀天子発言] 参照。

52 もっとも、自発の開示が機能するためには、開示内容の正確性を監督当局が検証できる必要がある。特に、アルゴリズムの概要等の開示が、アルゴリズムの内容に照らして正確であるかを検証するために、監督当局が必要な技術的能力を備えることは重要であろう (Baker and Dellaert, 2018, p.735 & pp.744-745参照)。

53 小林 (2018), 149頁; 森下 (2020), 21頁。

ど)、それが金融システムの不安定化をもたらすことがありうる。これは、ロボアドバイザーに固有のリスクであって、こうしたリスクに対処するために特別の規制を課すということは、理論上は考えられるところである。

とはいえ、現在の日本におけるロボアドバイザーの市場規模(2.2)を踏まえると、このようなリスクを語ることは明らかに時期尚早のように思えるし、リスクに予め対処するために規制を強化すると、それが参入障壁になってロボアドバイザー業界が寡占化し、上記のような一斉行動のリスクがかえって高まる可能性にも配慮しなければならない。将来的にこうしたリスクに対処しなければならない可能性に備え、研究を進めることは有益であろうが、当面の規制の設計方針としては、「ロボアドバイザーに対して要求される基準は、完全とはほど遠いことが知られている人間に対して要求される基準と同程度のものであるべき」(Baker and Dellaert, 2018, p.716)といえるだろう。

引用文献

青木浩子(2016)「高齢者の電子金融商品取引利用における業者の民事責任」『金融法務事情』金融財政事情研究会, 2047号, 52-57頁。
青木浩子(2017)「近時における金融商品取引関係訴訟の動向(説明義務)」加藤・奈良(2017), 14-27頁。
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』金融法学会, 33号, 116-130頁。

加藤新太郎(2017)「近時における金融商品取引関係訴訟の動向(適合性原則)」加藤・奈良(2017), 8-13頁。

加藤新太郎・奈良輝久(2017)『金融取引の適合性原則・説明義務を巡る判例の分析と展開(増刊金融・商事判例1511号)』金融財政事情研究会。

木村真生子(2020)「ロボアドバイザー規制の構築に向けた新たな視座」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 109号, 31-42頁。

清武英利(2016)『プライベートバンカー:カネ守りと新富裕層』講談社。

金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム(2017)「ロボアドバイザー等の資産運用型Fintechサービスとフィデューシャリーデューティ」議事概要(2017年6月1日)(http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/forum/2017-06-01/documents/forum01_report.pdf)。

金融庁(2021)「顧客本位の業務運営に関する原則」(2021年1月15日改訂)(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1/02.pdf>)。

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』日本証券経済研究所, 58巻2号, 145-56頁。

澤井俊之(2021)「適合性の原則の実質化と顧客本位の業務運営:欧米の規制も参考に」『金融法務事情』金融財政事情研究会, 2155号, 18-27頁。

鈴木正人(2016)「フィンテックによる自動化取引サービスの金商法上の位置付け:投資助言業務や投資一任業務への該当性を整理・検討する」『金融財政事情』金融財政事情研究会, 67巻1号, 83-87頁。

54 日本の現行法令上、投資運用業者が、親会社の提供する商品を優先的に購入するといった形の利益相反については、主に金商法44条の3により規制がされたと解される。特に、同条1項3号は、金融商品取引業者等が、その親法人等または子法人等の利益を図るため、その行う投資運用業に関して「運用の方針、運用財産の額若しくは市場の状況に照らして不必要な取引を行うことを内容とした運用を行うこと」を禁じている。こうした規制により、利益相反の問題に有効に対処できるかについては議論の余地もあろうが(例えば、「不必要な取引」に当たるかどうかは必ずしも明確でない場合もあろう)、仮に、何らかの形で規制を強化するとしても、それはロボアドバイザーについてだけするというような話ではなかろう。

- 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』金融財政事情研究会, 2095号, 34-43頁。
- 高井文子 (2018) 『インターネットビジネスの競争戦略: オンライン証券の独自性の構築メカニズムと模倣の二面性』有斐閣。
- 田澤元章 (2013) 「勧誘によらぬ取引と適合性原則・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 [大阪高裁平成23.9.8判決]」『ジュリスト』有斐閣, 1454号, 95-98頁。
- 土居伸一郎 (2017) 「ノックイン型投資信託の購入を勧誘した証券会社の従業員の勧誘が不法行為と違法となるとして使用者である証券会社の損害賠償責任が認められた事例 (過失相殺4割)」加藤・奈良 (2017) 108-111頁。
- 日本経済新聞 (2021a) 「ネット証券, 価格競争転機」2021年6月8日朝刊8面。
- 日本経済新聞 (2021b) 「お任せ運用のロボアドバイザー, 主要4社の運用成績を比較 - 投信観測所」2021年11月22日電子版。
- 日本経済新聞 (2022a) 「ネット証券4社増益, 4~12月純利益, 代替収益確保急ぐ」2022年2月1日朝刊9面。
- 日本経済新聞 (2022b) 「問題多い個人向け仕組み債 (社説)」2022年2月23日朝刊2面。
- 日本経済新聞 (2022c) 「みずほや大和, 『仕組み債』コスト開示へ, 高利回りうたうがリスク高く, 日証協の指針受け」2022年3月8日朝刊9面。
- 日本証券業協会 (2021) 「インターネット取引に関する調査結果 (2021年3月末) について」(2021年6月11日) (<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/files/netcyoua2021.3.pdf>)。
- 前田重行 (2014) 「金融機関の投資勧誘における適合性原則および説明義務について」『金融商品の販売における金融機関の説明義務等 (金融法務研究会報告書 (24))』(2014年9月) 27-83頁 (https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news_260912.pdf)。
- 松尾健治・窪田真美 (2019a) 「米国 IFA から考える日本版 IFA の道」三菱 UFJ 国際投信【投信調査コラム】(2019年3月18日) (https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190318.pdf)。
- 松尾健治・窪田真美 (2019b) 「英国 IFA から考える日本版 IFA の道」三菱 UFJ 国際投信【投信調査コラム】(2019年7月29日) (https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190729.pdf)。
- 松嶋隆弘 (2017) 「金融商品取引と説明義務」根田正樹編著『説明義務の理論と実際』新日本法規, 226-248頁。
- 松元暢子 (2019) 「2019年6月にSECが採択した Regulation Best Interest について」神田秀樹責任編集・公益財団法人資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2020年度版』財経詳報社, 281-316頁。
- マルキール, バートン (2016) 「Special Interview 不朽のロングセラーの著者に聞く『ロボアドバイザー』こそ資産運用の未来だ」『日経マネー』日本経済新聞社, 407号, 18-21頁。
- みずほ総合研究所株式会社 (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—幅広い世代の金融リテラシー向上への寄与が期待される担い手として—」(令和元年7月) (https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20190703_3.html)。
- 宮脇隆宗・柴田裕作 (2017) 「『高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン』の一部改正の概要: インターネット取引等への適用関係を明確化」『金融財政事情』金融財政事情研究会, 68巻1号, 41-43頁。
- 森下哲朗 (2020) 「ロボ・アドバイザーを巡る法的問題」金融法務研究会第1分科会報告書『Fintech等による金融手法の変革に係る法的課題と規制の在り方』(令和2年3月31日), 12-25頁 (https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/affiliate/kinpo/kinpo2017_1_1.pdf)。
- Abraham, F., Schmukler, S. L. and Tessada, J. (2019), "Robo-Advisors: Investing through Machines," *Research & Policy Briefs From the*

- World Bank Chile Center and Malaysia Hub* (Feb 2019), <https://documents1.worldbank.org/curated/en/275041551196836758/pdf/Robo-Advisors-Investing-through-Machines.pdf>.
- Baker, T., and Dellaert, B. (2018), "Regulating Robo Advice across the Financial Services Industry," *Iowa Law Review*, Vol.103, No.2, pp.713-750.
- Barber, B. M., and Odean, T. (2000), "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors," *The Journal of Finance*, Vol. 55, No.2, pp.773-806.
- Barber, B. M., and Odean, T. (2002), "Online Investors: Do the Slow Die First?," *Review of Financial Studies*, Vol.15, No.2, pp.455-488.
- Barber, B. M., and Odean, T. (2013), "Chapter 22 – the Behavior of Individual Investors," in Constantinides, G. M., Harris, M., and Stulz, R.M., eds.: *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, pp.1533-1570.
- Brummer, C. (2020), *Fintech Law in a Nutshell* (West Academic).
- Brummer, C. J., and Yadav, Y. (2019), "Fintech and the Innovation Trilemma," *Georgetown Law Journal*, Vol.107, pp.235-307.
- Dietvorst, B. J., Simmons, J.P., and Massey, C. (2015), "Algorithm Aversion: People Erroneously Avoid Algorithms after Seeing Them Err," *Journal of Experimental Psychology: General*, Vol.144, No.1, pp.114-126.
- DIM [Division of Investment Management in the US Securities and Exchange Commission] (2017), "IM Guidance Update: Robo-Advisers" (February 2017), <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>
- FINRA [Financial Industry Regulatory Authority], 2021, Letter of Acceptance, Waiver, and Consent, No. 2020066971201 (June 30, 2021), <https://www.finra.org/sites/default/files/2021-06/robinhood-financial-awc-063021.pdf>
- InvestmentNews, 2021, "Schwab's \$200 Million Charge Puts Focus on Robo-Advisers" (July 5, 2021 Monday 1:28 Pm Est), available at LEXIS.
- Kingsbury, A. (2021), "Automating Universal Wealth: How Robo Advisors Can Improve Capital Market Efficiency," *Virginia Law and Business Review*, Vol.15, No.3, pp.475-502.
- Lee, N. (2021), "Why Robo-Advisors Are Striving toward a 'Hybrid Model,' as the Industry Passes the \$460 Billion Mark" (Apr 12, 2021), <https://www.cnbc.com/2021/04/12/why- robo- advisors- may- never- replace- human- financial- advisors. html>.
- SEC [Securities Exchange Commission] (2019), "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct" (July 12, 2019), *Federal Register*, Vol.84, pp.33318-33492.
- Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press.
- Welsch, A. (2021), "Schwab Sued over Robo's 'Excessive' Cash Allocation," *Dow Jones Institutional News* (September 14, 2021), available at LEXIS.

(東京大学社会科学研究所教授)