

2018 年秋学期  
事例研究（金融資本市場論）  
提出レポート

## ロボアドバイザーの法的課題とその解決策

2019 年 1 月 18 日

学籍番号 51-188002  
東京大学公共政策大学院法政策コース 1 年  
仲野健太

## 要旨

本稿では、金融市場で昨今拡大しているロボアドバイザーの抱える法的課題とその解決策について考察を行った。まず、ロボアドバイザーのうち、投資助言を行うにとどまるアドバイス型のロボアドバイザーの一部は、「助言義務」が生じていないという法的課題が確認される。そして、かかる「助言義務」の缺欠により個人投資家が損害を被るおそれがあるため、個人投資家保護が十分でないといえる。そうだとすると、「貯金から投資へ」の流れを促進する上でも、こうした法的状況は望ましいとは言えない。そこで、こうした「助言義務」の不存在に対応するため、個人投資家とロボアドバイザーとの間に存在する黙示の合意を根拠とすることで「助言義務」の存在を肯定することが考えられる。もっとも、ロボアドバイザー事業者に一律に「助言義務」を課した場合には、ロボアドバイザー事業者が、そのサービスの提供に消極的になり、機械による投資助言の提供というロボアドバイザー自体の利点が損なわれるおそれがある。そこで、個人投資家が損害を被った際には、個別具体的に「助言義務」の存在を肯定するという事後的な司法的救済が考えられ、こうした救済の蓄積により、ロボアドバイザー事業者は、より顧客本位の助言を行うこととなると考えられる。

## 目次

1. ロボアドバイザーの概要
  2. ロボアドバイザー提供者の事業態様
  3. ロボアドバイザーに関する法律関係
    - 3.1. ロボアドバイザー提供者の義務の全体像
      - 3.1.1. 金融商品取引業者に関する規制
      - 3.1.2. 投資助言・代理業に関する規制
      - 3.1.3. 投資運用業に関する規制
    - 3.2. 投資助言業者の義務
      - 3.2.1. 適合性原則
      - 3.2.2. 説明義務
      - 3.2.3. 「助言義務」
      - 3.2.4. 各義務の相互関係
  4. ロボアドバイザーにおける「助言義務」の缺欠
    - 4.1. 年率手数料型ロボアドバイザーに関する規制
    - 4.2. 無料型ロボアドバイザーに関する規制
    - 4.3. 「助言義務」の缺欠に関する考察
  5. 「助言義務」の缺欠への法的対処
    - 5.1. 適合性原則・説明義務による対処
    - 5.2. 「助言義務」の拡充による対処
    - 5.3. フィデューシャリー・デューティーによる対処
      - 5.3.1. フィデューシャリー・デューティーの定義を巡る昨今の議論
      - 5.3.2. フィデューシャリー・デューティーの抱える課題
      - 5.3.3. ロボアドバイザーにおけるフィデューシャリー・デューティーの適用可能性
      - 5.3.4. 「助言義務」の缺欠に対する法的対処に関する考察
  6. 結論
- 参考文献・参考資料

## 1. ロボアドバイザーの概要

昨今、FinTech の活用が注目されており、その一態様として、ロボアドバイザー<sup>1</sup>と呼ばれる金融サービスが登場している。ロボアドバイザーのサービス内容は様々であるものの、パソコン・スマホ上で年齢・職業・リスク許容度など簡単な質問項目に対する回答を入力すると、回答者に適した金融商品の購入を助言する、ないしはそうした金融商品の購入を自動で行う金融サービスをいう<sup>2</sup>。

そして、ロボアドバイザーは利用者の利益だけでなく、日本経済全体の利益に資するものといえる。昨今、日本経済の成長を目的として「貯金から投資へ」の流れが促進されているものの、依然として個人金融資産のほとんどは現預金に偏在している。2015年度において、家計金融資産(約 1700 兆円)の大半が現預金であり、株式・投信は 18.8%(約 320 兆円)にとどまっており、米国の株式・投信に割合(家計金融資産の全体に対し 45.4%)と大きく差がある<sup>3</sup>。こうした背景として、野村総合研究所の調査によると<sup>4</sup>、投資関心層・投資無関心層の双方については、十分な知識がない、損をすることが不安、難しそう・敷居が高いといった理由が 5~6 割以上を占めており、口座開設や商品購入の手続きが面倒、投資状況等を把握することが煩わしいといった理由も 15%~20%程度を占めている。そうだとすると、「自動化」という特徴を有する「手軽な」ロボアドバイザーの普及により、前述の障害が解消され、「貯金から投資へ」の流れは加速しうると考えられる。したがって、個人投資家がロボアドバイザーの利用により損失を被ったとしても、法的に救済されうる環境を整備することは、「貯蓄から投資へ」の流れを促進するという観点から政策的にも意義があるといえる。

そこで、本稿では、現在使用されているロボアドバイザーが個人投資家にとって安全かつ安心に使用できる金融サービスであるのかを法的な観点から考察することとする。もっとも、最近では人工知能(AI)による投資判断が議論の対象となることもあるものの<sup>5</sup>、こうした判断基準がブラックボックス化する人工知能または、ディープラ

---

<sup>1</sup> なお、本稿では、ロボアドバイザーを「RA」(Robot Adviser の略)と表記することがある。

<sup>2</sup> 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、2018、2095号、p.34

<sup>3</sup> 金融庁、「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ」(第1回)議事次第 事務局説明資料、2017

<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170224/02.pdf>、(参照 2018-12-23)

<sup>4</sup> 野村総合研究所、「若年層を中心とした個人による投資の現状と NISA の利用促進に向けた課題に関する調査」報告書、2015、

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>、(参照 2018-12-23)

<sup>5</sup> 日本銀行金融研究所、投資判断におけるアルゴリズム・AI の利用と法的責任 「アルゴリズム・AI の利用を巡る法律問題研究会」報告書、2018、

<https://www.imes.boj.or.jp/japanese/kenkyukai/ken1809.pdf>、(参照 2018-12-02)

ーニングなどは、学者によってその定義が曖昧であり<sup>6</sup>、かつすぐさま実現可能とも言い難いため、考察の対象から除くこととする。

## 2. ロボアドバイザー提供者の事業態様

現在、ロボアドバイザー提供者の事業態様は、金融商品の購入を助言するアドバイス型と金融商品の自動購入まで行う投資一任型が存在する。アドバイスの業態は概ね以下のものとなる。①個人投資家が、ネット上の質問項目への回答を入力すると、回答者に適したポートフォリオが提示され、②それに基づいて提案されたインデックスファンド等を個人投資家自身が購入する。③その後、定期的に運用状況が報告され、あるべきポートフォリオと現状との間にズレが生じた場合には、見直しプラン(リバランス提案)に基づき、インデックスファンド等の個人投資家自身が売却・購入する<sup>7</sup>。他方で、投資一任型の業態においては、①③の過程におけるインデックスファンドの購入等の判断をロボアドバイザーが自動的に行うという点に違いが存在する。

国内では、多くの事業者が上記 2 種類のサービスを提供しており、アドバイス型の事業者としては、SMART FOLIO(みずほ銀行)、投資工房(松井証券)、SBI ファンドロボ(SBI 証券)、fund eye(SMBC 日興証券)、FUND ME(カブドットコム証券)、野村のゴールベース(野村証券)、ロボのぶくん(楽天証券)、ポートスター(三菱 UFJ 国際投信)、カライス(東海東京証券)といった 9 社、投資一任型の事業者としては、THEO(お金のデザイン)、Wealth Navi(ウェルスナビ)、楽ラップ(楽天証券)、Wealth Navi for SBI 証券(SBI 証券)、Wealth Navi for 住信 SBI ネット銀行(住信 SBI ネット銀行)、MSV LIFE(マネックス・セゾン・バンガード投資顧問)、8 Now!(エイト証券)、クロエ(エイト証券)、ダイワファンドラップ(大和証券)といった 9 社が存在する<sup>8</sup>。

更に、アドバイス型については、手数料の徴収体系から以下の 2 類型には分類が可能である(図表 1 より)。各類型とも①ポートフォリオの提示が無料で行われることは共通しているものの、②③の過程の手数料徴収体系が異なっている。まず年率手数料型においては、個人投資家からの預かり財産に対して一定の比率で手数料を徴収するものであり、多くの場合は年率の手数料が課せられることとなる。他方、ロボアドバイザーのすべてのサービスを無料で提供する無料型が存在し、かかる事業者は、ロボアドバイザー自体からの利益ではなく、ロボアドバイザーにより販売される投資信

<sup>6</sup> 松尾豊、“第 1 章 人工知能とは何か 専門家と世間の認識のズレ” 人工知能は人間を超えるか ディープラーニングの先にあるもの、東京、角川 EPUB 選書、2015、p.45

<sup>7</sup> 以下では、RA の具体的過程として、①～③の番号を適示した場合には、本文に示したサービス工程をいうこととする。

<sup>8</sup> 各社ホームページより

託・ETFに関する販売手数料等からの利益を期待しているものと考えられる。

図表 1

RAの具体的過程	年率手数料型	無料型
①ポートフォリオ提示	無料	無料
②銘柄購入	一定の手数料(年単位)	無料
③リバランス提案に基づく購入		無料
具体例	ポートスター、fund eye、野村のゴールベース、ロボのぶくん、カライス、SMART FOLIO、SBIファンドロボ	投資工房、FUND ME

[出典] 各社ホームページから筆者作成

### 3. ロボアドバイザーに関する法律関係

2章ではロボアドバイザー提供者の業態について焦点を当てた。では、こうした事業者にはいかなる法律が適用されるのであろうか。金融規制法の分野では、人の法を機械にも適用すべきという同ルール・プリンシプル(Same Rule Principle)が国際的潮流であることに照らし<sup>9</sup>、いかにして現行の金融規制法が機械であるロボアドバイザーに適用されるかを検討することとする。

#### 3.1. ロボアドバイザー提供者の義務の全体像

ロボアドバイザー提供者については、主に金融商品取引法(以下、「金商法」とし、乗数のみ示すこととする)の適用が問題となる。まず、金商法において、事業者は一定の取引を行う場合にはその業態に応じて登録を受ける必要があり、かかる登録に基づいて事業者は個別に義務を負うこととなる。そこで、ロボアドバイザー事業者に適用される「金融商品取引業者」、「投資助言・代理業」、「投資運用業」の登録要件、及びこれらの事業者の負う義務について考察することとする。

##### 3.1.1. 金融商品取引業者に関する規制

まず、28条1項の「第一種金融商品取引業」、28条2項の「第二金融商品取引業」にあたる業務を行う場合には、当該事業者は、「金融商品取引業者」としての登録を受ける必要があると規定されている(2条9項、28条1項2項、29条)。「第一種金融商品取引業」と「第二種金融商品取引業」にあたる業務は非常に広範であるので、金融商品取引を行う事業者は、ほとんどの場合、「金融商品取引業者」としての登録が必要となる<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> 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、2018、2095号、p.35

<sup>10</sup> 3.1.2.と3.1.3.にて後述する「投資助言・代理業」と「投資運用業」も、「金融商品取

そして、「金融商品取引業者」は、顧客保護の観点から、誠実義務<sup>11</sup>(36条)、適合性原則(40条)、説明義務(37条の3、37条8号、内閣府令117条1項1号、金融商品の販売等に関する法律3条、信義則上)といった義務に服することとなる。

### 3.1.2.投資助言・代理業に関する規制

28条3項によると、「投資助言・代理業」とは、2条8項11号の行為をいうと規定され、当該行為は、「有価証券の価値等」(2条8項11号イ)、または「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断」(2条8項11号ロ)に関して、当事者の一方が相手方に対して、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。)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、当該投資顧問契約に基づき、助言を行うことと定義されている。

したがって、①「有価証券の価値等」、ないしは「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断」に関する助言を行い<sup>12</sup>、②当該助言に対する報酬を得る事業者は、「投資助言・代理業」者としての登録が必要となり、結果として、「投資助言・代理業」者は、「助言義務」を負うことになる。もっとも、「投資助言・代理業」者であれば、必ずしも「助言義務」を負うものではなく、①と②の要件を充たす場合に「助言義務」を負うことになることに注意する必要がある。

### 3.1.3.投資運用業に関する規制

28条4項によると、「投資運用業」とは、2条8項12号の行為をいうと規定され、当該行為は、当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約(以下「投資一任契約」という。)を締結し、当該契約に基づき、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用(その指図を含む。以下同じ)を行うことをいうと定義されている(2条8項12号ロ)。

したがって、「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部」が一任

---

引業者」に含まれるため(29条の2第1項5号)、「投資助言・代理業」、ないしは「投資運用業」の登録を受ける以上、「金融商品取引業者」の登録が必要となる。

<sup>11</sup> 金商法36条1項「金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。」

<sup>12</sup> 「有価証券」に関連しない「金融商品」については、当該価値等に関する助言を行っても、当該価値等の分析に基づく投資判断の助言がなければ、投資助言にあたらぬと解されている(川村、2012)。

され、及び「相手方のため投資を行うのに必要な権限」を委任された事業者は、「投資運用業」者としての登録が必要となり、結果として「投資運用業」者は、運用義務が生じる。もっとも、「投資助言・代理業」者と異なり、相手方から報酬を得ることは要件とされていない点については注意が必要である。

### 3.2.投資助言業者の義務

上記の通り、ロボアドバイザー事業者が義務に関して、「金融商品取引業者」、「投資助言・代理業」、「投資運用業」に基づくものがある。そこで、法的な問題が生じるロボアドバイザー事業者は、2章に示したアドバイス型であるから(詳細は4章にて後述)、以下では「投資助言・代理業」者の負う義務について焦点を当てることにする。もっとも、「投資助言・代理業」を行う以上、「金融商品取引業者」に該当するため、「金融商品取引業者」の負う適合性原則、説明義務、「投資助言・代理業」の負う「助言義務」といった3つの義務を考察することにする。

#### 3.2.1.適合性原則

適合性原則について規定した40条によると、金融商品取引業者等は、「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること」がないように、その業務を行わなければならないと定められている。そして、塚原(2017)は、適合性原則とは、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当な「勧誘」を行ってはならない義務と定義し、適合性原則において考慮すべき事項は、必ずしも顧客が有する「財産全体」ではなく、金融商品取引に「投入しようとする試算の状況」をいうと解している。

したがって、適合性原則は、「勧誘」時において、当該「取引に投入しようとする試算の状況」を考慮するという特徴を有しているといえる。

#### 3.2.2.説明義務

説明義務は、37条の3、37条8号、内閣府令117条1項1号、金融商品の販売等に関する法律3条、信義則上、規定されている義務である。そのうち、代表的なものである37条の3によると、金融商品取引業者等は、金融商品取引契約を締結しようとするときは、あらかじめ、顧客に対し、37条の3第1項各号<sup>13</sup>に掲げる事項を記載

---

<sup>13</sup> 37条の3第1項により、顧客に示すべき情報として、1号「当該金融商品取引業者等の商号、名称又は氏名及び住所」、2号「金融商品取引業者等である旨及び当該金融商品取引業者等の登録番号」、3号「当該金融商品取引契約の概要」、4号「手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であつて内閣府令



した書面を交付しなければならない義務が、説明義務とされている。そうだとすると、説明義務の問題点として、37条の3第1項各号に定められている情報のみ説明すれば足りるという点に問題があるといえる(塚原、2017)。

### 3.2.3. 「助言義務」

「投資助言・代理業」を行う事業者は「助言義務」を負うこととされているものの、「助言義務」の具体的内容を規定した明文の定めは存在しない。そこで、裁判例と「助言義務」の内容を考察した塚原(2017)を参照しつつ、「助言義務」の具体的内容を明らかにすることにする。

まず「助言義務」の議論を喚起した判例として、最判平成17年7月14日<sup>14</sup>が挙げられる<sup>15</sup>。オロ千晴裁判官は、補足意見において、「被上告人のような経験を積んだ投資家であっても、オプションの売り取引のリスクを的確にコントロールすることは困難であるから、これを勧誘して取引し、手数料を取得することを業とする証券会社は、顧客の取引内容が極端にオプションの売り取引に偏り、リスクをコントロールすることができなくなるおそれが認められる場合には、これを改善、是正させるため積極的な指導、助言を行うなどの信義則上の義務を負うものと解するのが相当である」と述べている。

塚原(2017)は、こうした裁判例の状況を踏まえた上で、「助言義務」を「顧客のポートフォリオのリスクを考慮し、場合によっては金融商品購入の再考や購入済商品の売却を促す助言を行う義務」と定義しており、「助言義務」は勧誘・販売時、販売後双方において生じると述べている。

### 3.2.4. 各義務の相互関係

3.2において、適合性原則、説明義務、「助言義務」の具体的内容、及びその適用時期を概観した。そこで次に、「助言義務」を中心とし、これらの義務がいかなる関係

---

で定めるもの」、5号「顧客が行う金融商品取引行為について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずることとなるおそれがあるときは、その旨」、6号「前号の損失の額が顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金その他内閣府令で定めるものの額を上回るおそれがあるときは、その旨」、7号「前各号に掲げるもののほか、金融商品取引業の内容に関する事項であつて、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして内閣府令で定める事項」が規定されている。

<sup>14</sup>同判決は、証券会社の担当者による株価指数オプションの売り取引の勧誘が適合性原則から著しく逸脱するものであったとはいえないとして不法行為の成立が否定された事例である。

<sup>15</sup>「助言義務」が争点となった他の裁判例としては、金融商品の販売・勧誘時における「助言義務」の有無が争われた事例(大阪高判平成20年8月27日)、金融商品販売後の「助言義務」の有無が争われた事例(東京地判平成19年8月27日、京都地判平成25年3月28日)がある。

にあるのかを検討する。

まず、「助言義務」は勧誘・販売時、及び販売後に生じ、ポートフォリオのリスクを考慮することが要求されるものの、適合性原則は、勧誘・販売時にのみ生じ、考慮内容も、当該取引に投入しようとする財産のみであり限定的である。

次に、「助言義務」においては、顧客の投資判断が顧客にとって有利なものであるかどうかについて、専門家としての評価を加え、場合によっては顧客を一定の投資行動に向かわせようとする情報を提供する必要があるものの(塚原、2017)、説明義務においては、37条の3第1項各号に定められた情報のみ提供すれば足りるとされている。

したがって、「助言義務」は、適合性原則・説明義務に比して、より広範な場面に適用され、かつより広範な事項を考慮すべき義務であるといえ、顧客保護の観点から非常に重要であるといえる。

#### 4. ロボアドバイザーにおける「助言義務」の欠点

2章では、ロボアドバイザー事業者のうちアドバイス型の事業者が年率手数料型と無料型の2類型に分けられることを述べ、3章では、ロボアドバイザーに適用される義務、及びかかる義務の具体的内容を検討した。そこで、3章で検討した3つの義務が、2章で述べた年率手数料型と無料型のロボアドバイザーに適用されるか否かを考察することとする。

##### 4.1. 年率手数料型ロボアドバイザーに関する規制

まずは最初に、年率手数料型ロボアドバイザーに、適合性原則、説明義務、「助言義務」が適用されるか検討する。

適合性原則の適用の可否について、適合性原則の対象である「勧誘」(40条)を観念することができるかが問題となる。この点について、「観念」とは、金融商品についての契約締結に向けて社会的接触に入った段階での誘引、つまり、具体的商品等についての1対1の関係に入ることと解されている。そして、インターネット上の取引ではこうした「勧誘」の概念を観念しえないとの見解も存在する。しかし、角田(2018)は、判例・金融庁の監督指針を引用した上で<sup>16</sup>、ロボアドバイザーの①②③の過程においても「勧誘」を観念でき、適合性原則が適用できると述べている。私見も角田(2018)の見解に与する。

次に説明義務の可否であるが、ロボアドバイザーの文脈で問題提起した先行文献は

---

<sup>16</sup> 不特定多数が相手であることをもって直ちに「勧誘」にあたらぬということとはできないとした事例(最判小平 29.1.24)、インターネット取引については、その被対面性に鑑みて最新の注意を払うことを要求している金融庁の金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針を角田(2018)は引用している。

存在しなかった。しかし、37条の3第1項の説明義務が、契約締結時に特定の情報を提供する義務であることに鑑みると、契約を締結しない①ポートフォリオの提示段階では説明義務は適用されないものの、契約締結に至る②銘柄購入、③リバランス提案に基づく購入の段階では説明義務は適用されると解しうるであろう。

最後に、「助言義務」の適用の可否について検討する。まず、3.1.2にて述べたように、「有価証券の価値」(2条8項11号イ)、ないしは「金融商品等の価値等の分析に関に基づく投資判断」(2条8項11号ロ)に関する助言を行い、かつ報酬を得る場合には、「投資助言・代理業」にあたり、「助言義務」が生じることになる。そうだとすると、①ポートフォリオの提示の段階では「助言義務」は生じないといえる(角田、2018)。なぜなら、ポートフォリオ自体は、個別具体的な銘柄等の価値に関するものではなく、無料の診断ツールとして提供されているからである。次に、②銘柄購入の段階は、個別愚具体的な銘柄等の価値について助言するものであり、かつ有償で行われているため、「助言義務」が生じると考えられる(角田、2018)。最後に、③リバランス提案に基づく購入の段階について、角田(2018)は、「助言義務」の適用がありうると述べている。角田(2018)は、かかる段階については複数の理解がありうると認めた上で、年率の手数料を徴収しているものの、かかる手数料は②銘柄の購入等に対するものであり、③リバランス提案は無料であると解する立場に立ち、③リバランス提案の段階においては、「助言義務」が生じないとしている。しかし、年率手数料を課している以上、③リバランス提案が無償であるとの解釈には無理があり、私見は、③リバランス提案段階のいでも、「助言義務」が適用されると考える。

以上より、年率手数料型事業者は、①②③段階において、適合性原則を、②③段階において、説明義務を負うといえ、②段階のにおいてのみ、「助言義務」を負うものとされる(角田、2018)。

#### 4.2. 無料型ロボアドバイザーに関する規制

次に、無料型ロボアドバイザーに、適合性原則、説明義務、「助言義務」が適用されるか検討する。

まず適合性原則、説明義務の適用に関しては4.1.で検討した年率手数料型ロボアドバイザーと結論は異ならない。適合性原則は①②③の段階に適用され、説明義務は②③の段階において適用されることになる。

次に、「助言義務」についてであるが、年率手数料型ロボアドバイザーの場合と異なり、「助言義務」が適用される余地はない。無料型ロボアドバイザーは、②③段階においても助言に対する報酬を得ていないため、「助言義務」が生じる可能性はない。

したがって、無料型事業者は、①②③段階において適合性原則を、②③段階において説明義務を負うものの、「助言義務」を負う余地は一切ない。

#### 4.3. 「助言義務」の欠けに関する考察

以上より、年率手数料型ロボアドバイザーと無料型ロボアドバイザーにおいて、「助言義務」の不存在が確認された(図表2参照)。もつとも、年率手数料型ロボアドバイザーにおいては、「助言義務」が生じない場面は、①の段階(若しくは③の段階)のみであり、①ポートフォリオの提示により個人投資家が損害を被るおそれは少ないといえる。しかし、無料型ロボアドバイザーについては、②③の段階においても「助言義務」が生じることはない。そうだとすると、個人投資家が、ロボアドバイザーは適切な助言を行っているとの信頼をしていたとしても、実態は「助言義務」に基づくものではなく、事実上の「単なる助言」にすぎず、「制度と実態」の乖離が存在しているといえる<sup>17</sup>。

図表2

RAの具体的過程	アドバイス型					
	「投資助言・代理業」			-		
	年率手数料型			無料型		
	適合性原則	説明義務	「助言義務」	適合性原則	説明義務	「助言義務」
①ポートフォリオ提示	○	×	×	○	×	×
②銘柄購入	○	○	○	○	○	×
③リバランス提案に基づく購入	○	○	×(角田、2017)、 ○(私見)	○	○	×

[出典] 鈴木正人. “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づけ”. 週刊金融財政事情. 2016, 2016年1月4日号, p.83-87、及び角田美穂子. “ロボアドバイザーと金融業者の法的義務”. 金融法務事情. 2018, 2095号, p.34-43より筆者作成

#### 5. 「助言義務」の欠けへの法的対処

4章で述べたように、アドバイス型のロボアドバイザーにおいては「助言義務」の欠けという法的課題が存在する。そうだとすると、こうしたアドバイス型のロボアドバイザーを利用する個人投資家がロボアドバイザーの投資判断により損害を被った場合に、「助言義務」の存否を争い、法的救済を求めることが不可能、ないしは著しく困難となることが考えられる。そこで、「助言義務」の欠けという法的課題を抱えるロボアドバイザーに対して、いかなる法的解決策を図るべきかが問題となる。

<sup>17</sup> 角田(2018)は、ロボアドバイザー利用の真骨頂と目される①③の段階に「助言義務」が生じない点を捉え、「法制度と実態(顧客の信頼)との乖離」があると指摘している。更に、塚原(2017)は、ロボアドバイザーには言及していないものの、一般の金融機関が有価証券等の販売を行う際には、「制度と実態(顧客の信頼)が乖離して」といると指摘し、同様の問題意識が確認できる。

まずは最初に、法的対処の方法として選択しうる手段を概観し、その実現可能性等を検討することにする。「助言義務」の欠点に対して、①適合性原則、説明義務による対処、②「助言義務」の拡充による対処、③フィデューシャリー・デューティーによる対処といった手段が考えられる。

### 5.1. 適合性原則・説明義務による対処

まずは第一に、適合性原則・説明義務による対処という手段が考えられる。しかし、こうした手段により、「助言義務」の欠点に対処することはできないと考えられる。3章において前述したように、「助言義務」に比して、適合性原則、説明義務といった義務は適用される場面、及び考慮すべき内容、ないしは提供すべき情報が限定的である。そうだとすると、適合性原則・説明義務による対処という手段では、顧客のポートフォリオのリスクを考慮し、場合によっては金融商品購入の再考や購入済商品の売却を促すことで、顧客の損害を回避することが困難であるように思われる。

### 5.2. 「助言義務」の拡充による対処

次に、「助言義務」の拡充等による対処の可能性について検討することにする。これに関連して、塚原(2017)は、一般金融機関における「助言義務」の欠点について、ドイツの立法例に参照しつつ、「単なる助言」によっても「助言義務」を負うことにするという方向性があると述べている。そこで、以下では、塚原(2017)で示されたドイツの立法例を概説しつつ、日本におけるドイツの立法例の導入可能性について考察する。

まずは、塚原(2017)にならい、「単なる助言」によっても「助言義務」を負うことにする方向性として、ドイツの立法例に焦点を当てることにする。

ドイツでは、「助言義務」に関連する裁判例を反映する形で顧客保護を図る法律が制定されるに至った。裁判例についてみると、1993年のボンド判決は、銀行が顧客の求めに応じて、または自発的に、顧客の資金の投資に関して助言を開始した場合には、これをもって銀行と顧客との間に黙示の助言契約が締結されたものとみなすとの構成を採用した。そして、翌年の1994年に制定された証券取引法は、ボンド判決を踏まえて、証券投資サービス業者に対して、顧客の知識、経験、投資目的、財産状態について顧客に申告をさせる義務(31条2項1号)、顧客に適したあらゆる情報を提供する義務(同項2号)を定めた。更に、2007年には証券取引法が改正され、証券投資サービス業者の「助言義務」が明確に法制化されることになった。

したがって、ドイツでは、証券投資サービス業者が明示的な契約なしに顧客に対して「助言義務」を負うこととされているから、こうした立法例は、金融機関の行う「助言義務」によっても「助言義務」を負うことにする方向性といえる。

そこで次に、日本においてドイツの立法例を導入することができるか考察する。あらかじめ結論を述べると、ドイツと同様に、「単なる助言」によっても「助言義務」を負うこととする法律の制定は日本では困難であると考え。もっとも、投資助言・代理業に該当しない一般の金融機関であっても、業務態様によっては、「助言義務」が適用される可能性があるとの学説に基づく、事後的な司法的救済が可能ではないかと考える。

仮に、ドイツ同様の立法策を講じた場合には、顧客は、「助言義務」により、金融機関の適切な助言が受けられるという利益を有する。しかし、「助言義務」の適用によるリスク・不利益を回避したい金融機関が、「単なる助言」の提供を控えることにより、顧客が助言を受けられなくなる可能性がある。そうだとすると、ロボアドバイザー事業者などの金融機関が「助言義務」を一律に負うこととする立法は、個人投資家に広く提供されるというロボアドバイザーの利点を損なうおそれがあるので適切ではないと考える<sup>18</sup>。

もっとも、投資助言・代理業でない金融機関にも、「助言義務」の適用を認めうるとする学説も存在する。塚原(2017)は、金融機関に「助言義務」を課す根拠として、①契約(合意)、②専門家責任、③信認関係の3つについて検討している(もっとも、③信認関係については、5.3.フィデューシャリー・デューティーに関する議論と重複するため、省略する<sup>19</sup>)。

①の方向性は、投資顧問契約を伴わない単なる金融商品取引契約(無料型ロボアドバイザーがこれに該当する)の場合に、同契約の解釈、ないしは黙示の合意の存在によって「助言義務」を導くことができるかというものである。塚原(2017)は、顧客は、自己が結ぼうとしている契約が、単なる金融商品の売買契約であると認識している以上、金融機関が助言を行うとする黙示の合意があるとはいえないとし、①契約(合意)を根拠とする「助言義務」の可能性を否定している。しかし、かかる見解は、必ずしもロボアドバイザーに適用されるとはいえないのではないかと考える。ロボアドバイザーが、機械による投資助言を主眼として提供されている以上、個人投資家とロボアドバイザー事業者が、ロボアドバイザーによる適時かつ適切な助言を行うことを黙示的

---

<sup>18</sup> 塚原(2017)は、こうした可能性に鑑み、「助言義務」の定義をより緩やかなものとする必要性について触れている。更に、塚原(2017)は、金融機関が「助言義務」を履行するためには、顧客のポートフォリオに関する情報を得る必要があるものの、かかる情報を収集するための仕組みをどのように構築するかが重要な課題となると述べている。もっとも、5.3.3.にて後述するが、ロボアドバイザーはフィデューシャリー・デューティーを負う程度の情報を収集する能力を有していないため、ロボアドバイザーが「助言義務」を負うことは困難といえよう。

<sup>19</sup> もっとも、5.3.3.にて後述するが、現在提供されているロボアドバイザーは顧客との間の信認関係を形成する程度の判断能力を有しておらず、③信認関係に基づく「助言義務」の適用は困難であると考え。

に合意しているとする事は強ち不可能であるとまではいえないと考える。

②の専門家責任とは、専門家に課される高度な注意義務の存在を前提に、こうした注意義務違反があった場合において専門家が負う賠償責任であるとされる(塚原、2017)。そして、こうした専門家責任が正当化される要件として、(i)専門家は社会一般から高度な信頼が寄せられているという客観的信頼関係、及び(ii)顧客はこの客観的信頼関係に基づき、専門家と契約関係を結ぶという具体的信頼関係の2要件が必要とされている。そうだとすると、現状において、ロボアドバイザーが、社会一般から高度な信頼が寄せられているとはいえない以上、②専門家責任による「助言義務」の拡充は困難であると考ええる。

以上より、ロボアドバイザーにおいて、①契約(合意)を根拠として「助言義務」を認めることは十分に可能であるように思われる。そうだとすると、個人投資家の被った具体的な損害を巡る裁判において、ロボアドバイザー事業者に「助言義務」を認め、事後的であるものの、司法的救済を図ることは可能であると考ええる。そして、「助言義務」の存在を肯定する裁判例の蓄積により、ロボアドバイザー事業者が、訴訟リスクを回避するため、より適切な助言を行おうとすることで、個人投資家の利益を確保できると考える。

### 5.3. フィデューシャリー・デューティーによる対処

最後に、フィデューシャリー・デューティーによる対処という方法が考えられる。もっとも、フィデューシャリー・デューティーについて明確な定義が確立されているわけではない。そこでまず、フィデューシャリー・デューティーの定義を巡る昨今の議論を概観した上で(5.3.1.)、その課題について触れる(5.3.2.)。その後、ロボアドバイザーにフィデューシャリー・デューティーを適用できるかについて検討する(5.3.3.)。

#### 5.3.1. フィデューシャリー・デューティーの定義を巡る昨今の議論

フィデューシャリー・デューティー(fiduciary duty)とは、一般に受託者責任と訳され、2014年の金融モニタリング基本方針では、「他者の信認を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称」をいうと定義されている<sup>20</sup>。昨今では、2017年に金融庁が、「顧客本位の業務運営に関する原則」として、フィデューシャリー・デューティーを7つの原則として具体化した<sup>21</sup>。「顧客本位の業務運営に関する原則」にて示された7つの原則は、①顧客本位の業務運営に関する方

<sup>20</sup> 金融庁、平成 26 事務年度 金融モニタリング基本方針 (監督・検査基本方針)、2014、<https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>、(参照 2018-12-24)

<sup>21</sup> 金融庁、顧客本位の業務運営に関する原則、2017、<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>、(参照 2018-12-24)

針の策定・公表等、②顧客の最善の利益の追求、③利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要な情報の分かりやすい提供、⑥顧客にふさわしいサービスの提供、⑦従業員に対する適切な動機づけの枠組み等といったものである。金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則」を打ち立てた背景としては、金融商品の分かりやすさの向上・利益相反管理体制の整備といった目的で法令改正等が行われ、投資者保護のための取組みが進められてきたものの、これらが最低基準(ミニマム・スタンダード)となり、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長してきたということがある。こうした問題意識から、金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」を法律上のルールベースではなく、自主的規範たるプリンシプルベースによるアプローチを採用することとなった。もっとも、プリンシプルベースによっても実効性を確保するため、金融事業者が一部の原則を採用しない場合には、それを「実施しない理由」等を説明すべきとされている(いわゆるコンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain) )。

したがって、「顧客本位の業務運営に関する原則」には法律上の拘束力はないものの、金融庁の狙いとしては、金融事業者が、上記原則を外形的に遵守することに腐心するのではなく、その趣旨・精神を自ら咀嚼し、どのような行動をとるべきかを適切に判断していくことがある<sup>22</sup>。

### 5.3.2.フィデューシャリー・デューティーの抱える課題

こうした背景により、フィデューシャリー・デューティーという法概念が導入されたものの、フィデューシャリー・デューティーにおいては、非常に多岐に渡る論点が存在している。そこで、以下では、フィデューシャリー・デューティーの抱える論点に焦点を当てる。もっとも、フィデューシャリー・デューティーに関連する論点は複雑かつ多様であるので、ロボアドバイザーに関連する限りにおいて、かかる論点に触れることにする。

### 5.3.3.ロボアドバイザーにおけるフィデューシャリー・デューティーの適用可能性

では、フィデューシャリー・デューティーの適用により、ロボアドバイザー事業者の「助言義務」の欠けに対処することが可能といえるか。結論から述べると、ロボアドバイザーがフィデューシャリー・デューティーを負うことができるとは言い難い。

2016年4月にマサチューセッツ州証券局が発表した、“Robo-Advisers and State Investment Adviser Registration”では、ロボアドバイザーがフィデューシャリー・

---

<sup>22</sup> 金融庁は、「顧客本位の業務運営に関する原則」が適用される「金融事業者」という用語を特に定義していない。これも同原則が顧客本位の業務運営を目指す金融事業者において幅広く採択されることを期待する趣旨から出たものである。



デューティーを負うことができるかについて検討されている<sup>23</sup>。同レポートでは、①ロボアドバイザーはフィデューシャリー・デューティーを果たすために必要な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、提供された情報が正確か否か検証するプロセスがないため、質問に正確な回答ができない顧客に対処できない、③多くのロボアドバイザーの免責条項では、フィデューシャリー・デューティーの相当部分が免責されるような条項が含まれている、④フィデューシャリー・デューティーを全く認めない免責条項は無効である、といった見解が示されている。

そうだとすると、現在、提供されているロボアドバイザーは、フィデューシャリー・デューティーを負う程度に高度な判断能力を有するとはいえず、ロボアドバイザーにフィデューシャリー・デューティーの概念を導入することは困難であると言わざるを得ない。

#### 5.3.4.「助言義務」の欠点に対する法的対処に関する考察

5章では、「助言義務」の欠点に対する解決策として、適合性原則・説明義務による対処、「助言義務」の拡充による対処、フィデューシャリー・デューティーによる対処という3つの観点から考察を行った。まず、適合性原則・説明義務による対処は、両義務の適用される範囲が、「助言義務」に比して限定的であり、妥当ではない。そして、現時点ではロボアドバイザーは、フィデューシャリー・デューティーを負う程度の性能・能力を有しておらず、フィデューシャリー・デューティーによる対処も現実的ではない。よって、「助言義務」の拡充による対処が、現実的かつ適切であろうと考える。ロボアドバイザー事業者と個人投資家との間に存在する契約(合意)を根拠として、ロボアドバイザーに「助言義務」を課すことは、学説上可能であろう。もっとも、「助言義務」を明文の規定で一律に課すことは現実的ではないといえるため、個別具体的な紛争が生じた場合に、裁判所がロボアドバイザー事業者の「助言義務」を肯定し、事後的救済を図り、かかるリスクを回避するため、ロボアドバイザー事業者がより適切な助言を行おうとする。したがって、「助言義務」の拡充による対処を通じて、個人投資家の利益保護は図られると考える。

## 6. 結論

本稿では、金融市場で昨今拡大しているロボアドバイザーの抱える法的課題とその解決策について考察を行った。まず、ロボアドバイザーのうち、投資助言を行うにとどまるアドバイス型のロボアドバイザーの一部は、「助言義務」が生じていないとい

---

<sup>23</sup> 邦語文献として、森下哲朗、「FinTech時代の金融法のあり方に関する序説的検討」、江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』、黒沼悦郎、初版、東京、有斐閣、2017、p.814-819

法的課題が確認された。かかる「助言義務」の欠けにより個人投資家が損害を被るおそれがあるため、個人投資家保護が十分でないといえる。そうだとすると、「貯金から投資へ」の流れを促進する上でも、こうした法的状況は望ましいとは言えない。そこで、こうした「助言義務」の不存在に対応するため、個人投資家とロボアドバイザーとの間に存在する黙示の合意を根拠とすることで「助言義務」の存在を肯定することが考えられる。もっとも、ロボアドバイザー事業者に一律に「助言義務」を課した場合には、ロボアドバイザー事業者が、そのサービスの提供に消極的になり、機械による投資助言の提供というロボアドバイザー自体の利点が損なわれるおそれがある。そこで、個人投資家が損害を被った際には、個別具体的に「助言義務」の存在を肯定するという事後的な司法的救済が考えられ、こうした救済の蓄積により、ロボアドバイザー事業者は、より顧客本位の助言を行うこととなると考えられる。

## 参考文献・参考資料

- 川村正幸、金融商品取引法、第4版、東京、中央経済社、2012
- 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、2018、2095号、p.34-43
- 塚原成侑・長谷川圭輔、“金融機関の「助言義務」についての法的考察：助言の法的位置づけをめぐる英国、ドイツの制度を手掛かりとして”、金融研究 36 巻、2017、2号、p.75-108
- 松尾豊、“第1章 人工知能とは何か 専門家と世間の認識のズレ” 人工知能は人間を超えるか ディープラーニングの先にあるもの、東京、角川 EPUB 選書、2015、p.45
- 森下哲朗、“FinTech時代の金融法のあり方に関する序説的検討”、江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』、黒沼悦郎、初版、東京、有斐閣、2017、p.814-819
- 金融庁、平成26事務年度 金融モニタリング基本方針（監督・検査基本方針）、2014、<https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>、(参照 2018-12-24)
- 金融庁、顧客本位の業務運営に関する原則、2017、<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>、(参照 2018-12-24)
- 金融庁、「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ」（第1回）議事次第 事務局説明資料、2017、<https://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170224/02.pdf>、(参照 2018-12-23)
- 金融庁、金融商品取引業者登録一覧、2018、<https://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/kinyushohin.pdf>、(参照 2018-12-02)
- 日本銀行金融研究所、投資判断におけるアルゴリズム・AIの利用と法的責任 「アルゴリズム・AIの利用を巡る法律問題研究会」報告書、2018、<https://www.imes.boj.or.jp/japanese/kenkyukai/ken1809.pdf>、(参照 2018-12-02)
- 野村総合研究所、「若年層を中心とした個人による投資の現状とNISAの利用促進に向けた課題に関する調査」報告書、2015、<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>、(参照 2018-12-23)
- FINRA, Report on Digital Investment Advice, March 2016; Massachusetts Securities Division, Policy Statement: Robo-Advisers and State Investment Adviser Registration, April 2016.