

IOSCO の市中協議報告書：フィンフルエンサー、DEP、模倣トレーディング

目次

I. はじめに～情報技術の発展とリテール投資家

II. フィンフルエンサー

1. フィンフルエンサー市中協議報告書の概要

- (1) フィンフルエンサーの役割とそのエコシステム
- (2) フィンフルエンサーの活動とそれに伴うリスク
- (3) 現在の規制の状況
- (4) 国際的な協力を含む現行の監督及び法執行アプローチ
- (5) 投資家とフィンフルエンサーの教育への取組み

2. フィンフルエンサー関連のグッドプラクティスの提言

- (1) 規制当局のグッドプラクティス
- (2) 市場仲介者及びフィンフルエンサーのグッドプラクティス
- (3) リテール投資家への助言

III. デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP)

1. デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP) 市中協議報告書の概要

- (1) DEP の利用に関する調査
- (2) DEP の利用に適用される法律と規制
- (3) DEP の利用に伴う利点とリスク
- (4) 現状でのグローバルな DEP の利用状況
- (5) 市場仲介者の管理
- (6) 法執行の実務、国際協力
- (7) 投資家教育

2. デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP) 関連のグッドプラクティスの提言

IV. オンライン模倣トレーディング

1. オンライン模倣トレーディング市中協議報告書の概要

- (1) 規制上の諸側面
- (2) コピートレーディングの利益とリスク、グッドプラクティス、既存の規制の適用
- (3) 市場仲介者とコピートレーディング、監督当局の関与

(4) コピートレーディングのクロスボーダーな側面と国際協力

(5) 投資家教育

2. オンライン模倣トレーディング関連のグッドプラクティスの提言

V. 結びに代えて

参考 (1) 各市中協議報告書の質問項目

参考 (2) IOSCO のリテール投資家のオンラインセーフティに関するロードマップ

2025年1月6日

佐志田晶夫

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

IOSCO の市中協議報告書：フィンフルエンサー、DEP、模倣トレーディング

要約

IOSCO は技術発展のリテール投資家への影響に注目し、この分野の課題に取り組んできた。2024 年 11 月にリテール投資家のオンラインでの安全性に取り組むロードマップを策定、フィンフルエンサー、コピートレーディング（オンライン模倣トレーディング）、デジタルエンゲージメント・プラクティス（DEP）に関する市中協議報告書を公表した。

フィンフルエンサーは、投資関連の情報を伝えるためにソーシャルメディアを活用する個人で、自分を専門家だとすることが多く、個人的な経験、市場分析、投資助言を利用しやすいやり方で共有し、リテール投資家、特に若い世代の投資判断のやり方を変えている。フィンフルエンサーは、投資情報へのアクセスなどでは一定の役割を果たすが、誤解されやすいか偏った情報を広げる可能性があり、ハイリスク商品の販売促進及び利益相反の不適切な開示を含む新たなリスクをリテール投資家にもたらすこともありうる。

報告書は、規制当局、市場仲介者とフィンフルエンサー自身への包括的な一連のグッドプラクティスを提案。グッドプラクティスは、より透明で説明責任を果たす環境とその中でフィンフルエンサーが証券規制と投資家保護の基準と調和した活動を育むことを目指す。

DEP は、行動プロンプト（刺激）、差別化マーケティング、ゲーミフィケーションなどで、リテール投資家が金融機関のデジタルプラットフォームを使用する際に、行動を促すようにデザインされている。リテール投資家には、ポジティブな影響とネガティブな影響がありうる。DEP への理解を深め、技術とそれに伴う行為、リテール投資家保護の問題をレビューし、市場仲介者による DEP の使用増加が及ぼす影響を理解することが有益である。報告書では、既存の IOSCO の作業、メンバーの DEP への規制アプローチ、そして潜在的な問題とギャップを特定するためのその他の国際基準とガイダンスを検討している。

コピートレーディングは、リテール投資家に経験豊富またはプロのトレーダー（リードトレーダー）の取引を複製することを可能にし、リテール投資家が市場投資の広範な知識や積極的な意思決定を行わずに投資できる方法としてマーケティングされている。だが、短期のハイリスクなトレーディング戦略と結びつくと、投資家がレバレッジ商品での損失や頻繁な取引での高額の手数料によるリターン低下を含む多大なリスクに曝されかねない。

報告書では、IOSCO メンバーと市場仲介者に役立つと思われるガイダンスとしてグッドプラクティスを特定している。グッドプラクティスは、模倣トレーディングに関連する分野での投資家保護の強化を目指している。

IOSCO の市中協議報告書：フィンフルエンサー、DEP、模倣トレーディング

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに～情報技術の発展とリテール投資家

情報技術の発展がリテール投資家に及ぼす影響について、フィンフルエンサー、デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP)、オンライン模倣トレーディング、をテーマとした市中協議報告書が IOSCO から公表された⁽¹⁾。これらの報告書の概要を紹介したい。

フィンフルエンサー：投資関連情報（一般的な金融教育から特定の株式推奨まで）提供のためにソーシャルメディアプラットフォームを活用、しばしば、自身を専門家として紹介。

デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP)：金融機関のデジタルプラットフォーム（ウェブサイト、ポータル、アプリ）の利用で、リテール投資家の行動を促すようにデザインされた行動プロンプト（刺激）、差別化マーケティング、ゲーム化などの要素。

オンライン模倣トレーディング：コピートレーディング、ミラートレーディング、ソーシャルトレーディングなど、リテール投資家（コピートレーダー）に経験豊富なトレーダーやプロのトレーダー（リードトレーダー）の取引の自動的な複製を可能にする。リテール投資家が投資知識や積極的な意思決定なしに投資できる方法としてマーケティングされる。

今回の市中協議報告書の背景には、リテール投資家保護を目的とした IOSCO の取組みがある。IOSCO は 2020 年 3 月にリテールマーケットコンダクトタスクフォース (RMCTF) を設立してリテール取引の変化への理解を深めることに努め、規制当局がリテール市場のリスクに対処する手段を検討してきた。2023 年 3 月に活動の成果を最終報告書⁽²⁾として公表している。IOSCO の理事会は、この報告書で認識された主要なトレンドをさらに調査するため、様々な政策、法執行及び投資家教育にわたる活動を調整する新しいメカニズムとしてリテール投資家コーディネーショングループ (RICG) を 2023 年 6 月に設立した。

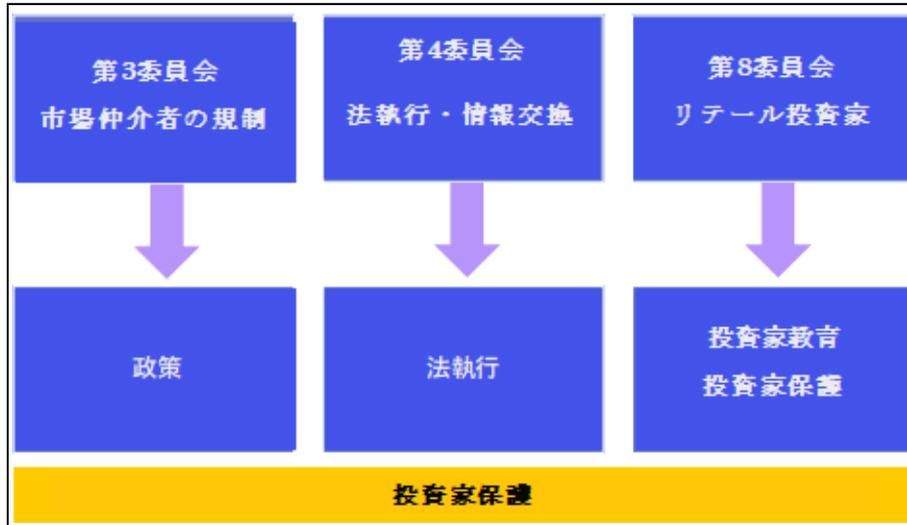
RICG は、新たに出現しているリテールコンダクト上の問題を特定し削減することに焦点を合わせ、リテール投資家のオンラインでの安全性に政策と金融教育で取り組むロードマップを 2024 年 11 月に公表している⁽³⁾。ロードマップに基づく取組みは、①デジタルエンゲージメント・プラクティス、②コピートレーディング（オンライン模倣トレーディング）、③フィンフルエンサー、④ブローカー・ディーラーの利益相反、及び⑤金融教育、そして⑥オンライン詐欺への対応での国際協調、という各分野で実施していく計画である。

1 IOSCO : "Finfluencers", CR/08/2024, "Digital Engagement Practices (DEPs)", CR/09/2024, "Online Imitative Trading Practices: Copy Trading, Mirror Trading, Social Trading", CR/10/2024, Nov 2024 を参照。なお、日本証券業協会：“第 29 回アジア証券人フォーラム (ASF) 年次総会の模様について”2024 年 11 月、を参考にさせていただいた。

2 日本証券業協会による IOSCO : "Retail Market Conduct Task Force Final Report" FR05/23, Mar. 2023、仮訳、“リテール投資家の最近の動向とコンダクト上の影響 最終報告書”及び IOSCO : "Report on Retail Distribution and Digitalisation" FR/12/2022 Oct. 2022、仮訳“個人投資家への流通とデジタル化最終報告書”を参考にさせていただいた。

3 IOSCO : "IOSCO's Roadmap to Retail Investor Online Safety", Noov.2024 を参照。概要は本稿末で紹介する。

図表1：リテール投資家コーディネーショングループの枠組み



〔出所〕 IOSCO : "Finfluencers", Consultation Report, November 2024より

図表2：リテール投資家コーディネーショングループの取組み



〔出所〕 IOSCO : "Finfluencers", Consultation Report, November 2024より

ロードマップで計画された分野の中で RICG は、まず、フィンフルエンサー、デジタルエンゲージメント・プラクティス、模倣トレーディングについての市中協議報告書を公表した。なお、各市中協議報告書の質問については本稿末でまとめて紹介する。

II. フィンフルエンサー

1. フィンフルエンサー市中協議報告書の概要

(1) フィンフルエンサーの役割とそのエコシステム

ソーシャルメディアのインフルエンサーは、フォロワー、特に若者（ヤングアダルト）の態度と意思決定に多大な影響力を行使する。ソーシャルメディアでのインフルエンサーに関する調査で広く認識されたトレンドは、フィンフルエンサーにも拡張できるだろう。

図表3：各種のソーシャルメディアの利用法と特性

プラットフォーム	到達範囲	利用	特性
ユーチューブ	大規模なプラットフォームで、詳しい、長い形式のコンテンツが作れる	フィンフルエンサーは投資戦略を説明するビデオを作成し、市場トレンドを分析、様々な金融トピックに関する指導を提供する	視覚的及び聴覚的な要素がユーチューブを効果的なメディアにし、ビデオは複雑な金融の概念を単純化するのに役立つ。フィンフルエンサーは豊かで詳細なコンテンツを通じて聴衆と関わりあうこともできる。
インスタグラム	大規模なユーザーベースがあり、若い聴衆に人気がある	フィンフルエンサーのライフスタイルのスナップショット、プロモーションコンテンツや金融助言の共有に使用される	視覚的なコンテンツが関わり合いを強化するため、一口サイズで、簡単に要約できる情報には理想的
フェイスブック	大規模なユーザーベース	投稿、ライブのビデオ、コミュニティとディスカッションの感覚を育むのに役立つグループ	コミュニティを構築する感覚を促し、様々なコンテンツの形式を組み合わせられる
Tik Tok	若い聴衆に人気がある	クイックティップ（助言）とトレンドになっている投資アイデア	短い形式でのビデオはすばやく注意を捉え、魅力的なコンテンツは急速に広まりうる（バズる）
X（旧ツイッター）	大規模なユーザーベース	リアルタイムの更新、マーケットニュースと金融市場についての簡潔な見解	リプライとリツイートを通じて関わり合う、急速なコミュニケーション
テレグラム	プライベートで安全なコミュニケーションプラットフォーム	詳細な分析とトレーディングのシグナル	大規模でインタラクティブなグループのディスカッションを可能にし、プライバシーのために暗号化されている

〔出所〕 IOSCO : "Finfluencers", Consultation Report, November 2024より

フィンフルエンサーは、投資関連の情報を伝えるためソーシャルメディアを活用する個人であり、しばしば自分を専門家だとして、個人的な経験、市場分析、投資助言を魅力的で利用しやすいやり方で共有する。いっそうの調査が必要だが、規制当局は多くのフィンフルエンサーが特定のプラットフォームで最も活発であり、ニュースウェブサイトと金融ウェブサイトがリテール投資家の主要な情報源だとしている。

フィンフルエンサーが利用するソーシャルメディアは様々である（主なものは図表 3 を参照）。主要なもの以外にも、ワッツアップ（及び類似したメッセージアプリ）、フォーラム、ポッドキャスト、リンクイン、レディット、ディスコード、スナップチャット、ウイチャットなどがコミュニケーションに利用されている。

(2) フィンフルエンサーの活動とそれに伴うリスク

フィンフルエンサーは、登録された投資助言専門家、金融機関に雇われた非登録の個人、金融機関とは働いていない非登録の個人、のいずれかである。多くの場合は、登録されたブローカー・ディーラーまたは投資助言会社と提携していないが、リテール投資家には彼らが広める情報は専門家からの投資助言と区別がしづらい。リテール投資家、特に若い世代の投

資判断方法は変化している。フィンフルエンサーは金融トピックを社会に広め、投資情報へのアクセスを広げるなどの役割を果たすが、リテール投資家に新しいリスクももたらす。

当局が懸念するリスクには、①免許を持たない、②フィンフルエンサーを通じた普通の投資家を標的にする詐欺や悪徳商法のリスク、③不適合、リスクが高いか不適切な商品の販売促進や推奨、④誤解を生むコンテンツや不十分な開示、⑤利益相反の存在、特に投資家に開示されない場合、⑥フィンフルエンサーが有名人だった場合のリスクの高まり、がある。

規制対象の市場仲介者がフィンフルエンサーを利用する場合にもリスクがある。IOSCOが調査した規制当局の約60%で市場仲介者とフィンフルエンサーとの契約関係があり、一つの市場仲介者が40~60のソーシャルメディア・フィンフルエンサーと契約することもある。また、市場仲介者のブランドや商品、サービスを多様なソーシャルメディアプラットフォームで高めるために、スポーツ選手、歌手、役者との契約もされている。

市場仲介者によるフィンフルエンサーの利用には、①ブランドへの認識を高め、様々な金融商品を比較、②リテール投資家に口座開設を促す、③リテール投資家に投資口座への資金拠出を促す、④リテール投資家に積極的取引を促す、⑤リテール投資家の休眠口座を再活性化する、などがある。

(3) 現在の規制の状況

報告書は変化するフィンフルエンサーの領域、それに伴う潜在的な利点とリスク、各法域にわたる規制上の対応を調査している。報告書は多くのフィンフルエンサーが伝統的な金融規制枠組みに詳しくなく、枠組みの外で活動して法執行と監督に困難な問題を提起していることを強調している。フィンフルエンサーの活動の監督に関する基本的な問題の一つにはその定義があり、定義は将来の法や規制の範囲を区切る。明確な定義は規制が効果的に対象を定め、全ての関連する活動を規制枠組みに入れるのに役立つ。

当局による定義の多くには、コミュニケーション、コンテンツ創造、プロモーション、インフルエンサーへの支払いまたは収入、悪名、多くの聴衆へのインフルエンサーの到達などの共通するテーマがある。加えて、契約と営利的または経済的な活動の概念がしばしば含まれ、フィンフルエンサー活動の職業的かつしばしば取引的な性質を強調している。現在の規制枠組みがフィンフルエンサーの行為への対応に十分かについての当局の見解は様々で、現行の法的枠組みを容易にフィンフルエンサー現象に適用できるとする当局もあるが、法的なギャップの可能性を指摘する当局もある。

ギャップには、①国内支店がない金融機関によるクロスボーダーでの活動、②ソーシャル

メディア企業が違法コンテンツをブロックするか否か、③ソーシャルメディア企業が違法コンテンツをブロックするスピード、④ソーシャルメディア企業が求められる前に積極的に違法コンテンツをブロックせず、現地規制当局と効果的やりとりをしたがらない、⑤フィンフルエンサーと市場仲介者との複雑／隠されたビジネス関係（契約関係や直接の金銭支払いがない）、⑥個別ではない金融アドバイスまたは”教育的”サービスだが純粋に教育目的ではないもの（教育／指導的な会合での一般的な助言）、などがある。

いくつかの当局は、既存の規制枠組みにガイダンスなどを加えようとし始めている。例えば、オランダ金融市場庁（AFM）は、①調査的な研究の公表、②フィンフルエンサーへのウェビナーを組織し、後でウェブサイトにて公表、③ユーチューブのビデオで、フィンフルエンスすべきことと避けるべきことを説明、④調査的な研究の成果をラジオやテレビのニュースプログラムで議論、⑤オランダの誘因報酬（キックバックなど）禁止がフィンフルエンサーへの支払いにも適用されるとの声明を公表、などでガイドラインを共有している。

通常、登録された投資助言業者の所要要件はかなり広範囲であり、開示を求められる点には、教育や専門家としての経歴、利益相反、賦課される手数料、情報源とデータなどがある。フィンフルエンサーが免許を取得する場合、こうした規則は彼らにも適用されるだろう。だが、多くのフィンフルエンサーは規制対象ではなく、直接は規則が適用されていない。いくつかの当局は非登録のフィンフルエンサーは、オンラインインフルエンサーを統治する特定の法律または一般的な広告基準と指針で規制されるとしている。多くの当局では、既存の法律またはガイドラインがフィンフルエンサーに、報酬とインセンティブの開示、個人的または営利的な関係、コンテンツの営利的な性質の表示、を求めている。

市場仲介者は、通常は金融規制の対象であり、フィンフルエンサーを利用する市場仲介者には既存の法律が適用される。適用される法には、金融アドバイス、広告、誘因報酬、開示、市場操作、取引の手配、誤解を生むか欺瞞的な行為、プロダクトガバナンス規則などがある。

(4) 国際的な協力を含む現行の監督及び法執行アプローチ

現状ではフィンフルエンサーが多く苦情を生んでいる訳ではないが、まだ確固たる結論は出せない。これには、フィンフルエンサー現象が新たに生じつつあるトレンドであることや、活動範囲が限定的なこと、リテール投資家が認識していないこと、既存のガイドラインや規制での対応、問題の特定が難しいことなどが考えられる。

とはいえ、様々な法域の規制当局は、監督行動、法執行手段及び教育的取り組みを複合してフィンフルエンサー現象に対応し始めている。報告書は、フィンフルエンサー及び商品の販売促進にフィンフルエンサーを利用する市場仲介者に対する執行手段を概説し、これに

は、排除命令、差し止め命令、不正利得の返還、罰金、警告書、資産凍結、観察所見書、投資家への注意喚起、処分が含まれる。いくつかの法域ではフィンフルエンサーの活動、特に免許、開示及び利益相反の管理の問題を包含するように規制枠組みを改良している。

加えて、ソーシャルメディアのグローバルリーチ（到達力）は、各法域の監督と法執行を複雑化し、規制当局の間の国際協力の強化が必要になっている。なお、規制当局が市場仲介者やフィンフルエンサーが活動している外国の支援が必要な場合には、IOSCO の MMOU（多国間情報交換枠組み）や EMMOU（MMOU の強化版）を検討すべきだろう。

（5）投資家とフィンフルエンサーの教育への取組み

教育はフィンフルエンサーに伴うリスクの軽減に極めて重要な役割を果たす。報告書は、ソーシャルメディアでのキャンペーン、相互作用する手段、フィンフルエンサーの助言に従うことの潜在的な落とし穴の可能性への認識を高めるための教育的団体との協力を含む、規制当局による様々な投資家教育の取組みを詳述している。なお、いくつかの規制当局はフィンフルエンサーにも的を絞った教育的コンテンツを開発している。

ソーシャルメディアキャンペーンは、短い形式で迅速にメッセージを伝え、実際の個人の活用、ユーモアの利用、単純・明確で分かりやすい言葉などの性質を持つ。ビデオは、フィンフルエンサーの助言に従うことのリスクについてのリテール投資家への警告になる。

図表4：ビデオの例（インド投資信託協会）



〔出所〕 IOSCO : "Finfluencers", Consultation Report, November 2024より

オーストラリア証券投資委員会は、投資の誇大宣伝に伴うリスクへの認識を向上させる消費者キャンペーンを行っている。

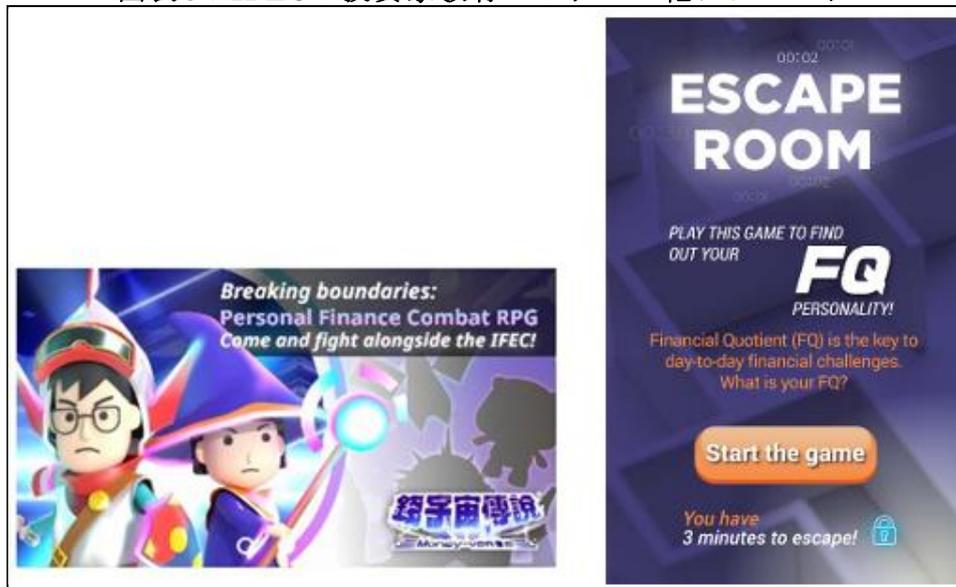
図表5：オーストラリア証券投資委員会（誇大宣伝への注意喚起）



〔出所〕 IOSCO : "Finfluencers", Consultation Report, November 2024より

香港の投資者理財教育委員会（IFEC）は、若い世代の投資家向けに、オンラインのゲームとクイズを作り、これにはフィンフルエンサーへの注意喚起が含まれる（図表6）。

図表6：IFECの投資家教育へのゲーム化アプローチ



〔出所〕 IOSCO : "Finfluencers", Consultation Report, November 2024より

また、リテール投資家に向けた教育プログラムに加え、一部の当局はフィンフルエンサー向けのコンテンツも提供している。これらの取り組みは、フィンフルエンサーが規制ガイドラインとベストプラクティスを認識し従うことを、確実にしようとしている。フィンフルエンサー向け教育の主要な要素には、法律及び倫理基準、透明性、バランスのとれたコミュニケーション、積極的な責任（フィンフルエンサーと関係する金融機関に対して、プロモーションが規制要件を遵守することの確保に責任を果たすことを奨励）、がある。

2. フィンフルエンサー関連のグッドプラクティスの提言

フィンフルエンサーによる課題に対応するために市中協議報告書では、規制当局、市場仲介者とフィンフルエンサー自身への包括的なグッドプラクティスを提言している。グッドプラクティスは、より透明で説明責任を果たす環境、その中でフィンフルエンサーが証券規制と投資家保護の基準と調和して活動するのを育むことを目指す。

(1) 規制当局のグッドプラクティス

グッドプラクティス1: 規制当局はそれぞれの使命及び権限と整合的に、既存の規制枠組みが現状では対象としていない場合に、フィンフルエンサーの活動に対して適切で効果的な規制と監督を適用する方法を検討できるだろう。
グッドプラクティス2: 既存の規制枠組みがフィンフルエンサーの活動を対象としている場合には規制当局は、規制枠組みがフィンフルエンサーの活動にどう適用されるかについて、更なるガイダンスの設定を検討できるだろう。
グッドプラクティス3: 当該法域の法律及び規制と整合的に規制当局は、フィンフルエンサーの活動及びフィンフルエンサーを株式、証券または他の金融商品の売り込みに利用する市場仲介者の不正行為、無免許活動及びオンライン市場操作の可能性を特定するためにサーベイランスとモニタリングを行う適切な方法を検討できるだろう。
グッドプラクティス4: それぞれの使命と整合的に規制当局は、法律及び彼らの権限内で適用される規則が、フィンフルエンサーの活動及び市場仲介者によるフィンフルエンサーの利用に伴う実際の及び潜在的な利益相反に適切に対応しているかを検討できるだろう。
グッドプラクティス5: 当該法域の法律及び規制と整合的に規制当局は、フィンフルエンサーとフィンフルエンサーを利用する市場仲介者に対して、彼らの行動が乱用、誤解を招くまたは規制された活動の無免許での実施を含む詐欺的な行為を構成するならば、強制処置の実施を検討できるだろう。
グッドプラクティス6: フィンフルエンサーとそれを利用する市場仲介者が、クロスボーダーに展開できることを考慮すると、規制当局は効果的な監督と法執行を確実にするために、国内及び国際的なカウンターパートとの情報交換取り決めの活用を検討できるだろう。
グッドプラクティス7: 規制当局は、存在するリスクを投資家に注意喚起する目的で、リテール投資家へのフィンフルエンサーに関する教育的資料の開発を検討できるだろう。

(2) 市場仲介者及びフィンフルエンサーのグッドプラクティス

グッドプラクティス1: フィンフルエンサーを利用する市場仲介者とフィンフルエンサーは、注意を払って、宣伝、ハイリスクな金融商品のリテール投資家へのオフリングまたは販売促進を、適切な規制当局が決めた適切な条件で行う場合を除いて、避けるべきである。
グッドプラクティス2: 市場仲介者は、適切かつ頑健なフィンフルエンサーの選別方針とプロセス〜とりわけ彼らの資格、教育と訓練、コミュニケーションスタイル及び聴衆の人的特性について〜を持つべきである。
グッドプラクティス3: フィンフルエンサーに関与する市場仲介者は、市場仲介者が関与しているフィンフルエンサーが行う活動を監視するための適切なリスク管理枠組みを導入し、維持すべきである。
グッドプラクティス4: 市場仲介者のサービスまたは商品の販売促進をするフィンフルエンサーは、彼らの情報の中に明確で目立つディスクレマー通知を含めるべきである。逆に市場仲介者は、整合性と法令遵守を確実にするために、ディスクレマーの標準的なテンプレートを提供できるだろう。
グッドプラクティス5: フィンフルエンサー、フィンフルエンサーを利用する市場仲介者及び他の規制された主体は、報酬に関するものを含め、利益相反を特定、管理及び開示するための明確な方針と手順を確立すべきである。

(3) リテール投資家への助言

IOSCO メンバーが各法域のリテール投資家と共有する主なメッセージに基づいて、IOSCO は以下のリテール投資家への助言を提案する。

- ・ 高い支持率には警戒する、
- ・ フィンフルエンサーの経歴と動機を調べる、
- ・ 個別化されていない助言は良く考える、
- ・ 詐欺及び迅速な行動の切迫感を作り出すフィンフルエンサーは警戒する、
- ・ 例外的なパフォーマンスの約束／うますぎる話、
- ・ 彼らの推薦のリスクを理解する
- ・ ハード（群衆行動）メンタリティ、
- ・ 確認バイアス、
- ・ 免許がある専門家にアドバイスを求める、
- ・ 自分自身で調査を行う

III. デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP)

1. デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP) 市中協議報告書の概要

(1) DEP の利用に関する調査

市場仲介者による DEP の利用は比較的新しい現象で、最近の技術進歩、特にモバイルアプリとオンラインプラットフォームのリテールトレーディング領域への導入に伴って出現してきた。DEP に関する調査は限られているため、市中協議報告書の目的の一つは、関連する調査、研究からの結果を示すことである。

DEP の合意された定義はないが、一般的には“行動プロンプト、差別化マーケティング、ゲーム的な特徴（ゲーミフィケーション）及びその他のデザイン要素、またはリテール投資家が金融機関のデジタルプラットフォーム（ウェブサイト、ポータル、アプリ）をトレーディングやロボアドバイザーや金融教育のようなサービスで利用するときに関わるようにデザインされた特徴”と定義できるだろう。

いくつかの調査は、リテール投資家の DEP 利用への反応が標準的な合理的行動モデルから外れることを強調している。例えば、リテール投資家が将来よりも現在に焦点を合わせがちなことは、（投資家を）当面のゲーム化に敏感にする。また、人々の注意と情報処理能力が限られることは、意思決定で何が重要かについて誤った判断につながりやすい。

ある調査によれば、人々の不確実性とリスクの認知でのバイアスが、遠い将来の起こり得る結果の評価を難しくする。いくつかの規制当局によれば、オンライントレーディングプラットフォームの DEP は、投資家のバイアスを利用するようにデザインされている。

図表7：DEPの定義または説明

規制当局	定義／説明
SEC (米国)	DEPには、行動プロンプト、差別化マーケティング、ゲームに似た特徴（ゲーミフィケーション）やその他のデザイン要素、またはリテール投資家が金融機関のデジタルプラットフォームを利用するときトレーディング、ロボアドバイザーや金融教育などのサービスに関わるのを促すようにデザインされた特徴が含まれるだろう。
ESMA (EU)	デジタルエンゲージメントプラクティス（DEP）は、行動技術、差別化マーケティング、ゲーミフィケーション、意図的または意図せずにリテール投資家がデジタルプラットフォームに関わるデザイン要素またはデザインの特徴、に加えて、分析及び技術的な手段や手法と定義される。
AFM (オランダ)	消費者の行動に影響を及ぼし得るオンライン選択環境の全ての要素。
AMF (ケベック)	デジタル環境でリテール投資家に用いられる様々なエンゲージメント技術。
FCA (英国)	DEPという用語はFCAの最近の調査で参照されているが、英国で広く用いられてはいない。英国では通常、DEPより‘ナッジ’、‘サッジ’、‘欺瞞的デザイン（ダークパターン）’などの用語が参照される。FCAは、デザインの使用で起きるかもしれない消費者の損害を示す定義された用語として‘懸念されるデザインの特徴’を用いたこともある。
ASIC (オーストラリア)	ASICはDEPは以下を含むとしている <ul style="list-style-type: none"> ・ゲーム化されたインセンティブ（例えば、賞品や景品） ・ソーシャルトレーディング（例えば、フィンフルエンサー・マーケティング、教育コミュニティとコピートレーディング） ・トレーディングアプリ、ウェブサイト及びマーケティング資料のデザイン

〔出所〕 IOSCO : "Digital Engagement Practices (DEPs)", Consultation Report, November 2024より

ユーザーのエンゲージメント（参加、関与）を増やすのに使われそうな DEP テクニックには、プッシュノーティフィケーション、トップ取引リスト、ピアインフォメーション（他の参加者の成果）、達成バッジとポイント、デフォルト（既定値）設定などがある。なお、投資家行動への影響は、DEP の種類と投資家の性質（金融リテラシーや経験など）で異なり、例えば、金融リテラシーが低い者には影響が大きいという分析がある。

(2) DEP の利用に適用される法律と規制

DEP の行動的影響の調査結果に基づいて、それをどう規制枠組みに変換するかの検討が重要である。金融機関による DEP 利用は、投資家保護と市場のインテグリティ（誠実さ）を目的とした各法域の既存の法律とガイダンスでの規制枠組みの対象になる。いくつかの規制当局は、有害な DEP 利用から消費者を保護するために用い得る規制枠組みとして、オンラインでの販売、広告及びコミュニケーションと消費者へのサービス提供での AI やアルゴリズムのような技術の利用に関する規制を挙げている。IOSCO の調査によれば、DEP を特定してはいないが、全ての法域が DEP とマーケティングに関連した不正行為への対応に使用できる他の法律や規制を導入している。

なお、報告書での金融庁からの回答をみると日本については下記の通り。

“金融商品取引法で、市場仲介者が商品をどう販売・勧誘できるかについて一般的な制限がある。暗号資産サービス提供者にも、資金決済法で販売・勧誘に関する禁止行為のリストがある”

IOSCO のメンバーに、DEP についてのグローバルなガイドラインの必要性、利点と課題について尋ねたところ、以下の回答が得られた。

- いくつかの規制当局 (CMA/クウェート、CNBV/メキシコ、CMBT/トルコ、CONSOB/イタリア、FCA/英国、OSC/カナダ、SEC/ナイジェリア、MAS/シンガポール) はグローバルなガイドラインの開発に賛成。一方、CVM/ブラジルは困難さを指摘。

- AFM/オランダは、規制は DEP の禁止ではなく消費者の最善の利益のための DEP の利用を促すことに焦点を合わせるべきとの考え。

- 市場仲介者による DEP の利用増加を踏まえて市中協議を行っている当局には、SEC/米国、ESMA/EU、OSC/カナダがあり、また、CFA 協会も 2022 年に資本市場でのゲーム化についてレポートを公表している⁴⁾。

(3) DEP の利用に伴う利点とリスク

DEP はリテール投資家のアクセス改善などで上手く利用されれば、エンゲージメント、金融リテラシーの構築及びポジティブな結果を推進する強力な手段にもなり得る。IOSCO のメンバーによれば DEP の利点の事例は下記の通り。

図表8：DEPの潜在的な利点

AFM (オランダ)	リテール投資家が最もリスクのある選択肢に設定するのを防ぐためのチャットボットまたは既定値の利用は、リテール投資家の役に立ちうる。
AMF (ケベック)	DEPは、安全な行動を促し、詐欺や悪徳商法への警戒を高めることを含め、リテール投資家に役立つかもしれない。投資家に行動するようにナッジで、DEPは消費者が貧弱な金融習性を止めるのを助ける。
FCA (英国)	DEPはリテール投資家が自動的に自身のパラメーターに基づくように規定されるなら役立つだろう。こうしたDEPはリテール投資家がより早く投資目的を達成するのを助け、ポジティブな投資習性にさせる可能性がある。
ASIC (オーストラリア)	アプリ内の教育資料、ヘルプまたはフィードバック機能性、ビジュアル化、経時的なコストやリターンを見せるグラフや事例は簡略化された方法で提示できる、リスクの警告を明確に表示できる。

〔出所〕 IOSCO : "Digital Engagement Practices (DEPs)", Consultation Report, November 2024より

ただし、多くの場合に DEP 利用の増大は、AI・ML (機械学習) やフィンフルエンサーによるマーケティング、コピートレーディングなどのデジタルな特質を伴い、リテール投資家に損害を与えかねない。規制当局は、ディスクロージャー欠如と情報の非対称性、誤解を招くか欺瞞的なディスクロージャー、リテール投資家の取引頻度増加、使用される技術の維持管理不足でのリテール投資家への有害な影響、市場仲介者の誤解やデータ品質の問題、データ収集での機密保持の懸念、オンライン販売、マーケティングとオンボーディング (初期の利用支援) での適切な評価手続きの欠如、などのリスクを指摘している。

4 CFA Institute : "FUN AND GAMES-Investment Gamification and Implications for Capital Markets", November 2022 を参照。レポートでは、金融サービス部門でゲーム化やその他の行動学的なテクニックがますます用いられていることを指摘し、規制当局とステークホルダーが課題に対応するためのアプローチについて提言を行っている。

最善の利益ではないのに、より頻繁な取引を促しうることが投資家に損失を与えかねない。また、DEP はリテール投資家をハイリスク商品に投資するか、気づかずにまたはリスクを認識せず投資戦略を変えるように誘導するかもしれない。同様に、DEP は市場仲介者が、リテール投資家の不利益による収益増加を推進するためにリテール投資家の行動に影響を及ぼすことを目的にそれを使用する場合は、潜在的な利益相反を作り出しかねない。

(4) 現状でのグローバルな DEP の利用状況

市場仲介者によるモバイルアプリとウェブサイトの利用は、ますますデジタル化している。技術の発展によるリテール投資家のオンラインアプリやウェブサイトの利用増加や市場仲介者による金融商品のマーケティングとサービスの販売での様々な DEP の使用がこうした変化の要因である。ちなみに IOSCO のメンバーの法域で多くみられた DEP は図表 9 の通りであり、その中で普及率によって順位付けすると図表 10 の通りである。

図表9：IOSCOメンバー法域でみられたDEP上位10

DEPの種類	みられた比率
ウェブサイト、ポータルとアプリケーションまたはアプリ	10.3%
通知（ノーティフィケーション）	9.0%
ソーシャルネットワークツール	9.0%
最もポピュラーまたはトップの株式（社会的通念）	6.5%
賞品のあるコンテンツ	5.8%
チャットボット	5.2%
サブスクリプションとメンバーシップ階層	5.2%
行動プロンプト	4.5%
リーダーボード（順位表）	4.5%
差別化マーケティング	4.5%

〔出所〕 IOSCO : "Digital Engagement Practices (DEPs)", Consultation Report, November 2024より

図表10：上位10の普及率のDEP

DEPの種類	普及率
ウェブサイト、ポータルとアプリケーションまたはアプリ	14.0%
賞品のあるコンテンツ	10.0%
ソーシャルネットワークツール	10.0%
行動プロンプト	8.0%
通知（ノーティフィケーション）	8.0%
チャットボット	6.0%
最もポピュラーまたはトップの株式（社会的通念）	6.0%
リーダーボード（順位表）	6.0%
バッジ	4.0%
サブスクリプションとメンバーシップ階層	4.0%

〔出所〕 IOSCO : "Digital Engagement Practices (DEPs)", Consultation Report, November 2024より

IOSCO の調査に対して規制当局は、DEP の幅広い利用事例を報告している。利用事例の上位 10 は図表 11 の通りである。

図表11：DEPの利用事例

DEPの利用事例	最もみられた
口座開設	8.8
オンライントレーディング	7.2
アプリやプラットフォームへの関わり増加	4.1
リテール投資家教育	2.2
口座への資金（第三者の提供）	1.7
リテール投資家の参加と口座開設	1.7
より多く取引をするような行動変化や行動喚起のきっかけ	1.3
トレーディング頻度の増加	1.0
アプリを通じた口座管理	0.7
リスクのある商品のクロスセリング	0.5

〔出所〕 IOSCO : "Digital Engagement Practices (DEPs)", Consultation Report, November 2024より

市中協議報告書では参考として、ASIC／オーストラリアが DEP のレビューで特定したオンライントレーディングでの DEP 利用を、下記のように紹介している。

- ・ ASIC のレビューによれば、トレーディング（オンライン）での DEP の利用には、投資家の取引頻度増加を誘導するようにデザインされたプラクティス（やり方）があった。
- ・ これは過度の取組みになる可能性があり、低コストと仲介手数料なしの積極的なプロモーションを伴い、本当の取引コストを隠す可能性があり、矛盾したビジネスモデルを生みんで、リテール投資家の成果に悪化につながりかねない。

さらに、マーケティングキャンペーン資料には、‘リテール投資家の購入をプッシュする’ ‘既存のリテール投資家が取引量を増やすように促す’ ‘彼らを検討から行動へ動かす’ ‘習慣的行動の変化を促進’ ‘投資を最初に思わせる’ などの言葉が含まれていた。

- ・ DEP の種類と対象となったリテール投資家のトレーディング増加の因果関係を確立するのは難しいが、この例では不正行為に対処するため、法律の中の ‘誤解を招くか欺瞞的な行為’ 及び ‘金融商品とサービスの効率的で、正直、公正な提供’ などに関する分野の適用を積極的に試みている。

(5) 市場仲介者の管理

IOSCO メンバーの多くは、市場仲介者が DEP 利用だけを監視するための手段を設定してはいないが、ビジネスモデルに DEP が組み込まれたのに合わせた管理枠組みを適用しているとしている。ASIC／オーストラリアによれば、オーストラリアで活動するいくつかの市場仲介者は、コピートレーディングなどのソーシャルトレーディング DEP、リーダーボード、ニュースフィード（新着情報）とソーシャルトレーディングなどを利用しており、その管理を導入している（ただし、いくつかは軽いタッチのアプローチである）。

規制当局側は、金融機関の活動を包括的にレビューするために DEP を特定して監視はしていないが、特定の DEP に関連した懸念が注意を引いた場合にはレビューを行って適

切な規制措置をとる。なお、AFM／オランダと FCA／英国は、金融機関が DEP をどう利用するかについて検討する積極的な監督アプローチを開発しているようだ。

AFM は、口座開設での投資アプリのオンライン選択環境を調査し、金融機関は選択肢が投資家に示される方法を認識すべきだとしている。FCA もリテール投資家がニーズに適した投資判断ができるのを確実にするためにトレーディングアプリをレビューし、対象を絞った監督上の関与によるアプローチをより積極的にしようとしている。なお、一定の規制当局は、オンライントレーディングプラットフォームに関する市場仲介者にはガバナンス構造があるか、ガバナンス構造を導入したとしている。

(6) 法執行の実務、国際協力

IOSCO への回答で 3 規制当局（SEC／米国、OSC／カナダ、ASIC／オーストラリア）が DEP を利用した害のある活動を報告している。また、リテール投資家に損害を与えかねない不適切な可能性のある DEP テクニックがメンバー法域で共通してみられる。

図表 12：不適切な可能性がある DEP（ダークパターン、ダークナッジ、スラッジ）

ダークパターン	
テクニック	定義
プロンプト及びリマインダー	“プロンプト”は、利用者の注意を捕らえて特定の行動や選択を促す簡単なビジュアル、グラフ、聴覚刺激。”リマインダー”は前のやり取りまたは関わりをさらに続ける特定の種類のプロンプト
中間通貨	“中間通貨”は、通常の支配的通貨以外の通貨で品目の価格を提供して価格を曖昧にする。
ランキング	“ランキング”はユーザーインターフェースに特権として選択肢が提示されるかまたは一定の選択肢を促すような設定
感覚操作	“感覚操作”はユーザーの注意を一つのものに焦点を当てさせ、他のものから注意を逸らせるようなユーザーインターフェースの変更
社会的通念と交流	“社会的通念と交流”は2つの関連したテクニックで、人々がどのように他の人々の行動に注意を向けるかを、彼ら自身の選択のきっかけに利用する。
希少性の主張	“希少性の主張”はある商品やサービスが限定的な供給や留保中の価格引上げまたは他の要因で、長くは入手できないとの主張
隠された手数料／情報	手数料またはプライバシー保護などの他の重要なプラットフォームの特徴は全面的な省略、遅れた開示、複雑な言葉などの手段で“隠される”かもしれない。
ダークナッジ	
テクニック	定義
プロセスの段階の除去	一つ以上の行動（例えば確認）の要件を取り除いてユーザーが不注意または思慮に欠けた決定をしやすくする手法。
既定値（デフォルト）	既定値（デフォルト）は、ユーザーが積極的に変更しないと自動的に効力を持つ事前に選ばれた設定。
スラッジ（負のナッジ）	
テクニック	定義
摩擦過程	人々は、難しそうな、退屈またはつまらなさそうな作業は、先延ばしにするか避けようとしがちである。スラッジは心理的フェンスを作ることでこの傾向を利用し、個人のやり遂げる能力を邪魔する。
複雑な言葉	ユーザーを混乱させるか迷わせるための技術的で過度に複雑（例えば、煩雑な法律用語）または長々しい言葉の使用。

〔出所〕 IOSCO：“Digital Engagement Practices (DEPs)”, Consultation Report, November 2024 より

市場仲介者による DEP 利用への法執行も報告されている。SEC/米国は、DEP 利用に伴う利益相反が投資家に損害を与えた 2 つの事例を報告し、FCA/英国は消費者への潜在的な害を事前に防ぐための監督上の行動を報告している。OSC/カナダは、暗号資産の取引増加と急速な取引を促すマーケティングプラクティスに関し市場仲介者とコンタクトしている。KNF/ポーランドは詐欺的なプラットフォームを調査し犯罪行為の疑いで検察に通知した。また、SFC/香港は規制への違反で金融機関に注意喚起と罰金を科し、SFC は、バーチャルアセットトレーディング・プラットフォームを監視して予備的対応をしている。

市場はグローバルで相互関連しており、規制当局は他の法域の当局と情報を共有し協力する能力を持つべきである。IOSCO の調査では、多くのメンバーは各地の投資家を対象とした DEP が、国内から実行されるか、海外からのものかについての情報を持ってない。ただし、市場仲介者はどこに所在するにせよ、サービスを提供する前に現地の当局に登録する必要があり、現地の規則が適用されるだろう。登録要件は、市場仲介者による DEP 利用を扱う場合の国境を越える問題を限定すると考えられる。

(7) 投資家教育

DEP は投資家教育と教育的なマテリアルを促す有用なツールになり得る。IOSCO の調査によれば、比較的少ない規制当局が、特に DEP に関してリテール投資家の教育マテリアルやキャンペーンを公表している。なお、いくつかの規制当局は、調査時点では DEP の利用は投資家教育に含まれていないとしている。

少数の規制当局は、リテール投資家に関与し引き付けるために市場仲介者が提供した手段の事例（ビジュアルインサイト、ゲーム環境、クイズ形式、モバイルアプリ、トレーディングシミュレーターを通じて、より一般的にはアカデミーや教育マテリアル）を強調している。もし、適切に使われるなら、こうした手段はリテール投資家の教育を促進できるだろう。

DEP のリテール投資家への潜在的な影響には、ポジティブなものやネガティブなものがあり、IOSCO は DEP についての共通の理解を開発し、出現しつつある DEP の技術とそれに伴う行為とリテール投資家の保護の問題をレビューし、市場仲介者による DEP の使用増加がリテール投資家に及ぼす影響を理解することが、有益だと判断している。

市中協議報告書では、既存の IOSCO の作業、メンバーの DEP への規制アプローチ及び潜在的な問題とギャップを特定するためにその他の国際基準とガイダンスを検討している。ただし、市場仲介者による DEP の使用増加から生じる問題への対処を規制当局やその他の利害関係者がどう考えるべきかについて、現状ではグローバルな基準はない。

2. デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP) 関連のグッドプラクティスの提言

IOSCO のメンバーは、関連する法令と規制枠組みと整合的に、以下のグッドプラクティスを規制対象の市場仲介者による DEP の使用のガイダンスとして検討できるだろう。

・デザインの要素と投資家のベストプラクティスの尊重

グッドプラクティス1：市場仲介者は、投資助言または推奨のために使用されるDEPが、市場仲介者の利益になりリテール投資家の損失になるようにリテール投資家の行動に影響しないことを確実にすべきである。市場仲介者は、投資助言または推奨のためのDEPの使用がリテール投資家の最善の利益かをテストすべきである。

グッドプラクティス2：DEPをデザインするときに市場仲介者は、投資助言または推奨に使用されるDEPが、当該市場仲介者の取引量と手数料をもつばら増やすことを意図してはいないのを確実にすべきである。

・DEPの使用と投資アドバイスのモニタリング

グッドプラクティス3：DEPの使用が投資助言または推奨を伴う場合は、DEPを使用する市場仲介者は関連する免許／規制上の地位を持ち、そうした投資サービスの提供に關係する規則を遵守すべきである。

グッドプラクティス4：市場仲介者は、DEPの使用が必要な免許及び関連する法域の規制枠組みと所要要件なしに、結果としていかなる投資助言の提供にもならないことを確実にするリスク管理システムを導入すべきである。

・適合性

グッドプラクティス5：市場仲介者は投資助言または推奨のためのDEPの使用が関連する法域の規制枠組みに合致していることを確実にすべきである。

グッドプラクティス6：市場仲介者は、投資助言または推奨に使用されるDEPがリテール投資家のプロフィールと整合的でない商品やサービスためには使用されないことを確実にすべきである。投資助言または推奨に使用されるDEPは、対象とされるリテール投資家の知識と経験、リスクプロフィールと金融目的と一致する商品の販売促進に合わせられるべきであり、金融商品とサービスのオフERINGと販売が対象とされたリテール投資家に適していることを確実にすべきである。

グッドプラクティス7：市場仲介者は、市場仲介者の投資助言または推奨に使用されるDEPが、市場仲介者の利益をリテール投資家より優先していないかについて、リテール投資家の苦情の分析を含め、定期的なモニタリングを行うべきである。もし、市場仲介者の利益が優先されていたら、是正措置を取るべきである。

・ガバナンスと利益相反の管理

グッドプラクティス8：市場仲介者は、DEPの投資助言または推奨での使用から生じる彼ら自身とリテール投資家とのあらゆる利益相反を識別し、防ぎまたは管理する適切なステップを取る手順を、関連する法域の規制枠組みに沿って導入すべきである。市場仲介者は、あらゆる利益相反を識別し、防ぎまたは管理するために彼らのDEPの定期的なレビューを検討すべきである。

・ディスクロージャー

グッドプラクティス9：投資助言または推奨にDEPを使用する市場仲介者は、彼らの法域で適用される規則に従って、手数料とコストを含む報酬及び利益と重大な利益相反を含む取引時点での重大な事実の開示などのように、リテール投資家に適切な情報開示をすべきである。フィンフルエンサー及び／または外部のパートナーをDEPに含む法域では、市場仲介者は、フィンフルエンサー及び／または外部のパートナーへの支払いについての重大な情報を含めるべきである。

・投資家教育

グッドプラクティス10：IOSCOのメンバーは、投資家教育目的でDEPを利用することを検討すべきである。IOSCOメンバーには、金融リテラシーの改善を助け、リテール投資家がデジタルプラットフォームの教育的なコンテンツと販売促進のコンテンツの違いを理解することを含め、リテール投資家の責任ある投資行動を促進するためにDEPを教育手段として活用することが奨励される。

IV. オンライン模倣トレーディング

1. オンライン模倣トレーディング市中協議報告書の概要

(1) 規制上の諸側面

オンライントレーディングプラットフォームとモバイルトレーディングアプリの急速な普及は、リテールトレーディングの領域を作り変えた。コピートレーディング、ミラートレーディングとソーシャルトレーディングは類似のプラクティスだが、自動化の程度などで違いがあり、法域によって解釈も異なる。グローバルな定義がないこともあって、これらの用語は、混同、またはほぼ同じ意味で用いられる。

報告書では“オンライン模倣トレーディング戦略”と“コピートレーディング”を使用し、一つ以上のプラクティスを同時に参照する。IOSCOの調査に応えた規制当局の多くは、コピー、ミラー及びソーシャルトレーディングを区別していない。なお、報告書の各法域の紹介で、日本については下記のように記述されている。

・日本では、純粋なコピートレーディングはまれである。ただし、アルゴリズムやエキスパートシステムを提供する多くのオンラインブローカーがいる。
・顧客が彼らの取引についてのメッセージを送るソーシャルトレーディングは、主に米国株式に集中しているいくつかのネオブローカーが提供している。

ちなみに、報告書の要約（エグゼクティブサマリー）では、
“模倣トレーディングは、リテール投資家（コピートレーダー）により経験豊富またはプロのトレーダー（リードトレーダー）の取引を自動的に複製することを可能にする。このアプローチは、リテール投資家が広範な市場投資の知識や積極的な意思決定をする必要なしに投資する簡単な方法としてマーケティングされる。”

“だが、模倣トレーディングは、主に短期、ハイリスクトレーディング戦略と結びつけられ、

複雑で変動が大きい金融商品（外貨や暗号資産）をしばしば伴う。これはリテール投資家をレバレッジがかかった商品による損失や、頻繁な取引による高額な取引手数料でのリターン低下を含む多大なリスクに曝しかねない。”としている。

(2) コピートレーディングの利益とリスク、グッドプラクティス、既存の規制の適用

いくつかの規制当局は、コピートレーディングの利益として、リテールの参加常勝との金融包摂、教育上の利益を認識している。また、追加の利点の可能性として、リターンの改善、より洗練された投資戦略へのアクセスと投資の多様化、投資アドバイスまたはポートフォリオ管理の比較的高価ではない代替物、を挙げている。

ただし、コピートレーディング戦略はリテール投資家に損害を与える可能性もあり、規制当局は以下を懸念している。

誤解を招く開示または透明性欠如、不十分な投資家の成果と過度なリスクテイク、不適正販売、リードトレーダーの貧弱な資格や誤解を招く資格の提示、不十分な適合性評価やその欠如、利益相反、予告なしのトレーディング戦略及び／または商品の種類の変更、頻繁な取引と高い回転率、タイミングと価格のリスク、オペレーショナルリスク、会社の管理、法執行手段の解釈を困難にするリスク

IOSCO への各法域の回答では、コピートレーディングは投資アドバイス、個人ポートフォリオ管理、投資家の発注の受理と伝達にしばしば該当し、既存の規則が適用可能である。また、いくつかの法域は、以下の理由でグッドプラクティスの開発に利点があるとしている。

- ・コピートレーディング戦略のグローバルな定義の導入は、各法域の規制の明瞭さと監督を強化できる。それにより規制当局は、潜在的なリスクの理解と対応を改善できる。
- ・特定された定義は、状況に合わせた規制で投資家保護手段の改善につながるだろう。対象を絞った規則は、コピートレーディングで頻繁にマーケティングされる金融商品の種類（CFD など）の検討に有益だろう。リテール投資家は（さもなければ）複雑でレバレッジのかかったデリバティブの取引を考えないだろう。同様な懸念は暗号資産にも適用される。
- ・グッドプラクティスは法域間での規制当局のコミュニケーションと協調を促進できる。コピートレーディングのクロスボーダーな次元を踏まえると、国際的なガイダンスは都合の良い法域の選択（フォーラムショッピング）への対処に役立つだろう。大半の IOSCO メンバーは、規制での協力と協調はコピートレーディングを支える技術的な達成とそれに伴う転換の利益を実現するのに極めて重要だと考えている。グローバルな基準の確立で市場仲介者は、規制上の期待とコンプライアンス要件の明瞭さが得られ、これによって不確実性を減らし、クロスボーダーな活動に伴うリスクを削減できる。
- ・投資家は、限られた金融の資格や知識しかなく、異なる投資目的やリスクアペタイトを持

つ知らないリードトレーダーとは、ミスマッチかもしれない。規制当局のグッドプラクティスは、より効率的な情報の開示を促し結果として投資家保護を改善させ得る。

・コピートレーディングサービスに関し、(投資家が) 知っていない、金融の資格が全くない、投資家と金融状態や投資目的が異なるかもしれないリードトレーダーの指示を、経験が乏しい投資家に提供する市場仲介者の一般的な運営実務を規制することには利点がある。

報告書はコピートレーディングへの既存の規制の適用について日本の例を紹介している。

日本の法律に基づく、リードトレーダーと市場仲介者の契約が以下の条件を満たすなら、リードトレーダーは登録要件の対象になる。

- ・契約の締結で一方が投資アドバイスの提供(口頭、書面または他の形態)を約束している。
- ・相手側はそれに対する報酬支払いを約束している。

金融庁によれば、おそらく登録要件が日本でコピートレーディングが広く利用可能ではない理由だとみられる。

他の法域にはコピートレーディングに適用される特定の規則はなく、そうした取り組みは報告されていない。一般的には投資アドバイス、ポートフォリオ管理などの規則は全ての法域でコピートレーディングプラクティスに適用される。なお、EUではケースバイケースアプローチが参照され、投資サービス提供に関する既存の法律と規則の適用が求められる。

(3) 市場仲介者とコピートレーディング、監督当局の関与

15の法域が市場仲介者によるコピートレーディング戦略の提供を報告している。一部の法域では現状がよく理解されているが、他の法域では不明確だったり、プラクティスが発生しつつあったりしている。市場仲介者によるコピートレーディング戦略を報告した法域の多くでは、少数の会社からクロスボーダーで提供されているとしている。

これが多くの法域が市場規模の情報がない理由だとみられる。ある法域では、ソーシャルトレーディングはフィンテックハブを通じて可能であり1社が許可されている。コピートレーディングがみられた法域では、幅広い商品、サービス、資産クラス(株式、暗号資産、CFD、FX、先物、ETF)が市場仲介者からコピートレーダーに提供されている。

一般的には、金融機関の活動に関して認識されたリスクと特定の懸念に対して、アドホックな監督上の関与が行われている。少数の法域では、監督の作業計画に顧客の成果とリードトレーダーの行為についてのレビューが含まれ、市場仲介者によるコピートレーディング戦略がより確立し広がっている法域では、関与が進んでいる。こうした法域が指摘している問題には、クロスセリングを含む不適正販や顧客の期待、成果とリスクアペタイトとのミスマッチ、誤解を招く欺瞞的な表示とマーケティング、無免許の行為がある。

コピートレーディング戦略の懸念に対処する上で規制当局は、クロスボーダーで提供されるサービスの問題に遭遇している。いくつかの規制当局は、市場仲介者によるコピートレーディングプラクティスの検証と消費者の損害の評価、人気のあるリードトレーダーの行動を含む監督作業を計画している。ある規制当局は、リードトレーダーが投資アドバイザーとして登録されるのを確実にするために、コピートレーディングをレビューしている。

市場仲介者とリードトレーダー及びコピートレーダーの間の契約に関しては、幾つかの法域ではデータがなく、正確な評価は困難である。なお、IOSCO の調査への回答では、市場仲介者とコピートレーダーとの間の契約及び市場仲介者とリードトレーダーの契約は認識されたが、リードトレーダーとコピートレーダーの契約は特定されていない。

市場仲介者とリードトレーダーとの契約関係が特定された場合のリードトレーダーの管理には、ハイリスクトレーディングへのエクスポージャー（リードトレーダーのリスクレイティングを計算し管理）、利益相反（リードトレーダーは、他のプラットフォームの利用者との利益相反が起きるような取引は執行しない）、モニタリング（リードトレーダーの行動をモニタリングし、不適切な可能性のある取引を検知したら、ソーシャルトレーディングのコメント機能を遮断する能力を持つ）、などが含まれる。なお、市場仲介者が、商品の取引価格にサービスの対価を含めることで利益相反が起きる懸念があり、市場仲介者の粗収益のかなりの比率が価格スプレッドによるものという事例もあった。

(4) コピートレーディングのクロスボーダーな側面と国際協力

国内ブローカーによる法域内でのコピートレーディングサービス提供はみられなかったとの回答者（スペイン、オーストラリア、ベルギー、日本、ポーランド、カナダ、ナイジェリア、米国）の中にはオフショアブローカー（タックスヘイブンや規則が厳しくない法域に所在）がそうしたサービスを提供していると報告したものがあつた。他の規制当局からは国内ブローカーがコピートレーディングサービスを提供しているとの報告があり、一つの規制当局だけが、国内ブローカーの法域外へのサービス提供を報告している。

コピートレーディングが利用可能な法域の多くでは、クロスボーダーでサービスが提供されるが、当局は法域外には監督権限も法執行権限もなく、コピートレーディングサービスへの措置が行えない。この分野での国際協力は監督や法執行を支援できるかもしれない。現地当局が海外法域の法執行での支援を求めるときは、IOSCO の MMOU のような協力アレンジメントを検討すべきだろう。

なお、規制当局がクロスボーダーな活動について投資家に警告する通常の方法は、当局のウェブサイトまたは IOSCO の投資家アラートポータルで、投資家への警告リストに非登録

ブローカーの名称を追加することである。ただし、コピートレーディングが許可された法域でブローカーが設立されていると、グローバルリストに加えるのが難しいこともある。

(5) 投資家教育

報告書によれば、コピートレーディングに関連する教育と規制について補完的な調査が行われ 19 法域の 22 の規制当局から回答があった。結果を要約すると下記のとおり。

・4 規制当局：コピートレーディングは法域内の重要な問題ではないため、教育的マテリアルの問題に対処する計画はない。

・9 規制当局：教育的マテリアルは、コピートレーディングのみにではなく詐欺の防止や過度のリスクテイクのような一般的なテーマに焦点を合わせるべきである。

・7 規制当局：コピートレーディングに特定した教育的マテリアルを開発する利点はあるが、そうした努力を開始してはいない。

・2 規制当局：コピートレーディングに特定した教育的マテリアルを開発し、マテリアルへのリンクを提供した。

・2 規制当局：コピートレーディングと投資家行動についての独自の（または第三者の）調査による主な結果として、よりリスク傾向があり意識されていない投資家行動を伴い、ゲーミフィケーションの側面と関連している。

コピートレーディングの教育的マテリアルやプログラムの開発とリリース、及びそうした取り組みの主なコミュニケーション／伝達チャンネルについては、2 規制当局（AMF／フランス、QAMF／ケベック州）が開発を報告し、いくつかの規制当局（AMF／オランダ、ASIC／オーストラリア、FCA／英国）はコピートレーディングを一般的な金融教育の文脈で扱っている。ただし、多くの規制当局はこれを扱っていない。

2. オンライン模倣トレーディング関連のグッドプラクティスの提言

報告書は、規制当局、市場仲介者が、コピートレーディングで投資するリテール投資家に影響する潜在的な問題への対処で有益と思われるグッドプラクティスとして、以下を市場仲介者へのガイダンスとすることを提案している。

グッドプラクティス1 ：関連する法域の適用される法律と規制を遵守するために、コピートレーディングサービスが投資助言及び／または個人ポートフォリオの管理及び／またはその他の規制された活動またはサービスになるかを検査する。
--

グッドプラクティス2 ：市場仲介者によるコピートレーディングサービスプロモーションのマーケティング活動と、市場仲介者のプラットフォームで活動するリードトレーダーが行うマーケティング活動が、法域の規制要件を遵守しているか監視する。

グッドプラクティス3 ：市場仲介者のプラットフォームで活動するリードトレーダーについて、とりわけ彼らの資格、知識のレベル及び力量及びリードトレーダーに対する苦情の数と性質を考慮に入れて、選定及び除去する手順を設定する。
--

グッドプラクティス4：市場仲介者のプラットフォームでのリードトレーダーの行為とコピートレーダーの成果の、関連する法域の適用される法律と規則の遵守について定期的にレビューする。

グッドプラクティス5：コピートレーディングサービスの提供で生じるかもしれない利益相反について、リードトレーダーとコピートレーダーの間、または市場仲介者とコピートレーダーの間の利益相反を生み出すかもしれない市場仲介者のリードトレーダーへの報酬構造を含めて評価する。

V. 結びに代えて

IOSCO の市中協議報告書を概観したが、リテール投資家向けのサービス提供、マーケティング方法での技術進歩やデジタル化、ソーシャルメディアの発達などは利便性向上や取引コスト削減、投資家の情報収集支援などで利点がある。だが、使用方法が不適切だったり投資家側が不注意だったりすると、リテール投資家に危害を及ぼすことになりかねない。

市場仲介業者による過度な利益追求のために悪用されることや、さらには投資家に対する詐欺のリスクを高める懸念もある。各国の規制当局は、実態を把握した上で既存の規制枠組みや監督での対応、新しい規制措置の開発など検討をすべきだろう。ただし、規制の変更、強化には時間を要する。IOSCO が提案したグッドプラクティスは、規制当局や市場仲介者が、様々な課題にできるだけ早く対応していく上で有用な点が多いと考えられる。

なお、日本では SNS で著名人等になりすますなどの詐欺行為⁵⁾や、FX 取引で無登録業者がコピートレーディングを装った勧誘を行う事例⁶⁾が発生している。こうした点は十分な注意が必要である。一方、市中協議報告書での日本についての記述に基づく、金融商品取引業者によるリテール投資家への不適切なアプローチは、幸いなことには他の法域と比べれば必ずしも多くはないとみられる。日本で大きな問題が発生するようになる前の情報収集強化と着実な対応、国境を越える課題への対応での国際協力の推進に期待したい。

以上

5 例えば、金融庁の“業界団体との意見交換会において金融庁が提示した主な論点[令和6年9月17日開催 日本証券業協会]の3.「国民を詐欺から守るための総合対策」について”によれば、“令和5年下半年以降、投資家や著名人になりすました SNS 上の「偽広告」等によって被害者を誘い込み、SNS 上のやり取りで信用させ、金銭をだまし取る手口の詐欺等の被害が急増した”とし、証券業協会に情報収集や注意喚起、偽広告等の削除要請などで協力を求めている。この問題は、11月の意見交換会でも取り上げられ、金融庁の取組み（無登録業者による広告掲載への措置、情報受付窓口設置など）が説明されている。

6 日本経済新聞 2024年11月21日付の“「プロのFX」、実は無登録”との記事では、無登録の運営者による「ミラートレード」と称しての勧誘など、海外を含む無登録業者による SNS 上の勧誘でのトラブル増加を報じている。

参考 (1) 各市中協議報告書の質問項目

フィンフルエンサー：市中協議報告書の質問

質問 1：市中協議報告書で特定されたフィンフルエンサーの活動から生じる利益とリスクの可能性に同意するか。詳述してください。

質問 2：IOSCO はフィンフルエンサーの定義を提案すべきだろうか。

質問 3：現在、IOSCO のメンバー法域でフィンフルエンサーと市場仲介者のフィンフルエンサー利用について採用されている規制枠組みと監督アプローチにコメントがあるか。あなたの見解では、フィンフルエンサーに対する特定の法令や規制枠組みが必要だろうか。

質問 4：IOSCO の市中協議プロセスに関連すると思われる現状の監督及び法執行アプローチ（国際的な協力を含め）について、何かコメントはあるか。市中協議報告書で示された洞察を強化または補完すると思われる詳細を提供してください。

質問 5：投資家とフィンフルエンサーの教育の取組みに関し、この市中協議報告書に関連すると思われるコメントが何かあるか。市中協議報告書で示された洞察を強化または補完すると思われる詳細を提供してください。

質問 6：規制当局、フィンフルエンサーを利用する市場仲介者とフィンフルエンサーが検討すべき重要なグッドプラクティスで見逃されているものがあるか。詳述してください。

質問 7：リテール投資家のために想定されている助言に同意するか。何か重要なものを見逃しているか。詳述してください。

デジタルエンゲージメント・プラクティス (DEP)：市中協議報告書の質問

質問 1：DEP をどう定義するか。この定義は何を対象とするべきか。

質問 2：市中協議報告書の所見と提案されたガイダンスに同意するか。報告書でさらに探究すべき重要な問題、ギャップ（欠落）または新しく生じているリスクが何かあるか。

質問 3：報告書で対象とされていない、市場仲介者が開発した別の種類の DEP が何かあるか。例を提供して投資家の行動への影響を説明し、詳述してください。

質問 4：将来は DEP の使用事例がどう変化していくと予想しているか。規制への含意はなんだろうか。

質問 5：DEP のどんな追加的なリスクまたは利点を検討すべきだろうか。あなたの意見では、既存の規制枠組みはこれらのリスクに十分に対処しているか、または、新しい手段が必要だろうか。

質問 6：あなたの見解では、DEP を利用しているときに市場仲介者は、どうすれば潜在的な利益相反をもっともよく避けられるだろうか。この点で何をベストプラクティスとすべきだろうか。利益相反の分野を強調して詳述してください。また、どうすれば利益相反に最もよく対処／削減できるだろうか。

質問 7：市場仲介者は、投資家の成果を改善し金融リテラシーを向上させるという DEP の潜在的利点を、どうすれば最大化できるだろうか。規制当局は投資家の保護や教育などの

規制の目的を前進させるため、効果的に DEP をどう活用すべきだろうか。あなたの見解では、どうすればより良い投資家の成果と投資家教育の目的で、DEP の潜在的な利益が達成できるだろうか。規制当局は規制目的での DEP の利用を、どうすればもっとも良く活用できるだろうか。

質問 8：規制当局はクロスボーダーな DEP の使用に対処するため、どうすれば各法域にわたって、とりわけ異なる規制基準が適用される場合に、よりよく協調できるだろうか。どんなメカニズムがグローバルな規制上の協力を強化できるだろうか。

オンライン模倣トレーディング：市中協議報告書の質問

質問 1：コピートレーディング、ミラートレーディング及びソーシャルトレーディングを区別することに何か利点はあるだろうか。あなたは、それぞれのプラクティスをどう定義するか。これらの定義が対象とすべき範囲はなんだろうか。

質問 2：微妙な違いと結果としての混乱の可能性を考慮すると、これらのプラクティスの包括的な用語（アンブレラ・ターム）を開発することに同意するか。もし、同意するならば適切な用語はなんだろうか。

質問 3：市中協議報告書の所見と提案されたガイダンスに同意するか。報告書で強調されておらず、強調すべき見逃された問題またギャップ（欠落）が何かあるだろうか。

質問 4：コピートレーディングまたは他のオンライン模倣トレーディング戦略（ミラートレーディングやソーシャルトレーディングなど）の使用事例は、将来、変化すると予想しているか。もし、予想するならどんな方向か。規制上の含意はなんだろうか。

質問 5：コピートレーディングまたは他のオンライン模倣トレーディング戦略に、さらに何かリスクまたは利点があるだろうか。既存の規制はそうしたリスクに適切に対応しているだろうか。

質問 6：あなたの見解では、どんな手段が、投資家の保護や教育目的でコピートレーディングまたは他のオンライン模倣トレーディング戦略の潜在的利点を役立てるのを確実にするだろうか。

参考 (2) IOSCO のリテール投資家のオンラインセーフティに関するロードマップ

2024 年 11 月公表のロードマップによれば（注 3 参照）、IOSCO は 2024 年 11 月から 2025 年 11 月にかけて、リテール投資家のオンラインセーフティについての各種の取組みを以下のスケジュールで行う計画である。



IOSCO は、技術的な発展によって消費者が金融サービスや商品に触れる方法が変化してリテール投資家への詐欺が急増したとしている。オンラインプラットフォーム、モバイルアプリやソーシャルメディアが、必要な承認なしに詐欺師が投資家に働きかける新たな手段を作り出した。これは国境の制約を受けず、規制当局間及び新しい業者との間での国際協調の必要性が明らかになっている。

IOSCO のロードマップでは、オンラインの危害、詐欺と闘うことを目的に、2024 年 11 月～2025 年 11 月に実施される中核的な取組みが示され、以下の 3 つの戦略がある。

- ① 新たに出現するトレンドを管理するために新しい基準の開発を通じて規制
- ② 投資家の認識を高める教育
- ③ 証券規制当局間とソーシャルメディアや他のインターネットサービス提供者との協調

(1) 規制：より安全なオンライン市場の基準を設定する

金融市場でのデジタルエンゲージメント・プラクティス（DEP）の拡大はリテール投資家が投資商品、サービスに接する方法を変え、市場仲介者は推奨の個別化、ゲーム化した取引、利用者の関与を増やす対象を絞ったコンテンツを届けるため DEP を利用する。

DEP は過度の取引を促すことや、危険を十分に開示せずにリスクの高い商品を推進し、利益相反を生み出しかねない。このため IOSCO は、この分野の基準を引き上げ、規制の連携を促すためのガイダンスを公表する。

主な日程 2024 年第 4 四半期：市中協議報告書、2025 年後半：最終報告書

加えて、新型コロナのパンデミックで自己指示的なリテール投資家の金融市場への参入が急増し、オンライン金融サービス提供者は、この増加に応じるため、コピートレーディングプラットフォームの導入と促進を含め、サービス提供を急拡大した。

コピートレーディングは、通常はデイトレーディングなど短期の戦略に焦点を合わせ、外国為替、暗号資産とその他の複雑で変動の大きい商品のリスクの高い市場が関係する。利益を得る可能性はあるが、経験が乏しい普通のリテール投資家を大きな損失のリスクに曝すことになる。リスクの高まりに対応して IOSCO は、どう効果的にコピートレーディングに伴うリスクの監視と削減を行うかに焦点を合わせた規制・監督アプローチのベストプラクティスを公表し、リテール投資家の保護拡大を確実にする。

主な日程 2024年第4四半期：市中協議報告書、2025年後半：最終ガイダンスとベストプラクティス

近年の新たなトレンドとして、フィンフルエンサー（投資関連のコンテンツをソーシャルメディアで共有する個人）の出現があり、リテール投資家は専門家や登録投資アドバイザーより彼らのアドバイスを聞いている。フィンフルエンサーは、規制された投資アドバイスとの区別が難しい普通の投資家に情報を広め、自己の利益を開示せず、規制対象にならずに投資商品を勧める。意図的かとはともかく、フィンフルエンサーは誤解を生む情報を広め、詐欺を促しかねない。IOSCO は、不適切な推奨またはフィンフルエンサーからの潜在的な危害からリテール投資家を守ることを目的としたガイダンスを公表する。

主な日程 2024年第4四半期：市中協議報告書、2025年後半：最終ガイダンス

新しい技術とオンラインプラットフォームの出現は、ブローカー・ディーラーに対する規制でも新たな課題を提起した。顧客を引き付けるため、様々なインセンティブと技術的なツールが用いられ、インセンティブは隠れた手数料などから補助を受け、利益相反の可能性につながる。IOSCO はペイメント・オーダーフロー、手数料構造を含め、オンラインのブローカー・ディーラー活動の隠れた、または明らかでない利益相反を評価する。

主な日程 2025年第1四半期：市中協議報告書、2025年第4四半期：最終報告書

(2) 教育：オンラインの危害、詐欺及び不適切販売についての認識向上

オンラインで提供される一定の金融商品・サービスに伴うリスクを認識し避けるのに必要な情報で投資家に力を与えることが極めて重要で、徹底的な教育が要である。規制上の取組みと併せて IOSCO は、包括的な投資家教育プログラムを開始する。また、IOSCO は世界投資家週間 (WIW) 2025 の期間に、130 メンバー法域との協力を続ける。

主な日程：2025年第3四半期

(3) 協調：オンラインの危害、詐欺及び不適切販売と共に闘う

犯罪者は疑いを持たない投資家を標的にして騙すため、オンラインプラットフォーム、有料広告、ユーザーが作ったコンテンツをますます利用している。国境がなく急速に拡大するというオンライン危害の性質は、インターネットが無法地帯となるのを防ぐために、規制当局とオンラインプラットフォーム提供者の集合的な緊急の行動を要請する。

2025年を通じてIOSCOとそのメンバーは、普通の投資家への危害を促すことを止めるため、ソーシャルメディアプラットフォーム及びインターネットサービスプロバイダーに積極的に関与する。主な取り組みはIOSCOの無許可事業者警告システム2.0—強化された投資家向け警報（アラート）である。

新しいシステムは、現在のアプローチを大きく変革し、投資家が無許可企業の情報を積極的に求めなければならないやり方から、サーチエンジン、ウェブブラウザ、ソーシャルメディアプラットフォーム及び金融機関などの第三者が、即座に情報にアクセスできるものへ移ることを目的とする。これはリアルタイムで有害なコンテンツを制限し、警告しまたはプラットフォームから削除して、積極的に投資家を保護することを可能にする。

主な日程：2025年前半：無許可の業者警告システム2.0の開始、2025年前半以降：インターネットサービス提供者への関与
--

以上