

ロボ・アドバイザーと相場急変を巡る議論

佐藤 廣大

■ 要 約 ■

1. 近年、米国を中心としてロボ・アドバイザー（RA）の台頭が注目されているが、RA が今後どのような成長曲線を描くのかは常に議論的である。RA に対する肯定的な意見としては、①コストの低さ、②簡便性、③客観性、といった点が挙げられる。一方、否定的な意見としては、①アドバイスの品質、②投資対象の制約、③アフターフォローの不十分さ、などが挙げられる。
2. 相場急変時の RA の対応が注目された近年の事例を見ると、英国の EU からの離脱（ブレクシット）がもたらした混乱は RA にとって試金石となった。選挙結果判明後に独立系 RA 最大手のベターメントが取った取引停止という行動は、顧客とのコミュニケーションや受託者責任といった観点で論争を巻き起こした。
3. 米国の規制当局の中では、これまでマサチューセッツ州証券監督局が積極的に RA に関する見解を公表してきた。例えば、同局は前述のベターメントの行動に対して懸念を示し、顧客とのコミュニケーションポリシーを改定するよう同社に要求した。また、同局は過去 2 回、RA に関する方針声明を発表しており、投資アドバイザーとしての RA の受託者義務や、サードパーティ製 RA の活用に関するガイダンスを提示した。
4. 一方、証券取引委員会（SEC）も 2017 年 2 月に RA に関するガイダンスを公表した。焦点は RA が 1940 年投資顧問業法における義務をどのように満たしているかという点であり、要点として、①顧客への情報開示、②適切な助言のための顧客情報取得義務、③コンプライアンスの仕組み、という 3 点が具体的に検討すべき事項として挙げられた。
5. 日本でも RA は拡大してきているが、相場が不安定な時期を乗り越えた経験はまだ少ないと考えられる。今後は、相場急変時に備えたフォローを商品・機能・サービスの面で備えるといったことも課題となろう。RA に対抗して伝統的な対面サービスの更なる充実も予想され、そのためにも、先行する米国での RA に関する議論を注視しつつ、相場急変や下落局面の試練を乗り越えて RA の仕組みがより頑強になっていくのが望ましい展開ではないだろうか。

I ロボ・アドバイザーの意義を巡る議論

近年、米国を中心としてロボ・アドバイザー（以下、RA）の台頭が注目されている。RA は従来フィナンシャル・アドバイザー（以下、FA）が行ってきた個人投資家向けの資産運用に関するアドバイスのプロセスを、テクノロジーの活用により自動化したサービスの総称である¹。RA は、第二次大戦以降で過去 2 番目に長く続いている現在の米国株式市場の上昇相場と歩みを合わせるかのように成長し²、米国 RA 全体の運用資産総額（Assets Under Management: AUM）は 2016 年末に約 830 億ドルに達したと米調査会社セルリ・アソシエイツは見積もっている³。さらに、2021 年末までに RA の AUM は約 3,850 億ドルに成長すると同社は予想しているが、RA が実際にどのような成長曲線を描くのかは常に議論的である。

RA に対する肯定的な意見としては例えば以下の点が挙げられる。

第一に投資家から見たコストの低さである。通常、米国の FA は年間フィーとして顧客資産の 1~2% を徴収するところ、RA は典型的なケースで 0.25%~0.50% 程度を徴収するといった具合である⁴。

第二に簡便性である。RA 各社はスマートフォンやタブレット、PC を活用して視覚的に分かりやすく扱いやすいインターフェースを提供することに注力している。米国の独立系 RA 大手ウェルスフロントは登録手続きにかかる時間は 5 分以内であると同社ウェブサイト上で謳っている。

第三に客観性である。通常、RA 各社は現代ポートフォリオ理論に基づいたパッシブ・長期運用をベースとしており、その投資理論はウェブサイト等で開示されている。基本的に顧客が自ら RA にアプローチして取引を開始する形態であり、運用開始後も望まない助言や新たな商品の推奨など不必要な介入をされる恐れは少ない。

一方、否定的な意見（現状でのデメリット）としては、例えば以下の点が挙げられよう。

第一にアドバイスの品質である。RA では通常、リスク許容度等に関する質問に顧客が

¹ 欧米における RA 全般については、岡田功太、杉山裕一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号ウェブサイト版、岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号、飛岡尚作「欧州におけるオンラインを活用した新たな投資アドバイスの形態」同 2016 年冬号、岡田功太、幸田祐「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」同 2015 年秋号、和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」同 2015 年冬号を参照。

² “Man vs. machine: How to figure out if you should use a robo-advisor,” *CNBC*, March 13, 2017.

“Happy Birthday, Bull Market! It May Be Your Last,” *Fortune*, March 9, 2017.

³ “SEC provides robo-adviser guidance,” *InvestmentNews*, February 23, 2017.

⁴ “Can Robo Advisers Replace Human Financial Advisers?” *The Wall Street Journal*, February 28, 2016.

なお、チャールズ・シュワブは RA 自体の直接的な年間フィーが無料であることを謳うサービス（Schwab Intelligent Portfolios）を提供しているが、SEC 開示資料によると、連携するシュワブ・バンクにおける預金スweepや、自社 ETF 等から収益を上げるビジネスモデルとなっている。

http://www.adviserinfo.sec.gov/Iapd/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=277224

2016 年 10 月までウェルスフロントの CEO を務めていたアダム・ナッシュ氏は「チャールズ・シュワブはメリリリンチになってしまった」との表現で同社の方針を批判する記事を出したこともあった。

<https://medium.com/@adamnash/broken-values-bottom-lines-3d550a27629#.tjmrucx86>

回答し、プロファイリングに基づき推奨ポートフォリオを提示し自動リバランスを含めた運用を開始するが、この過程で RA が顧客に提供している対応は真にアドバイスと呼べるものなのか定かではなく、本来顧客 1 人 1 人が抱えている複雑なニーズに十分に対応しているかは常に疑問符が付きまとう。

第二に投資対象の制約である。RA が提示するポートフォリオでは複数の上場投資信託 (ETF) を用いて分散投資を基本とした最適なアセットアロケーションを構築する手法が主流であるが⁵、それ故に投資対象は現存する ETF を通してアクセスできるものに限られよう。当該手法が刻々と変わり得る市場環境に対応できる最良のアプローチなのかは不明である。

第三にアフターフォローの不十分さである。特に株価急落等の相場急変後、または急変が予想される重要イベントに際して顧客とコミュニケーションを図り、的確なフォローを取ることは FA が投資家に提供する価値の一つであるが、通常の RA のプロセスとしては、運用開始後は RA にお任せとすることが基本であり、現状の仕組みでは提供される価値としてアフターフォローという観点がクローズアップされることは少ないだろう。

上述のメリットとデメリットは表裏一体の構造を持ち、しばしばトレード・オフの関係と見做される。また、顧客のニーズ、市場の状況、技術の進展により変化し得るものであり、RA 各社の投資哲学にも依拠する。一方、ネガティブ面を補うため、第一のアドバイス品質に関しては、FA と RA を組み合わせたハイブリッド型の戦略を採用するケース⁶や、第二の投資対象に関しては、個別株式やオルタナティブ資産等を組み込みアクティブ運用を標榜するケース⁷も見られる。

次章では、特に相場急変時における RA の対応に着目して、近年の事例を整理する。

⁵ ミューチュアルファンド（投資信託）を利用するケースもある。

⁶ 一例としてバンガード社のパーソナル・アドバイザー・サービスズが挙げられる。また独立系最大手ベターメントも追加手数料により、電話・メール・ビデオカンファレンスを通じた FA による助言を受けられるオプションサービスを提供開始している。一方、RA 大手の中ではウェルスフロントは純粋なデジタルサービスのコンセプトを貫いており、同社はデジタルアドバイスを強化するためにフィナンシャルプランニング機能を追加している他、オンラインでの証券担保ローンサービス (Portfolio Line of Credit) も始めている。

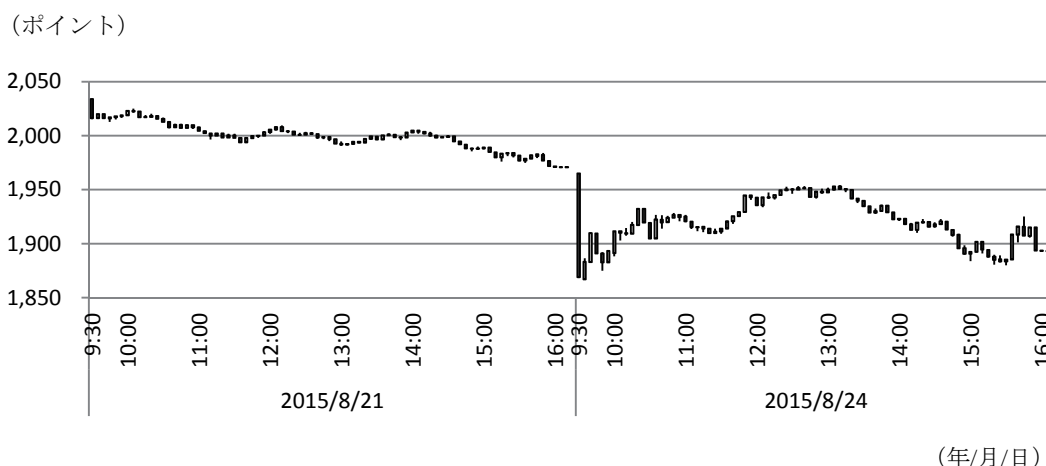
⁷ ヘッジャブル社やアルファ・アーキテクト社などが挙げられる。

II 近年の相場急変における RA 各社の動き

1. 2015年8月24日のフラッシュクラッシュ

市場の分断（market fragmentation）⁸や取引の自動化・高速化⁹が進む米国の証券市場では、2010年5月6日の株価急変動以降、フラッシュクラッシュと称される、極めて短い時間での急激な価格変動が度々発生している¹⁰。一例として、2015年8月24日には、先行するアジア株式市場が大きく下落する中、米国株式市場でも寄り付き前から先物価格が下落し、売り圧力が強まっていたことなどを背景に、特にETFの価格が原資産価格と大きく乖離し、寄り付きで多くのETFの取引価格を算出できず、正しい価格を得たり取引したりすることができない事態となった¹¹。結果としてS&P 500は寄り付き後に急落し、9時35分頃には前日終値比で5.3%安、最終的に当日の終値は3.9%安となった（図表1）。

図表1 2015年8月21日（金）～8月24日（月）のS&P 500推移



(注) 5分足ローソクチャート、米国東部夏時間（EDT）。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁸ 2016年6月17日にSECにより認可されたThe Investors Exchange LLC（IEX）や、オプション取引所を含めて、米国には1934年証券取引所法（the Securities Exchange Act of 1934）Section 6(a)の下で登録されている国法証券取引所（national securities exchanges）が21カ所存在する。またSection 6(g)の下で先物取引所は5カ所登録されている。他にもダークプールを含めた代替取引システム（alternative trading systems: ATS）はレギュレーションATSの下で83カ所届出されている。（いずれも2017年4月現在）

<https://www.sec.gov/fast-answers/divisionsmarketregmrexchangesshtml.html>

<https://www.sec.gov/foia/docs/atlist.htm>

⁹ Tabb Groupの調査によると2016年6月時点で高頻度取引（High-frequency trading: HFT）は米国株式市場の取引高の49%を占めていたとのこと。

“Stocks close lower; Dow posts worst week in a month,” CNBC, June 17, 2016.

¹⁰ 2010年5月6日の米国株式市場では、わずか数十分間（下落の大部分は数分間で発生）でダウ平均株価が約9%急落し、その後に急反発するという事象が発生した。また、2014年10月15日には、米国債市場で急激な利回り下落及び急反発が発生し、後にフラッシュラリーとも称された。

¹¹ “What happened during the Aug 24 ‘flash crash,’” CNBC, September 25, 2015.

当該フラッシュクラッシュ発生時、独立系 RA 最大手のベターメントは顧客の 83% は自分の口座の状況を確認していなかったと述べている¹²。また、同社はボラティリティが高まる傾向のある寄付き後 30 分間及び引け前 30 分間は取引を行わないポリシーのため、相場急変を丁度避けることができたと表明している。同様に、フラッシュクラッシュに際してウェルスフロントの顧客は 1/3 しか自分の口座にログインしておらず¹³、リスク許容度を下げた顧客の割合は 1% に満たなかったとしている¹⁴。結果として、長期分散投資を標榜する RA 各社にとっては自社の哲学の正当性を喧伝する機会となった。

しかし、当日は米国上場株式のうち 471 銘柄で、延べ 1,278 回の取引停止¹⁵が発生しており、その 83% は ETF だったとされる¹⁶。前日比で一時的に数十% 下落した ETF も散見され、その中には一時 26.0% 下落した iShares Core S&P 500 (IVV) や一時 42.7% 下落した Guggenheim S&P 500 Equal Weight (RSP) といった、ETF の中では資産規模が大きく比較的流動性が高めの銘柄もあった¹⁷。長期運用のスタンスであれば影響は相対的に小さいといえども、ETF を投資対象とする RA の顧客は、このようなフラッシュクラッシュが及ぼす影響に潜在的に晒されていることも露わになった事例と言えよう。

2. 2016 年 6 月 23 日の英国の EU 離脱投票を巡る混乱

1) ベターメントの取引停止騒動

英国の EU からの離脱是非を決める国民投票、いわゆるブレクシット (Brexit) 選挙がもたらした証券市場の混乱も、RA 各社にとって試金石となった。英国のみならず世界中が注目する一大イベントを受けて、マーケットはボラタイルとなることが危惧されていた。直前の予想として残留派が優勢という報道もあった中、結果として離脱票 (51.9%) が残留票 (48.1%) を上回るという事態を受けて、2016 年 6 月 24 日の米国市場は寄付きから下落し、S&P500 の終値が前日比 3.6% 安という荒れ模様となった (図表 2)。

¹² “Financial Robo-Advisers Go Into Overdrive as Market Rumbles,” *WIRED*, August 27, 2015.

¹³ “After trading halt, Betterment suffers its own Brexit shock,” *Financial Planning*, June 29, 2016.

¹⁴ “For Robo-Advisers, the Next Bear Market Is Make or Break,” *Bloomberg*, April 21, 2016.

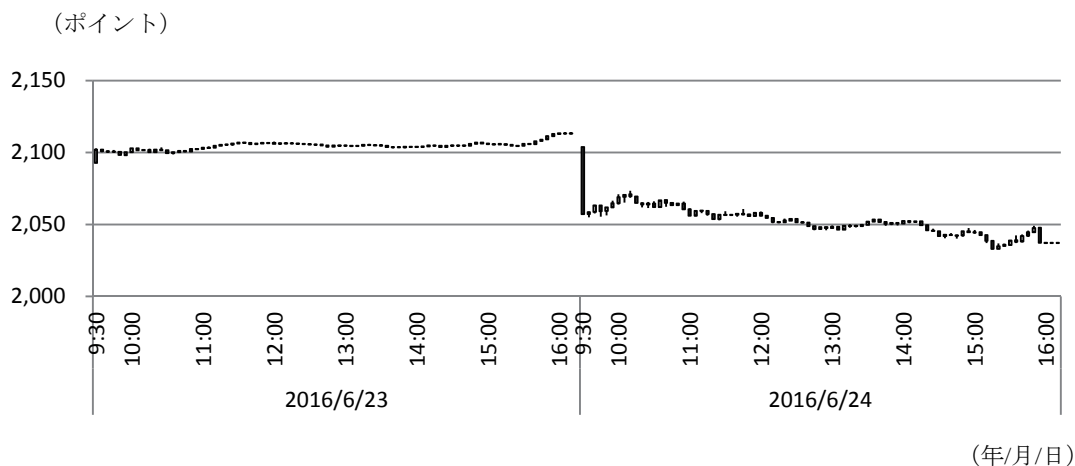
¹⁵ NMS プラン (National Market System Plan) に基づく Limit Up-Limit Down (LULD) メカニズムによる一時的な取引停止を指す。基本的には、過去 5 分間の平均価格から上下 5% 超 (寄付き後 15 分間と引け前 15 分間は上下 10% 超) の価格変動があり 15 秒以内に戻らなかった銘柄は 5 分間の取引停止となる。詳細は以下の SEC 情報を参照。SEC, “Investor Bulletin: Measures to Address Market Volatility,” July 1, 2012.

¹⁶ SEC, “Research Note: Equity Market Volatility on August 24, 2015,” December 2015.

なお、SEC による当該報告書では ETF を含めたより広い概念である ETP (Exchange Trading Products) という語句を主に用いている。

¹⁷ <https://www.sec.gov/comments/s7-11-15/s71115-38.pdf>

図表2 2016年6月23日(木)～6月24日(金)のS&P 500推移



(注) 5分足ローソクチャート、米国東部夏時間(EDT)。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

そしてこの日はベターメントが寄付きから概ね正午前まで取引を停止したことが論争を巻き起こした(図表3)。

図表3 2016年6月23日(木)～6月24日(金)のブレクシットに関する経緯

日時	発生事象
6月23日	
17:00	英国のEU離脱を問う国民投票の投票締切
6月24日	
02:20	投票結果の正式発表
03:00	英国株式市場が寄付きから急落 (FTSE100は03:08頃に前日終値比で8.7%安、当日終値は3.1%安)
09:30	米国株式市場が寄付きから急落 (S&P500は09:35頃に前日終値比で2.8%安、当日終値は3.6%安)
10:00	ベターメントが規約上、取引を行わない寄付き後30分が経過しても取引開始せず
11:45頃	ベターメントのトレーディングチーム(3名)が取引再開

(注) 日時は全て米国東部夏時間(EDT)
 (出所) 各種公開情報より野村資本市場研究所作成

取引停止という同社の行為は、主に以下の理由で批判を浴びた¹⁸。

- ・ 相場変動を機にポートフォリオ入れ替えを図ろうとした顧客の取引機会を阻んだ。(特に顧客は相場下落時に安値で買い注文を入れる機会を逃した)
- ・ 同社プラットフォームを利用する個人向け投資顧問業者(Registered Investment Advisor: RIA)向けには停止する旨をEメールで通知したが、リテール顧客向けには通知しなかった。これは顧客と適切にコミュニケーションを取ることを義務付けている証券取引委員会(SEC)規則に反している恐れもある。

¹⁸ “Robo Adviser Betterment Stokes Concern Over Brexit Trading Halt,” *Wall Street Journal*, July 2, 2016.

- ・ RIA は、自分の顧客に対して取引できない旨を説明することに苦慮した。
- ・ 自動化された RA という宣伝文句とは裏腹に、実際には裏側で人間の判断が介在している。

一方、同社は上記のような批判に対して主に以下の反論を示した¹⁹。

- ・ 顧客同意書 (Betterment Client Agreements)²⁰の第 22 号にて、市場のボラティリティ、需要のピーク、システムアップグレード、メンテナンス等の理由で、事前通知無しにウェブサイトや口座へのアクセスを停止または制限する権利を同社は有するとしており²¹、またその際に発生した顧客の損失に関して責任を負わない旨を記載している。
- ・ ベターメントは受託者 (fiduciary) であるため、顧客の最善利益のために必要な判断をしている。
- ・ (市場のボラティリティが極度に高まっている時に) 取引を遅らせることは、人間のアドバイザーが通常行っていることである。
- ・ 顧客はベターメントのことをデイトレーディング・プラットフォームと誤っているが、実際には裁量的アドバイザー (discretionary adviser) である。

後日、同社は通常、寄付き後 30 分間は取引しない方針のために 2015 年 8 月 24 日のフラッシュクラッシュを回避できたこと、ブレクシット投票結果判明直後の 2016 年 6 月 24 日は市場状況のモニタリングに基づき状況が安定するまで寄付き後 30 分間を超えて取引停止時間を延ばす判断をしたことを振り返っている²²。加えて、取引停止は決して技術上の処理能力の問題ではなく、定常的にブレクシット当日の取引量よりも多くの取引を行っていること、また取引遅延の判断をすることで同社が利益を得てはならず、純粋に顧客の最善利益追求のための判断だったことを強調している。

RIA のみに取引停止を通知した判断の理由としては、ベターメントのプラットフォームを利用する RIA は共同受託者 (co-fiduciaries) の関係となる一方で、リテール顧客についてはベターメントが単独の受託者 (sole fiduciary) となることが挙げられている。つまり、RIA 及びサブ・アドバイザーとしてのベターメントの双方が裁量的アドバイザーであり、共に顧客に対する最善利益を追求する受託者責任を負うため、裁量的判断に基づき、もう一方のアドバイザーである RIA に対しては通知した、というスタンスである²³。

同社の既存顧客からの反応としては、カスタマーサポートへの問合せは若干増加し

¹⁹ “Betterment’s move to halt trading following Brexit vote sparks controversy,” *InvestmentNews*, June 28, 2016.

²⁰ https://d9l6g2vjiqrcr.cloudfront.net/agreements/BettermentClientAgreements_20160329.pdf

²¹ 同社は過去に米連邦公開市場委員会 (FOMC) による政策金利発表の前後 10 分間または 15 分間、取引を停止したことがある。脚注 19 参照。

²² Betterment, “Navigating Market Stress: Betterment’s Approach to Brexit,” June 27, 2016.

²³ “Betterment explains why its Brexit-sparked trading halt on Friday wasn’t ‘suspended’ trading,” *RIABiz*, June 29, 2016.

た程度であり²⁴、また新規顧客については、メディアで大きく取り上げられたこともあってブレクシット当日は前日比でサービス登録が 50%増になり²⁵、通常の金曜日よりも登録数はむしろ多かったとしている²⁶。なお、同社は顧客とのコミュニケーションに改善の余地があることは認め、例えばモバイルまたはウェブのアプリ内で取引遅延を通知したり、アラート機能を付加したり、取引タイミングに関して E メールで情報発信するといったことを検討するとして²⁷。

ベターメントの判断に対する規制当局からの直接的な反応としては、マサチューセッツ州証券監督局の動きが挙げられる。マサチューセッツ州務長官ウィリアム・ガルビン氏は、ベターメントの顧客は同社の取引停止という行動により不利な状況下に置かれ、流動性を求める投資家の動きが阻害されたとして同社を批判し、全ての顧客に対して一貫した対応を取っているのかという点について懸念を示した²⁸。また同州証券監督当局はベターメントによるブレクシット選挙時の取引停止の行動を受けて、顧客とのコミュニケーションポリシーを 2016 年 9 月末までに改訂するよう同社に要求した²⁹。結果として、同社は投資家向け案内書 (investor brochures) を改訂し、「世界のイベントや政府機関からの主要な発表を受けて市場が拘束されている時に取引を遅延または管理する可能性があること」及び「60 分を超える取引遅延発生時はウェブ画面を通してアドバイザーに通知すること (ただし通知義務はない)」を明記した³⁰。

2) 他の RA の対応

チャールズ・シュワブが提供するシュワブ・インテリジェント・ポートフォリオではベターメント同様に寄付き後 30 分と引け前 30 分は取引しないこととしている。またそれ以外の時間帯でも同社が取引を停止する権利を保有するとしているが、ブレクシット当日を含めて実際に取引停止されたことはないとのことである³¹。同様にウェルスフロントも顧客の最善利益に反する場合は取引を停止できるとしているが、これまで当該措置が取られたことはなく、ブレクシットの際も取引を停止する理由は見当たらなかったとしている。また自分の口座にログインした顧客は 2015 年 8 月 24 日の相場急変時よりも少なかったと述べている。他方、バンガード・パーソナル・アドバイザー・サービスでは夏期の一般的な金曜日と比べて受電量は 70%増となりウェブトラフィック量も多かったとのことだが、特にサービス停止や遅延はなかったとしている³²。

²⁴ “Robo-Advisor’s Brexit Trading Freeze Backfires,” *American Banker*, June 29, 2016.

²⁵ “Betterment crosses \$5B AUM threshold,” *Financial Planning*, July 14, 2016.

²⁶ “Robo-advisor CEO: Here’s why I told clients they couldn’t trade in sell-off,” *CNBC*, June 29, 2016.

²⁷ “Betterment halted trade amid Brexit panic—here’s why,” *MarketWatch*, July 1, 2016. 脚注 19 及び 26 も参照。

²⁸ “SEC Examining How Robo Advisers Explain Platforms’ Rules to Investors,” *Wall Street Journal*, November 14, 2016.

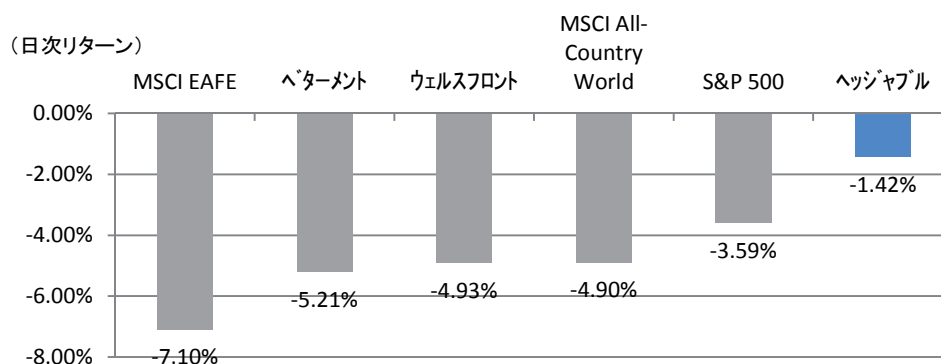
²⁹ “Regulator Tells Betterment to Revise Policies After June Trading Halt,” *Wall Street Journal*, September 15, 2016.

³⁰ “Betterment piles Goldman, Vanguard strategies onto adviser menu,” *Financial Times*, September 21, 2016.

³¹ 脚注 19 参照。

³² 脚注 14 参照。

図表4 2016年6月24日（金）のヘッジャブル他の日次パフォーマンス



(注) ベターメント、ウェルスフロント、ヘッジャブルのパフォーマンスは全て積極的モデル (aggressive model)

(出所) ヘッジャブル公開情報より野村資本市場研究所作成

一方、批判に晒されたベターメントとは対照的に、ヘッジャブルは同社が提供するダウンサイドプロテクション機能が功を奏したとして、ブレクシットを自社サービスのアピールの機会として活用した。具体的には、同社はイベント前にポートフォリオのアセットアロケーションにおける外国株式の割合をほぼゼロにしていたことにより³³、他社 RA やベンチマークと比べて、ブレクシット当日の下落幅が少なかったと報告している (図表4)³⁴。

ブラックロック傘下のフューチャーアドバイザーは、6月24日午前中の顧客からの問い合わせは通常よりも約20%多かったが、午後には落ち着いたと振り返っている³⁵。同社は選挙の事前及び事後に顧客とコミュニケーションを取っていたと述べている。その他、シグフィグはビッド・アスク・スプレッド等の監視の結果、執行には特に問題はなかったため、取引は停止しないと判断していた³⁶。同社も顧客とは能動的にコミュニケーションを取り、長期的視野を保つことを顧客に奨励していたとする。入金した顧客数は出金した顧客数よりも多く、数日後、アロケーションが変更された顧客口座は1%に満たなかったとのことである。

3. 2016年11月8日の米国大統領選挙

ベターメントは当該選挙に先駆けて、「選挙や政治イベントは長期リターンにインパクトを与えることはない」というスタンスをデータに基づき説明した³⁷。そして大統領選挙当日は、ブレクシットの時とは異なり、平常時よりも取引が長く停止されることはなかった。

³³ ヘッジャブルによると、ブレクシット選挙時にベターメント及びウェルスフロントの積極型ポートフォリオでは外国株式クラスが約50%を占めていたと推測されるとのこと。

³⁴ Hedgeable, “Examining Robo-Advisor Performance During Brexit,” June 27, 2016.

³⁵ “How Robos Handled Brexit,” *WealthManagement.com*, July 1, 2016.

³⁶ 脚注35参照。

³⁷ Betterment, “How Will the Election Affect Your Investments?” October 19, 2016.

ブレクシットの際の良好なパフォーマンスをアピールしていたヘッジャブルも、「大統領選挙の結果に関わらず、イベント時にはマーケットが急変することもあるが、コーポレートセクターや FRB のポリシー、原油価格、その他のファクターの方がその後の年月ではもっとも大きなインパクトを与える」との見解を大統領選挙に先駆けて示していた³⁸。

III RA に関するレギュレーターの見解

投資家や市場関係者による関心の高まりを背景に、米国の規制当局はこれまで RA に関する見解やガイダンスをいくつか公表してきている。以下に代表的なものを記載する。

1. マサチューセッツ州証券監督局

前章に記したブレクシットに際するベターメントの取引停止行動に対するコメントに見られるように、同局は RA に関する見解を積極的に公表してきている。その中で、同局は過去 2 回、RA についての方針声明 (policy statement) を発表している。2016 年 4 月 1 日に公表された声明では、同局の役割は投資家保護であると記しており、そのために同局は全ての投資アドバイザーが報酬を受領して投資アドバイスを提供する際の受託者としての義務を満たしているか確認していること、そして同声明は RA 業者が同州にて登録する際のガイダンスであることが示されている³⁹。同局は、完全に自動化された RA はその構造上、本来的に RIA の受託者としての役目を果たすことができない可能性があるという立場を取っており、そのため、同州で投資アドバイザーとしての登録を試みる RA は、適切な規制フレームワークが確立されるまでは、同声明で示したガイダンスに則ってケースバイケースで評価される旨が示されている⁴⁰。また、同年 7 月 14 日に公表された声明では、同州で登録された RIA によるサードパーティ製 RA の活用について焦点が当てられており、RIA と RA の間で共存関係またはサブ・アドバイザー関係が構築されている場合における、同州統一証券法 (the Massachusetts Uniform Securities Act) の遵守および顧客に対する受託者責任を果たすためのガイダンスとして発行されている⁴¹。

³⁸ Hedgeable, "The Truths (And Lies) About Presidential Elections & Markets," October 21, 2016.

³⁹ <http://www.sec.state.ma.us/sct/sctpdf/Policy-Statement--Robo-Advisers-and-State-Investment-Adviser-Registration.pdf>

⁴⁰ 例えば、RA の利用にあたっては、提供機能やサービス内容が限定的であることを示す多くの免責事項や制約事項が織り込まれた長文の顧客同意文書に電子的に署名する必要があるが、中核となる義務を自ら否定している場合、RA は受託者として認められない、と同局は記している。具体例として、投資内容が顧客の最善利益を満たすものであることを判断するにあたっては顧客自身がその責任を負う、といった旨の規約に同意する必要のある RA 業者も存在するが、通常の間人による投資アドバイザーの場合は、その判断はアドバイザーが行うか、手助けするものである、としている。また、連邦法では RIA が顧客との間の受託者義務の規定を同意の下で変更することは認められているが、受託者義務の全面的な免責は無効になると見られることも示されている。なお、ドッド=フランク法の下で、米国の投資アドバイザーは一般に AUM が 1 億 1 千万ドルに達すると州登録ではなく連邦 (SEC) 登録が必須となる。(詳細は下記 SEC 情報を参照)

https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

⁴¹ <https://www.sec.state.ma.us/sct/sctpdf/Policy-Statement-State-Registered-Investment-Advisers-Use-of-Third-Party-Robo-Advisers.pdf>

2. SEC

2015年5月にSECの投資家教育支援局（Office of Investor Education Advocacy）は金融取引業規制局（FINRA）と共同で、RAに関する投資家向け注意喚起（Investor Alert）を公表した⁴²。目的は自動投資ツールに関する全体像の情報を投資家に提供するためであり、同局はRAについて、低コスト・簡便性・広範なアクセスといった明確な有益性を認める一方で、利用前にそのリスクや限界を理解することが重要である旨を強調した。具体的には、①利用規約の理解、②重要な前提を含めたツールの限界の考慮、③自動ツールのアウトプットは要求される利用者情報及び実際に提供する情報に依存すること、④利用者の金融ニーズやゴールに対して自動ツールのアウトプットは適切とは限らないこと、⑤個人情報の防衛、以上5点を利用者が考慮すべきポイントとして挙げた。

その後、前述のブレクシットに際するベターメントの取引停止行動が発生した際にはSEC会長（当時）メアリー・ジョー・ホワイト氏は同社を名指しで批判したりはしなかったが、2016年11月14日に開催されベターメント関係者も出席したフィンテック・フォーラムにて、RAに関して以下の点を精査している旨、同氏は発言している⁴³。

- ・ RAはRIAの業法の下で受託者としての責務等をどのように満たしているのか
- ・ 人間の介在が限られている中、サービスの仕組みを理解してもらうために投資家に十分な説明を提供できているのか
- ・ 適切な助言提供のために必要な情報を入手できているのか
- ・ コンプライアンスの仕組みはどのように構築されているのか
- ・ 顧客データはどのように守られているのか
- ・ 混乱発生時の事業継続についてどのように対処しているのか

そして、2017年2月にSECはRAに関するガイダンス⁴⁴を公表した。SECの焦点はRAが1940年投資顧問業法（the Investment Advisers Act of 1940）における義務をどのように満たしているかという点であり、当該ガイダンスはそのために考慮すべきポイントを示唆したものという位置づけである。要点として挙げられているのは、①RA及びサービスに関する顧客への情報開示の内容と説明、②RAが適切な助言を提供するために顧客から情報を取得する義務、③自動アドバイス提供に関する懸念点に対処できるよう設計された効果的なコンプライアンスの仕組みの採用と導入、という3点であり、RAがRIAとしての受託者責任及び業法上の義務を満たすために具体的に検討すべき事項が掘り下げられている（図表5）。

⁴² SEC, “Investor Alert: Automated Investment Tools,” May 8, 2015.

⁴³ <https://www.sec.gov/spotlight/fintech/transcript-111416.pdf>

⁴⁴ <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>

図表 5 2017年2月にSECが公表したRAに関するガイダンスの概要

①	顧客への情報開示の内容と説明
	<p>ビジネスモデルの説明</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 個別の顧客口座を管理するためにアルゴリズムが利用されている旨の記載 ・ アルゴリズムの機能に関する説明 ・ アルゴリズムの前提と限界の説明 ・ アルゴリズム固有のリスクの説明 ・ アルゴリズムが無効になる可能性がある状況に関する説明 ・ アルゴリズムの開発・管理・保有におけるサードパーティの関与や、利益相反の可能性に関する説明 ・ 顧客がRAから直接徴収される手数料や、その他、直接的・間接的に生じる可能性のあるコストの説明 ・ 個別の顧客口座の監視・管理における人間の関与度合いに関する説明 ・ RAが推奨ポートフォリオを生成するために顧客から取得した情報の利用法及びその限界に関する説明 ・ 顧客がRAに提供した情報をいつどのように更新すべきかの説明
	<p>アドバイザーサービスの範囲</p> <p>(実際にはそうではないのに、以下のようなことを示唆して顧客を誤解させることのないようRAは注意すべき)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ RAは包括的なフィナンシャルプランを提供している (と誤解させること) ・ 税負担の最適化サービス (tax-loss harvesting service) が包括的な税金アドバイスも提供している (と誤解させること) ・ 投資アドバイスを生成する際に、質問事項 (クエスチョネア) からの収集情報以外の情報も考慮している (と誤解させること)
	<p>開示情報の説明</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 利用登録前に主要な開示情報が顧客に説明されており、知識を要する投資判断のために必要な情報を顧客が事前に入手できているか ・ 重要な開示情報は特に強調されているか (ポップアップ機能等) ・ 追加情報を求める顧客のために、ツールチップ (カーソルを該当項目にあわせた際に表示される説明文章) やFAQ等の手段で補足情報を提供すべきか ・ モバイルプラットフォーム上で提供される開示情報の提示やフォーマットが最適化されているか
②	適切なアドバイスのための準備
	<p>顧客情報収集におけるクエスチョネアへの依存</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 顧客の経済状況や投資目的に基づき、適切に最初の推奨及びその後の投資アドバイスをを行うために、RAは十分な情報を収集できているのか ・ クエスチョネアにおける質問内容は明瞭か、また必要に応じて (ツールチップやポップアップボックス等により) 顧客に追加説明を提供できるよう設計されているか ・ 顧客の矛盾した回答に対処する手筈が整えられているか (アラートやフラグ等の機能)
	<p>顧客指示による投資戦略の変更</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資目的やリスクプロファイルに沿わないポートフォリオを顧客が選択した際のアラート機能の検討
③	効果的なコンプライアンスの仕組み
	<p>伝統的な投資アドバイザーに関する事項の文書化された方針書・手順書に加えて、以下のような内容も採用・導入すべきか検討</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ アルゴリズムコードの開発、テスト、バックテスト及び実行後のパフォーマンス監視 ・ 顧客の経済状況や投資目的に基づき、適切に最初の推奨及びその後の投資アドバイスをを行うために、RAは十分な情報を収集できているのか ・ ポートフォリオへの影響が大きいアルゴリズムコードの変更に関する顧客への情報開示 ・ RAが利用するアルゴリズムコードまたはソフトウェアモジュールを開発・保有・管理するサードパーティに対する適切な監視 ・ サイバーセキュリティの脅威の防止・検知・対応 ・ アドバイザーサービスのマーケティングに係るソーシャルメディア等の電子メディアの利用 ・ 顧客口座及び重要なアドバイザーシステムの保護

(出所) SEC資料より野村資本市場研究所作成

同じく 2017 年 2 月に、SEC は投資家ブレティン (Investor Bulletin)⁴⁵にて、RA に関して注意を喚起している。

- ・ 人間とのやり取りはどの程度必要か。(例：RA サービスの一環として提供される人間による対応は投資専門家によるものなのか、テクニカルサポートなのか。)
- ・ 推奨ポートフォリオ作成にあたりどのような情報を利用しているのか。(例：投資家のゴールや目的を満たしているか。投資家の他の資産や負債を考慮しているのか。)
- ・ 投資アプローチはどのようなものか。(例：投資商品は何か。市場のボラティリティに対してどのように対処するのか。リバランス頻度はどの程度か。)
- ・ どのような手数料やコストを徴収するのか。(例：低コストの投資アドバイスを提供していても、高コストの投資商品を扱っていたら総コストは高止まりしてしまう。)

3. 労働省

米国の金融規制の中でも金融機関に大きな影響を与えるものとして、労働省が 2016 年 4 月に公表した、従業員退職所得保障法 (ERISA) のフィデューシャリーの定義に関する改正規則 (DOLFD 規則) が挙げられる⁴⁶。DOLFD 規則の遵守のためにはコンプライアンス・コストが嵩み、対面サービスが行き渡らなくなることが予想されるため、低コストの非対面サービスを提供する RA にとっては追い風となる可能性も指摘されている。

なお、DOLFD 規則を受けて、個人退職勘定 (Individual Retirement Account: IRA) の加入者に対して投資アドバイスを提供するアドバイザーは、顧客の最善の利益を目指す契約 (Best Interest Contract: BIC) の締結が求められるが、RA は発展途上にあるという見方をしているため、全面的 BIC 免除 (full BIC Exemption) の対象として一般的に RA が含まれるわけではない旨、労働省は DOLFD 規則に関する Q&A の中で記している⁴⁷。

もっとも、2017 年 4 月 10 日より適用される予定だった DOLFD 規則は、トランプ政権の下で適用が延期され、規則の影響・副作用に関する調査が求められることとなった⁴⁸。RA への影響のみならず、議論の行方が注目されよう。

⁴⁵ SEC, “Investor Bulletin: Robo-Advisers,” February 23, 2017.

⁴⁶ “Definition of the Term ‘Fiduciary’; Conflict of Interest Rule – Retirement Investment Advice,” *Federal Register*, April 8, 2016. 同規則に関する詳細は、岡田功太、杉山裕一「米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の見直しを巡る議論—トランプ新政権による金融規制緩和の期待と現実—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号、野村亜紀子「米国 DC の投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティーをめぐる議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号ウェブサイト版を参照。

⁴⁷ “FAQs about Conflict of Interest Rules and Exemptions Part I,” *Federal Register*, October 27, 2016.

⁴⁸ 岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド=フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号ウェブサイト版を参照。

IV 結びに代えて

日本でも RA を提供するプレイヤーの数や運用資産額は増加してきているが、手数料や投資対象となる商品のラインアップなど、先行する米国勢とは異なる部分も多い⁴⁹。また、相場が不安定な時期を乗り越えた経験はまだ少ないと考えられる。今後は、コストや商品面など根本的なサービス内容の更なる改善に加えて、相場急変時に備えたフォローを商品的・機能的・サービスの的に備えるといったことも課題となってくるのではないだろうか。具体例としては、FA またはコールセンターを通じた補完的コミュニケーション・チャネルの選択肢の用意、オルタナティブ資産クラスのポートフォリオへの組み込みや緊急時のキャッシュ割合増加といった手段によるヘッジやプロテクション機能の提供、AI やアルゴリズムを駆使したユーザ画面上やメール等による選択肢の提示、チャットボット（対話型自動応答機能）による定型的問合せへの応答、といった施策が考えられよう。

従来は顧客が利用する RA を選択する上で、既に口座を有する金融機関のプラットフォームを利用する機会が圧倒的に多かったが、最近では過去のパフォーマンス履歴を参照した上で RA 業者を選択するケースが増加しているという声も聞かれる⁵⁰。また、RA は簡便さを顧客への訴求要素とするとはいえ、ブラックボックス化を懸念する見方もある⁵¹。根底に置かれる投資理論やポートフォリオ推奨のメカニズム、或いはトラックレコードを丁寧に説明することがますます求められる可能性も考えられる。

現状の RA はシンプルすぎるという見解もあるが⁵²、テクノロジーや投資家側の理解の進展により徐々に RA で対応できる資産管理の領域も広がり、それに対抗して伝統的な対面サービスもさらに洗練、充実していく展開が予想されよう。そのためには、相場急変や下落局面などの試練を乗り越えて、アフターフォローも含めた仕組みがより頑強になり、RA が投資家に広く受け入れられるサービスとなっていくのが望ましい展開ではないだろうか。

⁴⁹ 日本の RA の特徴として、ETF を用いた投資一任（ファンドラップ）以外に、バランス型やラップ型を中心とした投資信託で運用されるものも多いこと、システムが自動的な発注までは繋がっておらず、運用開始後の自動リバランスや税負担の最適化に相当する機能は存在しないツールのサービスも多いといったことが挙げられる。その他、RA に限らないが、海外銘柄に投資する場合に発生する為替取引の存在や、現状、米国と比べても低い金利環境下でキャッシュ部分の運用による鞘抜きは難しいといった点も挙げられる。

⁵⁰ “New robo-adviser geared to retirees,” *InvestmentNews*, November 21, 2016.

⁵¹ “Robo-advisors may have too much control over your portfolio,” *CNBC*, July 26, 2016.

⁵² “Robo advisors: The next big thing in investing,” *CNNMoney*, June 18, 2015.