

第2章 ロボ・アドバイザーを巡る法的問題

森 下 哲 朗

1 ロボ・アドバイザー

(1) ロボ・アドバイザーとは

「ロボ・アドバイザー」に固まった定義があるわけではない。ここでは、金融取引において、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し、例えば、オンラインを通じた顧客とコンピュータとの応答を通じて得た顧客に関する情報をもとに、アルゴリズムを用いて顧客の属性や嗜好に応じた投資ポートフォリオ等を提案したり、そうした提案を踏まえた顧客からの指示に基づき、顧客からの預かり資産を顧客の属性・嗜好に応じて機械が自動的に運用したり、定期的にメンテナンスをして自動的に組換えを行ったりするものと捉えておきたい⁽¹⁾。

実際にロボ・アドバイザーの提供するサービス、ロボ・アドバイザーのビジネス・モデルは様々であるが、単にアドバイスをするだけではなく、顧客の資産を預かり、ユーザーの運用方針に従った商品の購入、値動きを反映したリバランシングや、ポートフォリオの見直し等も自動的に行ってくるものもある⁽²⁾。我が国では、提供するサービスがアドバイスにとどまるか顧客資産の運用も行うかによって、アドバイス型、投資一任型といった区別が用いられているようである⁽³⁾。その意味では、「ロボ・アドバイザー」とはいうものの、その役割は単なるアドバイザーに限らず、顧客の資産管理をも含み得ることになり、金融規制との関係でも、その提供するサービスにより、投資助言業や投資運用業に関する規制との関係が問題となることになる⁽⁴⁾。

また、顧客の回答に基づき定型化されたいくつかのポートフォリオの中から選択して提案するものもあれば、よりカスタマイズされた提案を行うもの、税務面も考慮したアドバイスを行うものとそうでないもの、人が全く介在せずにロボ・アドバイザーだけでサービスの提供を行うものもあれば、人によるサービスの提供にロボ・アドバイザーを活用するといったタイプのものもある⁽⁵⁾。

-
- (1) 片岡義広・森下国彦編『Fintech 法務ガイド [第2版]』(商事法務、2018) 145頁では、「主にインターネットを通じて顧客からいくつかの質問を受け付け、その回答内容に即して各顧客にふさわしい形で分散化された株式、債券、投資信託、EFTなどの金融関連のラインナップ……を各業者独自の投資アルゴリズムを利用して自動的に組成し、これを顧客に提供する仕組み」とする。
 - (2) ロボ・アドバイザーの機能について、簡単には、おかねのデザイン『ロボアドバイザーの資産運用革命』(金融財政事情研究会、2016) 90頁以下を参照。
 - (3) 例えば、高瀬浩「ペールを脱いだ「ロボアド」 草創期の実力を探る」(2017年8月30日)において、そのような区別が用いられている
(<https://style.nikkei.com/article/DGXMZO20346450U7A820C1000000?channel=DF280120166602>)。また、角田美穂子「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頁(2018)も、アドバイス型と投資一任型があるとする。
 - (4) 片岡他・前掲注(1)147頁以下。
 - (5) Blackrock, Digital Investment Advice: Robo Advisors Come of Age (September 2016) (<https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-digital-investment-advice-september-2016.pdf>), at 4. 例えば、米国の証券取引委員会(SEC)が公表した SEC,

(2) ロボ・アドバイザーの実態

我が国におけるロボ・アドバイザーの利用は、まだ初期の段階にあるとあってよいと思われる⁽⁶⁾。我が国におけるロボ・アドバイザーの認知度について 2017 年 2 月に行われた調査結果では、「利用したことがある」が 2.6%、「知っている」が 3.8%、「聞いたことはあるが、あまり知らない」が 15.0%といった状況であった。但し、認知度には年齢差・性差があり、20 代男性では 46%であったのに対して、50 代男性は 24%、20 代女性は 6%、50 代女性は 4%といった状況であった⁽⁷⁾。2019 年 6 月から 7 月にかけて日経リサーチが実施した調査では、ロボ・アドバイザーの認知度は約 4 割であったが、利用したいとの回答は約 1 割であったとされている⁽⁸⁾。

ロボ・アドバイザーの利用が進んでいるのは米国であり、2018 年時点で 4000 億米ドルを超え、2023 年には 1.5 兆米ドルに及ぶとの見方も示されている⁽⁹⁾。米国では 401(k)プラン加入者への投資顧問サービスの提供等、年金運用分野での利用が進んでいるようである⁽¹⁰⁾。また、ロボ・アドバイザーは、当初はいわゆるミレニアル世代（2000 年代に成人になった世代であり、IT 機器やインターネットが普及した中で育った初めての世代）を主な対象としたものであったが、最近では、既に退職していたり、今後 5 年以内に退職したりするようなシニア層をターゲットにしたロボ・アドバイザーを提供する事業者も登場してきているようである⁽¹¹⁾。

Guidance Update No. 2017-02 (February 2017), Robo-Advisers, at 1 も、”advice is provided by investment advisory personnel using the interactive platform to generate an investment plan that is discussed and refined with the client”といったタイプについてもロボ・アドバイザーと呼んでいる。

- (6) 第 1 回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」議事概要（2017 年 6 月 1 日）8 頁以下（以下、「フォーラム議事録」という）では、THEO というロボ・アドバイザーを運営するお金のデザインの CEO の北澤直氏によって、「米国は、米国はロボアドバイザー発祥の地でありますがけれども、数えられないぐらいの数のロボアドバイザーサービスが出てきておりますし、その中では、いわゆるデジタルロボアドバイザーと呼んでいる、人間の手を全く介さない手前どものようなサービスであったり、RIA（Registered Investment Advisor）という人間の運用アドバイザー、担当者がつくようなサービスがあったり、はたまた 401k に特化していたり、あとは中小企業のオーナーさんに特化したロボアドバイザーとか、どんどん間隙を埋めるようなことが起きていまして、合従連衡を繰り返しながら、今まさに一番顧客にウケるサービスは何かというところの答えがだんだん出つつあるのがアメリカでありますけれども、日本のロボアドバイザーはまさに黎明期ということで、昨年、手前どもを含めて何社かサービスが出てきて、まだまだ認知度はそこまで多くはないというのが正直といった認識でございます」との発言がなされている。この議事録は、<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/forum/2017-06-01/>で閲覧可能である。
- (7) <https://finsight.co.jp/robo-advisor-appreciation/>
- (8) https://moneyworld.jp/news/03_00015475_news
- (9) World Bank Group, Robo-Advisors: Investing through Machines (<http://documents.worldbank.org/curated/en/275041551196836758/pdf/Robo-Advisors-Investing-through-Machines.pdf>) (2019), at 1.
- (10) Frank Chaparro, Wall Street is witnessing a 'third wave of computerization' (Jan. 17, 2017), available at: <http://www.businessinsider.com/money-managers-pair-up-fintechs-to-adapt-in-changing-financial-world-2017-1>. 年金分野におけるロボ・アドバイザーの利用については、拙稿「フィンテックと年金」年金と経済 Vol.36, No.4, 16 頁（2018）で検討した。
- (11) Richard Eisenberg, Robo-Advisors: Not Just for Millennials Anymore? (Dec. 6, 2016), available at: <https://www.forbes.com/sites/nextavenue/2016/12/06/robo-advisors-not-just-for-millennials-anymore/#2eee2bfc2738>

ロボ・アドバイザーは、自動的なアルゴリズムを用いて、どのような資産に投資を振り分けるかを提案するが、多くのアルゴリズムは、1952年に Harry Markowitz により提唱された現代ポートフォリオ理論 (modern portfolio theory) に基づいて構築されているようである⁽¹²⁾。現代ポートフォリオ理論では、分散投資を行うことで、リスクを減らしながら一定のリターンを得ることができるとされているが、そうした分散投資を低コストで行うため、ロボ・アドバイザーは ETF やインデックス・ファンドへの投資を推奨することが多いと指摘されている⁽¹³⁾。

ロボ・アドバイザーの実力はどのようなものか。例えば、わが国の代表的なロボ・アドバイザー事業者の一つである WealthNavi のウェブサイトでは、2016年1月に100万円の運用を開始し、翌日から毎月3万円ずつ積み立てた場合の運用実績を公表しているが、それによれば、リスク許容度にもよるが、16%から23%の利回りが得られたとされている⁽¹⁴⁾。世界的に市場が好調であったことにもよると思われるが、超低金利時代における資産運用のためのツールとしては、評価できる実績なのではないかと思われる。

(3) ロボ・アドバイザーのメリット・デメリット

ロボ・アドバイザーのメリットやデメリットについて、2017年に OECD が公表したレポートでは、ロボ・アドバイザーは、コストを低減し、効率性を向上させるとともに、ユーザー・フレンドリーなインターフェイスの提供によって投資を促進し、投資プロセスをより透明性のある利用しやすいものにするとする。また、感情やバイアス等によって投資アドバイスが歪められる可能性を低下させ、アドバイスの客観性・一貫性・透明性の向上にも資すると指摘している⁽¹⁵⁾。確かに、一般の人たちはなかなか投資アドバイスを利用できないところ、ロボ・アドバイザーによって安価で、かつ、気軽に、一定の質の投資アドバイスを受けられることができるという点は、ロボ・アドバイザーの魅力であり、個人による投資の促進に貢献し得るツールであるといえる。

他方で、ロボ・アドバイザーに特有のリスクも指摘されている。例えば、シンガポールの金融監督当局である MAS が 2017年6月に公表した consultation paper では、ロボ・アドバイザーは顧客への質問とアルゴリズムの組み合わせによって顧客に推薦するポートフォリオを決定するが、コンピュータとのやり取りだけで取引を行うような場合には、アルゴリズムが間違っていたり不適切であったりすることによるリスクや、アドバイスに際して法令によって要求される十分な情報を顧客から取得・分析しないといた事態が生じるリス

(12) World Bank Group, *supra* note 9, at 2.

(13) *Ibid.*

(14) <https://www.wealthnavi.com/performance>

(15) OECD, *Technology and Pensions: The potential for FinTech to transform the way pensions operate and how governments are supporting its development Robo-Advice for Pensions* (2017), at 10ff.

クがあると指摘する⁽¹⁶⁾。また、米国の SEC は 2015 年 9 月、「自動ツールは、不正確であったり、本来あなたの個別の事情に適用することのできないような仮定に依拠することがあります。自動投資ツールは、あなたの固有の事情、例えば、年齢、資産状況やニーズ、投資経験、他の保有財産、税務面、ハイリスク・ハイリターンを望むかどうか、投資期間、現金の必要性、投資目的等の全てを調査しないことがあります。その結果、幾つかのツールは、あなたにとって適切でない投資や資産分散モデルを提示することがあります。」といった Investor Alert を公表している⁽¹⁷⁾。

さらに、前記の OECD のレポートは、ロボ・アドバイザーによるアドバイスについて、従来の投資アドバイスに適用される法令が適用されるのかどうか、適用されるとしてもどのように適用されるのかが不明確な場合があること、業者がロボ・アドバイザーによる推奨の対象となり得る投資商品を当該業者や関係会社にとって都合のよいものに限ることによる利益相反の可能性があること⁽¹⁸⁾、また、ロボ・アドバイザーが自動的に投資の管理やポートフォリオの見直しをしてくれるのは便利であるものの、逆に、投資の継続的な管理をロボ・アドバイザーに任せっきりになってしまうといったリスクもあり、顧客との定期的なコミュニケーションを通じて顧客の関心や関与を維持するための工夫が必要であると指摘している⁽¹⁹⁾。

2 ロボ・アドバイザーと規制

(1) ロボ・アドバイザーと金融法

ロボ・アドバイザーを用いて金融サービスを提供する場合、従来の人によるサービスの提供と、規制の点で何か異なるか。

各国の金融当局の基本的な姿勢は、ロボ・アドバイザーを使うか使わないかに関係なく、規制は提供されるサービスの内容に応じて、同じように適用される、というものである⁽²⁰⁾。

例えば、オーストラリアの証券監督当局である ASIC(Australian Securities and Investment Commission)が 2016 年 8 月に公表した Regulatory Guide では、“This regulatory guide generally builds on existing ASIC guidance and does not introduce new

(16) MAS, Consultation Paper PO11-2017, Provision of Digital Advisory Services (June 2017), at 6.

(17) SEC, Investor Alert: Automated Investment Tools (<https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/autolistingtoolshtm.html>)

(18) OECD, supra note 15, at 12ff.

(19) Id., at 14ff.

(20) 各国の規制の状況を簡単に概観したものとして、カナダの法律事務所である McCarthy Tétrault によるレポート (<https://www.mccarthy.ca/en/insights/blogs/snippets/regulation-online-advisors-international-overview>) (2019 年 3 月) がある。そこでも、“Regulators around the world have taken notice. In principle, regulators have suggested that the registerable activity of investment selection and delivery of investment recommendations or asset allocation models is technology-neutral. This means that the same registration, know your customer (KYC), and information requirements of traditional wealth managers also apply to online advisors.”との見方が示されている。

regulatory concepts. This is because the law is technology neutral, and the obligation applying to the provision of traditional (i.e. non-digital) financial product advice and digital advice are the same”（下線は筆者）と述べている⁽²¹⁾。

米国の SEC も、2017 年 2 月に公表した Investor Bulletin : Robo-Advisers において、“Although the services that they provide are automated, robo-advisers in the U.S. must comply with the securities laws applicable to SEC or state-registered investment advisers.”と同様の立場を示している⁽²²⁾。また、SEC は同じく 2017 年 2 月に公表した Guidance Update (No. 2017-02) Robo-Advisers において、“Robo-advisers, like all registered investment advisers, are subject to the substantive and fiduciary obligations of the Advisers Act”と述べている⁽²³⁾。

シンガポールの Monetary Authority of Singapore (MAS)が 2018 年 10 月に公表したガイドラインも、“The licensing framework embodied in the SFA (注 : Securities and Futures Act) and FAA (注 : Financial Advisers Act) is technology agnostic and is applicable to digital advisers”とする⁽²⁴⁾。

我が国の金融庁も、FinTech サポートデスクのウェブサイトにおいて、以下のような Q&A を公表しており、同様の方針を示している²⁵。

「Q : 投資関連のロボアドバイザーサービスの提供をする場合、金融関係法令上、どのような手続が必要になるか。

A : 一口にロボアドバイザーという場合にもさまざまなタイプがあり、具体的に提供されるサービスの内容に応じて、金融商品取引法に基づく登録の要否、及び、登録が必要な場合のその登録内容は異なります。そのため、詳細は FinTech サポートデスクまでお問い合わせください。

なお、たとえば、各種質問（例. リスク選好）に対する顧客の回答内容を踏まえ、当該顧客に適した「(一般的な) 資産クラス別の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」の提示を行う場合

- 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うもので、当該提示に関する契約の締結はなし

⇒ 金融商品取引法に基づく登録は不要です。

- 顧客から報酬を得て行うもので、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

(21) ASIC, Providing digital financial product advice to retail clients (Regulatory Guide 255), at 5.

(22) https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_robo-advisers.html

(23) SEC, Guidance Update, ROBO-ADVISERS (No. 2017-02). この SEC の Guidance Update について解説したものとして、加藤貴仁「海外金融法の動向 (アメリカ)」金融法研究 33 号 160 頁以下 (2017) を参照。

(24) MAS, Guidelines on Provision of Digital Advisory Services (CMG-G02), at 6.

(25) <https://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20151214-2.html> (令和元年 10 月 7 日更新)

⇒ 金融商品取引法上の投資助言行為に該当するため、投資助言業の登録が必要で
す。」

以上のように、ロボ・アドバイザーを使うかどうかにかかわらず、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考えるという考え方は適切なものであると思わ
れる。

わが国で、ロボ・アドバイザーの利用と金融規制との関係について、これまでに示されて
きている見解も、同様の立場に立ったうえで、既存の金融規制がどのように適用されるか
について検討している。例えば、「その行うロボアドバイザービジネスについて金融商品取引
業の登録が必要になるかどうかは、提供するサービスの内容次第ではあるものの、取り扱う
株式や投資信託（外国の上場 ETF も含む）は金融商品取引法における「有価証券」に該
当する。このことから、たとえば、かかる有価証券の価値等について投資に係るアドバイ
ス業務として行う場合には投資助言・代理業の登録が、顧客から資金運用の一任を受けて、
その資産をロボアドバイザーを用いて運用する行為を業務として行う場合には投資運用業
の登録が、有価証券を市場で買い付けることまでできるサービスを提供する場合には第一種
金融商品取引業の登録が、それぞれ必要かどうかという検討を行う必要がある」といった見
解や⁽²⁶⁾、「ロボ・アドバイザーを利用した投資助言・資産運用サービスを提供する場合、金
商法に基づく金融商品取引業の登録を受けることを検討する必要があります。金融商品取
引業にはいくつかの類型がありますが、提供するサービスの内容によって、①投資助言・代
理業または②投資運用業の登録を受けることが必要となります」との見解が示されている
⁽²⁷⁾。

（２）ロボ・アドバイザー特有のリスクへの対応

上記のように、ロボ・アドバイザーによる金融サービスの提供については、人によるサー
ビスの提供の場合と同様の規制が課されるのが基本であるが、これに加え、ロボ・アドバ
イザーを用いた場合には、ロボ・アドバイザーを用いるが故の特別のリスクが生じる。例
えば、ロボ・アドバイザーのサービスは多くの顧客に対して同じアルゴリズムを用いて行
うため、アルゴリズムに誤りやバイアスが含まれていた場合には、そのロボ・アドバ
イザーを利用する多くの顧客が同時に被害を受けることになる⁽²⁸⁾。

こうしたこともあって、ロボ・アドバイザーを用いて顧客に対して金融サービスを提供し
ようとする際に、特に留意すべき点についてのガイダンスを当局が示している例がある。

例えば、米国の SEC は、既述の 2017 年 2 月の Guidance Update において、米国の投資
顧問法上、業者が投資家に対して負う義務を適切に果たすために、ロボ・アドバイザーの利

(26) 有吉直哉他編著『FinTech ビジネスと法 25 講』（商事法務、2016）133 頁以下。

(27) 片岡他・前掲注(1)147 頁。

(28) MAS, supra note 24, at 11.

用に際して留意すべき点を検討している。具体的には、以下の3点を挙げ、それぞれについて、具体的に留意すべき点を挙げている。

- ① ロボ・アドバイザー及び提供する投資サービスについての投資家に対する開示の内容と方法
- ② 適切なアドバイスを行うというロボ・アドバイザーの義務を果たすために顧客から情報を取得する義務
- ③ 自動化されたアドバイスを提供することに関する特別の懸念点に対処するためのコンプライアンス・プログラムの採用と実施

また、米国の自主規制団体である FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)が2016年に公表したレポートでは、ロボ・アドバイザーを利用する金融業者が果たすべき義務に関する”Principles and Effective Practice”として⁽²⁹⁾、例えば、以下のような事項を挙げている。

- ① ロボ・アドバイザーによってなされるアドバイスが、証券法や FINRA のルールに一致していることを確保するようなガバナンス、監督態勢が整っていること⁽³⁰⁾
- ② ロボ・アドバイザーが提案するポートフォリオについてのガバナンスや監督態勢は、各顧客プロフィール毎のポートフォリオの性格の決定、各ポートフォリオに含まれる証券の選定基準の策定、各ポートフォリオに組み込む証券の決定、出来合いのポートフォリオのパフォーマンスやリスクの検証、利益相反の特定と削減を行うものであること⁽³¹⁾
- ③ 顧客プロフィールの適切さは決定的に重要であり、顧客のプロフィールを正確に理解するために必要な情報の特定、顧客のリスク負担能力とリスク嗜好の調査、矛盾したり一貫しない顧客からの回答の適切な処理、貯蓄ではなく投資を行うこと自体の適切性の調査、顧客のプロフィールに変化がないかを調べるための定期的な顧客へのコンタクト、顧客のプロファイリングのためのツールについて適切にガバナンス・監理をするための態勢の確立が含まれていること⁽³²⁾
- ④ 適合性についての判断をするために必要な情報を入手・分析し、矛盾する回答を適切に処理し、ポートフォリオが適合性ある証券や投資戦略によって構成されているようにすること⁽³³⁾。

また、シンガポールの MAS が 2018 年に公表したガイドラインでは⁽³⁴⁾、①経営陣が責任

(29) FINRA, Report on Digital Investment Advice, March 2016. このレポートの位置付けは、新たな法的な義務を課すようなものではなく、金融業者が採用すべきであると考えられるプラクティスを記載したものとされている。

(30) Id., at 5.

(31) Id., at 7.

(32) Id., at 8.

(33) Id., at 9.

(34) MAS, supra note 24, at 11ff.

をもってアルゴリズムのパフォーマンスのモニタリングや管理ができるような態勢を構築すること、②アルゴリズム等の開発・モニタリング・テストについても経営陣が最終的な責任を負うこと、③テクノロジー・リスクを管理すること、④マネーロンダリングやテロ資金供与対策に万全を期すこと、⑤顧客に対して十分な情報提供を行うこと、⑥顧客に適合した情報を提供すべく、必要な顧客情報を取得するとともに、顧客の知識や経験について確認すること、等が求められている。

以上のような要請を満たすには、相当の人的・金銭的資源と体制整備や、ロボ・アドバイザー特有のリスクに対応した工夫・手当が必要になってくるものと思われるが、特に重要と思われる幾つかの点について、もう少し詳しくみておくこととしたい。

①ロボ・アドバイザーの開発・モニタリング・テスト

シンガポールの MAS のガイドラインでは、ロボ・アドバイザーの開発にあたっては、①アルゴリズムのメソドロジーが十分に頑強なものであること、②顧客に適合したアドバイスをするために必要な全ての情報を取得し十分に分析すること、③投資に適格性を持たない顧客を特定し取引から排除できること、④アルゴリズムに誤りやバイアスがないかを確認するために十分なテストを行うこと、を求めている。また、アルゴリズムが正常に機能しているかどうかを定期的にモニターし、テストすることも求めている⁽³⁵⁾。

②利用者に対する情報の提供

米国 SEC の Guidance Update では、顧客に対する情報提供に関して、ロボ・アドバイザーがサービスを提供する過程で、顧客に対してアルゴリズムの機能や限界・リスク等や、提供されるサービスの範囲（特に、ロボ・アドバイザーが包括的な投資プランを提示すると誤解しないような説明など）について丁寧な情報開示を行うことが求められるとする⁽³⁶⁾。これらは、通常の投資取引の際に事業者求められる投資リスクに関する説明義務とは異なる、ロボ・アドバイザーを用いるが故のリスク等の説明義務である⁽³⁷⁾。

同時に、SEC の Guidance Update では、“Clients may also be unlikely to read or understand disclosures that are dense and that are not in plain English.”、“We therefore remind robo-advisers to carefully consider whether their written disclosures are designed to be effective”として、オンラインのみでやり取りがなされる状況で顧客に対して実質的に説明義務を果たすことの難しさと、事業者による工夫の必要性に関する重要な指摘がなされている⁽³⁸⁾。

(35) Id., at 12ff.

(36) SEC, supra note 23, at 3ff. より詳しくは、片岡他・前掲注(1)172頁以下を参照。

(37) 角田・前掲注(3)38頁以下。

(38) SEC, supra note 23, at 5.

③顧客からの情報収集

ロボ・アドバイザーが期待された役割を果たすためには、顧客について適切なアドバイスをするための前提として、顧客自身を理解するのに必要な情報を取得しなければならず、そうした情報の多くは、ロボ・アドバイザーが行った質問に対して顧客が回答する、といった形で収集される。ロボ・アドバイザーの最大の弱点の一つはこの点にあり、多くの顧客に対して一般的に通用することを想定して予め用意された質問はシンプルに過ぎるか、少なすぎ、顧客の財産状況やニーズを正確に知るためには不十分であることが少なくない⁽³⁹⁾。また、顧客が質問の意味を正確に理解できるか、質問の意味を正確に理解できたとしても正しく回答しているかどうか、といった問題もある（対面の取引の場合であれば、金融機関の職員が顧客の反応をみながら説明を追加したり、顧客の回答に不明確な点や矛盾があれば追加の質問をすることもできる）。

以上のようなロボ・アドバイザーの課題を踏まえ、米国の SEC の Guidance Update では、ロボ・アドバイザーの質問が、顧客に対して事業者が負う適合性原則に基づく義務を果たすうえで十分な情報を顧客から引き出すものとなっているかを考える際の要素として、①ロボ・アドバイザーが投資推奨を行うために十分な情報を引き出すような質問であるかどうか、②各質問は十分に明確であり、必要な場合には追加の質問をするようなものとなっているかどうか、③一貫しない回答がなされた場合の対策がとられているかどうか、といった点を挙げている⁽⁴⁰⁾。

何を質問しなければならないかについて、シンガポールの MAS のガイドラインは、人による取引の場合と同様、投資目的、リスク耐性、勤務状況や財務状況、収入源、現在の投資状況、顧客資産に占める投資金額の割合等についての情報を取得しなければならないというのを原則とする。しかし、MAS のガイドラインにおいて興味深い点は、ロボ・アドバイザーによる取引においては事業者が顧客に不当な影響を及ぼしたり、過剰な勧誘をしたりするリスクは小さいことから、①ロボ・アドバイザーによる取引が完全に自動化されていること、②投資に不適格な顧客を排除する仕組みが組み込まれていること、③顧客が一貫しない質問をした場合には追加の質問をする等の対応策が取られていること、④ロボ・アドバイザーによるアドバイスが顧客の財産状況等を考慮しないでなされていることを顧客に開示すること、⑤投資対象が集団投資スキームに限定されていること、といった条件を満たす場合に限り、投資目的やリスク耐性以外の情報について、完全な情報を取得することまでは求めない、といった方針が示されている点である⁽⁴¹⁾。

④信認義務と利益相反

(39) World Bank Group, *supra* note 9, at 3.

(40) SEC, *supra* note 23, at 6ff. この点につき、角田・前掲注(3)39 頁以下も参照。

(41) MAS, *supra* note 24, at 16ff.

米国の投資顧問業者は顧客に対して信託義務(fiduciary duty)を負うが、マサチューセッツ州証券局が 2016 年 4 月に公表した”Robo-Advisers and State Investment Adviser Registration”と題する Policy Statement では、ロボ・アドバイザーが信託義務を果たすことができるかが検討されている⁽⁴²⁾。そこでは、①ロボ・アドバイザーは幾つかの簡単な質問をして顧客に関する幾つかの情報を収集するが、個人の状況に即した適切な投資アドバイスを行うことによって fiduciary duty を果たすのに必要な程度の情報を集めることはできない、②ロボ・アドバイザーは、顧客の能力を十分に特定することができず、また、提供された情報が正確かどうかを検証するプロセスがないため、自分自身の状況を十分に理解できず、質問に正確な回答ができない顧客に対処できないといった問題が生じ得る、③多くのロボ・アドバイザーの免責条項では、投資が顧客の利益に適うかどうかの決定は顧客の責任である等、fiduciary duty の相当部分が免責されるといったような免責条項を盛り込んでいる、④fiduciary duty の内容を合意で変更することは認められているとはいえ、fiduciary duty を全く消し去るような免責条項は無効である、といった検討がなされている。

このような指摘に対しては、fiduciary duty のうち、顧客に対する注意義務(duty of care)の程度については、顧客と事業者との取引の実態等に応じて柔軟に考えるというのが米国法であるとしたうえで、仮にロボ・アドバイザーが提供できるサービスの内容が、投資顧問業者に求められる原則的な注意義務という観点からは不十分な点があるとしても、顧客の側はコストが低額で抑えられることと引換えで、ロボ・アドバイザーが提供するサービスの限界を受け入れていると考えられるので、ロボ・アドバイザーを用いた取引の実態に照らした柔軟な解釈がなされるべきであるとの指摘がなされている⁴³。上記の「③顧客からの情報収集」で述べた顧客からの情報取得に関する MAS の例外的な規定は、そうした柔軟な解釈の一例といえよう。

fiduciary duty のうち、利益相反という観点は、より一層重要である。典型的には、ロボ・アドバイザーが、自分の関連会社の商品や、業者が高い手数料を獲得できるような商品ばかりを予めポートフォリオに組み込んでおけば、顧客は自らにとってより有利な投資商品の選択の機会を奪われてしまう⁽⁴⁴⁾。実際、米国では、アドバイス手数料や口座管理手数料をゼロとする代わりに、投資の 7~30%を自社の関連会社の商品に投資してグループ全体として利益を得るといったビジネス・モデルを採用していた事例があった。この事例では、事業者はそのパンフレットで、ポートフォリオの相当部分をグループ会社の商品に投資する旨を開示していたが、その開示をみた顧客からの批判が相次いだ。そこで、この事業者は、グループ会社を得る収入が一定の額に達するまでは当該グループ会社の商品に投資をするが、

(42) <https://www.technologyemploymentlaw.com/files/2016/06/Policy-Statement-Robo-Advisers-and-State-Investment-Adviser-Registration.pdf>

(43) Megan Ji, Are Robots Good Fiduciaries? Regulating Robo-Advisors under the Investment Adviser Act of 1940, 117 Colum. L. Rev. 1543, 1568ff. (2017)

(44) Id., at 1574ff.

一定額に達した後はそうした取扱いを行わないといったスキームに変更した。これにより、グループ会社が得る利益が一定額に達するまでは利益相反はあるが、その額を超えると、そうした利益相反がなくなることになる⁽⁴⁵⁾。

こうした利益相反を完全に許さないとする事までは必要がないが（実際のところ、上記のようなスキームであるが故に安価でのアドバイスの提供が可能になるということが考えられる）、利益相反の存在が顧客に隠れた形で放置されることは問題である。顧客の利益を大きく損なうのではないある程度の利益相反の可能性は許容したうえで、それを分かりやすく顕著な形で顧客に対して開示し、顧客からの実質的な同意を得ることができた顧客との関係でのみ、そうした利益相反を内包するサービスの提供を認めるというのが適切であると思われる（これは、他の金融サービスとの関係での利益相反管理に共通する）⁽⁴⁶⁾。但し、オンラインでのみなされる取引において、顧客への情報開示と顧客の同意をどのように実質化するかという問題に適切に対応することが必要である。許されるべきでないのは、そうした開示を行うことなく自社の関連会社の商品への投資の割合を増やす等することによって、隠れて利益を得ることである。

3 私法上の問題

(1) 問題の所在

ロボ・アドバイザーを用いたサービスに関して、顧客が損害を被り、その賠償を事業者に対して求めた場合、事業者の私法上の責任についてどのように考えたらよいか。具体的な場面としては、例えば、銀行等が金融商品を販売するにあたってロボ・アドバイザーを用いて説明・販売を行ったが、顧客が適合性原則違反や説明義務違反を主張している場合、投資助言業者が行う投資助言や投資一任業者が行う資産運用に際してロボ・アドバイザーを用いたが、顧客が不当な助言や運用のために損害が生じたと主張している場合等が考えられる。

(2) 基本的な考え方

私法上の問題を考えるにあたって、基本的な考え方は、人によるサービスの提供の場合と異なる点はないと思われる。例えば、説明義務違反の場合、人によるサービスの場合に説明すべき内容がロボ・アドバイザーを用いた取引において説明されておらず、また、人によるサービスの場合に販売すべきでない商品がロボ・アドバイザーを用いた取引において販売された場合には、事業者には説明義務違反や適合性原則義務違反が問われる余地がある。

この点に関して、説明義務違反を理由とする不法行為請求を行うような場合、従来は、担当者の不法行為を認定し、その担当者の不法行為を理由として法人が責任を負う、といった

(45) Id., at 1545ff.

(46) Id., at 1580ff.も、SECはそうした意図的な利益相反を明確に開示させるべきであると主張する。

処理がなされることが一般的であるところ、顧客に対する説明が担当者ではなくロボットにより行われる点をどのように考えるか、という問題が指摘されている⁽⁴⁷⁾。こうした問題は、すでに、オンライン上にしか存在しない支店を通じたサービス提供等との関係でも存在すると思われるが、企業においてロボ・アドバイザーを用いてサービスを提供する業務について責任を負うべき者（個人事業部門の長など）、ロボ・アドバイザーを通じたサービスの内容について管理責任を負う者が果たすべき信義則上の義務を果たさなかったとして、不法行為を考えることができるのではないかと思われる。不完全な説明しかできない道具を使ってサービスを提供することにより、他人に存在を与えたことについて、法的な責任が問われるという考え方である。

以上のことは、ディープ・ラーニング機能を有し、自らサービスの幅や内容を考える機能を持つロボ・アドバイザーについても同様であると思われる。なぜならば、ディープ・ラーニング機能の結果、他者に損害を与えるような道具を用いてサービスを提供すること自体に違法性を見出すことができるからである。ディープ・ラーニング機能を有する場合であっても、業者として行ってはならないこと、行わなければならないこと、の線を超え得るような仕組みとしてしまったことについて、法的責任が問われるのではないかと思われる。事業者が顧客に対してディープ・ラーニング機能を持つAIを利用する旨を開示し、顧客がそれに同意した以上、ディープ・ラーニング機能の結果として生じた損害は全て顧客が負担するといったような合意の存在を認めることは難しいのではなかろうか⁽⁴⁸⁾。

（３）具体的な義務の内容

ただし、様々な法的義務をきちんと果たすロボ・アドバイザーを作ることは、それほど簡単なことでもないように思われる。その原因の一つは、人との関係であっても、具体的な法的義務の内容自体が必ずしも明確ではないからである。義務の内容が明確であれば、それをプログラムすることも可能かもしれないが、義務の内容が不明確であれば、できるだけ保守的なプログラムとし、提供するサービスの内容を限定することによって、義務違反となるリスクを回避しようとするだろう。それは、顧客に対するサービスの低下にもつながり得る。

(47) この点を指摘するものとして、フォーラム議事録・前掲注(6)、49頁以下の神作教授の発言を参照。

(48) 投資運用業者が投資家と投資一任契約を締結し、アルゴリズム・AIを利用した場合において、アルゴリズム・AIを利用した結果として投資家に生じた損害について、投資運用業者やシステム・ベンダーがどのような責任を負い得るかを検討したものとして、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2019年4月号1頁、特に、10頁以下がある。そこでは、①あらかじめ顧客に対して、投資対象のリスク、運用の基本方針等を説明しており、そうして説明された一定の運用の基本方針の枠内でアルゴリズム・AIが投資判断を行ったのであれば、ただちに説明義務違反の問題は生じない、②アルゴリズム・AIが万能であるかのように誤解させたり、アルゴリズム・AIを利用した投資戦略固有のリスクを説明しなかったりした場合には、説明義務違反に問われる可能性がある、③投資戦略全体に照らして、当該AI・アルゴリズムを用いて投資判断を行うことが不合理である場合には、運用業者としての善管注意義務違反が問われる可能性がある、等の見解が示されている。

ロボ・アドバイザーが提供するサービスについては、その具体的なサービスの内容は多様である一方、ロボ・アドバイザーがすること、できること、できないこと、生じ得るリスク等を明確な形で記述することも行いやすいように思われる。そうならば、事業者としては、そうした内容をクリアに顧客に伝えることで義務を限定し、かつ、免責事項により責任を負う範囲を限定したいと考えるのが当然である。そうした約定を尊重することによって、ロボ・アドバイザーを利用してサービスを提供する際に事業者が負う義務の具体的な内容を明確化していく（高度な義務と責任を負うものは手数料も高く、限定的な義務と責任しか負わないものは手数料も安いか無料といった棲み分けも認める）といった方向性も考えられる。

（４）プロファイリング、免責、同意、立証責任

全てがオンラインでなされるということによる問題についても留意する必要がある。例えば、顧客が質問に回答したり、説明を理解したというクリックをする場合、首をひねっていたり、あるいは、酔っぱらっていたりしても、機械は判別できない。また、結果を出すために答えを作ってしまうという行動や⁽⁴⁹⁾、オンラインで済む場合には投資行動が大胆になる傾向があるといった指摘もなされている。この結果、顧客の質問への回答の正確さこそがロボ・アドバイザーによるサービスの質を左右する決定的に重要な部分であるにもかかわらず、正確な情報が得られないというリスクもある。人との取引の場合、事業者側には顧客の様子から判断して回答の確からしさを測る機会があるが、ロボットの場合にはそれはない。また、質問をどんどん多くすれば正確なプロファイリングができるかという点、疑問を示す見解もある⁽⁵⁰⁾。現在の技術でこうしたリスクを回避することは難しいとすると、リスクを納得したうえでロボ・アドバイザーを利用することとした顧客の自己責任と考えるか、万一の場合であっても、顧客に過大な損失が生じないようにサービスの内容を限定するかであると思われるが、ロボ・アドバイザー以外に投資の手段がないわけではないことからすると、進むべき道は後者であろうか。

ロボ・アドバイザーを用いたシステムの場合、顧客とのやりとりの過程で金融業者が作成した約款や利用規定が画面に示され、顧客がそれに同意しない限り、先に進めないようになっているのが通常であり、ロボ・アドバイザーを用いた取引に関して顧客と金融機関との間で何らかの紛争が生じた場合には、常に顧客が同意した約款・利用規定が存在することになる。しかし、顧客がその内容を熟読して検討したうえで取引の可否を検討することは期待できず、その内容が過度に業者に有利な場合、そのまま効力を認めることは適切ではない。既述の SEC の Guidance Update にもあるように、いかに読んでもらい、理解してもらおうか、といったことについての工夫・努力が必須である（どれだけ工夫しても、なかなか読んで

(49) フォーラム議事録・前掲注(6)31 頁の大崎貞和氏の発言。

(50) フォーラム議事録・前掲注(6)46 頁の黒田真一氏の発言。

らえないのが事実であるとしても)。また、読んでもらえないとしても、その内容が合理的なものであれば、顧客の納得も得やすい。個々の企業や自主規制団体等の努力により、約款・利用規定の内容がバランスの取れたものとなることが望ましいが、そうしたバランスを欠いた約款・利用規定については、消費者契約法の規定や信義則等により法的効力が否定されることになると思われる。

具体的に、どのような約款・利用規定が不適切なものと考えられるかは、ロボ・アドバイザーを利用した取引に関する様々なリスクの分担のあり方として、どのようなものが望ましいかという点に関連する。特に、ロボ・アドバイザーを用いることによる固有のリスクがあることは既述の通りであり、こうしたリスクとの関係で、顧客と事業者のいずれがリスクを負担すべきかが問題である。リスクを理解し、リスクをコントロールする手段を有するのがもっぱら事業者の側であることからすると、事業者側は原則として厳格責任を負うべきであり、事業者による不履行が完全に事業者の支配領域外で発生したり、不可抗力によったりした場合を除き、免責は認められるべきではないとの見解も示されている⁽⁵¹⁾。こうした見解に対しては、あまり大きな負担を事業者に課すとイノベーションが阻害されるという主張もあり得よう。取引やリスクの実態と事業者が得る利益の状況も踏まえて、検討を深めていく必要がある。

ロボ・アドバイザーを用いて完全にオンラインで行われる取引においては、何を説明されたのか、何にどのように同意したのか、どういった取引がなされたのか等について、顧客の側はほとんど何も証拠を持っていないことが多いと思われる。ロボ・アドバイザーを利用した事業者の側が義務を果たしたかどうかについては、事業者の責任を追及する顧客ではなく、事業者の側が立証責任を負う、といった立証責任の転換も検討されるべきである⁽⁵²⁾。

(51) Philipp Maume, Reducing Legal Uncertainty and Regulatory Arbitrage for Robo-Advice, ECFR 5/2019, 622, at 646ff.

(52) Id., at 648ff.