

ロボアドバイザー・サービスの課題



筑波大学大学院人文社会ビジネス科学学術院教授 木村 真生子

～要旨～

投資一任型のロボアドバイザーを使って投資を始める個人投資家が増え始めている。しかしアメリカで投資顧問サービスのデジタル化を意味するロボアドバイザー・サービスは、わが国では単なる自動投資システムと捉えられている可能性がある。このため、ロボアドバイザー・サービスの利用にあたっては、サービスの利点や欠点、リスクをよく理解しておく必要がある。特に、アルゴリズムによる自動化の潜在的リスクに対処するためには、規制当局等が現行法の解釈のあり方を示し、ガイダンスを策定することも考慮に値する。

ロボアドバイザーは経済性と効率性をもたらし、脆弱な金融消費者にアプローチする。しかし投資行動における人の認知バイアスの影響を考慮すれば、人のアドバイスの必要性はなくなる。サービスの定着・拡大のためにはロボアドバイザーの可能性や限界、フィンテック企業の支援の必要性や投資者保護の在り方などについて精査した上で、より踏み込んだ検討を行うことが必要だろう。

1 はじめに

日本投資顧問業協会が2021年9月9日に公表した最新の「契約資産状況」によると、「ラップ口座」の残高は2021年6月末時点で11兆9,287億円となり、契約件数も122万3,288口座と、過去最高を更新した。新型コロナウイルスの経済社会への影響が顕著になり始めた2020年3月末時点と比べると、口座残高で3兆1,513億円、契約件数で19万5,940件も増えたことになる¹⁾。一方で、この1年3ヵ月の間、オンライン証券会社や投資アプリを使ってオンライン投資を始める人が増加した²⁾。これらのデータを総合的にみると、いわゆる投資一任型のロボアドバイ

ザーを使って投資を始める個人投資家が増えていくことが示唆されているように思われる。

後述するように、ロボアドバイザーは一般に助言型と投資一任型の2種類があるといわれている。このうち、投資一任型のロボアドバイザーは、リテール・ラップ口座（ファンドラップ）の仕組みをオンライン化したものである。つまり、投資家がロボアドバイザーを利用することは、投資一任契約を締結し、資産の運用や管理を金融商品取引業者等（以下「金業者等」という）に委ねることを意味する。金融リテラシーのある投資家ならば、ラップ口座や投資一任契約がどのようなものであるかはおおむね理解し

ていると考えたい。しかし投資経験の浅い投資家はロボアドバイザーを単なる自動投資システムと捉え、システム利用と同時に締結した金商業者等との契約内容について正しい理解をしていない可能性がある。個人投資家向けに対面で投資アドバイスをを行うことが一般的なアメリカなどでは、ロボアドバイザー・サービスは投資顧問営業が対面から非対面に置き換わったものとしてシームレスに捉えられるのに対し、わが国では、個人投資家がファイナンシャル・プランナー（以下「FP」という）や証券外務員などの投資の専門家から資産運用について、有料でアドバイスを受けるという習慣が根付いていない。このため、利用者がロボアドバイザーの性質やリスク、サービスの範囲や限界を理解していないと、長期資産の形成のためのロボアドバイザーの利用が中断されてしまうか、あるいはサービス提供者側との間で紛争に発展する可能性もありうる。

一方で、世界で普及し始めたロボアドバイザー・サービスは、特に欧州では運用資産や利用者数の面で期待されたほど大きな規模に成長していない。ここには、金融サービスに対する一般的な不信感や、自動化されたビジネスモデルに対する理解や認識が不足していること、さらに金融リテラシーの低さが影響しているという指摘がある³⁾。そこで、このような非対面取引の弱点を補うように、現在、投資者の投資ニーズについて投資アドバイザーと話し合う機会を提供する「ハイブリッド型ロボアドバイザー」の利用が注目を集めている。

本稿では、コロナ禍で個人投資家が貯蓄から資産運用に関心を向ける中で、ロボアドバイザー・サービスの利用の拡大に伴う課題を検討する。以下ではまず、「2」でロボアドバイザーの概要や法的位置づけ、ロボアドバイザーの利点や欠

点、リスクについてみたあと、「3」でロボアドバイザー・サービスに係る規制の在り方について検討し、最後に「4」で今後の課題をまとめる。

2 ロボアドバイザー・サービスの概要

(1) ロボアドバイザーとは何か

ロボアドバイザーとは、一般に、顧客の資産状況や投資嗜好、リスク許容度などの顧客情報を活用し、アルゴリズム（データの処理手順）を用いて個人に合わせた投資推奨を行うオンライン・プラットフォームを指す包括的な用語である。ロボアドバイザーには様々な種類があり、個人向けのファイナンシャル・プランニング・ツールからお勧めの金融商品を提示するサービス、投資ポートフォリオの選択や管理を行うプログラムまで多岐にわたる。

ロボアドバイザーの普及過程も一様ではない。アメリカでは伝統的に、投資アドバイスは証券外務員や独立型FPなどから直接受けるものと理解されてきたが、インターネットを通じた証券取引の拡大に伴い、対面が主流であったこれらの金融商品仲介業者の営業方法も変化を余儀なくされた⁴⁾。1990年代後半からはインターネット上で資産配分をすることができる簡易なプログラムが顧客に提供され始め、これが自主規制規則によって追認され（Interpretive Material (IM) 2210-6（現在のFINRA規則2214））、その後、投資分析ツールはフィンテック業者がさまざまな機能を追加することで現在のような形へと変化していった⁵⁾。つまり、アメリカでロボアドバイザーは「自動化された投資顧問プログラム」として理解されている⁶⁾。

これに対して、オーストラリアやイギリス、EU諸国の一部の国では、個人向けの金融アドバイス市場の規制改革によって、結果的に消費者が必要なアドバイスや初歩的な説明を受けら

れない状況、すなわち「アドバイス・ギャップ」が生じ⁷⁾、この格差を埋めるためにロボ・アドバイザーが登場したという認識がある。例えば、イギリスでは、投資顧問市場の低・中位に属する顧客のうち、費用等の問題から投資助言サービスを求めることができない人々に対して、ロボアドバイザー・サービスが普及することにFCA（金融行為監督機構）が大きな期待を寄せた⁸⁾。フィンテック業者によるアドバイス・モデルの開発を支援するために、FCA内に「アドバイス・ユニット」が設置されるなどした。

一方で、わが国では、投資助言サービス自体が普及していないため、諸外国のような投資アドバイスに関する問題関心がないまま、ロボアドバイザーが暗号資産や分散型台帳技術とともにフィンテック技術の1つとして突如現れたという印象がある。また、諸外国と異なり、金融庁や厚生労働省などから、ロボアドバイザー・サービスの利用に関する具体的なコメントは出されていないようである。このようなロボアドバイザーの普及過程の違いを認識することは、個人投資家にロボアドバイザー・サービスの利点やリスクをいかにして伝え、投資運用のためのツールとしてどのように利用してもらうことができるかどうかを検討する上で必要な前提となる。

(2) ロボアドバイザー・サービスの分類

ロボアドバイザー・サービスはサービス内容の違いにより、2つに分類されている。第1は、投資者（ないし金融消費者）のリスク選考や運用方針に合わせて資産ポートフォリオ（構成割合）や個別の有価証券・金融商品の提示を行うもので、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。ロボアドバイザーが潜在顧客を含めた顧客へのサービスの一環として報酬を得ずに行われるものである場合、金融商品取引法（以下「金商法」という）に基づく登録は不要である⁹⁾。ただし、当該ロボアドバイザーが不特定多数の者を対象にするものであっても、インターネット等の情報通信技術を利用することによって、個別・相対性の高い投資情報等を提供する場合や、会員登録等を行わないと投資情報等を購入・利用できない場合は、投資助言・代理業の登録が必要になる¹⁰⁾。また、顧客から報酬を得て行うもので、アドバイスに加え、個別の有価証券・金融商品の提示に関する契約の締結がある場合は、金商法上の投資助言行為に該当するため、投資助言業の登録をしなければならない¹¹⁾。この場合、当該業者は顧客との間で投資顧問契約を締結する。

第2は、このような助言型のシステムが実際の有価証券・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行うもので、「投資一任型」と呼ばれる。大手証券会社が運用するロボアドバイザーはもちろん、フィンテック企業のロボアドバイザーはこのタイプのものが多い。ロボアドバイザー・サービスの提供業者は投資運用業の登録をしなければならず、当該業者は顧客との間で投資一任契約を締結する。

上記のような分類に加え、ロボアドバイザー先進国では、近年、人と機械が融合したハイブリッド型のサービスを行う第3のロボアドバイザーが注目されている。2019年11月のFCAの調査によれば¹²⁾、金融消費者の間にロボ・アドバイスに対する「実質的な抵抗感（substantial resistance）」があることが示された。調査では、高齢者に「ロボ拒絶者（robo refuser）」が多く、

またそのような回答者は金融リテラシーが低い傾向にあることがわかった。高齢者は経済的に重要な局面に立たされていることが多く、年金受給へのアクセスなどの選択肢を検討しているため、リスクの高い決断に対して専門家によるアドバイスを必要としているからである。人間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る者が多いのは、カナダも同様である¹³⁾。カナダではこのような実態を踏まえて、CSA（カナダ証券管理局）が Staff Notice 31-342（Guidance for Portfolio Managers Regarding Online Advice）を公表し、標準となるロボアドバイザーとして、ハイブリッド型を提唱した。わが国でも一部の証券会社によってハイブリッド型のロボアドバイザー・サービスが提供され始めている¹⁴⁾。

ハイブリッド型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、証券外務員などがオンライン相談や電話相談という形で顧客の投資決定にあたりアドバイスを有料で行うものである。当該サービスの提供者は投資助言・代理業と投資運用業の登録が必要であり、サービスの開始時に顧客との間で投資一任契約と投資顧問契約を締結する。このように、現在ロボアドバイザーは3種類のものが存在している。

(3) ロボアドバイザー・サービスの利点と欠点

コンピュータ・システムの客観性、正確性、迅速性により、ロボアドバイザー・サービスは次のような利点をもたらす¹⁵⁾。第1に、人間のアドバイザーの関与を必要としないため、ロボアドバイザーのコスト効率が高くなり、投資者層の拡大や手数料の低減をもたらすことである。すなわち、投資一任サービスを利用する際、ラップ口座であれば最低数千万円、ファンドラップ

では300万円から500万円程度の最低契約金額を要するのに対し、投資一任型ロボアドバイザーでは少額からの投資が可能である。また、高額の手数料によってネットリターンが低くなるラップ口座に比べ、ロボアドバイザーは手数料が少額であり、積立投資も可能なことから、働く世代が長期の資産形成を目指すのに適している。一定の資産を有する者は中長期的な投資計画を有しており、それに見合った価格の洗練された財務アドバイスを必要としない場合があるからである。

第2に、ヒューマンエラーや行動バイアスを排除することで、投資者の非効率な投資を回避することができることである。一般に、投資者は利益率の高い金融商品ばかりに目を向けやすく、適切な資産配分がなされないことがある。しかし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、長く保有し続ければ次第に利益を上げるように設計されている。それに加え、ソフトウェアは市場を恒常的に監視し、市場の動向に応じて顧客のポートフォリオをより迅速に調整することができる¹⁶⁾。

一方で、ロボアドバイザー・サービスには欠点もある。人は認知バイアスの影響で自信過剰になりやすく、リスク許容度などを入力する初期設定の段階は、本来であれば人が最もアドバイスを必要とする場面である。また、ロボアドバイザーを利用して資産形成を目指すそうとする顧客は、しばしば人との会話で処理するのが最適な問題や懸念を抱えている。市場が大きく下落した後は、人は将来の見通しについて、直に専門家と話がしたいと考える。このように、投資の意思決定を行う場面で、人は機械ではな

く、人のアドバイスを必要とすることが多い。

また、ロボアドバイザーのような自動投資システムは便利だが、金融リテラシーの向上には妨げになることもある。投資者は自分が理解できない投資対象には絶対に投資してはならないし、投資アドバイスを盲目的に信頼することも許されるべきではない。ロボアドバイザーでの運用利益が増え始め、投資意欲を持ち始めた投資者がロボアドバイザーでの運用を停止し、さまざまな投資対象に資金を投じようとする際に、誤解した投資一任契約に縛られ、相場の状況によっては口座解約のタイミングを逸することがあるかもしれない。

(4) アルゴリズムとロボアドバイザーの潜在的なリスク

上記では、ロボアドバイザー・サービスを用いた投資運用に係る表層的な問題を欠点として説明したが、ここでは、アルゴリズムに起因するロボアドバイザー・サービスの欠点を潜在的なリスクと捉え、さらに検討を進める。まず、利用者側のリスクを見る。第1に、システムの機能上の欠陥に関するリスクである。投資戦略やアドバイスは客観的なアルゴリズムによって作成されるため、システムが顧客から提供される出力に過度に依存することで、制限やエラーが生じることがある。エラーに係る事例としては、例えば、投資経験の浅い顧客がロボアドバイザーからの質問を誤解し、誤ったデータを入力した場合でも、システムはプログラムとおりに処理を実行するため、顧客は分析結果を信じて投資を行ってしまうことがある。また反対に、システムの特性を悪用して投資者が虚偽のデータを入力すると、投機的な投資を行うことを可能にさせてしまうことがある。制限に係る事例としては、例えば、入力されたデータが正しい

場合でも、自動化されたプログラムは人間のアドバイザーのように直感的な操作ができない分、顧客の投資目的や時間の経過とともに変化する状況などに考慮を及ぼすことができない。また、例えば、男女間の賃金格差やキャリアの分岐点、寿命など、性差によりもたらされる「ジェンダー投資ギャップ」をアルゴリズムが考慮していない場合は少なからずある。さらに、自動化されたツールの最終的な出力が、購入価格の計算や単なる比較である場合には、顧客は他の関連商品の特徴を考慮せずに、最も安い商品を購入するように導かれてしまうことがある。このような例をつぶさに見ると、ロボアドバイザーのアウトプットは、実際には個々の特定の状況やニーズに合わせたものではない可能性があることに気づく。

第2に、過度に単純化されたシステムが人の判断を誤らせるリスクである。自動化されたシステムの説明が簡単な場合、人はすぐに使えると感じてしまう。そのため、顧客はシステムへのデータ入力や促された質問への回答を急ぎ、アドバイスを受けたり、自分の財務に関する意思決定を行ったりするプロセスを拙速に進めてしまうことがある。その結果、リスクを十分に考慮することなく、決断を下す準備ができたと感じてしまうことがある。

第3に、推奨プロセスが不透明である点である。同一顧客の同一プロフィールであっても、アルゴリズムの違いにより、ロボアドバイザーによって異なる資産配分が導き出されることはある。しかし顧客は概してアルゴリズムが具体的にどのように機能するのか、ソフトウェアが下す決定にどのような要素が影響しているのかを理解することが容易ではない。ロボアドバイザー・サービス提供業者が開示するホワイトペーパーを見たとしても、いずれのロボアドバイザー

の分析結果が適切か、判断に迷うこともありうる。つまり、顧客が質問をしたり、自ら調査して必要な情報を集めたりすることができる古典的な投資よりも、投資者と市場の情報の非対称性はさらに大きくなることが予想される。

第4に、ロボアドバイザーの普及に伴うリスクである。自動化ツールが普及し、そのような自動アドバイスのロジックが同様の技術に基づいている場合、かなりの数の顧客が同じ金融商品やサービスに関連して同じ方法で取引をしてしまうという、「群れのリスク (herding risk)」が生じる。この「群れ」の効果がアドバイスの提供時点では考慮されていなかったシステム的な影響をもたらす場合、市場のボラティリティを増大させ、顧客が損失を被る結果となる場合がある。

その他、システムに入力した個人データの目的外利用に対するリスクや、システムの基礎となるアルゴリズムがハッキングされるリスクなどがあり、注意が必要である。

次に、ロボアドバイザー・サービス提供者側（金業者等）のリスクを見る。ロボアドバイザー・サービス提供者は欠陥のある自動化により、訴訟やそれに伴うレピュテーションリスクにさらされる可能性がある。アルゴリズムの設計に誤りがあれば、ツールの出力にも欠陥が生じ、不適切なアドバイスが生成される。この場合、不利益を被った利用者に対して救済措置を講じる義務が生じる可能性が高くなる。自動化ツールの出力に対して開発されたアルゴリズムを精査するための内部監査機能が脆弱な場合、このリスクはより発生しやすくなる。また、アドバイスが行われた時点で、顧客が満たしているプロフィールや市況、利用可能な商品の範囲を考慮してアドバイスが行われ、それが顧客にとって適切であったことを証明するのに十分

な監査証拠を作成し記憶容量を維持しておかなければ、このリスクは深刻化するおそれがある。

訴訟に関するリスクについて敷衍すれば、業務をアウトソーシングする場合、関係当事者間で継続的な責任を規定する具体的な法的合意がないと、ロボアドバイザー提供業者が規制上及び契約上の責任をサービスの最終提供者に不適切に転嫁することがありうる。そして、すべての関係当事者あるいは顧客との間で責任の配分が不明確な場合、ロボアドバイザー・サービス提供業者と顧客、あるいは提供業者とアウトソーシング・プロバイダーとの間で法的紛争が発生する可能性がある。反対に、IT化に伴う中抜き現象 (disintermediation) により、金業者等が慣れないオペレーションに携わる場合は、オペレーショナル・リスクが発生する可能性がある。

3 ロボアドバイザー・サービスに対する規制の在り方

わが国ではロボアドバイザー・サービスの提供者に特化した具体的な規制や指針はないが、投資助言・代理業及び投資運用業に関する金商法上の認可要件を満たすことや業規制に服すること、あるいは関連する金融庁の金業者等に対する監督指針に従うことで、サービスの品質はある程度保証されている。しかし上述したアルゴリズムに特有のリスクを踏まえれば、リスクの発生を未然に防止するためにも、また登録不要の助言型サービスの提供者の啓発や新規参入を促すためにも、ロボアドバイザー・サービスに特化した現行法の解釈のあり方を示したり、ガイダンスを策定したりすることは考慮に値する。

実際に、ロボアドバイザー先進国のアメリカでは、ロボアドバイザー・サービス提供業務に

関する解釈指針が打ち出されており¹⁷⁾、シンガポール金融管理局 (MAS)¹⁸⁾、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) なども、ロボアドバイザー・サービスに関するガイダンスを公表している。そこで、以下では主要な規制上の論点をみる。

(1) 体制整備義務

フィンテック時代の金融サービスでは、インターネット上の表示と実際に稼働していたプログラムとの齟齬がこれまで以上に重要性を増してくる¹⁹⁾。このため、テクノロジーが意図されたとおりに機能していることを保証することがより重要になってくる。オーストラリアでは、ロボアドバイザー・サービス提供業者が負うべき体制整備義務を課している²⁰⁾。具体的には、(1) アルゴリズムの設計や解析などに通じた人的資源を確保すること、(2) 顧客データの保守・管理、将来の技術の進歩に合わせシステム容量を確保するなど、技術的資源に対する配慮を行うこと、(3) システムの堅牢性を保つために、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な業務運営体制を構築・運営し、改善のためのレビューを試みることがある。また、(4) サニティー・テスト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、リスク管理体制を整備しておくことも重要だとしている。さらに、(5) ロボアドバイザー・サービス提供業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。

(2) 顧客を知る義務及び適合性原則の適用と解釈

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、わが国では金商法上、金商業者等に対して明示的にこの義務を課していない²¹⁾。また、ロボアドバイザーは仕組み上、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。したがって、対面取引と同様に、ロボアドバイザー・サービス提供業者は適合性原則 (金商法 40 条 1 号) に基づき、顧客情報の収集義務を遵守する必要がある。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) の原則が遵守されなければならない²²⁾。

その上で、顧客の適合性をチェックするために、どのようなアルゴリズムを考えるのかが問題になる。従来、業者は顧客のリスク許容度を必ずしも正しく測定することができない質問項目を用い、また顧客情報を定量的に分析して、顧客の適合性を審査していた²³⁾。しかしそのことが金融商品の販売者と顧客の間に認識のずれを生み出し、結果として、顧客の意向にそぐわない商品が販売されていたということが考えられる。このため、例えば ESMA (欧州市場監督局) のガイドラインでは、投資の意思決定における顧客の認知バイアスの影響に配慮して適合性のチェックを行うことを求めている²⁴⁾。具体的には、顧客から得る情報が過剰な自己評価に基づくことがないよう、顧客の情報に信頼性と一貫性、整合性があるかどうかをチェックすること、人はリスクを過少評価する傾向があるため、リスクの大きさを直接問うのではなく、負担できる損失の程度を代わりに問うことなどである。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。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。

(3) 開示に関する論点

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²⁵⁾。実際、アメリカでは、2018年12月、ロボアドバイザー・サービス提供者のWealthfront社とHedgeable社が、虚偽または誤解を招くような証言や広告の発行及び配布を禁止する1940年投資顧問法規則206(4)-1違反等を理由に、SEC(米国証券取引委員会)により罰則が課せられた。

翻ってわが国のロボアドバイザー・サービス提供者の広告や宣伝を見ると、「投資経験や知識なしでも始められる」、「時間や手間をかけずに資産運用ができる」という点がやや強調され過ぎているように思われる。たしかにこの文句に偽りはないかもしれないが、例えば投資一任型ロボアドバイザーの場合、自動投資装置特有のリスクや投資一任契約を締結することのデメリットを顧客の意識から遠ざけられているように思われる。投資の意思決定では認知バイアスの影響が避けがたいため²⁶⁾、特に投資経験の浅い者や金融リテラシーの低い者に対する勧誘方法には注意が必要である²⁷⁾。とりわけ、投資一任型のロボアドバイザー・サービスでは、非対面取引であるがゆえに、投資対象として選定される個別の投資信託に関する説明は簡素になりやすい²⁸⁾。対面取引でのラップ口座をめぐる訴訟やあっせん事例をみると、投資一任契約の趣旨を理解しないまま契約がなされ、後に投資対象や運用方法を巡って意見対立が生じることが

少なくないからである。

手数料開示の問題もある。ロボアドバイザーの利用料、すなわちロボアドバイザー・サービス提供者に支払う報酬が安いことが強調されるため、アドバイスの費用だけでなく、ロボアドバイザーが利用する投資商品に関連する費用や手数料が総合的なコストに含まれることが顧客には意識されにくい。しかも、手数料は全て割合(%)で表示されるため、顧客は認知バイアスの影響により、コストがそれほどかかっていないという印象を受けてしまう。すべての手数料を金額として顧客に把握させる取組みが行動経済学の知見からは望ましい²⁹⁾。

4 おわりに ー今後の課題

ロボアドバイザーは経済性と効率性をもたらし、十分なサービスを受けていない金融消費者にアプローチするための一つのルートになりうる³⁰⁾。しかし投資行動における人の認知バイアスの影響や、投資の意思決定における人の行動様式を考慮すれば、自動投資システムとしてのロボアドバイザーができることには限界もある。そうであれば、今後ロボ・アドバイスが人による投資アドバイスに全て置き換わるということにはならないだろう。なぜならば、ロボ・アドバイスすなわち「自動化されたアドバイス」は、規格化された一般的な「金融商品(financial product)のアドバイス」の提供であるところ、人によるアドバイスは「財務アドバイス(financial advice)」だからである。財務アドバイスは一般的または個人的なアドバイスであり、狭い範囲の情報から包括的な金融商品のアドバイスまで多岐にわたる。通常、財務アドバイスには、人が財政上の意思決定を行う際に、影響を与えることを目的とした意見や推奨を提供することが含まれ、個人の財務状況や目的が考慮

されている³¹⁾。これに対して、ロボアドバイザーは推奨する投資信託の数を限定し商品選択の幅を狭めることで、解決が望まれる投資信託の統合・併合という課題を先延ばしさせているように見えなくもない。

ロボアドバイザーの好みは世代を超えて変化するものであり³²⁾、今後数年、数十年の間にロボアドバイザーがどのように進化していくのかは定かではない。しかしロボアドバイザーのデメリットやリスクをよく理解した上で、iDeCoやNISAでの活用方法を検討するなど³³⁾、ロボアドバイザーを上手く資産形成に役立てる方法はあるかもしれない。そのためには、諸外国のように、わが国の規制当局や自主規制機関等がロボアドバイザーの可能性や限界についてよく精査し、フィンテック企業の支援の必要性や投資者保護の在り方などについて、より踏み込んだ検討を進めていくことが必要だろう。

【謝辞】

本稿は、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す。

【注】

- 1) 日本投資顧問業協会のホームページを参照（最終アクセス 2021年9月25日）。
- 2) 大嶋（2020、pp.3-4）。
- 3) BETTER FINANCE（2020、p.20）。
- 4) 米国における投資アドバイスの変遷については、沼田優子（2017、pp.22-23）を参照。
- 5) 木村（2020a、p.33）。
- 6) SEC（2017）、FINRA（2016）を参照。
- 7) 例えば、イギリスでは、2012年から始まったRDR制度（Retail Distribution Review、個人向け金融商品販売制度改革）によって、投資アドバイスに対する報酬の徴収方法が改善されたり、アドバイザーの資格要件の高度化が図られたりしたことにより、アドバイザー数が減少し、対象顧客が富裕層に絞られるなどした（神山哲也（2018、p.106））。オーストラリアも独自のRDR制度であるFOFA（Future of Financial Advice）を導入し、投資アドバイザーが商品を通じて手数料を請求することを禁止したため、アドバイス・ギャップが拡大した。
- 8) FCA（2017）。
- 9) 金融庁（2015）。
- 10) 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅷ-3-1（2）②イを参照。
- 11) 例えば、マネックス証券の「マネックスアドバイザー」は助言型のロボアドバイザーであり、利用開始時に顧客と投資顧問契約を締結している。
- 12) See FCA（2019）。
- 13) 木村（2020a、p.38）。
- 14) フィデリティ証券では「ザ・ハイブリッド」と称するハイブリッド型のロボアドバイザー・サービスを2021年6月から開始した。
- 15) 本論文の2（3）及び2（4）の記述については、Maume（2021、p.11）及びESMA（2015、pp.23-28）を参照している。
- 16) 木村（2020a、p.34、note 12）。
- 17) See SEC（2017）、FINRA（2016）。
- 18) 森下（2020、pp.18-20）。
- 19) 大崎（2019）。
- 20) 木村（2020a、p.35）。
- 21) ただし、日本証券業協会は「協会員の投資勧誘、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いる。
- 22) 日本証券業協会（2006）を参照。
- 23) 木村（2020b、pp.35-42頁）。
- 24) ESMA, *Final Report - Guidelines on Certain Aspects of the MiFID II Suitability Requirements*

/ ESMA-35-43-869 (28 May 2018) , MiFID II Suitability Guideline, supra note (43) , at 43 (3.4 Annex IV – General guidelines 4, 44, 45)

25) 大崎 (2019)。

26) 木村 (2018) を参照。

27) 顧客の利益を優先した投資信託の販売商品の選定や業績評価などの金融機関等の営業姿勢の在り方について、今泉 (2016) を参照。

28) この点、契約締結前交付書面 (金商法 37 条の 3) の交付をする際、また、投資顧問契約や投資一任契約を締結する際に業者側から注意喚起がなされるが、ユーザーインターフェイスが単純化されるインターネット上の表示では、提供すべき情報も簡略化されやすい。他方で、ハイパーリンクの手法が多用され、顧客は大量の資料を提供されることになるが、これらを理解することは容易ではない。これはロボアドバイザー・サービス提供業務に限ったことではなく、インターネット取引一般に係る問題ではあるが、何らかの手立てを講じる必要がありそうである。

29) 木村 (2021、p.26)。

30) Ferguson (2017) .

31) ASIC (2016) .

32) Harris et al (2016) .

33) 齊藤 [沼田発言] (2020)。

【参考文献】

ASIC (2016) , *Regulation Guide 255: Providing Digital Financial Product Advice to Retail Clients* (updated in June, 2021)

<https://asic.gov.au/media/0ylptfow/rg255-published-29-june-2021.pdf>

BETTER FINANCE (2020) , ROBO-ADVICE 5.0: *Can Consumers trust robots?*

<https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/Robo-Advice-Report-2020-25012021.pdf>

ESMA (2015) , *Joint Committee Discussion Paper on Automation in Financial Advice*, JC/2015/080

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2015_080_discussion_paper_on_automation_in_financial_advice.pdf

FCA (2019) , *Robo Advice - will consumers get with the programme?* (Nov. 28, 2019)

<https://www.fca.org.uk/insight/robo-advice-%E2%80%93-will-consumers-get-programme>

Ferguson, Bob, FCA (2017) , *Robo Advice: an FCA perspective* (Speech at 2017 Annual Conference, Westminster and City, Oct. 11, 2017)

<https://www.fca.org.uk/news/speeches/robo-advice-fca-perspective>

FINRA (2016) *Report on Digital Investment Advice*

<https://www.finra.org/sites/default/files/digital-investment-advice-report.pdf>

Harris et al, (2016) , *Consumer Preferences for Banking Technologies by Age*, *International Journal of Bank Marketing*, 34 (4) , pp.587-602

Maume, Philipp (2021) *Robo-advisors, study requested by the ECON committee*,

https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/662928/IPOL_STU662928_EN.pdf

SEC (2017) , *Investor Bulletin: Robo-Advisers* (Feb. 23, 2017)

https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_rob-advisers.html

今泉宣親 (2016) 「投資信託を中心とする個人向け投資商品を販売する金融機関のフィデューシャリー・デューティについての検討」『ソフトウェア研究』26号、pp.71-84

大崎貞和 (2019) 「米国におけるロボアドバイザーによる法令違反の摘発」、NRI ナレッジ・インサイト (2019年1月15日)

<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2019/fis/osaki/0115>

大嶋秀雄 (2020) 「コロナ禍で盛り上がるオンライン投資の定着に向けて～若年層を投資から資産形成へ」導く施策を考える～』『リサーチ・フォーカス』No.2020-031、pp.1-9

神山哲也 (2018) 「英国の投資アドバイスに係る規制改革」『野村資本市場クォーター』2018年春号、pp.105-117

金融庁 (2015) 「FinTech サポートデスクについて」2015年12月14日 (2021年6月28日更新)
<https://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20151214-2.html>

木村真生子 (2018) 「行動経済学と証券規制 (1)」『筑波ロー・ジャーナル』25号、pp.113-148

木村真生子 (2020a) 「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』109号、pp.31-42

木村真生子 (2020b) 「行動経済学と証券規制 (2)」『筑波ロー・ジャーナル』28号、pp.25-42

木村真生子 (2021) 「行動経済学と証券規制 (3完)」『筑波ロー・ジャーナル』30号、pp.1-28

齊藤健二 (2020) 「資産運用もニューノーマル? ロボアドへの期待と課題」〔沼田優子発言〕ITmedia ビジネスオンライン、2020年6月30日
https://www.itmedia.co.jp/business/articles/2006/30/news123_2.html (最終アクセス 2021年9月25日)

日本証券業協会 (2011) 「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方」、2011年2月1日
https://www.jsda.or.jp/about/jishukisei/web-handbook/101_kanri/files/goritekikonkyoGL_200602.pdf

沼田優子 (2017) 「投資アドバイスとは何か: フィデューシャリーとしての米国証券営業担当者の事

例から」『証券経済研究』99号、日本証券経済研究所、pp.19-34

森下哲朗 (2020) 「ロボ・アドバイザーを巡る法的問題」『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』、金融法務研究会報告35、pp.12-25

きむら まきこ
津田塾大学卒業。メリルリンチ日本証券(現:BofA証券)で勤務しながら、筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻で学ぶ。同研究科博士課程へ進学し、博士(法学)を取得。2010年同大学院企業法学専攻助教に就任。2016年から現職。
専門は、商法・会社法。デジタル化と民商法の関係を専門に研究している。

【共書】
弥永真生・宍戸常寿編著『ロボット・AIと法』有斐閣、2018年
松井茂記・鈴木秀美・山口いつ子編『インターネット法』有斐閣、2015年

【論文】
「行動経済学と証券規制 (1) ～ (3完)」『筑波ロー・ジャーナル』25号、28号、30号 (2018年、2020年、2021年)
「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』109号、2020年3月
「会計帳簿閲覧請求権は情報収集権か—アクティビストによる請求権行使から考える—」『Disclosure & IR』14号、2020年8月 など
