フィンフルエンサーを巡る議論
ーSNS 上の金融関連情報の機会とリスクー

門倉　朋美、神山　哲也

▌要　約▐

1. 近年、欧米を中心に個人投資家の情報源として、「ファイナンシャル・インフルエンサー（フィンフルエンサー）」を巡る議論が進められている。フィンフルエンサーは、個人による金融関連情報へのアクセスを容易にしている一方、彼らが提供する情報の透明性や正確性の欠如への懸念もある。
2. フィンフルエンサーの提供コンテンツは、証券法制における投資の宣伝や推奨に該当する場合、当局の認可や情報開示が要件として課される可能性がある。
3. 欧州連合（EU）や米国では、規制当局が既存の法規制の解釈を示したガイダンスの公表、金融事業者の宣伝・マーケティングの規制強化、フィンフルエンサーや金融事業者を対象とした法的制裁等の取り組みが進められている。
4. フィンフルエンサーは、個人にとっての情報源としての役割も期待される。フィンフルエンサーのプラス面の妨げにならないよう、提供する金融関連情報の透明性向上、その是非を判断する個人の金融リテラシーの向上を両輪として取り組むことが重要と考えられる。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関田智也「英国の投資アドバイス・ギャップ解消に向けた試行錯誤ーサービスの低コスト化と担い手確保の両立に向けた模索ー」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号。
・加藤貴大・橋口達「米英における国家戦略としての金融経済教育」『野村資本市場クォータリー』2021 年秋号。

Ⅰ SNS の普及とフィンフルエンサーの影響力

近年、個人投資家の情報源として、「ファイナンシャル・インフルエンサー（フィンフルエンサー）」の在り方が問われている。フィンフルエンサーとは、ソーシャル・ネット・ワーキング・サービス（SNS）[1]において人気のある者がその地位を利用して、金融関連の情報・意見を共有することを通じて、他者のお金に関する意思決定に影響を与えることができる個人を指す。

１．投資情報へのアクセスを容易化するフィンフルエンサー

従来、個人投資家の情報源は新聞・雑誌や金融機関の担当者・資料等が主であったが、近年では若年層を中心として SNS の活用が浸透し始めている。米国を例に挙げると、Z 世代やミレニアル世代による投資情報のリソースの上位は、「友人・家族」を除き SNS が占めるという調査結果もある（図表 1）[2]。SNS が支持される背景には、新型コロナウイルス感染症のパンデミックや、Gamestop 株騒動にみられるような若年層を中心とした個人投資家の増加があると考えられる。チャールズ・シュワブによると、2020 年 2 月時点で米国株式市場における個人投資家の 15%が同年に投資を開始し、当該投資家の年齢の中央値が 35 歳と、2020 年以前の個人投資家（中央値は 48 歳）から若年化していることが明らかとなった[3]。他方で、既述の 15%に該当する投資家の半数以上が投資に係る基本的な手数料やコストの仕組みを理解していないとの結果が示されており、金融リテラシーの欠如も示唆された。

図表 1　米国における投資情報の入手経路（各世代の上位 5 つを抜粋）

	Z 世代	ミレニアル世代	X 世代	ベビーブーマー
1	YouTube 47%	YouTube 48%	友人・家族 35%	友人・家族 35%
2	TikTok 35%	友人・家族 39%	YouTube 30%	専門家の FA 29%
3	友人・家族 31%	Facebook 38%	伝統的な投資サイト 26%	伝統的な投資サイト 20%
4	Instagram 27%	Instagram 30%	Facebook 21%	その他 17%
5	X（旧 Twitter） 27%	X（旧 Twitter） 25%	専門家の FA 20%	新聞、その他ニュースメディア 17%

（注）　1. FA はファイナンシャル・アドバイザーを指す。
2. Z 世代は 11 歳から 26 歳（調査では 18 歳未満を除く）、ミレニアル世代は 27 歳から 42 歳、X 世代は 43 歳から 58 歳、ベビーブーマーは 59 歳から 77 歳（2023 年 10 月時点）。

（出所）The Motley Fool, “Gen Z and Millennial Investors: Ranking the Most Used, Trusted Investing Tools,” November 27, 2023 より野村資本市場研究所作成

[1] 本稿では、ソーシャル・メディアやソーシャル・メディア・プラットフォーム等も SNS に包含する。
[2] The Motley Fool, “Gen Z and Millennial Investors: Ranking the Most Used, Trusted Investing Tools,” November 27, 2023; Nasdaq, “Gen Z: What to Know About the Next Generation of Investors,” March 31, 2022.
[3] Charles Schwab, “Charles Schwab Survey: Generation Investor.”

フィンフルエンサーは、投資に関心がある一方で金融リテラシーが不足している若年層の個人投資家、あるいは投資初心者に SNS を通じて投資情報へのアクセスを容易にする役割を果たしていると考えられる[4]。また、金融機関やファイナンシャル・アドバイザーのフォーマルなサービスに手が届かない個人の情報源となり金融包摂に繋がることや、手軽さ・気軽さによって投資初心者の敷居を下げ、投資家の裾野を広げることへの期待など、社会的な存在意義も持ちうる。

２．フィンフルエンサーを巡る規制上の課題

他方、近年では、フィンフルエンサーが金融事業者から報酬を得て広告を掲出していながら、適切な情報開示を行っていない、あるいは適切な認可を得ずに投資アドバイスに該当し得る情報を発信する等、提供される情報の透明性や正確性の欠如が焦点となり、各国の証券法制に抵触する可能性が懸念されている。さらにはフィンフルエンサーが SNS 上の知名度を悪用して株価操作や投資詐欺に関与する事案も発生している。証券監督者国際機構（IOSCO）が公表した「2024 年の作業計画」では、優先事項の一つの投資家保護において、フィンフルエンサーのリスクへの対応が盛り込まれた[5]。投資家保護の観点から、国際的にもフィンフルエンサーの活動に対する懸念が高まっており、各国の金融規制当局も不適切行為の是正に向けた取り組みを推進している[6]。

日本においても、20 代を中心に資産運用に関する情報の入手先として SNS を活用する傾向が見られており、フィンフルエンサーに関する各国の金融規制当局の動向は注目に値しよう[7]。そこで、本稿ではフィンフルエンサーの実態を概観した上で、欧州連合（EU）における提供コンテンツに対する取扱いや、米国の証券取引委員会（SEC）、金融取引業規制機構（FINRA）による法的制裁の事案等について詳述し、日本への示唆を探る。

Ⅱ　フィンフルエンサーの実態

現在、フィンフルエンサーに統一された定義は見受けられないが、その範囲となり得るのは著名人、起業家から一般の個人投資家まで広範に及ぶ。また、フィンフルエンサーは広範なチャネルを通じて金融関連情報を提供している。以下では、フィンフルエンサーが SNS 上に投稿するコンテンツの傾向を概観し、法規制上の観点から見たフィンフルエンサーの分類や論点をみていく。

---

4 Sonia Rach, “‘Finfluencers' are the supply filling a demand,” FT ADVISER, August 25, 2022; CFA Institute Research & Policy Center, “The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media,” January 2024.

5 THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECUITIES COMMISSIONS, “IOSCO publishes an updated Workplan,” April 12, 2024.

6 The Board OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECUITIES COMMISSIONS, “RETAIL MARKET CONDUCT TASK FORCE FINAL REPORT,” March 2023.

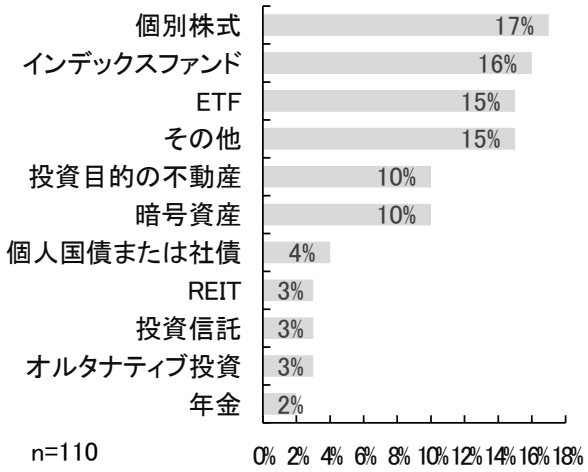
7 金融庁の「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」では、20 代の投資経験者では資産運用に関する情報の入手先として「SNS」が新聞や金融機関の HP や担当者を上回った（金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」2021 年 6 月 30 日）。

１．提供コンテンツの傾向

CFA 協会のリサーチ&ポリシー・センターによると、英国・米国・EU（フランス、ドイツ、オランダ）の各 SNS（YouTube、TikTok、Instagram）におけるコンテンツにおいて最も言及のあった投資商品は個別株式であり、それにインデックスファンドや上場投資信託（ETF）が続く（図表 2）[8]。Z 世代から特に関心が高いとされている暗号資産は、調査対象のコンテンツにおける言及が比較的少なく、その要因として Instagram における暗号資産の宣伝機能の制限等が指摘された。

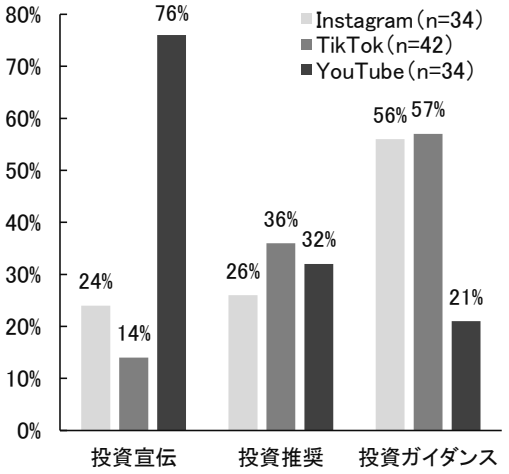
フィンフルエンサーの提供コンテンツの取扱いは各法域において異なるが、一般的に投資の宣伝や推奨に該当すると、当局の認可や情報開示が要件として課される可能性がある。CFA 協会によると、フィンフルエンサーのコンテンツは、45％が投資ガイダンス、32％が投資推奨、36％が投資宣伝、に該当するという[9]。従って、フィンフルエンサーが提供するコンテンツのうち相当程度が証券規制の適用対象となる可能性があると言えよう[10]。なお、これらの分類を SNS ごとに比較すると、YouTube は金融事業者等から報酬を得て特定の商品やサービスの宣伝を行うコンテンツが最も多く、投資ガイダンスの提供は最も少ないという結果となった（図表 3）。

図表 2　言及された投資商品



（出所）CFA Institute Research & Policy Center, “The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media,” January 2024 より野村資本市場研究所作成

図表 3　各 SNS におけるコンテンツの分類



（出所）CFA Institute Research & Policy Center, “The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media,” January 2024 より野村資本市場研究所作成

[8] CFA Institute Research & Policy Center, “The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media,” January 2024.

[9] CFA 協会の報告書において、各コンテンツの分類における定義は次のとおり。「投資ガイダンス」とは、フィンフルエンサーが何を買うか等の特定の行動を推奨しないコンテンツを指す。「投資宣伝」とは、投資商品やプラットフォームの宣伝、フィンフルエンサーが金銭的な利益を得る立場にある販促オファーへのリンクを提供するコンテンツを指す。「投資推奨」とは、特定の投資商品やサービスに関して特定の行動を推奨するコンテンツを指す。

[10] 設問は「投資宣伝」および「投資推奨」の組み合わせに限り、複数回答が可能となっている。

２．フィンフルエンサーの分類と法規制上の論点

フィンフルエンサーを規制ガイドラインや判例法に基づいて分類すると、次の 4 つのカテゴリーに大別することができる[11]。1 つ目は、誠意をもって投資に関する戦略や意思決定を共有するフィンフルエンサーである。主にクリック数等に応じて SNS から広告収入を得て、フォロワーに無料コンテンツを提供する。2 つ目は、悪意を持って投資に関する戦略や意思決定を共有するフィンフルエンサーである。自身の利益のためにミーム株、暗号通貨等の金融商品を宣伝し、株価操作によって価格をつり上げた後で売り逃げるなどの相場操縦等に関与する場合を含む[12]。3 つ目は、独自の商品やサービスを宣伝するフィンフルエンサーである。1 対 1 のコーチングセッション、オンラインコースや書籍等を提供することで収益を上げる。4 つ目は、第三者の投資商品を宣伝し、報酬として販売手数料を受け取るフィンフルエンサーである。SNS 上の投稿に金融事業者のウェブサイトに誘導する関連リンクを掲載し、フォロワーが当該リンクからサービスの契約をすると、フィンフルエンサーにインセンティブ報酬が付与されるケース等が該当する[13]。

フィンフルエンサーやフィンフルエンサーを活用する金融事業者が準拠すべき法規制は収益形態や提供コンテンツの取扱いに応じて異なり得る。一般的に、両者が留意すべき法律には消費者保護法および証券関連法が挙げられる。例えば日本では、広告であるにも関わらず広告であることを隠す「ステルスマーケティング」は、不当景品類及び不当表示防止法違反とされる[14]。

SNS 上で広告を目的とする投稿を行う場合は、その意図を明確に示すことが求められる。また、各法域によって取扱いは異なるものの、フィンフルエンサーの提供コンテンツが金融商品の宣伝、投資に関する推奨ないしアドバイスに該当する場合は、各法域の証券規制が適用され得る。次章以降、証券法制上の論点に焦点を当て、EU および米国におけるフィンフルエンサーの提供コンテンツの取扱いや不適切行為の是正に対する取り組みを取り上げることとしたい。

Ⅲ　不適切行為の是正に向けた各国金融当局等の取り組み

投資家保護の観点からフィンフルエンサーの透明性が問題視されるなか、各国の金融規制当局等によるフィンフルエンサーの不適切行為の是正に向けた動きが活発化している。金融規制当局等による主な取り組みとしては、既存の法規制の解釈を示したガイダンスの

[11] Felix Pflücke, “Regulating Finfluencers,” *Journal of European Consumer and Market Law Volume11 Issue 6,* December 7, 2022.
[12] 当該スキームは、「pump and dump」とも呼ばれる。
[13] CFA 協会によると、フィンフルエンサーのコンテンツの 27%に、トレーディング・プラットフォーム等の投資商品およびサービスに誘導する関連リンクが含まれていた。もっとも、中にはフィンフルエンサーが自発的にリンクを掲載する場合もあり得る（CFA Institute, “The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media,” January 2024）。
[14] 規制対象となるのは広告であって、一般消費者が広告であることを分からないものであり、広告には企業がインフルエンサー等の第三者に依頼・指示するものも含まれる（消費者庁「令和 5 年 10 月 1 日からステルスマーケティングは景品表示法違反となります。」）。

公表、金融事業者の宣伝・マーケティングの規制強化、フィンフルエンサーや金融事業者を対象とした法的制裁等が挙げられる。以下では、EU と米国の金融規制当局等を中心とした取り組みを紹介し、日本への示唆について論考する。

１．欧州連合が示すフィンフルエンサーの取扱い

EU では、欧州連合基本権憲章の第 11 条（表現と情報の自由）に基づき、情報提供は基本的な権利として保護されているが、当該情報が「投資アドバイス」、「投資推奨」に該当する基準を満たす場合、あるいは金融商品の広告とみなされる場合には証券規制が適用され得る[15]。以下では、EU の証券規制法上の取扱いについて、欧州証券市場監督局（ESMA）の公表資料に示された具体例を挙げつつ論考する。

１）「個人的」であるか否かが焦点となる投資アドバイス

投資アドバイスとは、第 2 次金融商品市場指令（MiFIDⅡ）に基づき「金融商品に関する 1 つまたは複数の取引に関して、顧客の要請に応じて、または投資サービス会社（investment firm）[16]が主導して、個人的な推奨（personal recommendations）を顧客に提供すること」と定義されている。ここでいう「個人的な推奨」とは、当該推奨が個人に適合したものとして提示されるか、個人の状況を考慮したものを指す。ESMA は 2023 年 7 月に、MiFIDⅡに基づく投資アドバイスの解釈を複数の事例と共に解説した監督上のガイダンス（ESMA ガイダンス）[17]を公表した。ESMA ガイダンスでは、投資アドバイスに該当するか否かを判断する 5 つの項目が示された（図表 4）。これらを踏まえると、SNS 上の大衆に向けて発出される事実に基づく純粋な金融関連情報が投資アドバイスに該当する可能性は低いが、Q&A セッション等を通じた情報提供は、個人的な推奨とみなされる可能性があると言える。MiFIDⅡでは、免除規定に該当する場合を除き、投資アドバイス等を含む投資サービスを提供する者は各加盟国による認可が必要となる。従って、認可無く投資アドバイスを提供すれば MiFIDⅡ違反とみなされ、制裁を受ける可能性がある。

ESMA ガイダンスでは、Instagram のフィンフルエンサーを一例に挙げ、状況別に投資アドバイスへの該当性を図表 4 の項目に沿って示した（図表 5）。12 万人のフォロワーを持つジョン・ドー（仮称）は、経済的自立、投資、人生の成功に関する動画を毎日配信する他、フォロワーが直接質問できる生配信の Q&A イベントを毎週開催する。状況 1 は、「この投資商品はあなたにとって最善の選択である」等の個人に適合したものとみなされる表現を含まない点や、特定の参加者の状況を考慮した内容では

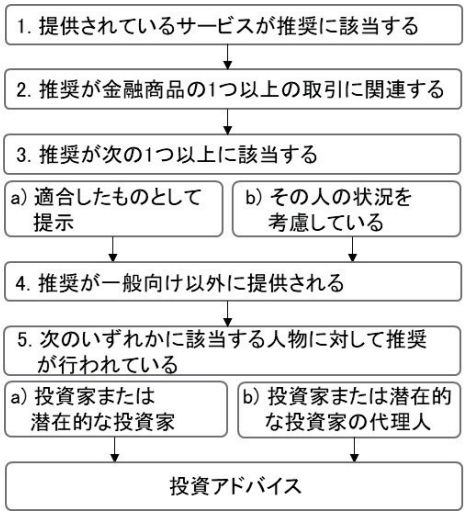
[15] Niels Rogge and Sinan Vanden Eynde, “THE LEGAL IMPLICATIONS OF DISCLAIMERS USED BY FINFLUENCERS,” 2023.

[16] 投資サービス会社とは、投資サービスを第三者に提供することや、プロとして投資活動を遂行することを業務とする法人と定義される。

[17] European Securities and Markets Authority, “Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID Ⅱ,” July 11, 2023.

ない点を踏まえ、投資アドバイスには当たらないとの解釈が示された。他方、状況 2 は、特定の参加者（アンドレア）の質問に対して個人（投資家）の状況を考慮してスタンダード EV 株への投資を推奨していると指摘し、投資アドバイスに該当するとの見解が示された。

図表 4　ESMA によるフローチャート



（出所）European Securities and Markets Authority, “Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID Ⅱ,” July 11, 2023 より野村資本市場研究所作成

図表 5　ESMA による解釈（一部抜粋）

状況 1
【状況】ジョンは自身のインスタグラムに動画を投稿し、興味深い投資対象として、さまざまな株について論じた。スタンダード EV 株について、同社の短期的な株価に前向きであり、数週間以内に株価が最大 20%上昇すると予想している理由を説明。
【分析】スタンダード EV の価格上昇に関するジョンの投資ヒントは、明らかに金融商品の取引に関連した推奨であるため、項目 1 および 2 は該当。ただし、当該推奨は適合したものとして提示していない、あるいは個人の状況を考慮していないため、項目 3 には該当せず。従って、ジョンは投資アドバイスを提供していない。
状況 2
【状況】毎週の Q&A セッションでは、ジョンはまず免責条項を読み、視聴者は Q&A セッションで示された意見を投資アドバイスとして考慮すべきではないと強調。ジョンはアンドレアから、「2 週間前の投稿で、あなたはスタンダード EV 社に前向きで、価格が 20%上昇の 12 ドルまで値上がりすると予測していた。現在、スタンダード EV の価格はその投稿以来 15%下落している。すぐに投資可能なお金の用意があるが、スタンダード EV 株をもっと買うべきか?」と質問。 ジョンは当該質問に対して、「ご質問ありがとう。すでにスタンダード EV に投資しているすべての人は、辛抱強く株を持ち続けるように。アンドレアは若い投資家なので、まだ投資資金が残っており、ある程度のリスクを取ることが可能。価格が低いということは、毎回割引で購入していることを意味するため、買い続けることは理にかなっている。」と回答。
【分析】ジョンの回答は、5 つの項目全てに該当。ジョンは、金融商品の取引に関して推奨を提供している。推奨はアンドレアの個人的な状況に基づいており、適合したものとして提示され、投資家としての立場で具体的に言及している。従って、アンドレアへの回答は投資アドバイスに該当（この場合、ジョンは必要な認可なしに投資アドバイスを提供している可能性がある。）。 他方、すべてのスタンダード EV 株保有者に対する一般的な推奨は、投資家グループに向けたもの。ただし、推奨とは言っても、ある個人に適合したものとして提示されていない、または個人の状況の考慮に基づいて提示されていないため、項目 3 は該当しない。従って、当該推奨に関しては、投資アドバイスに該当しない。

（注）　いずれの状況においても、市場濫用行為規則（MAR）に基づく投資推奨には該当する可能性がある。
（出所）European Securities and Markets Authority, “Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MiFID Ⅱ,” July 11, 2023 より野村資本市場研究所作成

２）広範な投稿が対象となり得る投資推奨

「投資推奨」は、市場操作やインサイダー取引等を取り締まる市場濫用行為規則（MAR）において、「販売チャネルもしくは一般公衆に対して、明示的または暗示的に、1 つまたは複数の金融商品または発行体に関する投資戦略を推奨あるいは示唆する情報で、現在または将来の価値または価格に関する意見を含むもの」と定義されている。ここでいう「投資戦略を推奨あるいは示唆する情報」とは、金融商品に関する特定の投資決定を直接的に提案するもの等を指すことから、投資アドバイスと比較して広範なコンテンツが規制対象となる。

2024 年 2 月、ESMA と各 EU 加盟国当局は、EU での個人投資家の増加に伴う SNS の重要性の高まりを背景に、投資推奨に当たる投稿を行う者に対して注意喚起を発出した[18]。EU において投資推奨の提供者に制限はなく、事業者（Professional）と非事業者（Non-Professional）に分類された上で規制（一般要件、追加要件）が課されている（図表 6）[19]。ESMA はフィンフルエンサーが該当し得る分類を明確に示しておらず、その活動が広範に渡ることを踏まえても、ケースバイケースの判断が求められよう。

図表 6　提供者の分類と要件の概要

分類	要件
【事業者】 1. 独立系アナリスト ・ 一般的に、バイサイドにもセルサイドにも雇用されていないアナリスト ・ 通常、雇用主の影響を受けない客観的な調査を提供。報酬は提供される分析とアナリストの経験レベルに応じて異なる場合がある ・ 独立系企業に雇用されている場合もあれば、自営業の場合もあり、多くの場合、サブスクリプションベースで顧客に調査レポートを販売 2. 投資サービス会社や銀行 3. その他、投資推奨を主な業務とする者 ・ 投資推奨の提供が他の活動と比較して多い ・ 雇用関係の有無に関わらず、契約関係がある ・ 投資推奨の提供から得られる収益の規模 ・ インフルエンサーの収益の主な原動力となることが多い、フォロワー数または閲覧数 4. 雇用契約等に基づき、上記分類に属する個人 **【非事業者】** 1. 専門家 ・ 投資判断を繰り返し提案し、金融の専門知識や経験があるイメージを打ち出し、金融の専門知識を持っていると合理的に信じるような方法で推奨を提示する者 ・ 主な業務が投資推奨の作成である必要はない。独立したアナリストである必要はなく、投資サービス会社や銀行への勤務も不要 2. 非専門家 ・ 事業者あるいは専門家以外の者	**【一般要件】** 投資推奨の提供者全てに以下を要求 ・ 投資推奨の提供者の特定：推奨の生成に関与したすべての自然人の氏名と役職を含めること ・ 推奨の日時を記載すること ・ 投資推奨の客観的な提示を確保すること：事実を解釈、推定、意見と明確に区別すること ・ 全ての情報源が信頼できるものであることを確認し、疑義がある場合は、その旨を明示すること ・ 利益相反を明確な方法で開示し、投資家が合理的に認識できるよう、（形式とは無関係に）推奨の中に含めること。様々な SNS を通じて推奨を行う場合、各チャネルに利益または利益相反の開示を含めなければならない **【追加要件】** 事業者と専門家に以下の開示を要求 ・ 投資推奨に使用された評価根拠や方法論、基礎となる仮定の概要 ・ 投資の期間と適切なリスク警告 ・ 投資推奨の更新予定頻度 ・ 投資推奨が関連する発行体に開示された後、投資推奨が修正された場合 ・ 投資推奨の提供者が関連する発行体の発行済株式総数の0.5％を超えるネット・ロング・ポジションまたはショート・ポジションを保有している場合

（出所）European Securities and Markets Authority, “Warning: For people posting Investment Recommendation on social media,” February 6, 2024 より野村資本市場研究所作成

[18] European Securities and Markets Authority, “Warning: For people posting Investment Recommendation on social media,” February 6, 2024.

[19] 加盟国により異なるが、各 EU 加盟国当局は違反行為に対して行政罰あるいは刑事罰を科すことが可能。例えば、インサイダー取引、違法な内部情報の開示、市場操作に関しては、個人に最高 500 万ユーロ、投資推奨制度に係る違反に関しては、個人に最高 50 万ユーロの制裁金が科される。

図表 7　専門家による直接的な投資推奨

投稿例	一般要件・追加要件の評価
Dr. Y @tradingexpert999 今日はついにABC株を買います！🚀🚀💚🔥💚🔥 過去の目標や独自の革新的な評価方法などは、私のウェブサイト www.drY.theexpert.com で詳しく知ることがきます☑️☑️ 毎日午前 10 時にヒントをお届けしますので、お楽しみに！！💣📧🎯 9:57AM・2023年8月1日 967リツイート 846引用リツイート 5963Likes	・ 提供者の特定 →「Dr.Y」は不十分 ・ 推奨される投資期間 →推奨される投資期間が不明確 ・ 更新の予定頻度 →具体的な推奨事項の更新予定頻度に指定がない

（注）　一般要件・追加要件の評価は必ずしも網羅的ではない。
（出所）European Securities and Markets Authority, “Warning: For people posting Investment Recommendation on social media,” February 6, 2024 より野村資本市場研究所作成

同注意喚起では、複数の具体例を各要件と照らし合わせて、提供者の分類や欠如している要件等を提示している。具体例の一つに示された SNS 上の投稿は、専門家による直接的な投資推奨と分類され、主な一般要件・追加要件に照らし合わせて、提供者や情報源の不透明性が指摘された（図表 7）。

３）金融事業者に求められる投資に関する宣伝の透明性確保

フィンフルエンサーが金融事業者から広告料を得て、当該金融事業者の金融商品やサービスに関する投稿を行う場合は、金融商品広告（financial advertising）に該当する可能性がある。EU における金融商品広告に関連する規制は主に加盟国レベルで定められているが、MiFID Ⅱ では投資サービス会社等が自らの商品・サービスを宣伝する際の規制が設けられている[20]。例えば、MiFID Ⅱ 第 24 条の第 3 項は、投資サービス会社に対して、顧客や潜在的な顧客に提供されるマーケティング・コミュニケーションを含む全ての情報が公正かつ明確で誤解を招かないものであることを要求している。

ESMA が 2023 年 12 月に公表した、MiFID Ⅱ のデジタル化に関連した投資家保護をテーマとしたディスカッション・ペーパー[21]では、投資サービス会社がフィンフルエンサー等の第三者に広告料を支払い、宣伝を委託した場合の具体例を用いて、フィンフルエンサーの投稿が宣伝であることを明示することの重要性を指摘した。加えて、ESMA は、フィンフルエンサーが委託元のサービスを公平かつ偏ることなく紹介することを求めるとともに、そうした情報における正確性の確保を投資サービス会社に対して

[20] Niels Rogge and Sinan Vanden Eynde, “THE LEGAL IMPLICATIONS OF DISCLAIMERS USED BT FINFLUENCERS,” 2023.

[21] 金融事業者によるマーケティング・コミュニケーションやアフィリエイトの活用等に関する意見を求めるもの（European Securities and Markets Authority, “Discussion Paper On MiFID Ⅱ investor protection topics linked to digitalization,” December 14, 2023）。

求めている。なお、フィンフルエンサーが委託元の金融事業者から、自身のチャネルを通じて当該金融事業者のために獲得した顧客数に基づいて報酬を受け取る場合、MiFID Ⅱで原則として禁止される不正な報酬（inducement）に該当し得るとの見方もある[22]。

４）欧州における今後の展開

各 EU 加盟国レベルでは、フィンフルエンサーに対応した取り組みも進められている。特にフランスでは、2023 年 6 月に若者の保護を目的としたインフルエンサー規制法が成立し、フィンフルエンサーに関連した要件も盛り込まれた。複雑でリスクの高い商品やデジタル資産、デジタル資産に関するサービス提供[23]の宣伝が禁止され、当局より承認されたマーケティング・コミュニケーションでは「広告」や「商業的提携」の文言を目立つように表示すること等が明確に定められた[24]。加えて、フランス金融市場庁（AMF）と広告規制当局（ARPP）は、2023 年 9 月にフィンフルエンサー向けのトレーニングモジュールを共同で立ち上げ、75％以上の正答率を得たフィンフルエンサーに証明書を発行している[25]。

また、EU を離脱した英国では、金融行為規制機構（FCA）が 2024 年 3 月、金融商品の宣伝に関する 2015 年のガイダンスを改訂した[26]。当該ガイダンスは、SNS 上の金融商品の宣伝に関わる金融事業者やフィンフルエンサー等を対象に、既存の規制の遵守に係る指針を示すものである。同ガイダンスは、フィンフルエンサーによる SNS 上の発信が金融商品の宣伝に該当する場合には FCA の規制対象になり得ることを明確化するとともに、フィンフルエンサーが FCA 認可者の承認を得ずに金融商品を宣伝することは、刑事罰の対象となる可能性を指摘している。

今後、EU ではフィンフルエンサーに影響し得る規制の見直しが見込まれている。従前、ESMA は各 EU 加盟国当局と共同で、金融事業者によるマーケティングに関する共通監督措置（common supervisory action）の一環として SNS およびフィンフルエンサーへの関心を示していた[27]。欧州委員会が 2023 年 5 月に公表した「リテール投資戦略」[28]では、EU 資本市場の課題として「ソーシャル・メディア上のマーケティングや新たなマーケティング手法によって個人投資家が不当な影響を受けるリスクの高まり」等が指摘された。当該リスクへの対応として、金融商品の宣伝に係る規制を強

---

22 Niels Rogge and Sinan Vanden Eynde, “THE LEGAL IMPLICATIONS OF DISCLAIMERS USED BT FINFLUENCERS,” 2023.

23 発行者あるいはプロバイダーが AMF に正式に登録されている場合を除く。

24 European Securities and Markets Authority, “Discussion Paper On MiFIDⅡ investor protection topics linked to digitalization,” December 14, 2023.

25 ARPP は、証明書を付与したフィンフルエンサーを監視し、フランスの規制当局が定める特定の規則に違反した場合に、証明書によって得た利益を没収する権限を有する（Autorité des marchés financiers, “The AMF and the ARPP launch the Responsible Influence Certificate in Finance,” September 7, 2023）。

26 Financial Conduct Authority, “Finalised Guidance on financial promotions on social media,” March 2024.

27 European Securities and Markets Authority, “ESMA and NCAs to look at marketing of financial products,” January 16, 2023.

28 リテール投資家の保護及び適切な投資判断を促進することを目的としたもの。European Commission, “RETAIL INVESTMENT STRATEGY Empowering retail investors on EU capital markets,” May 2023.

化し、フィンフルエンサーを含むマーケティング・コミュニケーションに対して、その管理を担う投資サービス会社が責任を負うことの明確化等が提案されており、今後の動向が注目される[29]。

２．米国の規制当局等による法的措置

米国では、金融規制当局等が法的措置や注意喚起の発出等を通じてフィンフルエンサーに対する警戒感を示している。米国においてフィンフルエンサーに関連する規制整備は遅れているとの見方[30]もあるが、ミーム株やゲーミフィケーションへの懸念が高まるなかで、SNS の活用も議論の対象となっている。以下では、SEC や FINRA を中心にフィンフルエンサーや金融事業者に対する法的措置に基づく提供情報の取扱いや FINRA が示すフィンフルエンサーの活用におけるベストプラクティスを概観する。

１）SEC による違法広告への法的措置

米国では金融商品の宣伝・マーケティング等に関する法令違反を巡り、フィンフルエンサーや委託元の金融事業者を提訴する事案が次々と発生している（図表 8）。これらの訴状を踏まえると、米国においてフィンフルエンサーに関連し得る主要な法令として、1933 年証券法、1940 年投資会社法、1940 年投資顧問法等が挙げられる。

図表 8　SEC による提訴事案（2022 年～2024 年）

事業者・個人名等	概要
キム・カーダシアン	【1933 年証券法違反】 2021 年 6 月 13 日、SNS 上で、暗号資産証券（crypto asset security）を宣伝。同証券を提供・販売する事業体から宣伝に対して報酬を得ていることを開示せず、1933 年証券法 17 条(b)に違反。126 万ドルを支払うことで和解が成立
ヴァンエック・アソシエイツ・コーポレーション	【1940 年投資会社法、1940 年投資顧問法違反】 登録投資顧問会社である同社は、2021 年 3 月に新たな上場投資信託（ETF）をローンチし、同 ETF の取締役会において SNS のフィンフルエンサーが果たした役割を開示しなかったとして、175 万ドルの民事制裁金の支払いに合意
ペリー・マットロック、他 7 名	【1933 年証券法、1934 年証券取引法（同法に基づく規則 10b-5 を含む）違反】 ツイッターとディスコードを通じて取引所取引銘柄の価格操作をした 1 億ドルの証券詐欺事件で、8 人を起訴。そのうち 7 人の被告は 2020 年 1 月以降、成功したトレーダーと称して、自身が保有する特定の銘柄を購入するようフォロワーに推奨したにも関わらず、株価や取引量の上昇に応じてフォロワーへの通知なく、定期的に株式を売却
ポール・ピアース	【1933 年証券法違反】 少なくとも 2021 年 5 月から 2021 年 6 月にかけて、イーサリアムマックスが提供・販売する暗号資産証券の EMAX トークンを SNS 上で宣伝。宣伝への報酬の開示をせず、虚偽かつ誤解を招く宣伝文を提供したとして提訴。140 万 9,000ドルを支払うことで和解が成立

（注）　2022 年から 2024 年にかけて公表されたフィンフルエンサー関連の提訴事案を一部抜粋。
（出所）Securities and Exchange Commission より野村資本市場研究所作成

[29] European Securities and Markets Authority, “Questions and answers on the Retail Investment Package,” May 24, 2023.
[30] Matthew Luk, “Regulators Increase Scrutiny of 'Finfluencers',” ROBERT D. MITCHELL March 20, 2023.

例えば、2022 年 10 月、SEC はイーサリアムマックスが提供・販売する暗号資産証券を違法に宣伝したとして、米国の著名人であるキム・カーダシアン氏を提訴したことを公表した[31]。カーダシアン氏はインスタグラムの投稿にイーサリアムマックスのウェブサイトに誘導するリンクを掲載し、同社から受け取る報酬の開示を怠ったことが 1933 年証券法 17 条の違反とみなされ、126 万ドルを支払うことで和解が成立した[32]。

2024 年 2 月には、ヴァンエック・アソシエイツ・コーポレーションが、新たな上場投資信託（ETF）のローンチに当たり、当該 ETF の指数プロバイダーに支払うライセンス料体系において、ファンドの規模に連動したスライド制が設けられていたこと等の開示を当該 ETF の取締役会に対して怠ったとして、SEC が同社を提訴したことを明らかにした。指数プロバイダーは、フィンフルエンサーに同社が受け取るライセンス料の一部を付与していたため、指数プロバイダーへのライセンス料体系におけるスライド制は、フィンフルエンサーのマーケティングと宣伝活動にインセンティブを与えるものとみなされ、その開示がなされなかったことが 1940 年投資会社法および 1940 年投資顧問法に違反するとされたわけである。

なお、ESMA に倣えば、フィンフルエンサーが米国の投資アドバイザーに該当するか否かが論点となり得るが、現状では、法規制上の取扱いは明確化されていないようである[33]。例えば、SEC が 2021 年 8 月にブローカー・ディーラーおよび投資アドバイザーのデジタル・エンゲージメント・プラクティスの使用に関してパブリックコメントを求めた際に、北米証券監督者協会（NASAA）はコピー・トレーディングを投資推奨と整理するよう求める文脈で 1940 年投資顧問法の適用除外としての扱いを主張するフィンフルエンサーの存在に言及している[34]。NASAA はフィンフルエンサー等によるコピー・トレーディングの宣伝は意図的または実質的に行動を促すものであることから投資推奨として整理すべきとの考えを示している。

SEC は、各違法行為に対する法的措置だけでなく、投資家教育専門のウェブサイトとして運営する「Investor.gov」を通じてフィンフルエンサーを含む SNS 上の投資宣伝に言及した投資家向け注意喚起を度々発出している[35]。SNS が金融コンテンツで飽和状態になっていることに伴ってフィンフルエンサーの存在が台頭しているとして、特定の商品が推奨されている背景や自身のファイナンシャル・プランに適しているかを確認するよう呼び掛けている。

---

[31] Securities and Exchange Commission, “SEC Charges Kim Kardashian for Unlawfully Touting Crypto Security,” October 3, 2022.

[32] 1933 年証券法 17 条では宣伝の対価の受領とその金額の開示を規定。

[33] 投資アドバイザーの要件には、①報酬を得ること、②業務に従事すること、③直接または出版物を通じて助言の提供、推奨、レポートの発行、または証券に関する分析の提供、が挙げられる。

[34] North American Securities Administrators Association, “Submitted By SEC Webform,” October 1, 2021. ＜https://www.sec.gov/comments/s7-10-21/s71021-9316149-260067.pdf＞

[35] Securities and Exchange Commission, “Social Media and Investment Fraud - Investor Alert,” August 29, 2022; “Investor Resilience, Crypto Assets, and Sustainable Finance: World Investor Week 2023 - Investor Bulletin,” September 29, 2023; “Artificial Intelligence (AI) and Investment Fraud: Investor Alert,” January 25, 2024.

２）ブローカー・ディーラーにフィンフルエンサーの監督を求める FINRA

米国の自主規制機関では、金融事業者による適切な宣伝を促すために、フィンフルエンサーの活用を取り締まる動きが見られる。FINRA は 2024 年 3 月に、フィンフルエンサーの活用を焦点とした初めての懲戒処分を米国のブローカー・ディーラーM1 Finance に対して行ったことを公表した[36]。FINRA によると、同社は 2020 年 1 月から 2023 年 4 月にかけて約 1,700 人のフィンフルエンサーに同社のサイトに繋がるハイパーリンクを付した投稿を依頼し、当該リンクを通じて開設・入金された新規の証券口座毎に報酬を支払った。FINRA が指摘した同社の主な違反行為は、FINRA が定める規則に基づき、①公正でバランスの取れた宣伝の欠如、②事前承認と記録の欠如、③合理的に設計された監視システムの欠如、に大別される[37]。具体的には、フィンフルエンサーが同社のマージン・レンディング・プログラムの宣伝に関する投稿において、マージン・ローンの返済期限が設けられていない旨を記載していたにも関わらず、実際には、期日までの返済が必要であった等、フィンフルエンサーの投稿が公平かつ中立でない内容であったこと等が指摘された[38]。

同社の処分は、FINRA が 2021 年 9 月に開始した、ブローカー・ディーラーによる SNS を通じた顧客獲得に関する調査の成果として位置付けられている。2023 年 2 月には同調査の結果として、ブローカー・ディーラーの SNS 活用における 5 つのベスト・プラクティスが提示された（図表 9）。ブローカー・ディーラーが、①SNS 活用に関連するリスクに対処するための実務と監督体制を設計する際や、②フィンフルエンサーおよび紹介制度（referral program）[39]の活用を検討する際に、参照することを目的としている。提示された事例において、フィンフルエンサーに対する研修等も盛り込まれていることを踏まえると、ブローカー・ディーラーにはフィンフルエンサーの監視や記録だけでなく、そのクオリティの確保・向上にも一定のコミットメントが求められていることが示唆される。

---

36 Financial Industry Regulatory Authority, “FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY LETTER OF ACCEPTANCE, WAIVER, AND CONSENT NO. 2021072581101,” March 15, 2024.

37 ①に関して、FINRA 規則 2210（公衆とのコミュニケーション）および 2010（商業名誉基準および取引原則）に違反。②、③に関して、FINRA 規則 2210、2010、3110（監督）、4511（一般要件、帳簿および記録）、1934 年証券取引法と証券取引法規則に違反。

38 マージン・レンディングとは、有価証券の取引に関連して信用供与を行うことを指し、マージン・ローンとは、証券担保ローンを指す。

39 ここでいう紹介制度とは、フィンフルエンサーの紹介を通じた新規顧客の獲得や口座開設に対して報酬を与える仕組みを指す。

図表 9　FINRA が提示するブローカー・ディーラーのベスト・プラクティス

以下を含む、フィンフルエンサーおよび紹介制度を対象とした監視手順書面の維持 ・ SNS における存在感が比較的大きいフィンフルエンサーに対する追加的な管理の検討や、ブローカー・ディーラー、その関連会社、または広告代理店のプログラムに対する追加的な要件の検討を含めて、フィンフルエンサーと紹介制度を区別する ・ プログラムの発展、規制の変更、または業界の傾向に応じて、定期的に監視手順を更新 ・ プログラム参加者への報酬への対応
紹介制度等への参加を承認する前に、コンプライアンスおよび風評リスクに係る対策の一環として、候補となるフィンフルエンサーの経歴と過去の SNS での公的な活動を評価
フィンフルエンサーに対して研修を提供し、認可行為と禁止行為を定義
SEC および FINRA の記録保持義務に従い、フィンフルエンサーおよび紹介制度による一般大衆とのコミュニケーションの記録を維持
フィンフルエンサーおよび紹介制度に関連するコンプライアンスおよび風評リスクと懸念への対処

（出所）Financial Industry Regulatory Authority, “FINRA Provides Update on Sweep: Social Media Influencers, Customer Acquisition and Related Information Protection,” February 2023 より野村資本市場研究所作成

Ⅳ SNS 上の金融関連情報がもたらす機会とリスク

冒頭で述べた通り、フィンフルエンサーは金銭的な制約から投資アドバイスを受けることのできない個人にとっての情報源としての役割を果たすことが期待される。例えば、英国では投資アドバイスを利用するのは個人投資家のうち約 8%に留まっており、アドバイス・ギャップが問題視されている[40]。こうした課題に対応する観点から、フィンフルエンサーが事実に基づく適切な金融関連情報を SNS 上に投稿することには一定の意義があり、これがフィンフルエンサーと彼らが発信する SNS 上の金融関連情報のもたらす「機会」と言えよう。フィンフルエンサーのプラス面の妨げにならないよう、本稿で紹介したような「リスク」を抑制するには、提供する金融関連情報の透明性向上と、その是非を判断する個人の金融リテラシーの向上を両輪として取り組むことが重要と考えられる。

１．証券法制上の取扱いの明確化による透明性の向上

既述のとおり、フィンフルエンサーの提供情報は広範な法規制に抵触する可能性が指摘されている。日本では、日本証券業協会が自主規制ルールとして「広告等の表示及び景品類の提供に関する規則」を定めており、広告等の表示及び方法等は同協会が示す「広告等に関する指針」に基づいて行うことが規定されている。同指針では、広告等の作成に係る留意事項に「第三者の意見等」や「インターネットにおける広告等」を盛り込んでおり、フィンフルエンサーに関連する直接的な言及は見られないものの、第三者が関与する広告等として留意が必要になると考えられる[41]。

[40] Financial Conduct Authority, “Financial Lives 2022 Key findings from the FCA’s Financial Lives May 2022 survey,” July 26, 2023. FCA はアドバイス・ギャップに対応するために、アドバイスの提供範囲を限定した形で新たなアドバイス区分を設ける制度案を打ち出した（詳細は、橋口達・磯部昌吾「英国における初心者投資家へのアドバイス提供の施策－規制緩和を提案する英国 FCA－」『野村資本市場クォータリー』2023 年春号を参照）。

[41] 日本証券業協会「広告等に関する指針（平成 28 年 9 月版）」2024 年 1 月。

欧州では、ESMA がフィンフルエンサーによる提供情報を投資推奨や投資アドバイス等の要件と照らして整理し、規則違反となり得るポイントに言及しており、証券法制上の定義を明確化することの重要性が示唆される。フィンフルエンサーは SNS という必ずしも国境が明確でない言論空間において活動するため、例えば、IOSCO 等の国際的な枠組みを活用して、フィンフルエンサーの提供情報が該当し得る投資推奨等の定義を包括的に策定し、国際的なベースラインを設けることも一案と考えられる。また、規制当局の取り組みとして、フランスのフィンフルエンサーの金融リテラシー向上や認証制度の設置、米国の法的措置も一つのベンチマークになろう。

加えて、フィンフルエンサーとその提供情報の透明性を確保する上では規制当局だけでなく、意見交換の場となる SNS の運営者が果たす役割も大きい。例えば、SNS 上の適切なスクリーニング等は誤情報の蔓延や投資詐欺の防止につなげるために重要な役割を果たすと言えよう。CFA 協会の報告書においても、SNS が、コンテンツ作成者に対して広告に該当する投稿はその旨を明確に表示するように更なる責任を負うことが重要として、AI やモデレーターを組み合わせた投稿の確認体制の構築等が提案されている[42]。

２．金融リテラシー向上の重要性

さらに、提供情報が誤情報である場合や投資詐欺であるリスクへの対応は個人に委ねられる側面も大きい。フィンフルエンサーのフォロワーには提供情報の是非や自身のリスク許容度に応じた投資判断が求められることから、個人が一定の金融リテラシーを備えることが望ましいと言える。近年、日本においても投資詐欺が多発しており、警察庁によると 2023 年の SNS 型投資詐欺の認知件数は 2,271 件、被害額は約 277.9 億円に上る[43]。2024 年 4 月には、岸田首相が SNS を利用した投資詐欺への対策の取りまとめを表明しており、今後政府の具体的な施策も期待されるところ、相乗効果を図るためにも個人の金融リテラシーの向上が求められよう。その意味では、2024 年 8 月から本格始動が予定されている金融経済教育推進機構の役割も重要となろう。

[42] CFA 協会は、AI やモデレーターが適切に投資誤情報を識別するためにも、規制当局による投資推奨の定義に向けた取り組みが重要と指摘。

[43] 警察庁「SNS 型投資・ロマンス詐欺の被害発生状況等について」2024 年 3 月 11 日。