

無料発信型フィンフルエンサーの投資助言葉への該当性 —アテンション・エコノミーの視角を交えて—

中 村 篤 志

要 旨

近年、ソーシャル・メディア・プラットフォーム（SMP）上で、「無料」で投資判断等を発信するフィンフルエンサーが台頭している。特に若年層では、各種SMPが資産運用等に関する主要な情報源となっている。しかしながら、金商法上の投資助言葉にかかる規制が、無料発信型フィンフルエンサーにも及ぶかは明らかではない。本稿では、フォロワー等のアテンションが収益に直結するアテンション・エコノミーの視角も交えつつ、それらの行為が投資助言葉に該当し得ることを論じる。

第1に、投資助言葉の構成要件である報酬の收受について検討する。無料発信型フィンフルエンサーがSMP運営者から得る収益は、形式的には第三者からの支払いであるが、その経済的価値の源泉は、「助言」の相手方であるフォロワー等のアテンションにあるとも捉えられる。日本が参考とした米国投資顧問法では報酬概念を実質的かつ広範に解釈している点、フォロワー等に投資者としての要保護性が存在する点も考慮すると、SMPからの報酬を、実質的に「助言」の相手方からの報酬と解釈する余地があることを示す。

第2に、新聞等の投資情報出版業を投資助言葉にかかる規制対象から除外する規定へのSMPの該当性を検討する。旧来型の出版物と異なり、SMPはアルゴリズムによる情報の属人化や、ダイレクトメッセージ等を通じた双方向型コミュニケーションを可能にする。米国の判例等も参考にすると、SMPにかかる構造的特性は、個別・相対性の高い「助言」を生み出す面があるため、上記除外規定の適用対象とすることは妥当ではないことを示す。

以上のとおり、デジタル化社会の進展も踏まえ、無料発信型フィンフルエンサーの行為を実質的かつ目的論的に解釈すると、かかる行為は投資助言葉に該当し得ると結論付ける。ただし、本稿は、SMP上の発信内容に関して一定の前提を置いた下での序論的考察であり、一層の研究の余地がある。

I. はじめに

ソーシャル・メディア・プラットフォーム¹⁾(以下「SMP」という)が一般に普及した近年、金融や経済、投資などに関する情報をSMP上で発信する「フィンフルエンサー」(influencer)が台頭している。フィンフルエンサーとは、「financial」と「influencer」を掛け合わせた造語である²⁾。2025年の証券監督者国際機構(IOSCO)の報告書では、フィンフルエンサーとは、「一般的な金融教育から特定の銘柄推奨まで、投資関連コンテンツをSMPで発信する個人」を指すとしたうえで、それらは専門家として振る舞い、自身の経験や市場分析、投資のコツなどを魅力的で分かりやすい方法で共有すると指摘する³⁾。なお、日本法上、フィンフルエンサーの定義は存在しない⁴⁾。

日本でもフィンフルエンサーの影響力が高まるにつれて、若年層を中心にトラブルに巻き込まれるケースが増加しているとの指摘があり⁵⁾、適切に規制することは喫緊の課題として認識されている⁶⁾。この点、フィンフルエンサーに起因する金融商品取引法(以下「金商法」という)上の論点は多岐に亘るが、大きくは、①金融商品取引業者(以下「金商業者」という)としての登録を受ける必要があるか、②不正取引に該当するかの2つの観点であると考えられる。このうち、本稿では①の観点である、特定のフィンフルエンサーの行為が金商法上の投資助言業務(法2条8項11号)に該当するか否かについて論じることとする。この理由は、不正取引については既存の法令解釈で一定程度対処可能であると思われる一方、フィンフルエンサーの投資助言業への該当性に関しては、SMPの特性に起因する解釈上の課題が多いと考えるためである⁷⁾。

1) 本稿におけるSMPとは、興津征雄「ソーシャル・メディア・プラットフォームと公私の区分(上)」法律時報93巻11号(2021)85頁に依拠し、「利用者が作成したコンテンツ(文章・画像・映像・楽曲など)を、インターネット上で利用者相互に発信・受信・交換することを可能にする場」と定義する。なお、ソーシャル・ネットワーキング・サイト(サービス)(以下「SNS」という)は、SMPの下位概念となる。

2) Marius Mölders et al., *Understanding Finfluencers: Roles and Strategic Partnerships in Retail Investor Engagement*, 198 J. Bus. Res. 1, 2 (2025).

3) IOSCO, *Finfluencers Final Report*, 1, 4 (2025).

4) フィンフルエンサーの定義が存在するのはごく一部の法域に限られる。*Id.* at 23.

5) 日本経済新聞電子版「SNSで投資情報『フィンフルエンサー』が台頭、トラブル相談も増加」(2025年7月13日)。

6) 参議院財政金融委員会(2020年6月4日)にて、金融庁の栗田照久監督局長は、オンラインサロン等を含めて、インターネット上で一部の業者が金融商品取引業の登録を行わずに投資助言を行っていることは承知している旨を答弁し、適切に対応を進めていく方針を示している。

7) 筆者の知る限り、フィンフルエンサーを直接的な研究対象とした金商法分野の学術論文は存在しない。参考になる文献としては、白川剛士「SNSを利用した投資信託に関する情報発信」商事法務2382号(2025)、小泉遼平ほか「投資分析ツールの開発・運営の投資助言業務該当性」商事法務2342号(2023)、門倉朋美=神山哲也「フィンフルエンサーを巡る議論—SNS上の金融関連情報の機会とリスク—」野村資本市場研究所金融・資本市場動向レポートNo.24-17(2024)、谷京「台頭する『フィンフルエンサー』の適切な活用に向けた留意点」週刊金融財政事情(2025年1月7日)等がある。

より具体的な問題意識としては、フィンフルエンサーがたとえ無料で投資判断等に関する「助言」(動画や文書等のコンテンツ)を提供したとしても、フォロワー等のアテンション(関心)が収益に直結する「アテンション・エコノミー⁸⁾」の下では、その視聴回数等に応じた報酬をSMPから得られる。こうした場合において、①投資助言葉の構成要件である「相手方からの報酬の支払い」に該当するのか、②SMPでの発信は、新聞・雑誌等と同様に、表現の自由への配慮から規制の対象外となるのかについて、金商法上の位置付けが明確ではないと考える。

本稿の検討の流れは次のとおりである。初めに、特に若年層に対するフィンフルエンサーの影響力を考察したうえで、それらに依存することで生じ得る問題点を指摘する(II章)。次に、特定の種類のフィンフルエンサーが投資助言葉に該当するかに関して、金商法上の報酬概念を再解釈しつつ分析する(III章)。続いて、フィンフルエンサーがSMP上で投稿するコンテンツが、新聞・雑誌等と同様に、規制の適用対象外となるのか否かを論じる(IV章)。最後に、本稿の限界と今後の課題を述べる(V章)。検討の過程では、比較法として、米国の1940年投資顧問法(Investment Adviser Act of 1940, 以下「投資顧問法」という)⁹⁾および米国の主要な裁判例を分析する。この理由は、1986年制定の日本の「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(以下「旧投資顧問業法」という)は、米国の投資顧問法の影響を受けているためであり¹⁰⁾、旧投資顧問業法を継受した現在の金商法の規定を解釈するうえで参考になると考えるためである。

8) 情報過多な現代社会では、供給される情報量に比して、人々の支払えるアテンションないし消費時間が希少であり、価値のある資源となるため、それらが経済的価値を持つとする概念を指す。鳥海不二夫=山本龍彦『デジタル空間とどう向き合うか 情報の健康の実現をめざして』(日経BP, 2022) 241頁。1978年にノーベル経済学賞を受賞したHerbert A. Simonが「情報の豊かさは関心の貧困を生み出す」(wealth of information creates a poverty of attention)と指摘したことに源流を持つとされる。Herbert A. Simon, *Designing Organizations for an Information-Rich World*, in *COMPUTERS, COMMUNICATIONS, AND THE PUBLIC INTEREST* 37, 40 (Martin Greenberger ed., 1971)。また、あらゆるメディアは、提供する「無料」コンテンツと引き換えに獲得した人々のアテンションを広告主等に再販することで、商業的な成立を可能にしたと指摘される。Tim Wu, *THE ATTENTION MERCHANTS: THE EPIC SCRAMBLE TO GET INSIDE OUR HEADS*, 6 (Vintage, 2017)。現代のSMPは「関心の商人」(attention merchants)の典型例であると言える。

9) Investment Advisers Act of 1940, Pub. L. No. 76-768, 54 Stat. 847 (codified as amended at 15 U.S.C. §§ 80b-1-80b-21)。

10) 投資顧問業関係法令研究会編『投資顧問業法逐条解説』(大蔵財務協会, 1994) 99頁。

II. 問題の所在

1. フィンフルエンサーの台頭

(1) 情報源としてのフィンフルエンサー

米国の各世代を対象とした調査¹¹⁾によると、投資や金融トピックの情報源として、Z世代(18-25歳)の48%がSNSを選択し、次点でインターネット検索(47%)であった。ミレニアル世代(26-41歳)でも、SNS(42%)はインターネット検索(49%)に次ぐ割合であった。一方、X世代(42-57歳)では、SNSは26%にとどまった。

Z世代の特徴は、伝統的な金融機関(31%)や金融専門家(30%)と同程度に、インフルエンサー(30%)を情報源としている点である。日本の調査¹²⁾でも同様の特徴が確認され、資産運用に関して参考にしてしている情報源として、18-29歳ではSNSが最も多く、次いでYouTube等の動画サイトという結果であった。30-39歳でも、YouTubeやSNSは主要な情報源となっている。

以上のように、日本あるいは米国において、10~30代の年齢層では、投資等に関する情報源として、SMP(SNSやYouTube)が広く利用されていることから、この世代に対しては、SMP上で存在感を有するフィンフルエンサーの影響力が大きいことが示唆される。

(2) フィンフルエンサーに依存する問題点

① 情報の質の低さ

フィンフルエンサーの発信情報の質の低さを示す実証研究がある¹³⁾。本研究では、主に個人投資家向けのSMPであるStockTwits上のデータ(29,000人超のフィンフルエンサーによる7,200万件のツイート単位のデータ)を分析し、各フィンフルエンサーの助言に従った場合の投資パフォーマンスを測定した。その結果、28%のフィンフルエンサーは「熟練」(skilled)¹⁴⁾していると評価され、それらの助言に従った場合には最大2.6%の異常リターン(月次ベース)を記録したと報告する¹⁵⁾。一方で、17%のフィンフルエンサーは「非熟練」

11) FINRA Investor Education Foundation & CFA Institute, *Gen Z and Investing: Social Media, Crypto, FOMO, and Family*, 5 (2023). なお、各世代の年齢は、2022年11~12月の調査時点。

12) 金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」(2024年7月5日)30頁。

13) Ali Kakhbod et al., *Finfluencers*, SWISS FIN. INST. RES. PAPER SERIES No. 23-30, 1 (2023).

14) フィンフルエンサーの区別は a 値を基準としており、熟練： $a > 0$ 、非熟練： $a = 0$ 、反熟練： $a < 0$ となる。*Id.* at 8. なお、 a 値とは、投資リターンを評価するうえで、ベンチマークとする市場全体の動きから独立して獲得された超過リターンを指す概念である。 a 値が大きければ超過リターンが大きいことを示しており、ポートフォリオマネージャーのパフォーマンス評価にも用いられる。

15) *Id.* at 2.

(unskilled) であり、有意なアウトパフォーマンスはなかったとした¹⁶⁾。更に、最も注目すべきは、過半数 (55%) のフィンフルエンサーは「反熟練」(antiskilled) であり、平均▲2.3%の異常リターン (同) であったとの結果を示した¹⁷⁾。

パフォーマンス分析に加えて、能力のある熟練したフィンフルエンサーよりも、非熟練・反熟練のフィンフルエンサーの方が、フォロワー数が多いことも有意に示された¹⁸⁾。つまり、能力の低いフィンフルエンサーに対してフォロワーが過剰に不適正に配分される状況が生じている。この要因として、熟練したフィンフルエンサーは、非熟練・反熟練のフィンフルエンサーよりもツイート頻度が低いことを指摘している¹⁹⁾。この背景には、正確さよりもアテンションを集めることが収益に直結するという SMP の構造的特性が存在すると思料される。極端な主張や頻繁な投稿は、たとえその内容の質が低くとも、ユーザーのエンゲージメントを高め、プラットフォームのアルゴリズムによって拡散されている面がある。

能力の低いフィンフルエンサーがむしろ多くのフォロワーを獲得し、市場での生存確率が高まる点は、市場に対する従来の規制哲学を揺るがせるように思われる。例えば、金商業者が顧客を害するような勧誘を行う場合には、顧客の信用を失うため、そのような業者は市場から自然淘汰されるものと想定されている²⁰⁾。しかしながら、フィンフルエンサーの文脈では、少なくとも上記の実証研究からは、顧客を害するような者がむしろ市場で生き残り、影響力を高めることが示唆される。こうした点から、有害なフィンフルエンサーを適切に規制するよう介入する必要性が導かれる。

② フィルターバブル、エコーチェンバー

上記①と密接に関係する論点として、フィルターバブルやエコーチェンバーと呼ばれる現象がある²¹⁾。フィルターバブルとは、SMP のアルゴリズムによって、ユーザーの興味や嗜好に沿った情報ばかりが表示され、自身の考えと異なる情報や意見が遮断される状況を指す。エコーチェンバーとは、SNS などにおいて、自分と似た関心や価値観を有するユーザー同士が集まり、コミュニケーションを重ねることで、自らの意見と似通った意見が返され、特定の思想や見解が次第に増幅されていく状況を指す。こうした閉鎖的な環境で同じような意見を繰り返し目にすることにより、それが正しく、誤りのないものであると強く信じ込む傾向が生じる。

この結果として、集合知が機能不全に陥る可能性が指摘されている²²⁾。本来、集合知は、

16) *Id.* at 2.

17) *Id.* at 2.

18) *Id.* at 3.

19) *Id.* at 3-4.

20) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣、2020）550頁。

21) 用語の説明は、総務省編「令和5年版 情報通信白書」30-31頁に依拠して記述する。

22) Kakhbod et al., *supra* note 13, at 41.

多様な個人の独立した判断を集約することで優れた結論を導き出すものであるが、上記の現象の下では、個人の意見に非効率な偏りが生じ²³⁾、集団としての健全な判断能力が損なわれる危険性がある。最終的に、有益な投資助言を提供できないフィンフルエンサーであっても、特定のフォロワー層にさえ支持されれば、市場から淘汰されることなく長期的に存続することとなる²⁴⁾。

(3) 金融経済教育推進機構の認定アドバイザー事業

2023年の金商法等の一部を改正する法律（令和5年法律79号）により、「金融サービスの提供に関する法律」は、「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」へと名称が変更された。同法では、「金融サービスの利用環境の整備等」（第5章）が新たに設けられ、金融経済教育推進機構（以下「機構」という）の創設などが規定された。機構の目的は金融経済教育を推進すること（法86条）であり、その主な事業の1つとして、2024年8月より、認定アドバイザー事業が開始された。当該事業は、中立的なアドバイザーによる良質なアドバイスを気軽に受けられる環境の整備、および、国民の金融リテラシーの向上を狙いとしている²⁵⁾。

2025年6月末時点で、認定アドバイザーは1,290名であり、世代別では60代が最も多く、保有資格はCFP/AFP/FP技能検定（2級以上）で88%となっている²⁶⁾。また、SMP（YouTube, Instagram, X, TikTok）の運用状況をみると²⁷⁾、1つ以上のSMPアカウントの保有割合は6.6%であり、個別では、YouTube：2.3%、Instagram：3.2%、X：3.1%、TikTok：0.08%（1名）であった。また、各SMPのフォロワー数（アカウント保有者の中央値）は、YouTube：101人、Instagram：184人、X：530人であった。1つ以上のSMPで1万人以上のフォロワーを有する者をフィンフルエンサーとして判断すると²⁸⁾、該当者は僅かに3

23) 祝迫得夫ほか「インターネットやSNSを通じた情報取得が個人投資家の行動に与える影響について」証券経済研究130号（2025）1頁。

24) Kakhbod et al., *supra* note 13, at 41.

25) 桑田尚ほか「金融商品取引法等の一部を改正する法律等の解説—『成長と資産所得の好循環』の実現に向けて—」商事法務2348号（2024）29頁。

26) 金融経済教育推進機構「事業の実施状況（2025年6月末）」（2025）1頁。

27) 2025年8月1日～15日の期間において、機構のウェブサイトに掲載されている認定アドバイザー（計1,244名）毎の詳細情報掲載ページ（「このアドバイザーの詳細を見る」で表示されるページ）をすべて確認のうえ、各人のHPがある場合にはそこに遷移し、主要なSMPへのリンクが掲載されている場合には「アカウント有り」として筆者が判定した。このため、実際にはアカウントを有するとしても、機構ウェブサイトから辿れない場合には集計から漏れている点に留意を要する。

28) Colin Campbell & Justine Rapp Farrell, *More than Meets the Eye: The Functional Components Underlying Influencer Marketing*, 63 BUS. HORIZONS 469, 471-72 (2020) では、フォロワー数を基準として、メガインフルエンサーは100万人以上、マクロインフルエンサーは10万人～100万人未満、マイクロインフルエンサーは1万人～10万人未満、ナノインフルエンサーは1万人未満のフォロワーを有すると定義している。

名のみである。

誤解のないように強調すると、本稿は、認定アドバイザーのSNS等の活用が不十分であることを批判する意図は全くない。大半の認定アドバイザーが対面でのサービスを主軸とする現状において、SNS等のフォロワー数のみをもって、その機能度や情報発信力を評価することは適切ではない。本稿の問題意識としては、その質を認定された専門家の発信する情報が必ずしも十分に社会に浸透せず、一方で、特に若年層を中心に、玉石混交のフィンフルエンサーに金融・経済・投資情報の多くを依存しているとみられる状況に疑問を覚える。認定アドバイザーは世間に実名を公表し、投資助言業として登録したうえで業務を行う、あるいは、未登録であれば金商法に抵触しないよう留意するなど真摯に業務を遂行する一方で、一部の匿名フィンフルエンサーが金商業に該当する行為を無登録で行う状況を社会として看過するべきではない。

2. 論点提起

(1) 投資助言業務の定義

金商法は、法2条8項に列挙する行為を業として行うことを金商業と定義する。金商業は、内閣総理大臣の登録を受けた者でなければ、行うことができない(法29条)。投資助言業務は、金商業に該当する行為の1つであり(法28条3項1号)、他の金商業と同様、登録を受けずに業として行うと刑事罰が科される(法197条の2第10号の4)。なお、「業として行う」とは、一般に、「対公衆性」のある行為で「反復継続性」をもって行うものをいうとの解釈があるが²⁹⁾、この場合、対公衆性のない行為は、業としての要件を満たさず、金商業に該当しないこととなる。しかしながら、この見解では、私募の取扱いのような対公衆性のない行為が金商業とされている点で矛盾するとの批判がある³⁰⁾。この点、対公衆性という要件は、取引の相手方の要保護性に置き換えることができるとの有力説がある³¹⁾。

投資助言業務とは、具体的には、当事者の一方が相手方に対して、①有価証券の価値等または②金融商品の価値等の分析に基づく投資判断(以下、①と②を併せて「投資判断等」という)に関し、口頭、文書(新聞、雑誌、書籍その他不特定多数の者に販売することを目的として発行されるもので、不特定多数の者により随時に購入可能なものを除く。以下「新聞等除外規定」という。)その他の方法により助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する契約(以下「投資顧問契約」という)を締結し、当該投資顧問契約

29) 三井秀範=池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答金融商品取引法』(商事法務、2006)156頁。

30) 加藤貴仁「金融商品取引業」河本一郎=龍田節編『別冊金融・商事判例 金融商品取引法の理論と実務』(経済法令研究会、2007)56頁。また、事業会社や個人による自己売買等は「投資目的」で行うものであるから金商業に該当しないとする見解に対しても、デリバティブ取引をリスクヘッジ目的で行う場合に投資目的があるのかという点で曖昧さがあるとの批判がある。黒沼・前掲注20)612頁。

31) 黒沼・前掲注20)612頁。

に基づき、助言を行うことを意味する（法2条8項11号）。

①有価証券の価値等とは、一般的に、有価証券投資によって将来得られる値上がり益、利子、配当等の経済的価値を意味すると解される³²⁾。単なる景気動向・企業業績や現在・過去における有価証券の価格は該当しないが、これらが默示的に将来の経済的価値を表示したと判断される場合には該当すると解される³³⁾。いわゆるフィナンシャル・プランナーが顧客の投資ポートフォリオにおける資産配分を助言する行為は、個別銘柄に言及せず一般的なものとどまる限り、有価証券の価値等には該当しない場合が多いと指摘される³⁴⁾。

②金融商品の価値等の分析に基づく投資判断では、単にその原資産である金融商品の価値や参照指標である金融指標の動向などについて助言したのみでは投資助言行為には該当せず、投資判断に関する助言を伴った場合に投資助言行為に該当する³⁵⁾。投資判断とは、対象となる有価証券の種類、銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断又は行うべきデリバティブ取引の内容及び時期についての判断をいう（法2条8項11号ロ）。

（2） フィンフルエンサーの分類

一口にフィンフルエンサーと言っても、その態様は多岐にわたる。本稿では、先行研究を参考にしつつ、その収益化の方法に着目して、以下5つの類型に分類する³⁶⁾。ただし、これらの類型は排他的なものではなく、一人のフィンフルエンサーが複数の類型に該当する場合も少なくない。

①善意発信型：フィンフルエンサーが善意で、自身の投資戦略や投資判断等をSMPで発信するケースである。フォロワー等は無料でコンテンツを閲覧可能である一方、フィンフルエンサーがSMPの収益化プログラム（TikTokのCreator Rewards Program³⁷⁾、YouTubeのパートナープログラム³⁸⁾など）に登録している場合には、視聴回数や視聴時間等に応じて

32) 投資顧問業関係法令研究会編・前掲注10) 5頁。

33) 投資顧問業関係法令研究会編・前掲注10) 5-6頁。

34) 松尾直彦『金融商品取引法〔第7版〕』（商事法務、2023）382頁。

35) 松尾・前掲注34) 382頁。

36) 類型①～④は、Felix Pflücke, *Regulating Finfluencers*, 11 J. EUR. CONSUMER & MKT. L. 212, 213-14 (2022) を参考にした。類型⑤は、Mia Stefanou, *Finfluencers in the Wild: A Call for Regulation Addressing the Growth of Online Investment Advice*, 88 BROOK. L. REV. 959, 965 (2023) を参考にした。

37) 参加のための条件として、フォロワーが1万人以上、過去30日間での動画視聴回数が10万回以上、長さが1分以上の動画を投稿している等の複数の条件が設定されている。報酬はプログラム要件を満たす動画のパフォーマンスに応じて計算される。詳細は、TikTok ウェブサイト参照 (<https://support.tiktok.com/ja/business-and-creator/creator-rewards-program/creator-rewards-program>, 2025年8月16日最終閲覧)。

38) 動画内に広告掲載等が可能なプログラムに参加するための条件として、チャンネル登録者数1,000人以上で、かつ、直近12か月間の有効な公開動画の総再生時間4,000時間以上、または直近90日間の有効な公開ショート動画の視聴回数1,000万回以上が設定されている。詳細は、YouTube ウェブサイト参照 (https://www.youtube.com/intl/ja_ALL/creators/how-things-work/video-monetization/, 2025年8月16日最終閲覧)。

SMP 運営者から報酬を得られる。

②悪意発信型：情報発信の形態は①と同様であるが、フィンフルエンサーが悪意である点で異なる。典型的には、フィンフルエンサーが特定の有価証券や金融商品を事前に購入した後に、SMP で当該商品を宣伝・推奨し、価格をつり上げたところで売り抜けるといった事例である。なお、①同様、SMP の収益化プログラムに登録している場合には、情報の質が低くとも極端な内容を投稿することでインプレッションを増やすことに成功すれば、それに応じた報酬を得ることも可能となる。

③自己宣伝型：フィンフルエンサーが、自身の有料サービス・商品（個別コーチング、オンライン講座、オンライン記事等）を宣伝するケースである。該当する事例は多数存在するが、一例として、X では無料で情報を発信しつつ、同じく SMP の一種である note 上の自身の有料記事や、有料メンバーシップ（サブスク方式で投資情報等のコンテンツを発信し、自身を中心としたコミュニティを形成）へと巧みに誘導し、収益を得るような事例がある。

④第三者宣伝型：フィンフルエンサーが企業等の第三者と提携し、販売手数料等を受け取る見返りに特定のサービスや商品を PR するケースである。例えば、自身の Instagram のアカウントのプロフィール欄にアフィリエイトリンクを設置する、あるいは、ストーリーズ（投稿形態の1つ）にリンクを直接貼るなどし、閲覧者が当該リンク経由で金融商品を購入したり、インターネット証券会社で口座開設を行った場合等に、一定の報酬が入る仕組みである。

⑤投げ銭型：フィンフルエンサーが、視聴者からのいわゆる「投げ銭」の形で報酬を得るケースである。自己宣伝という点では③と類似するが、より直接的に報酬を得る点が特徴である。TikTok, Instagram, YouTube 等において、ユーザーはライブ配信に気軽に参加可能であり、配信者に対して簡単に投げ銭を送ることもできる。例えば、Instagram では、ライブ配信中に視聴者が「バッジ」を購入することで、投げ銭を送ることができる。また、YouTube のライブ配信では、「スーパーチャット」と呼ばれる有料のチャット機能などが用意されている。

（3） 論点および検討対象の明確化

本稿の主たる問題意識は、SMP で投資判断等に関する「助言」を無料で発信するフィンフルエンサーが、SMP の収益化プログラムにより報酬を得ている場合、金商法上の投資助言葉務に該当するの否かという点にある。このため、本稿で検討の対象とするフィンフルエンサーの類型は、上記の①善意発信型、および、②悪意発信型とする。便宜上、①、②をまとめて、「無料発信型フィンフルエンサー」と定義する。付言すると、類型③～⑤は、提供する（有料）サービスとそれに対する報酬の関係性がある程度明確であり、現行法の解釈が比較的容易であると思われる一方³⁹⁾、無料発信型には報酬概念の根幹にかかる解釈上の課題があると考えられる。なお、相場操縦などの不正取引にかかる論点は、本稿における検

討の射程外とする。

また、検討に際しては、フィンフルエンサーの発信内容には投資判断等に関する助言が含まれることを前提とする。投資判断等への該当性に関しては、必ずしもフィンフルエンサーの発信内容に固有の論点ではないほか、性質上、個別事案毎に判断する必要性が高いため、所与の条件として位置付けることとする。この前提の下、具体的な論点は以下2点である。

第1に、無料発信型フィンフルエンサーが、「助言」に該当するコンテンツの投稿を反復継続的に行い、それに応じてSMP運営者から報酬を得た場合、視聴者（フォロワー等）と投資顧問契約を締結していると解されるのかという点である。形式的には、SMP運営者からの報酬は「第三者」からのものであり、コンテンツという形で「助言」の提供を受けた「相手方」（フォロワー等）からの報酬には該当しない。しかしながら、フォロワー等が当該「助言」に基づいて投資判断をした場合、投資者としての要保護性が必ずしも低いとは言えない。SMPという新たな情報媒体の定着、それに伴う報酬概念の多様化を踏まえた法学的検討が急務であると考えられる。

第2に、投資顧問契約が締結されていると一旦認識するとして、SMPでの発信が、憲法上の表現の自由との調整が図られた新聞等除外規定に該当し、投資助言業務から除かれるのかという点である。定義上、新聞等除外規定が「文書」のみにかかっている点や、SMP上の投稿が「不特定多数の者に販売することを目的として発行されるもので、不特定多数の者により随時に購入可能なもの」に相当するのかといった点に関して検討する必要がある。

Ⅲ. 報酬に関する検討

1. 投資助言業に対する規制の必要性

無料発信型フィンフルエンサーの行為は投資助言業務に当たらず、ゆえに、金商法上の投資助言業者に対する各種の行為規制⁴⁰⁾が課せられないと整理すると、フォロワー等（＝投資者）が当該「助言」を基礎に投資を行う場合において、投資者保護が十分に図られないこと

39) 類型③は、金融庁の見解に沿えば、投資助言業務等に該当する場合が多いものと思われる。すなわち、無償で有価証券の価値等に関する助言等を提供するといった、一見してそれ自体では金商業に該当しないかのような広告その他の表示を行う場合であっても、当該広告等を入口として、その閲覧者を誘導した先のウェブサイトやSNS等において金商業に該当する行為（有価証券の売買の媒介、有償での有価証券の価値等に関する助言等）を行う場合には、これらの一連の行為は、金商法29条に違反し得る。金融庁企画市場局「金融商品取引法等に関する留意事項について（金融商品取引法等ガイドライン）」（2024年11月）4頁。類型④については、例えば、公募の投資信託に関し、その受益権の発行者であるA社以外の者が、その取得勧誘を業として行うことは、有価証券の募集の取扱い（金商法2条8項9号）に該当し、第一種金商業の登録を要するとみられる。白川・前掲注7）50頁。類型⑤は、例えば、投げ銭を対価として、投資判断等に関する助言を提供した場合には、投資助言業務に該当する可能性がある。

になる。かかる状況を放置することは、投資助言業を規制する本質的な目的に反する。前提として、投資助言を行うことは、本来、自由な行為である⁴¹⁾。しかしながら、投資助言業務が不当である場合には、①その助言を基礎に有価証券投資を行う投資者の利益が侵害される、②投資助言が多数の投資者に対して提供される性質ゆえに、多数の投資者の証券市場における投資行動を通じて、証券市場の健全性自体が損なわれる、③無責任な投資顧問の不当な活動が放置される場合、投資顧問全体に対する投資者の信頼を損ない、誠実な投資顧問の活動を妨げ、ひいては、投資顧問業務の健全な発展を阻害すると指摘される⁴²⁾。このため、法は一定の投資助言を規制の対象としている。

したがって、「助言」を提供する無料発信型フィンフルエンサーを一律に規制の対象外とすることは適切ではなく、投資助言業務を規制する趣旨に照らしてその該当性を判断すべきである。

2. 規制の対象者に関する検討

複数の主体が「助言」の提供に関与するケースにおいて、誰を対象に投資助言業の登録を求めるかについては、契約上の文言やスキーム等の形式のみにより判断するのではなく、投資判断の決定において誰がどのような役割を担っているか、どのような報酬を得ているか等、個別の実態の考慮が必要であると指摘される⁴³⁾。すなわち、形式面のみを考慮すると、投資助言業務の本質的行為に深く関与した主体に規制が及ばない事態も生じ得ることから妥当ではなく、各主体の実質的な寄与度で判断することが合理的であるとされる⁴⁴⁾。

加えて、実質面を考慮した判断枠組みは過去の行政処分事例⁴⁵⁾とも整合的と指摘される⁴⁶⁾。無登録業者 A が開発した株式投資の銘柄選定に用いるソフトウェアの販売を目的として、A と総代理店業務委託契約を締結した B が、当該ソフトウェアを顧客に販売したと

40) 例えば、広告規制が適用され、助言の内容および方法に関する事項についての誇大広告が禁止される(法37条、金商業等府令78条9号)。また、顧客に対する忠実義務(法41条1項)や善管注意義務(同2項)が課せられるほか、個別の禁止行為(法41条の2)として、特定の顧客の利益を害する取引を行うことを内容とした助言(同1号)や、顧客の取引による価格変動を利用して自己や第三者の利益を図ることを目的とした助言(同2号)等が禁止される。

41) 黒沼・前掲注20) 616頁。

42) 神崎克郎「投資顧問の法的規制」インベストメント37巻5号(1984)14頁。

43) アルゴリズム・AIの利用を巡る法律問題研究会「投資判断におけるアルゴリズム・AIの利用と法的責任」金融研究38巻2号(2019)10頁。

44) 小泉ほか・前掲注7) 56頁。また、別の事例においても実質面を考慮する必要性が指摘される。国内金業者からある顧客に対する助言の内容が、実質的にみて、外国法人等から国内金業者に対する助言の内容と同一であるときは、契約上の形式によらず、当該外国業者が国内金業者を通じて、国内の顧客を相手方として投資助言業務を行っているとして解すべきと指摘される。神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コメンタール2 業規制』(商事法務, 2014) 844-845頁〔黒沼悦郎〕。

45) 東海財務局「ユーレカプロジェクト合同会社に対する行政処分について」(2012年12月4日)。

46) 小泉ほか・前掲注7) 56頁。アルゴリズム・AIの利用を巡る法律問題研究会・前掲注43) 9-10頁。

ころ、Bの行為は、無登録の投資助言・代理業者であるAを代理して顧客と投資顧問契約を締結するものであるとして、行政処分が下された。本件において、顧客はBに対し、当該ソフトウェアの購入代金に加え、月額使用料を別途支払っていたが、当該月額使用料のうち半額はAに支払われるとともに、当該ソフトウェアは、BがAに開発を委託したものでなく、Aが個人的に開発したものであり、当該ソフトウェアのバージョンアップやバグ修正等の顧客サポートについて、Bを通さずに顧客に対して直接行っていたことから、実質的にはBはAの代理として顧客と投資顧問契約を締結しているものと評価された。

以上を踏まえ、無料発信型フィンフルエンサーのスキームにおいて、実質面を考慮する観点から、「助言」の内容の決定および提供行為にかかる寄与度の大きさ⁴⁷⁾を評価し、規制の対象者を検討する。なお、「助言」の報酬に関しても実質的判断を支える一要素となり得るが、SMPには伝統的な報酬概念とは異なる面があるため、論点の明確化のために次節で別途検討する。

第1に、「助言」の内容に関しては、無料発信型フィンフルエンサーがすべてを決定していると評価できる。確かに、SMPの収益化プログラムでは、投稿されるコンテンツが満たすべき要件を設定している。例えば、TikTokでは、コンテンツが利用規約、コミュニティガイドライン、著作権ポリシーを遵守していることを要求する。もっとも、利用規約等は、著作権違反あるいは、差別的、暴力的、性的な内容等を含む不適切なコンテンツを除外するための一般的な規定にとどまり、SMP運営側が投稿内容の編集に実質的に関与するものではない。

第2に、「助言」の提供行為においても、無料発信型フィンフルエンサーがすべてを担っていると評価できる。SMPという他者の開発した媒体は利用するが、フィンフルエンサーはその各種機能を巧みに利用し、「助言」を提供する。例えば、Instagramで「助言」に相当するコンテンツを投稿した後、それに対するコメント欄やダイレクトメッセージ（以下「DM」という）での対応といった一種のアフターサポート的行為は、フィンフルエンサーがすべて提供する。ここに、SMP運営者を始め、他者が関与する余地は基本的にない。

以上のように評価すると、「助言」を提供する主体は、SMP運営者ではなく、フィンフルエンサーであることは明らかである。したがって、フォロワー等との間に形式的な投資顧問契約は存在しないが、（報酬に関する要件を一旦脇に置くと、）実質的には、フィンフルエンサーが投資助言業務を行うものと判断し、金商法上の規制を及ぼすことが妥当である。

3. 「報酬」の実質的解釈

金商法上、投資助言が無報酬で提供される場合には、すなわち有償性が認められなければ、

47) この判断基準は、小泉ほか・前掲注7) 56頁に依拠した。

他の要件を全て満たしたとしても投資顧問契約には該当しない⁴⁸⁾。ただし、いかなる名目を有するかを問わず、投資判断に関する助言に対して支払われたと判断されるものであれば、報酬に該当すると解される⁴⁹⁾。つまり、報酬への該当性は、手数料等の名目を問わず、実質的に判断される⁵⁰⁾。また、投資顧問契約上、「相手方がそれに対し報酬を支払う」ことが要件であるから⁵¹⁾、第三者からの支払いは要件を満たさないと解される⁵²⁾。ただし、形式的には第三者からであっても、実質的には助言の「相手方」からの報酬として認められる場合には、投資助言にかかる報酬に該当するとの見解がある⁵³⁾。

以上のとおり、投資顧問契約上の報酬要件を満たすか否かに関しては、①「相手方」からの支払いとして認められるか、②名目を問わず、「報酬」に相当するものとして認められるかについて、実質面を考慮して判断する必要がある。なお、報酬概念を実質的に判断し、形式を超えて柔軟に解釈することは、旧投資顧問業法の制定趣旨にも沿うものである。同法は、投資ジャーナル事件等の発生を契機に、悪質な投資顧問業者から個人投資家を保護することを目的として制定された⁵⁴⁾。このため、同法の主眼は投資者保護にあり、業者に対する「規制法」としての色彩が強いと指摘される⁵⁵⁾。SMPの台頭に伴い、報酬概念が多様化する現代において、報酬を形式的にではなく、投資者保護に資する方向で実質的に判断することは、従来よりも強く支持されると考えられる。この点、本稿で展開する議論は、投資者保護という法目的を達成するための一種の目的論的解釈の試みであるとも言える。

4. 「相手方」からの支払いへの該当性

(1) アテンション・エコノミーの視角

主要SMPにおける無料発信型フィンフルエンサーの基本的な収益構造は、①SMPで一定の影響力を獲得したうえで、②収益化プログラムに参加し、③投資判断等に関する「助言」に相当するコンテンツをフォロワー等に無料で提供して、④なるべく多くの再生回数等を稼ぎ、⑤最終的に、それに応じた収益をSMP運営者から得るという構造である。

48) 神作裕之「投資助言業に係る規制のあり方—米国法・ドイツ法との比較—」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の近時の展開（下）』（日本証券経済研究所，2024）2頁。

49) 投資顧問業関係法令研究会編・前掲注10）8-9頁。

50) 松尾・前掲注34）383頁。

51) なお、米国の投資顧問法と異なり、日本法で「相手方」を要件として明示している理由は判然としなが、旧投資顧問業法の制定以前の段階において投資顧問業に言及した通達である「証券会社の兼業の承認について」（1967年10月9日蔵証1879号）では、有価証券に関する投資顧問業務を「特定の者と個別に締結する投資顧問契約に基づき、相当の対価を收受して営むものに限る」（一の1(5)）とする。少なくともこの当時から、第三者ではなく「相手方」からの報酬の收受が前提であったとみられる。

52) 石田真得「投資顧問契約と投資一任契約」河本＝龍田編・前掲注30）91頁。

53) 松尾・前掲注34）383頁。

54) 神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院，1987）112-113頁。

55) 河村賢治ほか『投資顧問業の法務と実務』（金融財政事情研究会，2006）43頁。

以上の構造において、助言の「相手方」であるフォロワー等からフィンフルエンサーに対して、少なくとも形式上、報酬の支払いはない。フィンフルエンサーがSMPから受け取る報酬は、形式的には「第三者」からの報酬に該当する。しかしながら、当該報酬は、フィンフルエンサーの発信コンテンツに対するフォロワー等のエンゲージメント（視聴、いいね、コメント、シェア等）に付随して発生し、その経済的価値が創出される⁵⁶⁾。この視点に立てば、無料発信型フィンフルエンサーがSMPから受け取る報酬の源泉は、投資助言の「相手方」であるフォロワー等のアテンションに求められる面がある。このアテンションこそが、SMPの広告主を引き寄せ、SMP運営者からフィンフルエンサーへの金銭的報酬を生み出す源泉となっている⁵⁷⁾。したがって、SMPからの報酬は、形式上は第三者からの支払いであっても、その経済的価値を創出しているのは「助言」の相手方であるフォロワー等であり、そのアテンションを実質的な対価と評価する余地はあると思料される。

このように解釈すれば、無料発信型フィンフルエンサーという一種の新たなビジネスモデルに対しても、投資者保護の必要性によっては、金商法上の規制を適切に及ぼすことが可能になると思われる。

（2）投資者保護の必要性和情報伝達形態の変化

もっとも、以上の解釈に対しては、SMPからフィンフルエンサーへの報酬の直接的な源泉は、SMPに広告を出稿する広告主に由来し、フォロワー等との関連性は低いとの批判があり得る。これに対しては、やや違った視角から再反論を試みたい。

第1に、投資者保護の観点から、報酬の有無に関する要件自体を柔軟に捉える見解がある⁵⁸⁾。すなわち、情報の秘匿性が高く、相手方がその投資助言を重要なものと考え、それを基礎に投資判断を行う状況下では、報酬の支払いの有無にかかわらず、情報提供や不公正行為の禁止を確保して相手方を保護する必要があると指摘される⁵⁹⁾。SMPで全世界に向けて発信されているコンテンツを「情報の秘匿性が高い」と評価することは難しいが、例えば、DM等により閉鎖的な空間でのコミュニケーションが発生しているのであれば、秘匿性の高さを認定する余地はあるだろう。こうした考え方を敷衍すれば、「相手方からの報酬」という要件自体を、規制すべき対象者と一致するよう柔軟に解釈することも可能と思われる。なお、報酬の收受を投資助言葉の要件とすること自体を見直す余地も指摘される。日本や米国

56) 収益発生メカニズムの詳細は、前掲注37・38の主要SMPウェブページ等を参照。

57) アテンションの重要性として、広告自体も見てもらいやすさをSMP運営側から評価されており、ユーザーの離脱を防ぐような広告コンテンツであれば、相対的に安く配信できるとされる。山本龍彦『アテンション・エコノミーのジレンマ〈関心〉を奪い合う世界に未来はあるか』(KADOKAWA, 2024) 172-173頁。

58) 石田・前掲注52) 91頁。

59) 石田・前掲注52) 91頁。

と異なり、ドイツ法では投資助言に対して報酬を受け取るかどうかは一切問題とされない⁶⁰⁾。この点、助言に対し報酬支払を約することを要件から外した上で、顧客だけから報酬を得る場合には、上乘せ規制で対処するという規制手法も十分にあり得ると指摘される⁶¹⁾。確かに、証券市場を取り巻くIT技術の進展により、報酬の概念が多様化している現状を踏まえれば、報酬への該当性というよりも、そもそも、報酬要件自体を疑問視して検討することは1つ選択肢であるようにも思われる⁶²⁾。

第2に、フリーライター（以下「FW」という）が、投資助言に相当する自身の執筆記事を新聞社に販売した場合、投資助言業者として登録する必要があるか否かという点に関しての過去の議論を参照する⁶³⁾。当時の議論において、新聞や雑誌が投資情報出版業として除外されることから、FWも含めて投資顧問から除かれるとする見解⁶⁴⁾や、記事を購入した出版社が投資をするわけではないため、FWは投資助言業には当たらないという見解⁶⁵⁾など、登録を要しないとする見解が優勢であったが、一方で、新聞記事の執筆者が投資者に助言を提供しているとみられる形ならば問題かもしれないとの問題意識も示唆された⁶⁶⁾。FWと新聞社との関係において、報酬の流れは「プラットフォーム（新聞社）→助言者（FW）」であり、助言の流れは「助言者（FW）→プラットフォーム（新聞社）→投資者（読者）」である。この場合、FWと読者の関係性は、助言の授受の面で間接的なものにとどまる。一方でSMPの場合、報酬の流れは「プラットフォーム（SMP）→助言者（フィンフルエンサー）」で新聞社と同様であるが、助言の流れは「助言者（フィンフルエンサー）→投資者（フォロワー等）」であり、その授受が直接的である点で、新聞等のオールドメディアとは本質的に異なる。前述のフィルターバブルやエコーチェンバーという現象が生じやすい点も踏まえると、助言の授受の直接性により、フィンフルエンサーとフォロワー等（投資者）との間には、より強い

60) 神作・前掲注48) 28頁。

61) 神作・前掲注48) 50頁。

62) 国民の安定的な資産形成を進めるうえでは、助言の対価の有無にかかわらず顧客本位の適切な助言が提供されることが重要と指摘されているほか、「無償」の助言にも利益相反管理や注意義務といった規律を課すべきとの見解も示されている。金融審議会市場制度ワーキング・グループ「中間整理」（2022年6月22日）15頁。

63) 特別研究会「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律について〔1〕」インベストメント39巻5号（1986）67-68頁。

64) 特別研究会・前掲注63) 67頁〔龍田節教授発言〕。

65) 特別研究会・前掲注63) 68頁〔岸田雅雄教授発言〕。

66) 特別研究会・前掲注63) 68頁〔龍田節教授発言〕。

67) Felix Pfücke, *Rethinking the Regulation of Financial Influencers*, in *RADICAL REFORMS: BRINGING FAIRNESS TO SOCIAL MEDIA CONTRACTS* 195, 197 (Catalina Goanta et al. eds., *Verfassungsbooks* 2023) では、インフルエンサーとフォロワーの関係性に内在する力の非対称性が、特に一方向的なパラソーシャルな関係を通じて、消費者の受容性を高めると指摘する。パラソーシャルな関係とは、特定の人物がインフルエンサーに対して感情的なエネルギーや関心を注ぐ一方、インフルエンサーはフォロワーの存在を認識していない関係性を指す。この関係においては、インフルエンサーが適当な能力や資格を有していないとしても、その助言や推奨に対する信頼度や依存度が高まる可能性があるると指摘される。

信頼関係が想定される⁶⁷⁾。この観点でも、フィンフルエンサーが投資助言業者に該当するよう報酬要件を解釈することで、顧客に対する忠実義務（法41条1項）や善管注意義務（法41条2項）を課すことには妥当性があると思われる⁶⁸⁾。

5. 「報酬」への該当性

SMPからの報酬は、投資助言業にかかる伝統的な報酬と比べて、その水準に相応の不確実性がある。投資助言業務の場合には、助言を行った相手方が実際に投資を実行することまでは要求されないから、通常、事前に合意した固定的な報酬形態が採用される模様である⁶⁹⁾。もちろん、成功報酬が採用されるケースもあるが、報酬額の算出基準は事前に明確に合意されていることが一般的である⁷⁰⁾。この点、無料発信型フィンフルエンサーがSMPから受け取る報酬の水準は、投稿するコンテンツの視聴回数等に依存するため、事前に決まった水準があるわけではなく、SMPのアルゴリズム次第では報酬が極端に小さくなることもあり得る。こうした側面を有する「報酬」の場合にも、金商法上の報酬の概念に妥当しているといえるのか⁷¹⁾。この点に関して、初めに、米国における報酬の概念を分析し、日本法への示唆を探る。

（1）米国投資顧問法における報酬の概念

① 投資顧問の定義

投資顧問法202条(a)(11)において「投資顧問」(investment advisor)とは、「報酬(compensation)を受けて証券の価値に関して、または証券に対する投資、購入もしくは売却の可否に関して、直接的にまたは出版物もしくは文書を通じて、他人に助言することを業とする者、または報酬を受けて定常的業務の一部として証券に関する分析または報告を発行もしくは公表する者」と定義される⁷²⁾。すなわち、①証券に関して助言をすること、②業として行うこと、③報酬を受けてサービスを提供することの3要素を充足する場合に、投資顧問に該当す

68) 例えば、講演会の主催者から報酬を受けて助言を行ったとしても、投資助言業には該当しないと指摘される。松尾・前掲注34) 383頁。無料参加型講演会である場合には、無料発信型フィンフルエンサーと構造が類似するが、私見では、この両者を区別する基準として、講演者(フィンフルエンサー)と聴衆(フォロワー等)の信頼関係の程度の大小が妥当と思われる。

69) 日本投資顧問業協会の「投資助言契約の契約締結時書面のサンプル」では、雛形として、一定期間の投資助言に対する固定報酬形態が記載されている(<https://www.jiaa.or.jp/profile/pdf/kisoku/jogen2-20230927.pdf>, 2025年8月16日最終閲覧)。例えば、1年契約でレポートを毎月N回送付することに対する固定報酬などがある。

70) 例えば、契約資産額または顧客の売買益に一定割合を乗じる算出方式がある。

71) この点、報酬は金銭的報酬に限定されず、ビジネス機会の提供等の非金銭的報酬も含まれ得るとの議論がある。特別研究会・前掲注63) 66-67頁。

72) 各条文の日本語訳は、日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集 アメリカ(II)』(日本証券経済研究所、2008)を参照した。

る⁷³⁾。ただし、合衆国憲法修正第1条の表現の自由への配慮から「一般的かつ定期的に（of general and regular）発行されている善意（bona fide）の新聞、ニュース雑誌、又は事業若しくは金融関係の刊行物の発行者」（同条(a)(1)(D)、以下「出版物除外規定」という）は除外される⁷⁴⁾。もっとも、その適用をめぐる、法廷で度々争われている（IV章で後述）。

② 報酬の概念

報酬を一切受領しない場合、投資顧問には該当しない。もっとも、報酬の要素は広く解釈されている⁷⁵⁾。

SECは1987年に発出した通知⁷⁶⁾において、報酬の要件は、助言料、その他の関連サービスに対する手数料、コミッション、またはそれらの組み合わせといった一切の経済的利益を受け取ることで充足されるほか、複数のサービスに対して一括で手数料が請求されている場合でも要件を充足するとの見方を示した。また、報酬は、投資顧問サービスの受け手から直接支払われる必要はなく、例えば、保険・投資商品の販売によるコミッションの形で経済的利益を得るなど、何らかの源泉からの報酬があれば要件を満たすとの見解を示した。

その後、2024年にSECの投資家諮問委員会（Investor Advisory Committee, IAC）は、SMP等から得る収益は報酬に該当し得るとの見解を示している⁷⁷⁾。上述のとおり、通常、報酬要件はあらゆる経済的利益の受領により満たされ、それは投資助言の受領者または第三者から提供される可能性がある⁷⁸⁾。このため、議論の余地はあるが、SMPや広告主等から受領する報酬は、投資顧問法上の定義に含まれ得ると指摘している⁷⁹⁾。学説上もこの見解を支持するものがあり、フィンフルエンサーの具体的な収益化手段の違いにかかわらず、報酬概念の広範かつ一般的な解釈に照らせば、それらの収益は報酬要件を満たすと考えることが妥当と指摘される⁸⁰⁾。

③ 報酬の解釈に関する裁判例

無料発信型フィンフルエンサーの投資顧問への該当性につき、米国で直接的に争われた裁判例は未だないとみられるが、投資顧問への該当性が一般的に争われた以下2つの事案にお

73) ジェフリー・J. ハース＝ステイブン R. ハワード（岡田洋隆ほか訳）『アメリカ投資顧問法』（弘文堂、2015）8頁。

74) このほか、投資顧問から除かれる者として、弁護士や会計士等の専門職、銀行や特定のブローカー・ディーラー等が列挙されている。

75) ハース＝ハワード・前掲注73) 11頁。

76) *Applicability of the Investment Advisers Act to Financial Planners, Pension Consultants, and Other Persons Who Provide Investment Advisory Services as a Component of Other Financial Services*, Investment Advisers Act Release No. 1092 (Oct. 8, 1987).

77) IAC, *Recommendation of the SEC Investor Advisory Committee regarding the Protection of Investors in their Interactions with Finfluencers*, 4 (Dec. 10, 2024).

78) *Id.* at 4.

79) *Id.* at 4.

80) Stefanou, *supra* note 36, at 980–81.

ける報酬の解釈は、フィンフルエンサーの文脈でも参考になると考えられる。

ア Fife 事件

本件において⁸¹⁾、Martin D. Fife (以下「F」という)らは、高額なリターンを保証し、複数の投資家から巨額の資金を集めたが、結果的に大部分の資金を不正に流用し、投資家には多額の損失が生じた。本件の争点の1つは、Fの行為が投資顧問に該当し、ゆえに、投資顧問法206条違反(投資顧問の詐欺的・欺瞞的行為の禁止等)を構成するか否かにあった。地裁は以下3点を指摘し、法206条に違反すると判断した。

第1に、Fは出資者のうちの1社であるR社(の代表)に対して、投資に関する助言を提供した。第2に、Fの詐欺的行為は、証券の募集、購入、または売却に関連していた。Fは事前の許可なしにR社の資金を複数の口座に不正に送金したほか、R社の資金の状態を虚偽に報告するなどした。本件では、「議会は投資顧問法を、詐欺防止のために制定した他の連邦証券諸法と同様、厳密かつ制限的に解釈するのではなく、その救済目的を達成するために柔軟に解釈することを意図していた」⁸²⁾との最高裁判決が引用された。第3に、Fは顧客から報酬を受け取っていないが、投資が成功した暁には、利益の割合に応じた手数料という形で、提供した投資顧問サービスの対価として報酬を受け取ることを認識していた。

Fらは控訴したが、控訴審でも地裁の判断が支持された。

イ Stein 事件

本件では⁸³⁾、Alexander V. Stein (以下「S」という)が、高額なリターンを保証した投資スキームを通じて、複数の投資者から総額600万ドル以上を詐取した。Sは、集めた資金を投機的な投資や、個人的な用途に流用していた。SECは、Sが証券詐欺罪で有罪判決を受けたことから、投資顧問法203条(f)に基づき、公益上の必要性から、Sを投資顧問業から排除することが適切と判断した。これに対してSは、証券詐欺の事実は認めつつも、自身はSECに登録された投資顧問業者ではなかったことなどから、SECには、投資顧問法に基づく処分権限が存在しない旨を主張した。しかしながら、以下の点から、Sは投資顧問業に該当すると結論付けられた。

前提として、法203条(f)に基づくSECの権限は、法人または個人がSECに投資顧問として登録していたか否かに依存せず、投資顧問として実際に活動していたか否かに依存すると指摘した。この点、Sは、顧客に対して投資顧問を自称していたほか、集めた資金の一部を私的な用途に流用したことにより、投資顧問サービスに対する報酬を受領していたと指摘された。

81) SEC v. Fife, 311 F. 3d 1 (1st Cir. 2002).

82) SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963).

83) *In re Alexander V. Stein*, Investment Advisers Act Release No. 1497 (June 8, 1995).

(2) 日本法上の「報酬」への該当性に関する再検討

米国投資顧問法に関する以上の検討も踏まえ、金商法上の報酬への該当性について改めて論じる。

第1に、無料発信型フィンフルエンサーは、自身の投稿する投資関連コンテンツが、フォロワーのエンゲージメント等を通じて、SMPからの収益に繋がることを認識して行為している。すなわち、名目上は無料で動画等により「助言」を提供しているが、その反復継続的な行為により、収益の獲得を企図していることは明らかである。そもそも、主要なSMPの収益化プログラムに参加するには、アカウント保有者自身による能動的な登録が必要であり、換言すれば、いわば勝手に収益が発生するわけではないため、自身のコンテンツから報酬を得ようとする意思が明らかに存在する。Fife事件は、現時点で報酬の直接的な収受がなくとも、行為の対価として、将来的に報酬を得られることを行為者が認識している場合には、実質的に報酬を受領しているものと判断された。この点、フィンフルエンサーが、自身のコンテンツが一定の注目を集めた暁には、それに応じた収益を得られると認識している状況は、Fife事件の構造と本質的に軌を一にするものである。

第2に、Stein事件は、報酬の概念を正規の対価として受領する金銭等に限定せず、サービスの提供に付随して不正に獲得した利益にまで拡げた点で、「報酬」の実質性を極めて重視した解釈を行った。報酬概念のこのような包摂性を参考に金商法を解釈するのであれば、SMPからの収益を金商法上の報酬として認識する余地が存在するものと思われる。

もっとも、Fife事件およびStein事件は、投資顧問業に該当するとされた者が、投資顧問サービスを提供した「相手方」から対価（に相当し得るもの）を受領した事案であることには留意を要する。つまり、あくまでも「相手方」からの対価（報酬）を拡張的に解釈した事案であり、「第三者」からの報酬に関する解釈を示した事案ではない。したがって、SMPという第三者からの報酬を、投資助言の対価として見做すことを直接的にサポートするものではない。しかしながら、SMP等からの収益は実質的に報酬に該当し得るとのSEC投資家諮問委員会の上述の見解と併せつつ、報酬概念を拡張的に捉える点を参考に金商法を解釈すれば、SMPからの収益を投資助言の対価として捉える余地はあるものと思われる。

(3) 金融商品仲介業者との区別

第三者であるSMPからの収益を実質的な「報酬」と捉える本稿の解釈に対しては、金融商品仲介業者との比較の観点から批判が想定される。

まず、金融商品仲介業者が顧客に対して投資助言の提供に当たる行為をしたとしても、投資助言葉には該当しないと解されている。この根拠の一つは、金融商品仲介業者は顧客から報酬を得るのではなく、仲介先の金融商品取引業者（という第三者）から報酬を得るため、投資助言葉の構成要件である「相手方からの報酬」に該当しないことにあると考えられ

る⁸⁴⁾。この点、フィンフルエンサーがフォロワー等（顧客に相当する者）からの注目の度合いに比例してSMPから報酬を得ることをもって「報酬を得て助言をしている」（すなわち、投資助言業に該当する）と整理する場合、アナロジーで、金融商品取引の仲介数に応じて仲介先業者から報酬を得る金融商品仲介業者も「報酬を得て助言をしている」と解されるのではないか、という指摘があり得る。これに対して、以下2点を述べたい。

第1に、私見も上記指摘に首肯するところであり、少なくとも投資助言の解釈論で両者を無理に区別することは困難であると考ええる。むしろ、両者が提供するサービスの機能に着目し、「投資助言」という同様のサービスを提供する場合には、原則として同様の規制を課すべきであると考ええる。金融商品仲介業の文脈とは異なるが、米国では、ブローカー・ディーラーによる投資推奨と投資アドバイザーによる投資助言は顧客側からは同等のサービスであることを正面から認め、両者に同様の規制を課すことを目指しており、こうした点は日本でも参考にすべきとの指摘がある⁸⁵⁾。私見でも、いわゆる“same service, same risk, same rule”の原則に則った制度設計が望ましいと考える⁸⁶⁾。

第2に、しかしながら、両者の「助言」を区別するとすれば、何に対する対価として報酬が発生しているかという点に差異を見出せるものと思われる。金融商品仲介業者の役割は、あくまで特定の金融商品取引への仲介であり、投資助言は取引の成立に付随するものである。顧客が証券会社に口座開設や資産預入を行い、金融取引を実行することによって、仲介業者は手数料（コミッション）を得る⁸⁷⁾。このため、仲介業者が証券会社から得る報酬は、金融取引の成立に一定程度明確に紐づくと考えられる。これに対し、フィンフルエンサーがSMPから得る報酬は、フォロワー等の取引の実行・成立の有無を問わない。フィンフルエンサーは、フォロワー等のアテンションを集めるための「助言」（コンテンツの投稿等）そのものによって報酬を得ている。このように、両者は形式的には第三者からの報酬という類

84) こうした区別は、第一種金融商品取引業者（証券会社）と投資助言業者との区別においても同様の判断枠組みである。すなわち、実務上、投資助言業者だけではなく、第一種金融商品取引業者も、金融商品の販売の勧誘に際して有価証券の価値等に関して顧客に助言を行っている。しかし、投資助言業は助言に対して相手方が報酬を支払うことが要件とされているから、無償で投資助言サービスを提供する限り、投資助言にかかる規制が課されることはないと解される。つまり、証券会社は、ブローカーとしての投資助言を無償で提供するものとされていることから、投資助言業の規制の外に置かれている。以上の整理につき、松尾健一「アメリカにおける投資助言サービスの規制」金融商品取引法研究会編・前掲注48) 53-54頁。

85) 松尾・前掲注84) 73頁。

86) 若干付言すれば、現行の制度的枠組みでは、助言の「有償」、「無償」によって適用されるルールが異なるため、例えば、証券会社等が残高連動手数を収受して助言を行う場合、同様の助言行為であっても、当該残高連動手数が助言の報酬と解されるか否かによって、証券会社等にかかる義務が異なり得ると解される。金融審議会市場制度ワーキング・グループ・前掲注62) 14頁。制度設計にあたっては、証券会社等のビジネスモデルや取引慣行、業界構造の変化を考慮することが強く望まれる。

87) 金融商品仲介業者のビジネスモデルおよびその実態に関しては、金融審議会市場ワーキング・グループ「事務局説明資料（金融商品仲介業者に関する調査）」（2019年4月24日）を参照。

似性を有するが、その報酬が主として取引成立の対価なのか、助言の対価なのかという点で区別可能であると思われる。

6. 小括

本章では、実質面を考慮し、無料発信型フィンフルエンサーによる行為が、金商法上の投資助言葉務に該当し得ると解釈することには一定の妥当性があることを示した。こうしたやや拡張的な解釈は、SMPが一般化した現代において、投資者保護の観点から不可欠である。第1に、助言（情報）の提供の仕組みが複雑化したとしても、投資助言葉務の本質自体は変わらない。投資者の利益を侵害し、市場の健全性を損なう助言行為は、その形態に関わらず規制されるべきである。第2に、フィンフルエンサーとフォロワー等の間には強固な信頼関係が築かれやすく、その「助言」は投資判断の重要な材料となり得る。フォロワー等の信頼を保護する適切な法的義務（忠実義務、善管注意義務等）を課すことは、往々にして匿名の無責任な「助言」から投資者を保護するために不可欠であると思われる。なお、付言すると、SMPからの収益を投資助言葉の「報酬」と認識することが仮に困難であるとすれば、前述のとおり、その場合には報酬要件の妥当性を議論するべきであり、無償の投資助言にも一定の義務（利益相反管理義務や注意義務）を課す方向で検討するべきと考える。

IV. 投資情報出版業の除外に関する検討

本章では、無料発信型フィンフルエンサーによるSMPでの発信が、定義上、新聞等除外規定（Ⅱ章2節（1）参照）に該当するかにつき検討する。

1. 新聞等除外規定の背景および内容

旧投資顧問業法の制定時、投資顧問契約の定義（2条）に関して、憲法上の表現の自由との調整が図られた⁸⁸⁾。法の制定に向けて検討を行った証券取引審議会は、1985年公表の「証券投資顧問業の在り方について（答申）」（以下「答申」という）において、投資情報出版業者（新聞、雑誌、ニューズレター等各種の出版物、情報媒体により、投資助言を含む投資情報を提供することを主たる業務とする者）に対する新たな法規制を行うにあたっては、①投資情報出版業を含めなければ、法規制は実効を期し難いかどうか、②憲法が保障する言論の自由・出版の自由との兼ね合いをどう考えるべきかの2点を検討するべきと提言した⁸⁹⁾。こ

88) 松元崇「証券投資家被害の防止 一有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」ジュリスト865号（1986）64頁。

89) 資本市場研究会編『証券投資顧問業の在り方について 一証券取引審議会答申一』（財経詳報社、1985）46頁。

の際、後述の米国のLowe事件を参考事例として提示した⁹⁰⁾。

その後、1986年に制定された旧投資顧問業法では、「新聞、雑誌、書籍等不特定多数の者に販売することを目的として発行されるもので、不特定多数の者により随時に購入可能なもの」は適用除外とされた⁹¹⁾。金商法上の新聞等除外規定は、これを継受したものである。

定義上、新聞等除外規定は「文書」に限定してかかっているため、SMP上のコンテンツが除外の対象となるのかは法文上で必ずしも明らかではないが、解釈上は、「文書」に限定されず、SMPも包含される「その他の方法」にも適用して判断されると解されている⁹²⁾。また、金融行政上でも、投資助言・代理業に該当しない行為として、「不特定多数の者を対象として、不特定多数の者が随時に購入可能な方法により、有価証券の価値等又は金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を提供する行為」を挙げており⁹³⁾、除外の対象を「文書」に限定する解釈とはなっていない。

以上の解釈は、答申の趣旨にも妥当する。そもそも答申では、投資情報出版業者を「新聞…等各種の出版物、情報媒体」としており、媒体を限定する意図はみられない。法規制の対象を、基本的に顧客との間で個別・相対で助言を行う投資顧問契約を締結する者に限定すべきと提言しているとおおり⁹⁴⁾、情報媒体の形式ではなく、情報の「個別・相対性」を本質的な判断基準としている。

2. 米国の裁判例

本節では、米国投資顧問法上の「出版物除外規定」(Ⅲ章5節(1)参照)の適用に関する3つの事案を分析し、日本法への示唆を探る。

(1) Lowe事件

① 概要

上告人のLowe(以下「L」という)は、投資顧問業者として登録されていた法人の社長であり、かつ、主要な株主であった。Lが投資関連の複数の罪で有罪判決を受けたためSECは当該法人の投資顧問登録を取り消し、Lが投資顧問業者と一切関係を持たないように命じた。しかし、Lらは命令を無視し、投資顧問としての業務を継続した。これに対してSECは、L

90) 資本市場研究会編・前掲注89) 48頁。

91) 投資顧問業関係法令研究会編・前掲注10) 7頁。

92) 投資顧問業関係法令研究会編・前掲注10) 8頁。

93) 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和7年7月)」Ⅶ-3-1(2)②イ。更に、投資分析ツール等のコンピュータソフトウェアの販売行為を例示し、店頭販売や、ネットワーク経由のダウンロード販売等により、誰でも、いつでも自由にコンピュータソフトウェアの投資分析アルゴリズム・その他機能等から判断して、当該ソフトウェアを購入できる状態にある場合には、投資助言業に該当しないとす(同イb.)。

94) 資本市場研究会編・前掲注89) 49頁。

らは無登録で投資顧問業務に従事している点で投資顧問法に違反すると主張するとともに、Lらが投資に関する助言や解説を含む有料のニューズレターを隔週で発行することは、SECの先の命令にも違反するとして、ニューズレターの差止命令を求めた。

第一審は、Lらの出版物（ニューズレター）は、表現の自由を定めた合衆国憲法修正第1条によって保護されるとし、SECの差止命令を退けた。しかし、控訴審は原判決を破棄し、Lらは無登録の投資顧問であり、また、当該出版物は出版物除外規定に含まれないとして、SECの訴えを認めた。これに対して、Lらが連邦最高裁に上告したのが本件である⁹⁵⁾。

② 内容

最高裁は、SECの主張を認めず、控訴審判決を取り消した。

まず、出版物除外規定自体には極めて広範な用語が用いられており、2つの要件、すなわち、出版物が「善意」であり、かつ「一般的かつ定期的に発行されている」限り、あらゆる新聞、商業・金融関係の出版物が対象に含まれるとした。そして、当該2つの要件によって、「売り逃げの予想紙（hit and run tipsters）」や「扇動的な媒体（touts）」と、純粋（genuine）な出版社とが厳密に区別されるとした。

これらの条件に必ずしも明確な定義はないが、善意の出版物とは、扇動的な媒体が流布する宣伝資料とは異なり、中立的な論評や分析を含むという点で、純粋であろうとの見方を示した。また、一般的かつ定期的な発行とは、「株式売買に関する速報を随時発信する者」や「売り逃げの予想紙」を含むものではないとした。この点で、Lらのニューズレターの内容は完全に中立的であり、（証券市場の動向に合わせたものではないという意味で、）定期的なスケジュールに沿って広汎な大衆に提供されていたため、以上2つの要件を満たすとした。

これに加えて、最高裁は、法令上に明文の規定はないが、第3の要件を提示した。まず、投資顧問法の適用対象は、投資助言の専門職に従事する人々、つまり、書面・口頭によるかを問わず、顧客の関心に合わせた属人的な助言（personalized advice）を提供する人々を意図していると指摘した。この点、出版物が特定の証券に関する助言や論評を含むことのみをもって、専門的な投資顧問業者として認識されるような属人的な性格を帯びることはないとした。Lらのニューズレターは、特定のポートフォリオや特定の顧客のニーズに合わせた属人的な助言を提供しておらず、投資顧問法の中心的な規制目的に合致しないと判断した。むしろ、当該ニューズレターは、自由で開かれた市場で、一般大衆向けに販売されていると判断した。

以上3つの要件を満たすことから、Lらには出版物除外規定が適用されるとした⁹⁶⁾。

95) *Lowe v. SEC*, 472 U.S. 181 (1985).

96) *Lowe* 事件では投資顧問の適用除外を広く認め、憲法問題が生じる余地を少なくすることで問題の解決を図ったが、一方で、適用除外の拡大により憲法上の問題を克服したとしても、この場合には、投資顧問法の詐欺防止規定の適用が不可能になってしまうとの批判がある。川口恭弘「ウェブ・サイトを利用した銘柄推奨に対する規制」商事法務1606号（2001）42頁。

(2) Park 事件

① 概要

本件は、ソーシャル・メディア黎明期の裁判例である⁹⁷⁾。Park (以下「P」という)は、会社を設立のうえ、「Tokyo-joe.com」などのウェブサイトを開設・運営していた。同サイトは、一般に公開されている一般用エリアと、有料会員のみアクセス可能な会員用エリアにより構成されていた。会員用エリアでは、Pの推奨銘柄が公開されたほか、エリア内に設置されたチャットルームでは、推奨銘柄やその他の投資助言について、Pと会員の間で双方向のやり取りが可能であった。SECは、Pがその影響力を悪用し、スキヤルピング⁹⁸⁾などの不正行為を行っていたほか、株式の譲渡を見返りにしていることを隠し、特定企業の銘柄の購入を扇動した (touted) と主張した。SECが、Pは投資顧問法等に違反する旨を主張したのに対し、Pは、属人的な投資助言を提供していないため、同法の適用対象ではないと主張した。

② 内容

Lowe 事件で示された3つの要件に沿って判断された。

第1の要件である「善意であること」に関して、Pはウェブサイト上で、誇張した推奨や誤解を招くようなパフォーマンス結果を投稿する等の方法を用いて、購読者に特定の株式の売買や保有を勧めていた。加えて、SECが主張するところでは、Pらは、扇動的な媒体 (tout) として、自身が利害関係を有する、または、推奨の見返りに報酬を受け取っていた銘柄を宣伝していた。

第2の要件である「一般的かつ定期的な発行」に関して、定期的な出版物というためには、特定の市場活動、あるいは証券業界に影響を与える、または影響を与える可能性のある出来事に合わせて発行のタイミングが計られていないことが必要とした。SECの主張するところでは、Pは自身の保有銘柄の株価をつり上げたりするために、不定期に会員に電子メールを送信し、助言を行っていた。これらの主張が事実であれば、Pの出版物は、第2の要件を満たさないとした。

第3の要件である「属人的な助言を含まないこと」に関して、Pらは、個々の会員にメールを直接送信し、推奨銘柄を購読者に個別に助言していた。加えて、チャットルームでは、購読者からの個別の質問に回答していた。Pらは、チャットルームで言及したのは単にP自身の選択銘柄であり、購読者毎のニーズに合わせた助言ではなかった旨を主張した。しかしながら、Pの選択銘柄が、購読者の選択・購入銘柄にしばしばなっていた事実は見逃せない指摘された。

97) SEC v. Park, 99 F. Supp. 2d 889 (N.D. Ill. 2000).

98) 自己の提供する助言等を利用して顧客に損害を与えつつ、自己の利益を図る行為。黒沼・前掲注20) 752頁。典型的には、自身の保有銘柄を推奨し、価格をつり上げた後、売り抜けて利益を得る行為がある。

以上を踏まえ、Pの出版物は出版物除外規定の3つの適用要件を満たさず、Pは投資顧問に該当すると判示された。

(3) Seeking Alpha 事件

① 概要

Seeking Alpha社(以下「SA社」という)は、株式市場に関する情報を発信するウェブサイトを運営し、有料サービスを提供している。本件は、SA社が投資顧問に該当するか否か、より具体的には前述の出版物除外規定の適用可否が主たる争点となった事案である⁹⁹⁾。

SA社の有料会員は、自身の証券口座やポートフォリオをSA社のサービスに連携させることで、保有銘柄に関するレーティングの変更、新たな推奨、あるいは「パフォーマンスが悪化するリスクが高い」といった警告アラート・通知を受け取ることが可能である。加えて、有料会員は自分の投資スタイルや選好に基づき条件を設定し、投資対象候補を絞り込む(スクリーニング)機能や、複数銘柄を比較する機能も利用可能である。

原告はSA社の有料会員であり、SA社は投資顧問に該当するにもかかわらず、その登録を行っていないと主張し、未登録の投資顧問とのサービス契約は無効であるとして、当該契約の取り消しおよび損害賠償を請求した。なお、本件は集団訴訟として提起された。

② 内容

裁判所は、原告らが「SA社が投資顧問に該当し、かつ、出版物除外規定の適用要件を満たさないこと」を立証できていないとして、SA社の訴え棄却の申立てを認容した。

本件で裁判所は、Lowe事件で示された基準に基づき、SA社の有料サービスが出版物除外規定の要件を満たしているか否かを検討した。

第1に、裁判所はSA社の出版物が「一般的かつ定期的な発行」の要件を満たすと判断した。まず、裁判所は、SA社の株式投資データが、速報ニュースへの対応を含めて、毎日かつ継続的に更新されている実態を指摘した。そのうえで、速報ニュースの発生に応じて随時更新されることが期待される出版物は、辞書的な意味での「regular(定期的)」という用語の通常の語義に含まれるとした。更に、裁判所は当該要件の趣旨に立ち返り、Lowe事件が規制対象として想定したのは、不正の意図を有した「予想紙」(tipsters)や「扇動的な媒体」(touts)であり、こうした者は、自らの取引に有利になるように、特定の市場活動等に発行のタイミングを計っているとの認識を示した。この点、SA社の随時の情報発信は、このような不正な意図に基づくものではなく、市場概況に応じた一般的な情報発信であり、「一般的かつ定期的な発行」に該当すると判断した。加えて、裁判所は、原告が「出版物除外規定の適用は、出版物が厳密に測定された予測可能な間隔(at strictly measured, predictable in-

99) Lingley et al. v. Seeking Alpha Inc., 23 Civ. 5849 (S.D.N.Y. 2024).

tervals) でのみ更新または配布される場合に限定するべき」とのルールを期待しているように見受けられるとしたうえで、仮にそのようなルールを採用した場合には、最新情報を随時に発行する、現代の事実上すべての金融情報報道機関に対して除外規定を適用することが不可能になるだろうと指摘した¹⁰⁰⁾。

第2に、裁判所は、SA社の出版物が属人化された助言に該当しないと判断した。原告は、有料会員が自己のポートフォリオをSA社のサービスに連携させることで、自身の投資に関連する通知・アラート等を受領可能であり、この点で属人化されていると主張した。しかしながら裁判所は、これらの機能は、一般に入手可能なコンテンツを購読者が選別（フィルター）することを可能とするに過ぎないと分析した。裁判所は、「非属人的で、中立的な、一般に入手可能なコンテンツが、フィルターにかかった途端に属人化・個別化されたものになる、というもっともらしい推論を支持するものではない」と結論付けたうえで、SA社の出版物（サービス）は属人的な助言を含まず、したがって、出版物除外規定の要件を満たすと判断した。

3. 日本法への示唆

金商法上の新聞等除外規定の解釈にあたっては、答申でもLowe事件に明示的に言及したことから、米国の議論を参考にすることは適切である。特に、ウェブサイトへの適用を検討したPark事件およびSA事件は、現代のSMPへの適用を検討する上で示唆に富む。以下、米国の事例等も参考にしつつ、無料発信型フィンフルエンサーに新聞等除外規定を適用することは適切ではないことを示す。

(1) 善意および一般的かつ定期的な発行の観点

SMP上のコンテンツは、その性質上、国境さえ関係なく不特定多数の者に対して発信されるものであり、不特定多数の者が自由に閲覧できるものであるため、少なくとも形式上は新聞等と同様に適用除外の要件を満たすように見える。しかしながら、適用除外となる新聞等の性質を、米国法における解釈を参考に、①善意の内容から構成され、②一般的かつ定期的に発行されているものと捉えると、無料発信型フィンフルエンサーのコンテンツが必ずしも①・②を満たすとは言えない。

SMP上の投稿は、内容によっては、誇張した推奨や誤解を招くような運用成績を含むも

100) なお、オンラインの新聞や雑誌と、Park事件におけるParkらの情報発信とを「定期的」という要件で区別することが難しいことは以前より指摘されていた。川口・前掲注96) 42頁参照。すなわち、現代では、新聞（社）もウェブサイトを有しており、刻々と変化する情勢に応じて、オンライン記事を随時発信している。この際、少なくとも「一般的かつ定期的」という要素のみから、新聞等とSMPを合理的に区別することは難しいという趣旨の指摘であった。

のが散見される。例えば、自身の保有する銘柄を一生安心して保有できる銘柄として盛んに推奨する、特定の投資信託銘柄をあたかも元本保証かのように安全性の高い投資であると喧伝するなど、米国でいう「売り逃げの予想紙」や「扇動的な媒体」に類似すると思しき無料発信型フィンフルエンサーも一定数存在する。こうしたケースに限れば、常に「①善意」とはいえず、投資者の要保護性を勘案すれば、(金商法上の不公正取引の論点は一旦脇に置くとして、) 少なくとも新聞等除外規定により除外する必要性は低いように思われる。

また、「②一般的かつ定期的な発行」にSMPのコンテンツが必ずしも該当するとは限らない。SA事件判決では、「定期的な発行」であるか否かを、「厳密に測定された予測可能な間隔」といった機械的な基準で判断することを回避し、不正の意図を有して特定の市場活動等に発行のタイミングを合わせているか否かを重視する理論構成を展開した。つまり、ニュース速報への純粋な随時対応と、不正の意図を有した扇動的な情報発信(“tipsters”や“tout”)とを区別し、前者の場合には(発行間隔が規則的でないとしても)出版物除外規定の適用対象であるとの解釈が示された。私見では、このような解釈はリアルタイムでの情報発信が常態化している現代の金融情報報道の実態に即しており、妥当な判断枠組みであると評価する。

いつでも手軽に情報発信が可能であるSMPの特性を生かし、大多数のフィンフルエンサーは情報を随時発信する。この点、SA事件判決を参考にすれば、随時に情報発信をしているから、即座に「定期的な発行」ではないと判断することは適当ではない。しかしながら、アテンションを集めるために、SMP上の時々のトレンドに乗じて、フィンフルエンサーが誇張した推奨や誤解を招く表現を用いて投資判断等を提供する形で情報発信を行う場合には、不正の意図を有してタイミングを計っている面が認められ、「一般的かつ定期的な発行」の要素を満たさないと評価する余地があり得ると考えられる。

(2) 個別・相対性の観点

金融庁の監督指針にもあるとおり、インターネット等の情報通信技術を利用することにより個別・相対性の高い投資情報等を提供する場合には、投資助言業としての登録が必要になる¹⁰¹⁾。これは、米国の出版物除外規定上の第3の要件である「属人的な助言を含まないこと」に対応すると捉えられる。

個別・相対性には、①相手方の財産状態、投資目的等に応じて顧客ごとの運用のための助言をするという意味合いと、②相手方の財産状態等を問うことなく、しかし少数の人を相手に助言を提供するという意味合いの2つが含まれるとの指摘がある¹⁰²⁾。この点では、例えば、

101) 金融庁・前掲注93) VII-3-1(2)②イ。

102) 特別研究会・前掲注63) 59頁〔神崎克郎教授発言〕。

SMPのDM機能を利用することで、特に①の意味合いでの個別・相対性の高い助言を行うことは可能である。また、リプライ機能等の活用により特定のアカウントに対して反応することによって、特に②の意味合いでの助言も可能である。このような限定的な場面では、個別・相対性のある助言が提供されていると解釈するべきである。

以上に加え、現段階ではあくまでも問題意識の提示に留まるが、テクノロジーの発展を踏まえれば、フィンフルエンサーの発信における個別・相対性をより拡張的に解釈する余地があるものと捉える。すなわち、アテンション・エコノミーの観点から見過ごせない点として、SMPのアルゴリズムによる情報の属人化がある。新聞や雑誌が不特定多数の読者に対して画一的な情報を提供するのに対し、SMPでは、アルゴリズムが個々のユーザーの閲覧履歴や「いいね」といったエンゲージメントを分析し、そのユーザーの関心に適合すると推測される投稿が優先的に表示される。このプロセスにより、表面的には不特定多数に向けた発信でありながら、実質的にはフォロワー等に対して最適化された、極めて個別・相対性の高い「助言」が行われていると評価する余地がある¹⁰³⁾。この点は、上記のLowe事件で示された「属人的な助言」に類する状況を、最新のテクノロジーが作り出しているとも捉えられる¹⁰⁴⁾。

確かにフィンフルエンサーは、「顧客」となり得る個々のユーザー（フォロワー）の具体的な財産状態等の属性情報を必ずしも把握しているわけではないから、また、特定のユーザーを念頭に情報発信を行っているわけではないから、投資助言における伝統的な意味での「個別・相対性」は認められないとの反論が想定される。SA事件判決でも、ユーザーが設定したフィルターにより情報がカスタマイズされ、各人の選好に沿った通知等が配信されたとしても、一般に入手可能なコンテンツが整理され提供されているに過ぎず、属人性は認められないと判断された。

しかしながら、SMPの構造的特性として本稿が着目したい点は、単なる属性情報を念頭に置いた従前の「個別・相対性」というよりも、ユーザーの視聴・検索履歴等に応じてアルゴリズムが情報を属人的に最適化するという意味での新たな「個別・相対性」といえる。SMPのアルゴリズムにより、ユーザーの関心・選好に合致すると推測される情報が提供される場合には、情報の発信元であるフィンフルエンサーがユーザーの財産状況等を把握して

103) 伝統的に法学の世界では「広告」と「勧誘」が区別されてきたが、個人データ分析等により特定個人の属性に合わせて「広告」がパーソナライズ化された場合、殆どの「広告」は「勧誘」カテゴリーへと吸収されていくだろうとの指摘がある。山本・前掲注57) 189-190頁。

104) こうした観点については、ロボアドバイザーを対象とした研究が参考になる。ロボアドバイザーとは、従来は人が担当していた顧客に対する説明やアドバイス、運用等の業務を機械に代替させるようなシステムを指す。ロボアドバイザーの使用有無にかかわらず、提供されるサービスの実質的な内容に応じて既存の規制の適否を検討する態度が適切であると指摘される。森下哲朗『デジタル化・グローバル化時代の金融法』（有斐閣、2022）327、333頁。なお、ロボアドバイザーの中心的な業務は、従来の投資助言業や投資運用業と変わらないので、投資助言・代理業または投資運用業の登録を受けると指摘される。黒沼・前掲注20) 753頁。

いなくとも、ユーザーの投資判断等に対して、適時性をもって影響を及ぼすと思われる。SA 事件では、ユーザーが能動的にフィルタリングして情報を受け取っていたが、SMP の場合には、ユーザーはアルゴリズムで受動的に情報を受け取る。この点、情報の個別・相対性を判断するにあたっては、助言者が顧客の属性情報（一時点の事実ベースの情報）を保有しているか否かのみを基準とするのではなく、情報が個々の受け手に対して実質的にどの程度属人化され、投資判断等に影響を及ぼし得るかという点を重視するべきではないか。フィンフルエンサーは、自らの発信するコンテンツが、自身のフォロワーや、当該情報に関心を有するユーザーに表示されることを認識しているわけである。すなわち、アルゴリズムによって最適化された形で情報が発信・拡散されることを予測しているわけであるから、これらはもはや新聞等除外規定が想定する画一的な情報提供の範囲を超えており、新たな概念としての個別・相対性を有すると解する余地があると思われる。

また、投資者保護の観点から、個別・相対性を広めに解釈することにも妥当性があると考ええる。まず、投資助言業の定義から除外される投資情報出版業とは、顧客の個別的な状況に関係なく、証券の価値または証券取引の可否につき一般的に助言するものであり、上記②の意味合い・態様の投資助言をするものとされる¹⁰⁵⁾。答申では、このような態様に着目し、投資情報出版業を規制の対象外に置こうとしている。しかしながら、一般的な投資助言であっても、投資家が一般にその投資助言を重要なものと考え、それを基礎に自己の投資決定をするときには、投資家としては、そのような投資助言をする投資顧問の業務経験、それが利用する投資分析の方法等を知る正当な利益を有するものであり、投資顧問が投資助言を利用して自己の証券取引を有利に展開することを防止されるべき利益を有すると解される¹⁰⁶⁾。したがって、投資情報出版業が一般的な投資助言をするがゆえにこれを規制の対象外とすることは妥当ではないと指摘される¹⁰⁷⁾。もっとも、市販の新聞・雑誌による投資助言のように、誰でも容易に入手できる方法で提供される投資助言は、その価値が相対的に小さく、投資家としては、一般にそれを重視して自己の投資決定をすることがないものと考えられることから、投資情報出版業のうち、その投資助言の提供が広範かつ無限定のものについては、これを規制の対象外とすることは合理的であるとされる¹⁰⁸⁾。

米国の Park 事件では、「個別・相対性」（属人的な助言）を判断する際、Park 自身の単なる選択銘柄としての提示であっても、有料会員の実際の購入銘柄にしばしばなっていた点は見逃せないと指摘された。無料発信型フィンフルエンサーが、フォロワー毎の個別の状況とは無関係に情報を発信したとしても、その情報を基礎にフォロワーが投資を実行するケース

105) 神崎克郎「投資顧問業の規制 —証取審の答申の検討—」金融法務事情1114号（1986）7頁。

106) 神崎・前掲注105) 7-8頁。

107) 神崎・前掲注105) 8頁。

108) 神崎・前掲注105) 8頁。

が多くみられる場合には、上述の「その価値が相対的に小さく、投資家としては、一般にそれを重視して自己の投資決定をすることがない」状況には必ずしも該当しないこととなる。この場合には、相手方（フォロワー等）の要保護性を考慮し、個別・相対性のある助言として捉える余地があると思われる。

4. 小括

以上のとおり、無料発信型フィンフルエンサーによるSMPでの情報発信は、金商法上の新聞等除外規定の対象として必ずしも馴染まず、投資助言にかかる規制の対象と捉える余地があると思われる。第1に、米国法の解釈を参考にすれば、その投稿内容は必ずしも常に「善意」とは言えず、また、不正の意図を有して市場動向等に応じて随時行われる発信は「一般的かつ定期的」という要件を満たさない可能性がある。第2に、より本質的には、情報の「個別・相対性」という観点からの検討が重要である。広く一般的な情報発信に加えて、それを起点として、DMやリプライ機能を通じた直接的なやり取りが発生しているケースでは、個別・相対性を認めるべきである。また、更なる議論の蓄積が必要であるが、より広範に個別・相対性を認める余地は相応に存在すると思われる。すなわち、SMPのアルゴリズムがフォロワー等の関心に合わせて情報を最適化する機能は、表面的には不特定多数への発信でありながら、実質的には属人化された「助言」に近い状況を生み出している。Park事件が示すように、発信された情報がフォロワーの投資判断に大きな影響を及ぼし得る状況に鑑みれば、その助言の価値は小さいとは言えない。私見では、投資者保護の観点から、こうしたフィンフルエンサーの行為は個別・相対性を有するものと広く解釈することが妥当であり、安易に規制の対象外とするべきではないと考える。

V. 結びに

本稿では、SMPの構造的特性や、それに付随するアテンション・エコノミーの概念も参照しながら、①報酬概念に関する検討、②表現の自由との調整を図った新聞等除外規定に関する検討を通じて、無料発信型フィンフルエンサーが金商法上の投資助言業に該当すると判断することには一定の妥当性があることを示した。ただし、フィンフルエンサーを対象とした法学的研究は十分に蓄積されておらず、本稿についても、無料発信型フィンフルエンサーの投資助言業への該当性に関する1つの見解を提示するにとどまる。前提として、フィンフルエンサーが投資助言業に該当するか否かは、類型だけで紋切り型に判断できるわけではなく、個別事案毎にその内容を精査する必要がある。本稿では、発信内容は投資情報等に関する助言に該当すると大胆に仮定することにより、論点を絞って検討を進めたが、本来は、発信内容に紐付けたより精緻な議論が望ましい。

また、別の課題として、規制上の実効性をどのように担保するかという点に関して、本稿では検討に至らなかった。法理論上で無料発信型フィンフルエンサーが投資助言葉に該当すると整理したとしても、規制の実効性を担保することは容易ではない。その膨大な投稿をリアルタイムに近い形で監視することなどを含めて、規制コストが膨大になるおそれがある¹⁰⁹⁾。

以上のような限界を含みつつも、本稿は、無料発信型フィンフルエンサーに対する規制の在り方について問題提起し、一定の考え方を示すことにより学界に貢献しようとするものである。デジタル化社会に対応した規制枠組みの構築、法解釈のアップデートといった面で、本稿が検討の一助となれば幸いである。

(新潟大学経済科学部准教授)

109) 米国では、SECがフィナンシャル・プランナーを投資顧問法の規制対象とすることを明示したところ、規制対象者が著増し、規制当局の検査体制が機能不全に陥った結果、投資者保護に欠けることとなったと指摘される。三浦康平「米国1940年投資顧問法における投資顧問の定義について（四・完）」同志社法学61巻1号（2009）190頁。

