リテール市場コンダクトタスクフォース
最終報告書

証券監督者国際機構

代表理事会

FR/05/2023	**2023 年 3 月**

注意: 本レポートは英語版の原文を日証協事務局が翻訳したものであり、その内容は IOSCO 事務局が検証したものではありません。原文は以下をご参照ください。

NOTE: This Japanese translation is a translation of the original English-language version and its content has not been verified by the IOSCO General Secretariat. For the original, please see https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD730.pdf

出版物は以下から入手できます。

証券監督者国際機構ウェブサイト　www.iosco.org

©証券監督者国際機構 2023　無断複写・転載を禁じる。

出典が明記されている場合には、簡単な抜粋を作成または翻訳することができる。

目　次

エグゼクティブサマリー 1
第 1 章　はじめに 6
1.1.　リテール市場コンダクトタスクフォース（RMCTF） 6
1.2.　過去の RMCTF 報告書 6
1.3.　消費者ラウンドテーブルと IOSCO 協力会員諮問委員会（AMCC）のフィードバック .. 6
1.4.　最終報告書 7
第 2 章　変化するリテール取引環境 8
背景 8
2.1.　拡大するリテール投資家の市場参加 8
2.2.　リテール投資家の市場参加に影響を与える要因 10
2.3.　技術の高度化による変化 13
2.4.　資産クラスから見たリテール投資家の動向 14
2.5.　リテール投資家のリスク志向の高まり 16
2.6.　市場のボラティリティとリテール投資家の行動 16
2.7.　リテール投資家によるレバレッジ利用の増加 18
2.8.　隠れた収益と利益相反の開示 19
2.9.　自己指示型取引の台頭 20
2.10.　ペイメント・フォー・オーダー・フロー 21
2.11.　デジタル・エンゲージメント・プラクティスと顧客体験のその他の変化 22
2.12.　自己指示型取引 23
2.13.　グリーンウォッシングリスクの高まり 25
第 3 章　デジタル化、ソーシャルメディアとリテール取引 27
3.1.　暗号資産の動向と関連するリスク 28
3.2.　IOSCO 暗号資産ロードマップ 32
3.3.　分散型金融（DeFi）の出現と成長など、その他の技術関連リスク 32
3.4.　ソーシャルメディアがリテール投資家の取引行動および意思決定に与える影響 33

3.5. ソーシャルメディア上でのマーケティング活動 35
3.6. ソーシャルメディアがリテール投資家に与える全体的な影響に関する IOSCO メンバーの見解 37
第 4 章 変化する詐欺の状況および主要なコンダクト問題 38
4.1. 最も多く観察された詐欺行為 39
4.2. デジタルプロモーションおよびオンラインマーケティングを伴う不正行為 42
4.3. オンライン詐欺に対する規制アプローチ 42
4.4 国境を越えた詐欺－問題と課題 43
4.5 企業がクロスボーダー詐欺に使用する戦術、活動、チャネル 44
4.6. リテール投資家の損失を迅速に回収するための救済メカニズム 46
第 5 章 開示、商品設計、商品介入 48
5.1. 重要な情報の開示 48
5.2. 情報のタイミング 49
5.3. 商品ライフサイクルにおける情報開示の調整義務と情報開示への新たなアプローチ 49
5.4. プロダクトインターベンション（商品介入） 51
5.5. プロダクトガバナンス 53
第 6 章 投資家教育 54
6.1. 知識だけに焦点を当てた教育キャンペーンの効果は限定的 55
6.2. COVID-19 期間中の投資家教育イニシアティブの適応 55
6.3. 新たな自己指示型投資家の増加 55
6.4. 投資家教育に関する研究・調査 56
6.5. 自己指示型取引の増加とデジタル化を踏まえた投資家教育ツールキットに関する考察 56
6.6. 暗号資産商品とリテール投資家教育 57
6.7. 能力開発（キャパシティビルディング） 58
第 7 章 規制のツールキットとなる方策 59
不正行為が発生した場所で、詐欺犯を直接標的にすること 60
オンラインのマーケティングおよび流通の動向をモニタリング・評価し、好ましくないフィンフルエンサー活動などの有害なマーケティングチャネルを遮断 61
不正行為の早期発見・阻止に向け、可能な限りオンラインサービスプロバイダーとの連携を強化 64

規制当局の監視・監督活動を合理化するための組織内の機能強化やサードパーティベンダーの利用 66

悪質業者への早期介入および特定をより容易にするための技術ツールの開発と高度なデータ分析の利用 67

行動科学を利用してリテール投資家の行動を分析し、消費者保護イニシアティブを設計 . 70

内部告発へのアクセスを容易にし、通報、照会、苦情を優先順位付けするための受付けシステムを整備 71

協力と連携の強化を促進し、規制の裁定を可能な限り最小化 72

既存の規制の枠組みでまだカバーされていない場合、暗号資産取引の顧客確認、および取引報告データベースを提供するために規制権限の行使が可能かどうかを判断 76

リテール投資家に対する国境を越えた暗号資産の詐欺や盗難に対処するため、適用可能な規制介入権限を行使 77

高リスク商品のマーケティングに関するルール 80

消費者相談窓口と詐欺防止キャンペーン 80

ミステリーショッピング（覆面調査）を利用した販売時点（point of sale）での監督 81

「規制のサンドボックス」アプローチ 81

積極的に働きかけを行う監督・執行手法の使用 81

気候変動開示基準の企業の遵守状況を正確に把握するための、またグリーンウォッシング行為を的確に検知するための精度を高めたツールの使用 82

結論 83

（※付属書１、２の翻訳は省略）

エグゼクティブサマリー

リテール投資家に影響を与える不正行為や有害な慣行は、長く続く世界的な問題となっている。有害な慣行はさまざまなコンダクトに及んでいる。一方では、不注意によるあるいは合法的な慣行でさえリテール投資家に損害を与えることがあり、他方では、意図的で標的を絞った不正行為の目に余る事例が見られる。金融業界の悪質業者はますます洗練されたさまざまな戦術を駆使して信頼を築き、現在の経済環境と市場環境の圧力によってもたらされた脆弱性と機会を利用している。このような状況と世界的なインフレ圧力により、リスクが高く不適切な商品が技術的手段を介してリテールセグメントに頻繁に提供されるようになり、その結果、リテール投資家に多額の損失が発生している。

IOSCO の主要な目的は、投資家保護を強化し市場の公正性を促進することである。過去 2 年半、IOSCO のリテール市場コンダクトタスクフォース（RMCTF）は、主にこれらの目的、およびこれらの目的がリンクする金融の安定性確保を目指して、新たなリテール市場のコンダクト問題に関するグローバルな意見の収集と調査に力を注いできた。RMCTF の主な目的は、投資家保護と市場の公正性に関する IOSCO の役割を明確にするとともに、リテール投資家を取り巻く環境の変化、およびそこから生じる不正行為を抑制するためにとり得るさまざまな方策に関する議論を促進することである。

RMCTF の最終報告書は、広範囲に影響を及ぼし変化している分野について「グローバルなある一時点における見解」を提供することを目的とする、膨大な作業および幅広い関係者との協議の集大成である。本報告書は、市場環境、リテール投資家の動向、関連するコンダクトへの影響に関する実質的な分析、および規制当局がそれぞれのアプローチを検討する際に考慮すべき適応性があるツールキットを提示している。

これらの問題の根底には、規制当局がそれぞれの任務をより適切に遂行するために、リソース、有効なプラクティス、ツール、手法にアクセスすることへの普遍的なニーズがある。COVID-19 のパンデミック発生直前に設立されたこの理事会レベルの上級グループは本報告書の作成に当たり、危機から生じた「生きた」問題を詳細に検討し、学んだ教訓を振り返り、IOSCO メンバー以外にも幅広いステークホルダーから意見を聞いた。本報告書に至る主なマイルストーンには次のようなものがある。

- 2020 年 12 月の RMCTF 中間報告書[1]。COVID-19 が企業およびリテール投資家の行動に与えた影響、規制上の共通課題、それらに対処するための IOSCO メンバーのアプローチに関する最初の見解を提示した。
- 2021 年に IOSCO メンバーに対して実施された包括的な調査。上記中間報告で提起された具体的な問題に焦点を当てた。
- 2022 年 3 月の市中協議文書[2]。リテール市場のコンダクト問題に関する RMCTF の広範な調査結果、および考えられる規制当局の対応について、投資家、規制当局、市場参加者、規制対象事業者、金融消費者、学術専門家、その他の国際機関などから意見を求めた。

---

1 『IOSCO Retail Market Conduct Task Force – Initial Findings and Observations about the impact of COVID-19 on Retail Market Conduct (December 2020)』

2 『IOSCO Retail Market Conduct Task Force – Consultation Report (March 2022)』（IOSCO リテール市場コンダクトタスクフォースー市中協議文書（2022 年 3 月））

- 2 回の消費者ラウンドテーブル・セッションおよび IOSCO 協力会員諮問委員会（AMCC）との共同セッション。業界、規制当局、消費者団体と直接関わり、洞察を得るための追加的なメカニズムとして開催した。

本最終報告書（**第 2 章から第 6 章まで**）が提示するリテール投資家の最近の動向とそれに関連するコンダクト上の課題に関する主なテーマ別の調査結果は、以下の通りである。

- **技術の高度化、ソーシャルメディア、市場環境の変化がリテール投資家の取引に与える影響**—自己指示型（self-directed）オンライン取引の急増、よりリスクの高い商品の頻繁な提供：通常の市場環境でも、ストレスがかかった市場環境でも、またそれ以外の場合でも、暗号資産の出現や投資ツールのゲーム化（ゲーミフィケーション）、企業や無免許事業者によるユビキタス・マーケティングに伴い、時にレバレッジが高まることが多く、リテール投資家（特に若い投資家層）の参加率が高まっている。（訳注：Self-directed 取引：個人の投資家が投資アドバイザーなどの助力なしに自身で株式や債券などの金融商品の売買取引を行うこと）

- **デジタル化の進展に伴う機会と課題：**機会には、リテール投資のしやすさの拡大、競争の激化、コスト削減などがあるが、課題には、デジタルベールの背後に隠れた不正行為の効果的な監視、特定、阻止、およびリテール投資家の意思決定に対するソーシャルメディアの影響増などがある。

- **金融消費者に関する共通の問題：**リスクテイクの増幅、複雑な商品の理解不足、過剰な情報と非対称性、行動科学的な問題、不確実な時代（COVID-19 パンデミックなど）における社会的・心理的・金銭的圧力、状況に応じた脆弱性。

- **無免許事業、詐欺、有害行為、および報告される投資家の損失の増加：**リテール投資家を標的とした悪質で意図的な行為から、不注意による法律違反まで多岐にわたり、大半は技術の進展により高度に偽装されている（クローン投資会社、ラグプルや ICO パンプ・アンド・ダンプ・スキームなどの暗号資産詐欺、「フィンフルエンサー」による規制外または違法な行為、不適切販売、不正表示、誤解を招くような開示など）。

- **グリーンウォッシングリスク[3]の高まり：**環境・社会・ガバナンス（ESG）投資やサステナブル金融商品の運用資産額（AUM）急増および世界的な関心の高まりに伴うリスク。グリーンウォッシングはさまざまな形態をとる可能性があり、リテールセグメントに対する信頼を含め、こうした投資の情報開示に対する信頼を損ねている。

規制のツールキットとなる方策

リテール環境の急速な変化の大部分は技術の発展によるものであることを考慮し、規制ツールキット（**第 7 章**で詳述）は、規制当局が新たなリテール市場のコンダクト問題に対処するためにそれぞれのアプローチを開発する際に考慮すべき一連の方策を提供している。それらの方策には従来の規制アプローチに由来するものもあれば、新しい方策と見なしてよいもの

[3] 本報告書で「グリーンウォッシング」という用語は、主に投資商品のサステナビリティ関連の活動またはサステナビリティ関連の特徴を偽って伝える行為を指す。「正しいグリーン性をアピールする競争」の中で、一部の資産運用会社は、基本的な投資戦略や株主活動に意味がある変更を加えることなく、商品がサステナブルであると誤解させるような表示をすることがある。このような慣行は、募集文書における特定のサステナビリティ関連用語の不適切な使用から、企業のサステナビリティ関連コミットメントに関する虚偽表示、商品のサステナビリティへの影響を意図的に誤認させる詐欺的マーケティング行為まで、範囲と重大性はさまざまであることに留意する。https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf

もある。中には、特定の法域では適切でないものもある。これらは、リテール投資家の一連のリスクを管理するさまざまなシナリオに対応できるよう、適応性のある幅広いものとして作り上げられている。

1. リテール投資家の被害に積極的かつ迅速に対処するための規制当局のデジタルプレゼンスおよびオンライン戦略の強化

第 1 の方策は、オンラインでの商品・サービス提供における情報のペースと量、絶え間なく変化する環境、可視性（匿名性）および信頼性の欠如を考慮し、規制当局がデジタル環境での不正行為に対して積極的、機敏かつ警戒的であるように支援することを目的としている。

- **不正行為が発生した場所で、詐欺犯を直接標的にすること**
- **オンラインのマーケティングおよび流通の動向をモニタリング・評価し、好ましくないフィンフルエンサー活動などの有害なマーケティングチャネルを遮断**
- **警報・警告の発令および消費者心理のモニタリング**
- **不正行為の早期発見・阻止に向け、可能な限りオンラインサービスプロバイダーとの連携を強化**
- **ウェブサイトおよびソーシャルメディアのフォーラムごとに、リテール投資家向けメッセージをカスタマイズ**

2. 不正行為をより的確に特定し減らすためのアプローチの充実

第 2 の方策では、不正行為の早期発見と抑制、および不正行為の背後にいる行為者の特定に役立つ予防的手段について解説する。リテール投資家の行動は、（第 2 章で示すように）さまざまな心理的要因や外部からの影響に大きく左右される可能性があるため、リテール市場の不正行為に対しては、行動面[4]も考慮した実践的で技術をベースとする規制アプローチがより良い結果をもたらす可能性がある。

- **規制当局の監視・監督活動を合理化するための組織内の機能強化やサードパーティベンダーの利用**
- **悪質業者への早期介入および特定をより容易にするための技術ツールの開発と高度なデータ分析の利用**
- **行動科学を利用してリテール投資家の行動を分析し、消費者保護イニシアティブを設計**
- **内部告発へのアクセスを容易にし、通報、照会、苦情を優先順位付けするための受入れシステムを整備**

3. 二国間・多国間のクロスボーダー、および国内の監督・執行協力の枠組み強化

第 3 の方策は、効果的な国内および国際的規制の基礎となる協力という基本的な考え、および効果的な監督・執行能力をサポートし変化する環境の中で新たな脅威や被害を軽減するための強固な協力体制の継続的な必要性をあらためて示している。例えば、IOSCO の多国間情

4 『Credible Deterrence In The Enforcement Of Securities Regulation』（IOSCO、2015 年 6 月）を参照。

報交換枠組み（MMOU）および強化された多国間情報交換枠組み（EMMOU）は、多国間の国境を越えた執行協力の世界的な代表事例であり、前者は 2022 年に運用開始から 20 周年を迎える。また、監督情報およびベストプラクティスの共有は、グローバル金融エコシステムの流動的で複雑な特性に対処する上で重要な役割を担っている（本報告書では事例として暗号資産を取り上げる）。

- **協力と連携の強化を促進し、規制の裁定を可能な限り最小化**
- **必要に応じ他の国内・国際機関と協力して、不正行為に関する共通の問題に取り組み、不正行為に関与する個人やグループを特定し、不正行為への早期介入と阻止を促進**

4. 暗号資産を原因とするリテール投資家の被害への対応

第 4 の方策は、暗号資産に対する投資家の関心の著しい高まりと、それに応じた暗号資産関連の詐欺の増加を考慮し、特に暗号資産関連の被害に対抗するためのツールを規制当局に提供する。

- **既存の規制の枠組みでまだカバーされていない場合、暗号資産取引の顧客確認、および取引報告データベースを提供するために規制権限の行使が可能かどうかを判断**
- **リテール投資家に対する国境を越えた暗号資産の詐欺や盗難に対処するため、適用可能な規制介入権限を行使**

5. リテール市場の不正行為に対する新たな規制アプローチの実施

第 5 の方策では、急速に変化する今日のリテール市場における不正行為問題に取り組む上で、組み合わせて考えることができるさまざまなツールを紹介する。

- **高リスク商品のマーケティングに関するルール**
- **消費者相談窓口と詐欺防止キャンペーン**
- **ミステリーショッピング（覆面調査）を利用した販売時点（point of sale）での監督**
- **「規制のサンドボックス」アプローチ**
- **積極的に働きかけを行う監督・執行手法の使用**
- **気候変動開示基準の企業の遵守状況を正確に把握するための、またグリーンウォッシング行為を的確に検知するための精度を高めたツールの使用**

本報告書は主に規制当局の指針となるものであるが、リテール市場のコンダクト問題はセクターを越えていること、また新興国市場と先進国市場の双方に存在することを考慮すると、すべてのステークホルダーがリテール市場のコンダクト問題について認識と関与を深める上で、本報告書の調査結果と所見は有用であると考えられる。

本報告書は、デジタル化、暗号資産、分散型金融（DeFi）、サステナブルファイナンス、投資家教育などについてこれまで IOSCO の委員会やタスクフォースが主導してきたさまざまな取組みを補完し、リテール市場のコンダクトに関連したシナリオに対処するため、より具体

的に標的を絞ったツールを提示することも目指している。最近公表された「リテール流通とデジタル化（Retail Distribution and Digitalisation）」および「分散型金融（Decentralized Finance）」に関する IOSCO の報告書はその例である。

IOSCO は、この分野における投資家保護、市場の公正性、およびグローバルな規制の協力・協調の拡大を促進することに引き続き尽力するとともに、この目的の追求のために他の国際機関や関係者とさらに連携する機会を歓迎する。

第 1 章　はじめに

1.1.　リテール市場コンダクトタスクフォース（RMCTF）

IOSCO がこのタスクフォースに着手した目的は、変化しつつあるリテール取引の状況をより正確に把握するとともに、規制当局がリテール市場のコンダクトリスク、および新たな動向に対処する際に、ツールキットに含めるために検討する方策を作成することである。RMCTF は、オーストラリア証券投資委員会（ASIC）とアイルランド中央銀行（CBoI）が共同議長を務める理事会レベルのグループである[5]。

1.2.　過去の RMCTF 報告書

RMCTF は 2020 年 12 月に、COVID-19 がリテール市場のコンダクトに及ぼす影響に焦点を当てた短期的な報告書を公表した[6]。同報告書は、リテール投資家に対する不正行為の機会を増大させるストレス期における市場環境、業者・投資家の行動に影響を与えている主な要因、およびリテール投資家の損失への対応や不正行為リスクの軽減に使用可能な規制方策・ツールに関する初期の見解を提示している。

その後 RMCTF は、最近のリテール市場の動向とそれに関連する規制上のインプリケーション、および規制当局の対応について、より広範な影響の分析を行った。検討された問題の例としては、ソーシャルメディアがリテール取引の意思決定に与える影響、アクティビストのリテール市場における行動、ゲーミフィケーションなどが挙げられる。RMCTF は 2022 年 3 月に公表した市中協議文書で、投資家、規制当局、市場参加者、規制対象事業者、金融消費者、学術専門家、その他の国際機関を含む広範なステークホルダーから意見を求めた。フィードバックで提供された関連性が高い懸念事項の多くは、以下のようなものであった。

- 新世代の投資家の出現によるインプリケーション
- 技術の動向とリテール市場参加
- ソーシャルメディアと金融インフルエンサー（フィンフルエンサー）
- リテール市場におけるゲーミフィケーションの役割と影響
- 新しい暗号資産取引の出現に係る動向
- 詐欺行為の巧妙化とリテール詐欺の新たな傾向
- 国境を越えた問題や課題から生じるさまざまな規制上の問題
- プロダクトインターベンション（商品介入）

1.3.　消費者ラウンドテーブルと IOSCO 協力会員諮問委員会（AMCC）のフィードバック

市中協議文書に寄せられたフィードバックに加え、RMCTF は 2022 年 3 月にステークホルダーとのラウンドテーブルを 2 回開催した。また、自主規制機関（SRO）の権限を持つメンバーで構成される AMCC と合同の情報セッションも開催され、リテール市場におけるコンダクト関連業務や最近の傾向と課題に関する洞察を得た。リテール市場の状況や積極的な活動について共有された見解は、以下の通りであった。

---

[5] RMCTF には、他にベルギーFSMA、ブラジル CVM、中国 SRC、ドイツ BAFIN、香港 SFC、インド SEBI、イタリア CONSOB、日本 FSA、マレーシア SC、メキシコ CNBV、オランダ AFM、ケベック州 AMF、シンガポール MAS、スペイン CNMV、スイス FINMA、トルコ CMB、英国 FCA、米国 SEC も参加している。

[6] https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD669.pdf

- 新たなリテール参加者、デジタル化、低コストのオンライン取引プラットフォームにより、将来的にリテール市場参加の増加が予想される。
- 大規模な教育キャンペーンには限界があるため、他の規制ツールで補完する必要がある。
- 行動経済学や実験を効率的に利用することは、特にソーシャルメディアとの関連においてさまざまなメリットをもたらす。
- 開示に対する規制アプローチはもっと積極的に行うことができるし、そうすべきである。
- 暗号資産商品およびそのリテール投資家への適合性は世界的な懸念である。
- 国境を越えた問題は、国際的なアラートシステムおよび執行ネットワークにより対処することができる。
- COVID-19 パンデミックの余波で詐欺行為が増加している。
- 詐欺犯が使用するプラットフォーム上で詐欺犯を直接標的にすることは、効率的なツールになる可能性がある。
- リテール投資家の損失に対する救済策や救済メカニズムについては、別のアプローチが必要かもしれない。

1.4. 最終報告書

本最終報告書では、急速に変化するリテール取引の状況を概観するとともに、規制当局がリテール市場の不正行為の問題に対しそれぞれの規制アプローチを構築・強化する際に検討することができるよう、一連の可能な方策を提供する。

本報告書は、市中協議文書を通じて行われた広範なステークホルダーとの協議、先に実施したサーベイへの回答、業界への働きかけ、IOSCO メンバーからのその他の情報に基づいている。本報告書では、リテール取引の増加とリテール投資家の行動の変化、巧妙化する詐欺行為の状況、主要なコンダクト問題、さらにソーシャルメディアやデジタル化などの技術的要因がリテール取引に与える影響など、リテール投資家の被害を拡大させる可能性がある要因について検討している。

COVID-19 がリテール投資家の動向や行動に与えた影響は本報告書の重点ではない。しかしながら、COVID-19 パンデミックへの対応（政府によるロックダウン、事業閉鎖、経済支援策など）やリテール投資家を標的とした詐欺行為の増加などの広範な傾向が、リテール消費者の行動やリテール取引のパターンに影響を与えたことを IOSCO は確認している。

リテール取引および投資家保護の問題に密接に関連し、本最終報告書と合わせて検討されるべき過去の IOSCO 報告書は、付属資料 1 に記載されている。

第 2 章　変化するリテール取引環境

- リテール投資家の資本市場への参加およびリテール取引量は、**2020** 年に、また **2021** 年 **1** 月の市場で起きた事象の前後で増加したと報告されている。このリテール取引の増加要因の多くは、現在のマクロ環境（「長すぎる低金利」あるいは「急速に上昇するインフレ」）、技術の発展、人口動態の傾向、さらには **COVID-19** パンデミックや最近の世界的な地政学的緊張などの予期せぬ混乱に関連し、すべての要因が相互に影響し合いながら作用していると考えられる。
- リテール投資家の参加が増加している一因は、人口動態の傾向にある。課題に直面する可能性はあらゆる世代の投資家にあり、リテール投資家の脆弱性は年齢だけによるものではない。規制当局は、外部環境の変化や投資家行動の変化に対応する必要がある。
- 技術の発展により、リテール消費者と金融サービス・商品との関わり方が変化している。オンライン取引プラットフォームやモバイルアプリの利用増とともに、証券やその他の金融商品の販売を促進するためのソーシャルメディアの利用が増加している。このように、技術の発展はさまざまなコンダクトリスクをもたらす。
- リテール投資家の間でさまざまな資産クラスの人気に関する傾向が変化しており、リテール向け **OTC**（店頭取引）、上場レバレッジ商品、暗号資産など、よりリスクの高い商品に投資する傾向が一般的になっている。また、投資家のサステナビリティに対する関心が高まる中で、投資バリューチェーン全体でグリーンウォッシングが見られるようになったため、リテール投資家にもたらされるリスクが増幅されている。
- 特定のリテール取引パターンがリテール投資家にリスクや損失をもたらしたり、拡大させたりするおそれがある。市場のボラティリティが高い時期は、リテール投資家がより高いリターンを求めるようになるという形でその行動が影響を受ける可能性がある。インフレの急上昇がリテール投資家の行動に与える影響は、**IOSCO** メンバーが慎重に検討すべきものである。
- リテール市場の投資家によるレバレッジ利用の増加は、リスクを増幅させるもう一つの要因である。一部の **IOSCO** メンバーは過度なレバレッジを抑制するための方策を講じている。
- リテール投資家による「自己指示型取引」が増加しており、技術の発展がリテール投資の「ゲーミフィケーション」の高まりを支える要因となっている。これらの傾向から、経験の浅い投資家がより頻繁に取引を行い、自分の許容範囲や資金能力を超えたリスクを負うよう仕向けている可能性がある。

背景

本章では、複雑かつ急速に変化しつつあるリテール取引の現状を説明する。本章で分析されている動向は、程度の差こそあれ、さまざまな法域で見られると考えられる。IOSCO メンバーやステークホルダーからのフィードバックに基づき、IOSCO が確認した主な動向は以下の通りである。

2.1.　拡大するリテール投資家の市場参加

RMCTF の 2020 年 12 月の報告書では、特に COVID-19 のパンデミック時にリテール取引が増加したことが指摘されていた。このため RMCTF は、この最初の調査結果をフォローアップ

するため、株式取引全体に占めるリテール投資家による取引のおおよその割合と取引量について情報を集める調査を行った。その結果、多くの調査回答者が、リテール投資家による取引の増加（特に 2020 年においては非常に急激な株式取引の増加）を確認しており、特定の法域では、口座開設数や新規のリテール取引業者数が過去の水準を超えて急増していることを示すデータが見られた。また一部の法域では、取引参加者のかなりの増加が見られた[7]。例えば一部の学識経験者は、COVID-19 のパンデミックの発生後、米国市場においてリテール投資家の参加が大幅に増加したと報告している。COVID-19 のパンデミック以前、リテール取引の割合は従来通りであり、平均で米国株式取引量の約 10%を占めていた[8]。報道によれば、この数字は 2020 年には 2 倍の約 20%となり、2021 年 1 月に市場が急拡大した事象の間に 26%まで達した[9]。また、他の市場報告によれば、リテール取引の増加は、米国の株式およびオプション市場における取引量の増加に対応しており[10]、その取引のかなりの割合がリテール投資家の注文によるものとされている[11]。

また、IOSCO のラウンドテーブルでは、デジタル化の進展や低コストのオンライン取引プラットフォームの普及などの理由により、リテール投資家の市場参加が拡大すると予想されていることが明らかになった。特にハイテクに詳しい若い投資家はソーシャルメディアに影響されやすく、その結果、若年層のリテール市場参加者が増加する可能性がある。また、高いリターンの魅力は、リスクレベルを誤認させることにつながりやすい。このような状況において、デジタル化とゲーミフィケーションは、リテール投資家にこうしたチャネルを通せば投資が容易に行えると認識させることにより、市場参加の原動力となっている。また、取引

---

7 一部の法域では 2021 年にこれらの数値が修正された。

例えば、Larry Tabb and Jackson Gutenplan『Retail Traders Alter Market Dynamics』Bloomberg Intelligence』（2021 年 7 月 13 日）、Bloomberg Intelligence『Market Structure Dashboard Equity Volume Segmentation Estimates』（2021 年 9 月 24 日にアクセス）も参照。この調査では、増加の主な原因は手数料無料の取引であるとされている。

8 例えば、Brad M. Barber et al.『Attention-Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users』（Working Paper、2021 年 2 月 2 日）、Ivo Welch『The Wisdom of the Robinhood Crowd』Journal of Finance（近日刊行予定、最終改訂は 2021 年 8 月 23 日）を参照。

9 Caitlin McCabe『It Isn't Just AMC. Retail Traders Increase Pull on the Stock Market』The Wall Street Journal（2021 年 6 月 18 日）を参照。

10 Cboe Global markets によると、米国株式市場における 1 日の出来高は 2018 年に平均 73 億株、2019 年には平均 70 億株であった。これらの数値は、COVID-19 のパンデミックが始まると大幅に増加し、2020 年 2 月に 93 億株、同年 3 月に 156 億株に達し、2020 年全体の 1 日の平均出来高は 109 億株となった。2021 年 6 月 30 日までの米国株式の 1 日の平均出来高は 126 億株であった。例えば、『U.S. Equities Market Volume Summary』Cboe Global Markets（最終アクセスは 2021 年 6 月 30 日）を参照。米国株式オプション市場の 1 日の平均出来高は、2018 年が 201 億枚、2019 年は 191 億枚、2020 年は 290 億枚であった。例えば、『U.S. Options Market Volume Summary』Cboe Global Markets（最終アクセスは 2021 年 6 月 30 日）を参照。

11 独連邦金融監督庁（BaFin）は、2020 年上半期の取引データに基づく調査（study based on transaction data）において、リテール投資家が危機の際に投資行動を変え、そのアプローチは機関投資家とは異なることを明らかにした。リテール投資家は高いボラティリティにとらわれることなく株式投資を増加させ、定評がある優良銘柄に注目した。

英国では 2021 年の最初の 4 カ月間で、取引アプリ会社 4 社に 115 万件の新規口座が開設され、他のすべてのリテール投資サービスを合わせた新設件数（63 万 2000 件）のほぼ倍となった。このうち半数は、2021 年 1 月に開設されており、ゲームストップや他のミーム株の値動きが激しい間、投資が急拡大した。

同様に、香港では、最近、大学生の取引参加率が 2%から 18%に増加した。

のスピードは規制当局にとって大きな課題となっており、不正行為が発生した場合にはますます迅速な対応が求められている。

2.2. リテール投資家の市場参加に影響を与える要因

リテール投資家の市場参加に影響を与える可能性がある要因は、その行動の性質や種類にも影響を与える可能性がある。リテール投資家の参加が増えている原因は多面的で複雑なものであると考えられる。これらの要因の幾つかを以下で詳しく検討する。

(a) 人口動態の傾向と社会的・心理的要因

リテール投資家の市場参加の増加は人口動態の一定の傾向によって引き起こされたと考えられ[12]、その傾向が現在の市場環境および COVID-19 のパンデミックに対する政府の対応によって加速された、あるいはそれに連動した可能性がある。

複数の IOSCO メンバーが、株式を購入するリテール投資家の平均年齢が毎年徐々に低下していると報告している。また、一部のメンバーによれば、主に若い投資家による株式売買の割合が著しく増加している。英金融行為規制機構（FCA）が委託した調査によると、新しく出現した以前とは異なるタイプのさまざまな投資家が自己指示型投資に参加していることが示された[13]。

性別に関しては、性別による売買の分布にはさまざまな傾向があることがメンバーから報告された。興味深いことに、あるメンバーは、最近になって新規の女性投資家の割合が急増していると指摘した[14]。

収入に関しては、一般的な傾向を見いだすことが困難であった。一部の IOSCO メンバーは、新規投資家は経験豊富な投資家に比べて収入が低く（年齢も若く）、口座残高が少ないと報告している。この若返り要因と関連して、20 代、30 代が投資に興味を持ったきっかけは「少額から投資を始められること」であった。

人口動態要因、特に年齢や世代は、リテール投資家の参加だけではなく、リテール投資家の行動にも以下のような影響を与える可能性がある。

- 若い投資家は、株式や債券といった「伝統的な」証券への投資は少なく、代わりに上場投資信託（ETF）やレバレッジ証券、差金決済取引（CFD）への投資が多い傾向があ

---

12 例えば、米国金融取引業規制機構（FINRA）が委託した調査によると、2020 年に口座を開設した投資家の一群は、経験豊富な投資家や既存の口座保有者に比べ、人種や民族の多様性が高いことが示されている。また、若年層や新規の投資家は、より高齢で経験豊富な投資家と比較して口座残高が少なかった。

FINRA Investor Education Foundation and NORC at the University of Chicago『Investing 2020: New Accounts and the People Who Opened Them』（2021 年 2 月）を参照。

また、米ブローカーのロビンフッドはその議会証言（Congressional Testimony）の中で、同社の 1300 万の口座全体で平均的なユーザーは 31 歳、口座残高の中央値は 240 ドル、平均口座サイズは 5000 ドルで、約半数が投資は初めてと自己申告していると述べている。さらにロビンフッドは、2021 年 7 月 1 日付けの S-1 届出書において、同社の顧客の中で最も人気がある保有資産は株式（2021 年 3 月 31 日現在の預かり資産約 650 億ドル）で、次いで「暗号通貨」（約 115 億ドル）、オプション（約 20 億ドル）であると開示した。

13 Britain Thinks のリサーチ（https://www.fca.org.uk/publication/research/understanding-self-directed-investors.pdf）を参照。

14 豪 ASIC は、女性投資家は保有する資産が少なく、分散投資が弱く、リスクを回避し、投資の選択肢に関する知識が少ない傾向があると指摘した。さらに、戦略を立てるとそれを維持する傾向が強く、ポートフォリオを見直す頻度が少なく、COVID-19 のパンデミックなど市場の動きに応じて変更を加えることが少ないとも指摘した。

る。また、海外企業への投資（直接、または ETF、ミューチュアルファンド、集団投資スキームなどを通じて）を好む傾向がある。

- デジタル取引プラットフォームのユーザーは一般的に年齢が若く、恐らくリスクがより高い商品を好む傾向がある。さらに、英 FCA が委託した自己指示型投資家に関する調査[15]では、ソーシャルメディア上で新しい投資アプリを活用し、助言を求める傾向が一層強い、より若く多様性に富む投資家の一群が特定された。このような新しい投資家は、リスクに対する理解や損失に耐え得る個人の経済力が低いにもかかわらず、高リスクの投資を選好することが多い。

これらの事例は、異なる投資家層に対してそれぞれの状況に応じた保護策が必要になるという事実を浮き彫りにしている。あらゆる年齢層の投資家が課題に直面する可能性があり、リテール投資家の脆弱性は年齢だけに起因するものではない[16]。例えば、以下のような側面が関連すると考えられる。

- 若い世代が退職後のために十分な貯蓄をしているかどうか。
- より多くの投資可能な資産を持つ人が、適切な助言を受けることができているかどうか。
- 特定の層が詐欺に遭いやすいかどうか。

規制当局は、外部環境や投資家行動の変化にも対応する必要がある[17]。リスク志向の高まりにもかかわらず、IOSCO の市中協議では、人口動態に基づく投資家保護の強化やカスタマイズに賛同しない回答者もいた。一般的に、リテール投資家の高い金融リテラシーこそが、さまざまな投資家保護策の中で最も重要な目標であると認識されている。公的機関の調査回答がすべてのリテール投資家を対象とする措置を支持しているのに対し、民間セクターの回答はより多様な様相を示している。その多くは、例えば若年層の投資家に対してより厳しい措置を講じるよりも、金融リテラシーや金融資産の減少に耐える能力に的を絞った一般的な規

---

15 注釈 13 に同じ。

16 英 FCA が実施した Financial Lives Survey[16] によると、1 つ以上の脆弱性（病弱、人生におけるネガティブな出来事の経験、金融レジリエンスが低い、能力が低いなど）の特質を持つ成人の割合は、18 歳から 74 歳までのすべての年齢層で同程度（44～46%）であると報告されている。脆弱性の特質を 1 つ以上持つ成人の割合が最も高い年齢層は 75 歳超（57%）であった。さらに、Ignition House が FCA に委託されて行った『Evaluation of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review』によると、退職計画に関する支援を必要とする可能性がより高い成人のうち、過去 12 カ月間（2022 年半ば時点）に退職計画に関連する支援を受けた人は 53%に過ぎないことが判明した（https://www.fca.org.uk/publication/research/ignition-house-consumer-research-report.pdf）。

17 英 FCA が実施している次の 2 つの政策は、2 つの異なるタイプの消費者層に影響を与える問題に関して、規制目的をどう達成することができるかを示す良い例である。

- 2015 年に英国で「年金自由化」が導入され、確定給付型から確定拠出型の雇用者年金制度に全般的に移行したことを受け、消費者は自身の年金計画においてより多くの責任とより多くの投資リスクを負わなければならなくなった。FCA は、このような投資家層を支援するために、さまざまな方策を講じている。
- 同様に、長く続く低金利環境、投資アプリによる投資へのアクセス向上、ソーシャルメディア上での情報共有、そして最終的にはパンデミック時の貯蓄水準向上などのさまざまな要因から、若年層が投資を行うようになっている。FCA は投資家保護のために、高リスク商品への投資を奨励する誤解を招くような広告に対処するための規制強化や、若い投資家を対象に投資のリスクについて教育する投資家教育キャンペーンを中心とした方策を実施している。https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-clamps-down-marketing-high-risk-investments-consumers

制介入を支持している。こうした回答者は、規制当局が重視すべきであるのは人口動態に焦点を当てたアプローチではなく、より広範な金融リテラシーの向上であると主張した。

(b) 現在のマクロ経済環境

マクロ経済環境の変化は、リテール取引量に影響を与えるとともに、リテール市場において好機を狙った行為や略奪的な行為を助長する可能性があるが、これについては第 4 章でさらに検討する。当初は、一般的なマクロ環境で低金利が長期化したことにより「安い借金」にアクセスできるようになったリテール投資家が、インフレが進行する環境に直面し、リターンがより高いと言われる投資先を探すようになったと考えられる。急激なインフレが投資家の行動に与える影響、およびその短期的、長期的な意味合いについては、このような状況を考慮した上で極めて慎重に検討する必要がある[18]。

英 FCA は重要な警告として、現在の環境における潜在的なリテール投資家の損害リスクについて注意を喚起した。多くの消費者は、新しい投資チャネルにより投資が容易になったことを高く評価している。しかし一方で、消費者は面倒がないため誤った投資判断を下したり、既存のサポートメカニズムを無視したりしやすくなっている。このアクセスの容易性と現在の生活費高騰が相まって、潜在的なリスク拡大要因になる可能性がある。生活費の高騰は、インフレに勝てるリターンを求めて投資家のリスク志向を高める可能性がある。これにより消費者は家計支出の増加に充てる資金を賄うために、投資から時期尚早な撤退を余儀なくされ、（市場が悪化している場合には）実損を被るおそれがある。こうしたことから、以下のような問題が発生すると考えられる。

- 消費者がより高いリターンを求めて、リスクが高いあるいは当局の規制下にない投資に目を向ける可能性があり、その結果、詐欺の被害に遭うリスクが高まるおそれがある。
- 専門家の助言を受けていない消費者は、通常のハイリスク投資よりもさらにリスクの高い投資やハイリスク投資、あるいは規制されていない投資を行うことで、本来のリスク許容度よりも高いリスクにさらされる危険性がある。
- 投資家はまた、無許可の年金引き出し詐欺による早期引き出しやペナルティの請求により、本来であれば回避可能な損失を被るおそれがある。
- 運用資産の一定割合を請求する運用業者は、払戻しの増加、貯蓄率の低下、潜在的な投資パフォーマンスの低下などが原因で収益が減少する傾向がある。このような場合、業者は、潜在的にリスクの高い新商品や新サービスを開発して収益を伸ばそうとする可能性がある。

(c) COVID-19 パンデミックへの対応－背景と政府の対策

COVID-19 のロックダウン中に従来の対面コンタクトチャネルを介した支出が減少したことによる利用可能な家計貯蓄の増加、あるいは公的部門の景気刺激策による救援資金の提供などにより、リテール市場の投資貯蓄から資本市場への投資の拡大が促進されたと考えられる。IOSCO の複数のメンバーが明らかにしたように、スクリーンを見る時間（あるいは、あるメ

---

18 英 FCA が企業年金や個人年金に加入している 40 歳以上の英国成人 1,009 人を対象に行った消費者調査によると、4 分の 1（25%）が生活費を賄うために予定より早く年金から資金を引き出そうと検討していることが分かった。https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-research-quarter-consumers-would-withdraw-pension-savings-earlier-cover-cost-living

ンバーによれば「退屈しのぎ」）や空き時間の増加、投機的な（あるいは、ギャンブルに似た）行為に魅力を感じる特定の投資家層の存在も、投資拡大の要因と思われる[19]。

IOSCO が市中協議文書に対して受け取ったフィードバックからは、COVID-19 のパンデミックとデジタル化の進展が、リテール投資家市場において詐欺行為を助長する既存の要因と条件を増幅させていることも確認された。2020 年の詐欺行為全体のピークから状況は幾分落ち着いたように見えるが、決して変わってはいない。デジタル環境に内在するリスクが依然として残っている中で詐欺行為は全体として増加傾向にあり、規制当局に課題を投げかけている。特にウクライナにおける戦争に関連して寄付を募る偽の募金活動が報告されているが、これはリテール消費者を搾取する一つの戦術に過ぎない。こうした動きは他の不正行為とともに、金融市場への一定の不信感を生むおそれがある。

2.3. 技術の高度化による変化

技術の高度化によりリテール市場で起きている変化は、リテール投資家が市場に参加する方法（後述）に関連するだけでなく、リテール市場の構造やそれに関連するコンダクト問題を根本的に変えつつある。リテール投資家はさまざまな理由から、世界的に高い割合でデジタル取引プラットフォームを利用している[20]。

ソーシャルメディアがリテール取引行動に与える影響の増大は、IOSCO メンバーによる調査回答で、リテール取引行動に影響を与える動向の中で最も重要なものの一つとして位置付けられている。市中協議の回答も、ソーシャルメディアがリテール投資家の行動に与える影響に関する IOSCO メンバーの見解を裏付けている。ソーシャルメディアは、リテール投資家の市場参加を促すだけでなく、消費者の情報伝達方法へ影響を及ぼすことにより、投資家が投資する金融商品の種類（例：よりリスクが高い商品）および投資の方法（例：デジタルプラットフォーム経由）にも影響を与えることが可能である。

ソーシャルメディアは有益に利用して、情報の非対称性を減らすことができる。しかし、そのような潜在的なメリットはあるものの、ソーシャルメディアは必ずしも十分な監督を受けることなく、国境を越えてさまざまな商品・サービスに関連した情報を発信することができる。また、インターネット広告やインフルエンサーを通じて誤解を招くような情報の拡散を助長したり、なりすましやパンプ・アンド・ダンプ詐欺などの有害行為や詐欺につながったりするおそれがある。ソーシャルメディアの影響に関する詳細な分析については、3.3 節を参照されたい。

2.3.1 技術の高度化による市場の変革－技術をベースとした新しいビジネスモデル、および競争の激化と取引コストの削減

新しいプラットフォームや商品が、リテール取引の増加に寄与したと言ってよいだろう。IOSCO メンバーやステークホルダーは、あらゆる要因の中で技術的発展が極めて重要であり、「ゲームチェンジャー」であると強調している。

第一に、技術の高度化は、リテール市場の金融商品やサービスへのアクセスを向上させ、資本市場に多くのリテール投資家を呼び込むきっかけをつくることができる。

---

19 日本証券業協会の調査によると、投資を行っていると回答した人のうち約 6 割が COVID-19 パンデミック時に投資を開始・拡大・継続したことが明らかになった。この投資活動の増加傾向は、特に若い年齢層で顕著であった。

20 例えば、日本の金融庁は、オンライン証券取引口座数が 2020 年 3 月の 3000 万件から 2021 年 3 月には 3300 万件に増加したと報告している。また、香港では 82%の投資家がデジタル取引プラットフォームに切り替えた。

具体的には：

- 技術の高度化がリテール投資家と金融機関の関わり方を変える可能性がある。スマートフォン専用の取引プラットフォームやモバイル・オンライン取引アプリの登場により、リテール投資家は取引や株式市場にアクセスしやすくなった。技術の高度化により取引アプリが急成長し、リテール投資のアクセスが向上した[21]。
- リテール投資家による自己指示型取引が増加しており、技術的発展（2.3 節に記載）がリテール投資の「ゲーミフィケーション」の高まりを後押しする可能性がある。
- 物理的な接触を最小限に抑えた市場アクセスの向上、および使いやすく安価な証券取引プラットフォームへの容易なアクセス。
- デジタル技術の効果的な活用による、オンライン口座開設の簡素化および長年にわたり行われてきた顧客確認のためのオンライン登録プロセスの簡素化。
- デジタル方式による情報入手の容易さ。

第二に、こうした市場の変革に伴い、新しいビジネスモデル、例えばモバイルアプリをベースとする「手数料無料」の取引プラットフォーム、低コストや無料のブローカーの広告サービスが登場してターゲットマーケティングを行うなど、リテール投資家が取引をより利用しやすくなっている。また、インターネット証券ブローカー間の競争によって料金・手数料が大幅に引き下げられた上に、オンライン・ディスカウント・ブローカー（注文執行専用ディーラーや自己指示型投資とも呼ばれる）の出現もこの革命的な変化に寄与した。一部の IOSCO メンバーからは、単元未満株取引が可能であることもリテール取引増加の潜在的な要因であると指摘された。これらが、リテール取引増加に貢献したと考えられる要因である[22]（2.9.節「自己指示型取引の動向」でさらに述べる）。

第三に、技術の高度化はリテール投資家のコミュニケーションや情報交換の方法にも変化をもたらした。一部の IOSCO メンバーは、ソーシャルメディアがリテール投資家の意思決定に与える影響力の増大について指摘した。

最後に、技術の高度化は金融商品それ自体の進化にも影響を及ぼし、技術革新に基づく新商品の人気が上昇した。この中には、顧客に直接マーケティングが行われた暗号資産に関する宣伝や誇大広告などの事例も見られた。この問題については、3.1 節で詳しく分析する。

2.4. 資産クラスから見たリテール投資家の動向

調査回答からは、各資産クラスの評判に関するさまざまな傾向や動向が明らかになった。これらの傾向は、法域を問わずおおむね類似していると言える。

---

21 報道によると、ブローカーディーラーのアプリダウンロード数が顕著に増加している（ロビンフッド（300 万以上）やウィブル（80 万以上）など）。例えば、Maggie Fitzgerald『Robinhood Appears to be Benefit from the Trading Controversy, Seeing Record App Downloads』を参照。

22 例えば米国における最近の調査では、増加の主な原因は手数料無料の取引にあるとされている。例えば Tabb and Gutenplan『Retail Traders Alter Market Dynamics』を参照。同脚注 5 の引用を参照。

上場投資信託（ETF）	ETF は柔軟かつ簡便に投資を行うことができ、かつ少額で始められることから、世界的に人気が高まっている[23]。法域によっては ETF に対するリテール投資家の関心が高まりつつある一方で、既に人気が著しく高い法域もある。
譲渡可能証券の集団投資事業（UCITS）・ミューチュアルファンド	ETF と同様、UCITS・ミューチュアルファンドへのリテール投資家の参加が増加している。
暗号資産	暗号資産を保有するリテール投資家の数は近年急速に増加している。暗号資産の市場参加者はほとんどの法域で規制制度外か、あるいは規制を遵守せずに取引を行っている可能性がある。また、暗号資産取引に関するデータは不完全であり、不正確な場合がある[24]。
株式	株式は最も人気が高い資産クラスの一つであり、多くのメンバーがリテール投資家による株式取引の増加を報告している。株式取引に占めるリテール投資家のシェアは、新興国市場の方が先進国市場よりも高い。
リテール OTC レバレッジ商品	CFD のようなレバレッジ商品の取引にはリテール投資家の参加が非常に多く占める。ロックダウンや COVID-19 によるボラティリティ増大によって、より多くの投資家が少ない投資資金で短期売買にアクセスできるようになり、さらに人気を集めた。
債券	社債などのセグメントは機関投資家中心で、リテール投資家の参加は少ない。しかし、国債などの債券商品は依然としてリテール投資家の間で人気が高い。
その他の資産クラス	あるメンバーからは、リテール投資家が原油 ETF（例：WTI）などリテール投資家に馴染みが薄い市場セクターや参照インデックスへのエクスポージャーを提供する商品に投資しており、2020 年 3 月に原油価格がマイナスを記録した際には損失が発生したとの回答があった。また 2020 年 3 月から 4 月に COVID-19 の影響でボラティリティが増大したときには、米国を中心に先物取引が大幅に増加した。

全体として、異なる資産クラスにおけるリテール取引の内訳に関して、調査回答から比較可能な結果を引き出すことは困難であった。これは、メンバーが提出した統計が均質なものではないためで、例えば、よりリスクが高い商品に投資されるリテール投資家の資金（例：職場の年金制度、分散された退職金ポートフォリオ、あるいは単に「ギャンブル」や「遊び」に割かれた資金）の比率やその出所は、調査回答から明らかにならない項目の一つである。

しかし、調査回答はさまざまな資産クラスにおけるリテール投資家の動向を明確に示しており、全体的な取引量に占めるシェアの増加や、リテール投資家にとってよりリスクが高く馴染みが薄い資産クラスへのリスク選好が一定程度高まっていることが明らかになった。

---

[23] 例えば米国上場 ETF の場合、COVID-19 のパンデミックにもかかわらず 2020 年の年間流入額は 2019 年よりも 55％増加し、記録を更新した。

[24] 暗号資産市場で最大のシェアを有するビットコインは、世界中で着実に人気を高めている。ある IOSCO メンバーが指摘した通り、暗号資産業界の参加者はクロスボーダーで取引を行うことができ、規制当局や政府はこの業界セグメントを規制する最善の方策をまだ議論している最中である。

さらに複数の市中協議回答者は、デジタル化、ソーシャルメディアの存在、金融界のコネクティビティの拡大が、特に若い世代の投資家の市場参加率を高める原動力であると見ている。

総合的な見解として、市中協議の回答は技術のポジティブな側面を強調すると同時に、それに伴うさまざまなリスクも指摘している。目に見える投資の増加は資本成長や金融包摂の観点からはプラスに働くが、不当にリスクが高い投資の強引なマーケティングや、従来の市場と比較して市場コンダクトの透明性が著しく低いなど、マイナス面もある。これに関連して回答者は、レバレッジを効かせた商品や短期商品など特定の商品に関しリテール投資・取引を制限することを支持している。

2.5. リテール投資家のリスク志向の高まり

一部の IOSCO メンバーが、リテール投資家による高リスクの投資機会への選好が高まっていると報告している。具体的には、暗号資産、外国為替証拠金取引（FX）、差金決済取引（CFD）、レバレッジ証券、小型株など、よりリスクが高い投資の人気が高まっている。一部の IOSCO メンバーは、特にリテール市場で暗号資産の利用が増加していると報告しているが、調査に回答したほとんどのメンバーは、より広範なリスク投資の増加を確認している。一部の IOSCO メンバーのフィードバックによれば、平均的なリテール投資額は一般に小さいが、前述の通り、積極的に投資を行っているリテール投資家の数は多く、かつ増加している[25]。

リテール投資家が利回りを求めて、よりリスクの高い商品へシフトすると、粗悪な設計の商品や価値が低い商品の販売、詐欺や市場の濫用などのコンダクトリスクにさらされる可能性がある。

2.6. 市場のボラティリティとリテール投資家の行動

2.6.1. 最近のボラティリティ事象

ボラティリティが高い市場環境においては短期的な利益を上げる可能性があるため、一部のリテール投資家には長期投資よりも魅力的に映るかもしれない。COVID-19 パンデミックのマクロ経済的影響と地政学的緊張によって表面化した問題の一つは、一部の市場における予測不能な市場ボラティリティの増大である。IOSCO メンバーは、市場ボラティリティの増大をリテール投資家のリスクを拡大させる可能性がある重要な要因として取り上げており、リテール投資家が過剰な投資や市場の短期トレンドを追い求める投資、レバレッジの利用などを行っている場合には、「市場が調整する」リスクによりリテール投資家が大きな損失にさらされるとしている。

メンバーが指摘した最近の具体的な市場ボラティリティが増大した事象は以下の通りである。

- **COVID-19 の世界的流行**（2020 年第 1 四半期～上半期、特に 2020 年 2～3 月）
- **「ゲームストップ」や「ミーム株」の市場ボラティリティ**（2021 年第 1 四半期、特に 1 月下旬～2 月上旬）[26]

---

25 FCA の調査『Consumer Investments: Strategy and Feedback Statement』によると、英国の消費者の 70%近くが自分で投資判断ができると考えており、過去 12 カ月間に金融に関する助言を受けたことがあるのはわずか 8%であった。

26 「ゲームストップ」や「ミーム株」の市場ボラティリティは米国株式市場など一部の法域で見られたもので、オンライン掲示板「レディット」内の「ウォールストリートベッツ」やその他のソーシャルメディアが

- **ワクチンに関するニュース**（2020 年 11 月に短期間の市場ボラティリティが発生）
- **商品デリバティブと現物コモディティの市場ボラティリティ**（2021 年 1 月、ロシア・ウクライナ紛争による 2022 年 3 月以降）[27]

米国市場では、2021 年 1 月に起きたゲームストップ社（GME）をはじめとするいわゆる「ミーム株」の値動きのような、市場のボラティリティを高める事象が最近見られるようになった。2021 年 10 月、米 SEC スタッフは、個人投資家の強気なムードがソーシャルメディアを埋め尽くす中で株価が劇的に上昇した 2021 年 1 月のゲームストップ株などの取引に焦点を当てたスタッフレポート（staff report）を発表した。各社の株価が急騰すると注目度が高まり、そうした銘柄は「ミーム株」として知られるようになった。1 月末に近づくにつれ、リテールブローカーディーラーのうち数社は、これらの株式やオプションの一部の取引を一時的に停止した。GME 株の急騰は、（1）大きな株価変動、（2）大きな出来高変化、（3）短期的な関心の高まり、（4）レディットでの頻繁な言及、（5）主要メディアでの大きな取り上げ、というミーム株に影響したすべての要因が重なり合った結果であった。ミーム株の事象は市場構造に関して幾つかの問題点を提起したため、スタッフレポートでは個人投資家向けに株式およびオプションの市場構造についても概観している。レポートの締めくくりでは、市場構造および規制の枠組みについて、ポテンシャル研究および追加検討すべき分野としてスタッフが次の通り特定している。（1）ブローカーが取引を制限してもよい原因、（2）デジタル・エンゲージメント・プラクティス（DEP）とペイメント・フォー・オーダー・フロー、（3）ダークプールにおける取引とホールセラー、（4）空売りの市場ダイナミクス[28]。

RMCTF は、IOSCO メンバーへの調査において、リテール投資家が集団的に行動して市場の価格決定に影響を与え、場合によっては市場を操作した事例の有無について具体的に質問した。この質問に対する回答は、多くの法域でそのような集団的行動は見られていないというものであった。

調査回答によれば、IOSCO メンバーの大多数は、少数の市場を除き、リテール取引量の増減と市場ボラティリティの間に明確な証拠や相関関係を観察していない。COVID-19 のパンデミック発生以降、市場のボラティリティが高い水準にとどまっていると複数のメンバーが報告しているが、リテール取引が市場を歪めているとは考えていない。むしろ市場のボラティリティは、その他の外部要因、中でもマクロ経済環境や市場実績、投資家心理、資金の流れ、海外の金融政策、付加価値税の賦課、原油・商品価格、そして全体的な流動性の状況などに

その原動力となった。アイルランド、英国、ケベック州、オンタリオ州など他の法域でも、2021 年第 1 四半期に同様のミーム株のボラティリティとトレンドが観測された。

27 全米先物協会（NFA）によれば、ニューヨーク商品取引所（COMEX）で取引される銀先物が 8 年ぶりの高値を付け、1 日の上昇幅の記録を 10 年超ぶりに更新した。報道によれば、これはレディットのウォールストリートベッツを含むソーシャルメディア・プラットフォームによる投機的取引によるものであった。米国商品先物取引委員会（CFTC）はまた、貴金属のプロモーターやディーラーが、新型コロナウイルス支援・救済・経済保障法（CARES 法）の分配ルール（退職金制度や個人退職勘定の特別分配オプションやロールオーバールールを規定し、特定の退職金制度からのローンの許容範囲を拡大）を利用して、退職金を金貨や銀貨に、自己指示型個人退職勘定で金に投資したり、レバレッジをかけて現物金属を購入したりするよう投資家に推奨する傾向が高まっていると注目している。

28 2022 年 12 月、米 SEC は株式市場の構造および最良執行に関連する新規則案および規則改正案を発表した。『SEC Proposes Amendments to Enhance Disclosure of Order Execution』、『SEC Proposes Regulation Best Execution』、『SEC Proposes Rule to Enhance Competition for Individual Order Execution』、『SEC Proposes Rules to Amendments Minimum Pricing Increments and Access Fee Caps and Enhance the Transparency of Better Priced Orders』を参照。

影響されるとの調査回答の結果が報告されている。リテール投資家の行動は好機を狙ったものであり、価格が下落したときに利益を得ようと市場に参入している[29]。

IOSCO メンバーは、サーキット・ブレーカー制度、上限・下限価格、空売り対策、証拠金要件の引き上げなどボラティリティに対処するためのさまざまな対策を講じ、極端なボラティリティが株式市場に与える影響を緩和している[30]。

2.7. リテール投資家によるレバレッジ利用の増加

レバレッジは原資産の価格変動に対する投資家の証拠金の感度を高め、突然の損失のリスクを増大させる。それは、ストップロスなど従来の取引管理手法の効果が低下する可能性があることも意味する。リテール投資家にとってレバレッジに関連するリスクとは、より大きな損失を被る確率がより大きな利益を得る確率よりも大幅に高くなる可能性があるということである。これは、開示や書面による警告にもかかわらず、リテール投資家が十分には理解していないかもしれない重要なリスクである[31]。従って、レバレッジは、リテール投資家の損失、ひいてはリテール投資家のリスクを増幅する重要な要素である。

IOSCO メンバーのフィードバックからは、リテール投資家によるレバレッジの利用について、IOSCO メンバーの法域全体で一貫した傾向はなく、またすべての IOSCO メンバーが明確な傾向を報告できるような関連データを有しているわけでもないことが明らかになった。とはいえ、レバレッジの増加を示すものとして、以下の事項の増加が報告されている。

- リテール投資家による CFD 取引
- レバレッジ・インバース ETP やレバレッジ ETF の取引など、ギアード商品の増加
- 投資や信用取引のために借入れをした投資家、およびブローカーによる証拠金貸付けを受けた投資家の数
- リテール投資家のショートポジション
- オプションの利用
- 先物の利用
- レバレッジ証券

---

29 この点について、米 FINRA が行った調査研究は興味深い。2020 年前半、米国のリテール投資家（および非投資家）の間では株式市場のボラティリティに関する認識が広まったが、それを受けて取引を行った回答者はほとんどいなかった。取引は活発ではなく、市場がパンデミック前の水準を回復するかどうかについて強い否定的な感情や高いレベルの悲観論を示した世帯はほとんど無かった。回答者は、平均的な投資家にとって金融市場の公正さに対する信頼性の水準は低いと報告した。FINRA Investor Education Foundation and NORC at the University of Chicago『The Impact of Pandemic-Related Volatility on Stock Market Expectations and Participation (Oct. 2020)』を参照。

30 例えば、イタリア国家証券委員会（CONSOB）は、2021 年 4 月に『Cases of exceptional volatility in the trading of stocks and the use of social forums and web trading platforms』と題された声明を発表し、ボラティリティの事象から生じる国境を越えた潜在的な影響および新たなツールに関して、市場、投資家、規制当局に注意を喚起した。

31 EU において CFD を一時的に制限するための、2018 年 5 月 22 日付け欧州証券市場監督局（ESMA）決定 2018/796 から一部抜粋した。

リテール投資家によるレバレッジの利用が増加傾向にあると報告している法域においては、さまざまな措置が導入されている。これらの措置は、主に利用可能なレバレッジに制限を設けるものであり、有効であったと報告されている[32]。

この点については、業者が使用するツールやマーケティング手法についても考慮することが重要である。新しい投資アプリの中には、総支払額の 10%をクレジットカードで賄っているものもあり、クレジットカードによる支払いが可能であることを広告で強調して、これを奨励しているものさえある[33]。

2.8. 隠れた収益と利益相反の開示

ブローカーが隠れた収益を上げるメカニズムを利用している状況について、ある市中協議回答者は、投資会社が CFD のようなリテール向け OTC レバレッジデリバティブを設計・提供し、それを会社自身のオンライン OTC 取引プラットフォームを通じてリテール顧客にマーケティングを行い、販売するという、根強い利益相反に注意を喚起した。この利益相反はまだ完全には解消されておらず、特に CFD 市場において、恣意的であると認識されている価格決定メカニズムを理解できないことが多いリテール投資家に悪影響を及ぼす可能性が懸念されている。

また、これらの市場でゼロコストが示唆されたり宣伝されたりしている場合においても、市場における暗黙のコストの概念がリテール投資家には明確でないことが多い。複数の IOSCO メンバーが、明確であるべきで曖昧であってはいけないはずの手数料や料金について、必ずしも明確で透明性が高いとは言えないと指摘している。例えば、FX の手数料や、より高い手数料を請求されるおそれがある即時決済の勧誘の開示については、一貫した方法が必要であると指摘している。多くのネオブローカーにとっては FX 手数料が収益の大きな割合を占めていることから、これは重要な問題である[34]。

---

32 例えば、ベルギー金融サービス市場局（FSMA）は 2016 年に、電子取引システムを通じて取引されるデリバティブ商品のうち、バイナリーオプション、1 時間未満の短期取引、直接または間接的にレバレッジを伴うものについて、リテール投資家への販売禁止を決定した（この規制は規制市場または市場運営者が運営する多角的取引施設（MTF）での取引が認められたデリバティブ商品には適用されない）。

2019 年、ESMA は、リテール投資家層に対してますますアグレッシブになりつつあった CFD およびバイナリーオプション商品のマーケティングを抑制することを目的とした措置を採択した。この措置の失効後、メンバー国がそれぞれ同様の措置を採択した。ESMA による措置以前には、場合によっては 1：400～500、最大で 1：1,000 という「法外な」マージンが提供されていたことを欧州の規制当局は確認している。欧州の各法域は、2019 年に採択された共通措置が有効であったとしている。リテール投資家の損失が減少し、黒字の口座数が増加した。

豪 ASIC も、EU のレバレッジ制限と同様の措置を導入した。英国では、FCA がリテール消費者へのバイナリーオプション販売を全面的に禁止し、リテール消費者への CFD の販売にもさまざまな制限を導入した。日本、シンガポール、一部の新興国など他のメンバー国においても、リテール投資家のレバレッジ利用を制限するための最低証拠金が設けられている。

33 英 FCA の『Research Note: Cryptoasset consumer research 2021』では、暗号資産を購入した人の 14%が何らかの形で借入れをしていたことが明らかにされている。カナダ・オンタリオ州証券委員会（OSC）も同様の傾向を報告している。

34 ネオブローカーとは、主にオンラインで（例えばモバイルアプリを介して）サービスを提供する投資サービスプロバイダーである。一般に、ネオブローカーはデジタル技術を最大限に活用してプロセスを効率化する。ネオブローカーは、必ずしも株式ブローカーや銀行の免許を持っている必要はない。

一部の IOSCO メンバーが強調したもう一つの重要なポイントは、多くの国で金利が上昇しているという経済環境が与える影響であった。リテール投資家のリターンがインフレにより侵食されマイナスの影響を受ける可能性がある。これは、サービスプロバイダーが取引口座にリンクされた現金に利息を付けない場合に発生し、その結果、プラットフォームでの取引の実効コストが、提示されている低い水準よりも高くなってしまう可能性がある。

2.9. 自己指示型取引の台頭

電子商取引が広く普及し、オンライン決済技術（例：リアルタイム送金）が進歩したことで、スマートフォンを通じた取引などオンライン取引プラットフォームへのアクセスが容易になり、自己指示型取引が増加した[35]。リテール投資家の間で自己指示型取引が増加している理由として IOSCO に報告された主なものは以下の通りである。

- 日中のボラティリティから利益を得るための短期保有
- 迅速な、あるいはほぼ即時の口座開設
- 取引手数料の割引およびゼロ手数料
- モバイルアプリの提供および利用の拡大とユーザーフレンドリーなインターフェース
- 分析ツールおよび執行ツールが利用可能
- ソーシャルメディアの影響
- 特定の法域におけるネオブローカー[36]の出現。

こうした動きにより、経験の浅い投資家による取引が増え、自分の許容範囲や財務能力を超えたリスクを負う結果につながった可能性がある[37]。主要な規制上の懸念の一つは、リテール投資家の証券投資に対する規制対象基準の低下、および後述の 2.11 節で分析するゲーミフィケーションの影響に対して、金融消費者の理解度の向上が追いつかない可能性があるという点である。リテール投資家向けの金融教育は、投資家保護を促進する上で重要な役割を担っている。規制や監督が弱体であったり執行措置が限定的であったりする状況下では、特にその点に留意する必要がある。従って、規制当局は以下も検討すべきである。

- 関連する規制が市場の発展に合わせて強化されてきたかどうか
- 業者の役割、行動、責任

---

35 例えば英 FCA は、株式だけではなく規制対象外の商品への投資による所有が増加しており、技術の高度化によりリテール投資が以前より容易になったと指摘している。

36 ネオブローカーは最近出現し、主に既存のブローカーが提供するサービスを補完している。ネオブローカーはコストや手数料が非常に安いことを宣伝しているが、提供するサービスは既存のオンラインブローカーが提供するサービスと比較するとしばしば限定的であり、ブラウザやスマートフォンの取引アプリを利用した証券取引に特化している。また既存のオンラインブローカーと比較すると、注文を執行できる取引市場が限られており、中には 1 つしか提供しないところもある。独 BaFin『The promises neo-brokers make - and the ones they keep』を参照。

37 例えば、米 SEC スタッフによる『Joint Statement Regarding Complex Financial Products and Retail Investors』（2020 年 10 月）を参照。また、米 FINRA『Regulatory Notice: Complex Products and Options- FINRA Reminds Members of Their Sales Practice Obligations for Complex Products and Options and Solicits Comments on Effective Practices and Rule Enhancements』（2022 年 5 月）を参照。さらに、インドのある市場調査によると、市場の上昇時に取引を開始した自己指示型投資家は、運をスキルと勘違いし、リスクテイクが増加する傾向がある。

重要な点は、特に当局の規制・監督下にないオンラインプラットフォームによる広告・マーケティング戦略が、証券規制の要件に違反し、投資家保護への懸念を引き起こすおそれがあることである。こうした広告・マーケティング戦略には、コンテスト、プロモーション、ボーナス、投資家に決断を迫る時間制限などがあり、その結果、リテール投資家による過度または不適切な取引につながる可能性がある。また、このようなマーケティング戦略が、金融消費者保護の原則[38]や適合性基準（例：IOSCO 報告書『Suitability Requirements with Respect to the Distribution of Complex Financial Products』）、あるいは各法域レベルで実施される規制要件が求める形で、顧客の最善の利益のために機能するかどうかも問題となる。IOSCO のメンバーは、特に暗号資産の取引を提供するプラットフォームによるゲーミフィケーションの傾向、および広告・マーケティング戦略を注視している。

2.10. ペイメント・フォー・オーダー・フロー

ペイメント・フォー・オーダー・フロー（PFOF）とは、ブローカーディーラーがマーケットメーカーや電子通信ネットワークに取引発注または注文転送するのと引き換えに受け取る報酬を指しており、取引執行によりわずかな利益を得るとともに流動性を向上させることを目的としている。ある市中協議回答者は、ゲームストップ事件で明らかなように PFOF スキームは投資家に不利に働く可能性があり、規制当局は注視すべきであるとしている。PFOF は引き続き論争の的となっているトピックであり、PFOF を許容するかどうかについては、法域によってさまざまな見解がある。

欧州証券市場監督局（ESMA）は、PFOF 慣行がブローカーとその顧客との間で利益相反を引き起こす可能性があるため、PFOF の受領者は第 2 次金融商品市場指令（MiFID II）を遵守していない可能性が非常に高いと懸念を表明している[39]。さらにオランダ金融市場庁（AFM）は PFOF 市場経由の注文執行を調査し、PFOF 市場経由の取引の 68～83%が他の取引市場よりも悪い結果をもたらしていることが判明した[40]。オランダでは PFOF 市場は禁止されている。同様に、スペイン国家証券委員会（CNMV）も調査を行い、PFOF 取引の 86%で顧客に提示された価格が他の市場よりも悪かったことが分かった[41]。一方独 BaFin の調査では、少量の注文の場合、PFOF 市場が圧倒的に有利であることが分かった。BaFin は ESMA の懸念を共有しているが、EU 全体での禁止には賛同していない[42]。米国で SEC スタッフが強調した懸念は、PFOF によりブローカーディーラーがさまざまな方法でリテール投資家に PFOF 以外の場合よりも頻繁に取引するよう仕向けるだろうというものだった。さらに SEC スタッフは、潜在的な利益相反も指摘した[43]。

---

38 G20／OECD 金融消費者保護ハイレベル原則は、2011 年 11 月 3 日から 4 日にかけて G20 首脳によって最初に承認され、2012 年 7 月 17 日に OECD 理事会により採択された。本原則は、世界金融危機への戦略的対応の一環として、金融消費者保護の強化を求める G20 首脳の呼びかけに応じて策定され、効果的かつ包括的な金融消費者保護の枠組みの要素を定めている。

39 『ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow』2021 年 7 月 13 日

40 『Assessing the quality of executions on trading venues』2022 年 3 月

41 『Payment for order flow: an analysis of the quality of execution of a zero-commission broker on Spanish stocks』2022 年 3 月

42 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2022/meldung_2022_05_16_PFOF_Studie.html

43 『Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021』2021 年 10 月 14 日

2.11. デジタル・エンゲージメント・プラクティスと顧客体験のその他の変化

デジタルプラットフォームを通じてリテール投資家と関わる業者は、さまざまな「デジタル・エンゲージメント・プラクティス[44]」（いわゆる「ゲーミフィケーション」）を採用し始めている。このプラクティスには、行動プロンプト、差別化マーケティング、ゲーム的機能、その他のデザイン要素や機能が含まれる。これらの中には、利用率を高め取引行動に影響を与えるために、取引体験をゲーム化するものがある[45]。ゲーミフィケーションを利用したアプリの人気度や、ゲーミフィケーションを利用したアプリを使用するリテール投資家がどの程度の取引を実行しているかを定量化することは難しいが、2020 年には複数の IOSCO メンバーが、株式市場に関与する若者の数が大幅に増加し、取引アプリを使用していることが多いと報告している。

この点について、最近の研究[46]ではプッシュ通知によって投資家がより高いリスクをとるようになり、こうした注意喚起によるリスクテイクは、特に若い投資家や経験の浅い投資家に影響を与えることが判明している。また、特定のゲーミフィケーション手法はリテール投資家がより頻繁に取引を行うよう動機付ける可能性があり、リテール投資家の長期的な投資目標と一致しないおそれがある。

米国では SEC が、ブローカーディーラーおよび投資アドバイザーによる「デジタル・エンゲージメント・プラクティス」の利用に関する事項について特に、情報およびパブリックコメントの提供を要請した。その目的は、業者によるデジタル・エンゲージメント・プラクティスの利用に関連した市場慣行への理解を深め、市場参加者（投資家を含む）その他の利害関係者がデジタル・エンゲージメント・プラクティスおよび関連技術ツール・手法の使用に関する見解を共有する場を提供し、既存規制の評価および規制当局の対応が必要であるかどうかについての検討を促すことであった[47]。

また ESMA は 2021 年 10 月 1 日、リテール投資家保護に関連した一定の側面に関する意見募集（call for evidence）を公表した。その中で ESMA は、デジタルツールやデジタルチャネルに関する現行の規制枠組みの適切性への意見、およびソーシャルメディア上で共有される情報がリテール投資家の行動に与える影響への意見を求めた。ESMA は、ゲーミフィケーションの手法を用いることで、複雑な情報をシンプルかつ興味を引く方法で伝えることができる一方で、これらの手法を誤って使用すると、投資家が合理的な判断ではなく感情に基づいた

---

44 「デジタル・エンゲージメント・プラクティス」（「DEP」）には、デジタルプラットフォーム（例：ウェブサイト、ポータル、アプリケーション（「アプリ」））上でリテール投資家と関わるために設計された行動プロンプト、差別化マーケティング、ゲーム的機能（一般に「ゲーミフィケーション」と呼ばれる）、その他の設計要素・機能などが含まれる。米 SEC『Request for Information and Comments』https://www.sec.gov/rules/other/2021/34-92766.pdf を参照。

45 例えば、CFD 業界では、リテール顧客を引き付けるために、ボーナス、ギフト、チュートリアル、手数料減免などの取引上のメリット（金銭的および非金銭的）を提供することが一般的である。このような業界慣行は、ゲーミフィケーションの好例である。

46 Arnold M., Pelster M., Subrahmanyam M. G.『Attention Triggers and Investors' Risk-Taking』（2021 年）を参照。

47 米 SEC『Request for Information』を参照。

行動をとることがあると述べている[48]。ESMA は 2022 年 4 月 29 日、リテール投資家保護に関連した一定の側面に関する欧州委員会の命令に対し最終報告書を公表した[49]。

ゲーミフィケーションの効果およびその潜在的な影響については現在議論の的となっているが、投資家が潜在的なリスクを意識することは、リテール投資家の損害を回避する上で極めて重要である。ゲーミフィケーションによる危害は、心理的なレベルで消費者の意思決定を操る可能性があると考えられるところにある。さらに、投資家の市場に対する信頼感を向上させるためには、投資家教育と投資家の意識向上によって補完された規制、監督、執行の適切な枠組みが整備されることが必要である。

英 FCA は、自己指示型取引や、投資家の関与を高めるために用いられるツール（ゲーミフィケーション技術など）には潜在的なリスクとメリットがあると見ている[50]。潜在的なリスクは、これらがギャンブルのような不適切な行動を誘発し、投資家にとって好ましくない結果をもたらすおそれがあることである。また、ゲーミフィケーションは、効果的な投資戦略に寄与することがない以下のような投資行動を促すこともあり得る。

- 高すぎる取引頻度（例：デイトレード）
- 「群集心理に基づく投資」（米国ハイテク株に関して観察された）

規制当局は、ゲーミフィケーションに引き付けられ魅力を感じる顧客のタイプを考慮する必要がある。関連する行動テーマとして IOSCO の市中協議から得られた興味深い発見は「投資への後悔」である。ほとんどの投資家はある時点において、後に悔やむような投資判断を下している[51]。

2.12. 自己指示型取引

多くの IOSCO メンバーが、自己指示型取引の水準や取引量の増加を確認しており、特にモバイルアプリやオンラインプラットフォームを通じて取引を行う若い世代の投資家が、金融仲介業者を通じた投資から自己指示型投資へ移行していると指摘している。FX や暗号資産取引は最も人気があり、自己指示型取引も普及している。

米国では SEC スタッフが、特に複雑な証券商品に投資する自己指示型取引口座を持つ投資家を保護するため、既存の規制要件の有効性を見直している[52]。この見直しの後、SEC スタッフは、新たな規則、ガイダンス、またはその他の政策措置を講じるべきかどうかについて、委員会に適切な勧告を行う予定である。

---

48 2021 年 2 月 17 日、ESMA は声明を発表し、リテール投資家が、ソーシャルメディアその他の規制されていないオンラインプラットフォームからの情報のみに基づいて投資判断を下す場合に、その情報の信頼性や質を確認できないときには注意するよう求めた。

49 『esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf (europa.eu)』を参照。

50 https://www.fca.org.uk/publications/research-articles/gaming-trading-how-trading-apps-could-be-engaging-consumers-worse を参照。

51 例えば、CFA 協会が以前実施した委託調査では、リテール投資家に対して、投資判断を後悔したことがあるか、またその後どのような行動をとったかを質問した。回答者の 61%が、過去の投資判断を後悔していると答えた。そのうち、39%が金融アドバイザーを雇うか交代させ、27%がアドバイザーの利用をやめるか市場に対する信頼度を下げ、34%が何もしなかった。

52 SEC の声明文 https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-statement-complex-exchange-traded-products-100421 を参照。

リテール投資家にとって自己指示型取引にはコスト削減のメリットがある一方で、自己指示型取引に関する規制の欠如が投資家保護の問題につながる可能性があると一部の IOSCO メンバーが指摘している。業者は、既存の規制構造下で（あるいは規制の適用を免除されて）事業を行っているとしても、そこで販売される商品が事前に想定されていなかった方法や程度で提供される可能性がある。これには次のような事例が含まれる。

- オムニバス HIN（所有者識別番号）システム（またはプーリング）を使用してコストを削減する低コストブローカー
- 単元未満株取引（当初は米国株であったが他の事例も見られる）
- 米国証券の手数料ゼロ取引のマーケティング（ペイメント・フォー・オーダー・フローによって手数料を得るケースもある）
- 仲介手数料ゼロの ETF 取引（証券の売却時に仲介手数料が請求されるため、購入時のみ）
- コピー取引。経験の浅い投資家が経験豊富な投資家の取引をコピーして自身が理解できない商品や市場に投資する方法として、サービスプロバイダーが自社サービスの販売促進を狙うもの。これは、さまざまなフォーラムで大々的に宣伝されている。リテール投資家がコピー取引を行う際の主な追加的リスクには以下のようなものがあるが、これに限定されない。
    - 無免許のフィンフルエンサーの取引戦略に過度に依存し、損失を被るリスク（戦略自体に問題があるからか、あるいは不正なパンプ・アンド・ダンプ・スキームが原因であるかにかかわらない）
    - 市場のボラティリティが高まった場合に、オンライン取引プラットフォームで取引される商品の流動性が欠如する流動性リスク
    - FX コピー取引の高いスプレッドとオーバーナイト手数料による不明確で不透明な取引手数料構造[53]
- ある行動研究では、リテール投資家が商品を理解していないことに起因する一定のリスクが指摘されている[54]。この点について、「選択アーキテクチャ」[55]が、リテール投資家の意思決定プロセスを決定する重要な要素として考えられる[56]。その結果、特

---

53 オーバーナイト手数料は、銀行間取引金利（銀行が他の銀行から金を借りる際に他行に課する金利、例：LIBOR）に、コピー取引プラットフォームによって決定されるマークアップを加えて計算されることが多い。

54 Lunn P., McGowan F., Howard N.『Do some financial product features negatively affect consumer decision? A review of evidence, ESRI Research Series 78』（2018 年）

55 選択肢を異なる方法で提示すると、意思決定に影響が出る。IOSCO は「選択アーキテクチャ」を以下の通り定義している。「選択アーキテクチャとは、消費者に選択肢を提示することができるさまざまな方法である。選択肢の提示方法によって、消費者の選択は変化する」。『IOSCO Report on Retail Distribution and Digitalisation』を参照。

選択アーキテクチャという用語は、ノーベル賞を受賞した行動経済学者であるリチャード・セイラーが「ナッジ理論」で最初に使用し、行動経済学の洞察から、客観的な価値を変えることなく選択に影響を与える方法を説明したものである。

56 Thaler, R.H. & Sunstein, C.R. 『Nudge: Improving Decisions about Health,Wealth, and Happiness』Yale University Press（2008 年）

定のアーキテクチャが、リテール投資家にそれ以外の場合よりも頻繁に取引させたり、自身のリスク許容レベルに不利な方法で取引させたりする可能性がある。さらに、利益の最大化を目指すブローカーが、リテール顧客が理解に苦しむ複雑な価格設定方式を使おうとする可能性がある[57]。これらは、根本的に規制・監視措置が必要な問題であり、効果的な執行および一定の投資家教育も合わせて求められる。

2.13. グリーンウォッシングリスクの高まり

グリーンウォッシングは、投資バリューチェーン全体で起きる可能性があり、サステナブル金融商品の開示に必要な信頼（リテールセグメントにおける信頼を含む）を侵食する。

2021 年 11 月、IOSCO はグリーンウォッシングに対処することを目的とした 2 つの提言を公表した。一つは資産運用の分野に関するもの、もう一つは ESG 格付けとデータプロバイダーに関するもので、その中で IOSCO は ESG 格付けとデータプロバイダーの監視を求めた。その後 2022 年 11 月に、自主的基準設定主体および業界団体の意識を高め、IOSCO の提言に基づくグッドプラクティスをメンバー間で促進するための呼びかけ（Call for Action）が行われた[58]。

IOSCO の報告書「Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products」（2022 年 8 月 31 日）によれば、証券規制当局は、サステナブルファイナンスの主張が正確かどうか、および投資家がサステナブルファイナンス商品を評価するために必要な情報を持っているかどうかにますます注目している。リテール投資家が十分な情報に基づいた投資判断を行うためには、そうした商品の特徴を理解する必要がある。そのため本報告書では、リテール投資家保護、およびサステナブルファイナンス商品の機会とリスクに関するリテール投資家への情報提供を強化する諸条件を整えるため、（1）サステナブルファイナンス商品に関する教育コンテンツの開発、（2）サステナブル投資の特徴やリスクに関する投資家への情報提供、および（3）教育活動の促進について、主要な課題と健全なプラクティスを明らかにしている。本報告書では、規制当局がそれぞれの市場におけるサステナブルファイナンスの水準とリテール投資家の参加状況を考慮した上で検討すべき教育活動について説明している。これには、例えば以下のようなものが含まれる。

- リテール投資家に対し、サステナビリティ関連情報の入手方法、および提供される商品が自身のサステナビリティ関連の選好に一致するかどうかを調べ理解する方法を説明すること
- リテール投資家が、それぞれに提供される金融商品に関する ESG 認証、ラベル、スコアを理解できるようにするための市場参加者による取組みを支援するとともに、ファイナンシャル・アドバイザーが、グリーンウォッシングおよび根拠がないまたは誤解を招くサステナビリティの主張から投資家を守る方法を正確に理解するために役立つトレーニングを奨励・促進すること

このような背景から、本報告書では、サステナブルファイナンスに関する金融教育の目的を 3 つ挙げている。

---

57 Carlin, B. I.『Strategic price complexity in retail financial markets.』Journal of Financial Economics, 91(3), 278-287（2009 年）

58 IOSCO サステナブルファイナンス・タスクフォースのグッドプラクティス推進ワークストリームは、2021 年 11 月の報告書で IOSCO が発表した提言を含む「呼びかけ（Call for Action）」を 2022 年 11 月に公表した。『Call for Action (IOSCO Good Sustainable Finance Practices for Financial Markets Voluntary Standard Setting Bodies and Industry Associations)』を参照。

- 第一に、認識を向上させることである。さまざまな調査から、すべてのリテール投資家がいろいろな種類のサステナブルファイナンス商品があることを認識しているわけではないことが明らかになっている（ESG が何を意味するか知らないケースもある）。また、リテール投資家がサステナブル投資に関するリスクと機会を認識する必要もある。
- 第二に、理解を深めることである。規制当局は、現状において共通の用語、定義、ラベル、指標などがないからといって行動を起こすことを控えるべきではない。現状に対する認識を高めることは第一歩であるが、それに加えて規制当局がすべきことは、サステナブル投資とは何か、サステナブルファイナンス商品の基本情報はどこで得られるか、サステナブルファイナンス商品に何を期待すればよいか、グリーンウォッシングのリスクをいかに軽減するかなど、リテール投資家が考慮すべき有益な点について理解を深める手助けをすることである。
- 第三に、認識と理解を踏まえ、十分な情報に基づいた意思決定をすることである。金融教育は、リテール投資家による機会の特定およびリスクの軽減を支援することで、より適切な金融の意思決定をサポートすることができる。

本報告書は、この分野における IOSCO の他の取組みを補完するものであり、その中には「証券規制当局や政策立案者は、それぞれの立場に応じてサステナビリティに関する金融・投資家教育イニシアティブの推進を検討し、必要に応じて既存のサステナビリティに関する教育イニシアティブを強化すべきである」と提言した IOSCO サステナブルファイナンス・タスクフォースの作業（『IOSCO Report on Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policy, Procedures and Disclosure in Asset Management』2021 年 11 月）が含まれる。

第 3 章　デジタル化、ソーシャルメディアとリテール取引

- リテール取引の意思決定に対してソーシャルメディアの影響力が強くなると、詐欺リスクへの脆弱性が高まる。
- リテール投資家の間で暗号資産投資に関する誇大広告が増えていることは、さまざまな適合性の問題や詐欺的なプラットフォーム、リテール投資家に損害を与える可能性がある詐欺行為の影響を増幅させる。
- 取引先リスク、決済リスク、流動性リスク、投資家の資金に関わる詐欺や損失のリスクなど、証券市場の伝統的なリスクは、暗号資産およびいわゆる DeFi 市場でも発生する可能性がある。
- 不適切なオンラインマーケティングや「フィンフルエンサー」活動は、リテール市場のコンダクト問題や脆弱性を増幅させる。

背景

ソーシャルメディアから膨大な量の情報が発信され、投資家が高利回りを求める環境においては、リテール投資家が金融アドバイスの助けを借りることもなく時には高いレバレッジをかけ、よりリスクの高い商品にますます興味を持つようになる可能性がある。一方業者側は、系統的なターゲティングや取引環境のゲーミフィケーションなどの手法を利用して、こうしたリテール投資家の行動パターンを操作し、十分な知識を持たず経験が浅いリテール投資家を不利な立場に追い込むことができる。こうしたことから、規制当局は、健全な投資姿勢、アプローチ、行動をとることができる情報に通じた投資家基盤を育成するため、投資家教育イニシアティブなどの取組みを強化、継続することが有益であると考えられる。

こうしたリスクは、商品が不適切に販売されるリスクを高めるだけでなく、ソーシャルメディアを通じて促進される「群衆行動」をさらに増幅させる。証券には該当しない暗号資産のスポット市場など、一部のスポット市場における金融教育の欠如や規制監督の欠如は、潜在的なリスクをさらに悪化させる可能性がある。こうしたリスクが相まって、リテール投資家がそのリスク許容度を超える損失を被りかねない環境が作り出されるおそれがある。

注目すべき点は、リテール投資家に対するソーシャルメディアの影響力が、IOSCO メンバーへの調査の回答で共通のテーマとして浮かびあがったことである。ソーシャルメディアは、金融リテラシーを含む情報へのアクセスや情報の普及など投資家に一定のメリットをもたらす可能性がある一方で、偽情報、市場操作、不適切な投資などに関連する潜在的なリスクも伴う。調査に回答した IOSCO メンバーの多くが、リテール消費者をターゲットとして巧妙な方法を用いる詐欺行為が、ソーシャルメディアやオンラインプラットフォームの利用増によって助長されていると見ている[59]。

---

[59] 例えば、香港証券・先物取引監察委員会（SFC）は、人気があるソーシャルメディア・プラットフォームを通じて行われるパンプ・アンド・ダンプ詐欺の被害に遭うリテール投資家の数が増えていることを確認している。こうした詐欺は、SFC が現在調査中の市場操作事件の約 20%を占める。

ソーシャルメディアを通じて行われた詐欺について英 FCA 消費者ヘルプラインに電話をかけてきた消費者の数は、2020 年に 2 倍以上に増加した。高いリターンを求める消費者の欲求と金融知識の不足が、消費者が詐欺被害に遭う一因となっており、成人の 57%は金融能力が低いと表明している（FCA『Financial Lives Survey – FLS 2020』）。

モバイル取引アプリやオンラインプラットフォームに簡単にアクセスして利用が可能であることや、リテール投資判断の基礎となるリサーチを検索エンジンに過度に依存することも、リテール投資家が、自己指示型の判断や場合によっては不正確な情報に基づく判断を行ってしまう要因である。さらに、非公式な助言や情報に依存することのリスクは、家族や友人、正式な免許を持たない専門家、加えてフィンフルエンサーの活動などさまざまな非公式情報源に存在する。

無許可業者は、技術進歩によって幅広い人々に接触し、かつ発見されずに姿を消すことが簡単にできるようになったため、社会の最も脆弱な人々を頻繁にターゲットにしている。複数の IOSCO メンバーは、リテール投資家が自己指示型取引を含む暗号資産への投資を行う際のさまざまなリスクについても指摘した。

ステークホルダーは、デジタル化とソーシャルメディアのポジティブな側面に言及する一方で、付随する多面的な問題について以下のように懸念も示している。ソーシャルメディアをベースとした動向は詐欺リスクに対する脆弱性を増大させ、さまざまな監督上の意味合いを有することになると考えられる。

第 3 章では、一般的な技術の観点、より具体的にはソーシャルメディアの観点からリスクを分析し、技術が詐欺を助長するためにどのように使用されているかを分析する。

3.1. 暗号資産の動向と関連するリスク

世界的な現象として、暗号資産はリテール投資家の間でますます人気が高まっている[60]。暗号資産へのリテール投資家の関心が急激に高まっている主な理由は、暗号資産取引へのアクセスの容易さ（少額の投資が可能）、24 時間オンライン取引、ハイプ現象、FOMO（フォーモ）[61]、従来の資産クラスのリターンが低いことなどが挙げられる。

IOSCO は、取引プラットフォーム、仲介業者、リテール投資家の役割に関する詳細な分析に取り組んでいる。フィンテックタスクフォース（FTF）は IOSCO が設置した国際連携グループの一つであり、FTF の暗号・デジタル資産（CDA）および分散型金融（DeFi）の両ワークストリームは、暗号資産分野における市場の公正性および消費者保護の問題を分析し対応することを目的としている。

IOSCO メンバーは、暗号資産分野におけるリテール投資家のリスクについて、以下のように指摘している。

- 本質的価値の欠如と高い価格変動性により、ほとんどのリテール投資家には不適合である[62]。

---

60 最近の研究からは、暗号資産への投資シフトの高まりにより、2022 年始めには暗号資産の保有者が世界で 2 億人を超えたことが明らかになった。英 FCA は、潜在的な暗号資産詐欺に関するヘルプラインへの問い合わせが増加していることを報告した。英 FCA『Consumer Investments: Strategy and Feedback Statement』を参照。ブルームバーグは、「ビットコインが 11 月の高値であるおよそ 69,000 ドルから 70%急落した傷はまだ新しい」と報じている。コインベースは第 2 四半期決算発表の中で、中核となるリテール顧客の動きは鈍く様子を見ていると述べている。

61 FOMO（Fear-Of-Missing-Out：取り残されることへの不安）は、Facebook、レディットフォーラムなどのソーシャルメディア・プラットフォームでたびたび宣伝されており、暗号資産への投資を「人生を変える」投資機会として売り込むフィンフルエンサーもこの用語を多用している。

62 アイルランド中央銀行（CBoI）は 2021 年 4 月に『Consumer Warning on Virtual Currencies』を公表し、いわゆる仮想通貨、デジタル資産、暗号通貨を含む暗号資産の購入や投資のリスクについて、極端な価格変動や従来の投資家保護の欠如に言及して消費者に警告した。

- 基本的な投資家保護がない取引である。
- セキュリティ侵害により、投資家の暗号資産が失われる可能性がある。
- 暗号資産に関連して不正行為や詐欺がある[63]。

本報告書では、暗号資産市場においてリテール投資家に影響を及ぼす懸念領域を特定した。IOSCO は、投資家保護に関する懸念を含む包括的な分析に取り組んでいる。市中協議文書の質問に対して、一部の IOSCO メンバーは、人気はあるが裏付けのない暗号資産に本質的な価値はなく、その価格は他の当事者が交換媒体もしくは貨幣と同等のものとして受け入れてくれるという期待や信頼感、またはこれらの暗号資産は投資商品として取引可能であるという期待や信頼感に基づいていると指摘している。暗号資産は、一部のステーブルコイン[64]を除いて、ボラティリティも高い。暗号資産に伴うリスクを考えると、ほとんどのリテール投資家には不適切であると考えられる。

また、暗号資産や暗号資産をベースとする金融商品の価格発見プロセスは不透明であり[65]、トークンを発行して自社プラットフォームでの取引を促進する暗号資産プラットフォームの透明性は低く、開示義務も不明瞭である。リテール投資家が暗号資産プラットフォームを利用する場合には、プラットフォームのホットウォレット内に保管されている暗号資産が要求に応じて換金可能であること、および表示されているように 1 対 1 を基本として利用可能であることが検証可能であり、さらに外部法定財務監査などの独立監査でそれが確認されてい

同様に、2021 年 1 月、独 BaFin はウェブサイト上の警告通知を更新し、暗号資産に直接、または CFD や暗号資産の価格を監視する証書を通じて投資するリスクについて、消費者に再度注意を促した。

2021 年 4 月、イタリア国家証券委員会（CONSOB）とイタリア中央銀行は、暗号資産に内在するリスクについて、特に少額貯蓄者に向けて警告した。

63 2022 年 3 月の ESMA による警告を参照。https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/eu-financial-regulators-warn-consumers-risks-crypto-assets

64 ステーブルコインは、他の暗号資産よりも価格変動が少ないとして販売されており、特定の資産に連動、裏付けされたり、アルゴリズムで制御されたり、価値が自由に変動したりすることがある。ただし現在取引されているステーブルコインの中には参照資産によって「裏付けられていない」ものがあり、こうしたステーブルコインの保有者は（額面での）償還を受ける権利がないことに注意する必要がある OR01/2020 Global Stablecoin Initiatives (iosco.org)。

65 2022 年 8 月、豪 ASIC は、COVID-19 パンデミック発生後の一定期間におけるリテール投資家の動機、態度、行動を調査した REP 735 を公表した。調査テーマの一つが、リテール投資家の暗号資産への関心であった。調査対象となった 1,053 人のリテール投資家のうち 44%が暗号資産を保有していると回答し、これはオーストラリア株（73%）に次いで 2 番目に保有率が高い商品タイプとなっていた。暗号資産を保有していると回答した投資家の 4 分の 1 が、保有している投資商品は暗号通貨のみであると回答した。また、銀行取引プラットフォーム（調査対象投資家の 31%が利用）に次いで、最も利用されている 3 つのプラットフォームはすべて暗号資産に特化したものであった。暗号資産保有者である調査参加者のうち、自分の投資手法が「リスクを取っている」と考えている人はわずか 20%であった。

2022 年 10 月 19 日、オンタリオ証券委員会は、2,360 人のカナダ人を対象としたオンライン調査の結果を公表した（https://www.osc.ca/sites/defa ult/files/2022-10/inv_research_20220928_crypto-asset-survey_EN.pdf）。この調査からは、カナダ人の 13%が現在、暗号資産または暗号資産ベースのファンドを所有していることなどが判明した。暗号資産ベースの投資ファンドの半数は 10,000 ドル未満であり、暗号資産の半数強（53%）は 5,000 ドル未満であると報告された。また、この調査では、暗号資産や暗号資産ベースのファンドを利用した経験に関するカナダ人の知識は限定的であることも明らかになった。

ることが望ましい[66]。暗号資産プラットフォーム FTX の破綻後は、暗号資産プラットフォームが流動性危機に直面した場合に暗号資産プラットフォームが発行しリテール投資家に提供されたトークンが償還可能であること、ならびに投資家が当該トークンに対する権利および当該権利に抵当権が設定されていないことを十分に認識していることを確認するために、こうした開示が重要となる[67]。

現在、多くの暗号資産に関連した活動や市場は、適用される規制を遵守していないか、または規制の対象外にある。法域によっては暗号資産が証券、デリバティブ、またはその他の規制対象金融商品に該当する場合もあるが、他の法域では暗号資産に関連した活動が規制の枠外にある場合もある。暗号資産に関連した活動が既存の規制の範囲内にある場合でも、市場参加者が適用される規制を遵守せずに業務を行っている可能性がある。その結果、一部の国ではリスクを抑制するための国内の枠組みが整備されているにもかかわらず[68]、暗号資産市場には、暗号資産（ICO、IEO、IDO、NFT など募集や商品の呼び方には関係なく）を購入する投資家に対する重要な開示などの投資家保護および市場の保護が欠けている。

市中協議に応じたあるステークホルダーは、投資アドバイザーのライセンスを持つ専門家を対象に調査を行ったところ、顧客の 55%が暗号資産に関するアドバイスを求めているが、こうしたアドバイスを提供しているのはライセンスを持つ専門家の 9%に過ぎないと IOSCO に報告した。また、助言サービスを提供しない理由の上位 2 つについて尋ねたところ、これらの専門家は以下を挙げた。1：ライセンシー・会社・雇用主が助言の提供を許可していない（39%）、2：助言を提供したい分野ではない（35%）。その理由を詳細に尋ねると、以下のような問題や懸念が挙げられた。

- 暗号資産は規制対象の金融商品ではないため、専門家は規制の範囲外で行動することになる。
- 専門家の助言を保護するための専門家賠償責任保険がない。
- 雇用主である会社が投資助言を行うことを認めていないため、専門家は雇用主からの保護も受けられない。

このフィードバックは、現在の暗号資産市場のもう一つの重要な問題を明らかにしている。一部の法域ではコンプライアンス違反、他の法域では規制や規制の枠組みの欠如を主な理由として専門的な助言を受けることができないため、リテール投資家は他の形態の情報に依存して暗号資産を購入している。その結果、適切な投資推奨を行い商品購入者の利益を擁護して行動するための適切な資格、専門家としての義務を有さず、規制監督下にない関係者の影響を受けることが多くなっている[69]。

さらに、一部の法域ではコンプライアンス違反、その他の法域では規制や規制の枠組みの欠如を主な理由として、暗号資産取引プラットフォームでの取引は、詐欺、操作、インサイダ

---

66 『CoinSpot - The First Australian Cryptocurrency Exchange to complete an External Statutory Financial Audit – CoinSpot (zendesk.com)』を参照。

67 『FTX and Binance's ongoing saga: Everything that's happened until now (cointelegraph.com)』を参照。

68 例えば、フランスは 2019 年 5 月、フランスにおける ICO および CASP に対して PACTE 制度を導入した。

69 実際、この懸念はこの業界団体の調査から明らかである。投資助言専門家の 62%が、暗号資産などの複雑な商品を購入して経済的損失を被った顧客がいると回答しており、経済的損失を被った顧客の 90%は、専門的な金融助言の恩恵を受けることなく、そのような損失を被った。つまり、これらの顧客は、自己指示型投資家として、あるいはソーシャルメディアのインフルエンサーや友人、家族の勧めに基づいて行動していた。

ー取引、フロントランニングなどに対する投資家保護や市場の保護を伴わずに行われることが多く、悪質業者に対する執行措置や詐欺被害にあった投資家の保護についてさらなる課題をもたらしている。また、取引の透明性、一貫した取引ルールや基準の適用、規制下にある仲介業者の関与も欠いている。これらは、IOSCO が包括的に検討を進めている重要な課題である（3.2 節「IOSCO 暗号資産ロードマップ」を参照）。

各法域においてはこれまでも暗号資産市場に影響を与えるさまざまな措置が講じられている。EU では、EU 規制当局が暗号資産市場規制法案（MiCA）[70]を準備している。これは、ライセンス要件、暗号資産サービスプロバイダーおよびインフラ（取引プラットフォームなど）の監督、すべての暗号資産発行者に対する開示要件、いわゆるステーブルコインの発行に対する投資家保護要件など、前述の問題のさまざまな側面に対処しようとするものである。2022 年 10 月 5 日、欧州議会の経済金融委員会（ECON）は、賛成 28、反対 1 で MiCA の枠組み[71]を承認した。MiCA の採決に続き、同委員会は資金移動規制（ToFR）（暗号資産で行われる送金に支払人と受取人のデータを含めることを義務付けるマネーロンダリング防止法案）に関する暫定規則も賛成多数で承認した。MiCA および ToFR は、2023 年 2 月に欧州議会本会議で採決される予定である[72]。その後、12～18 カ月の規則制定プロセスが開始され、新法の実施に関するガイドラインは 2024 年に完成する予定である。

他の法域でも暗号資産市場におけるコンプライアンス違反に対処するため、執行措置がとられている。例えば、米 SEC は、さまざまな暗号資産市場参加者による米連邦証券法違反に関連して、これまでに 100 件以上を告発している。最近の事例としては、世界中の 10 万人以上の投資家から 82,000 ビットコイン（当時 2 億 9500 万ドル相当）以上を集めた暗号通貨ポンジスキーム（出資金詐欺）「トレードコインクラブ」創設に関与した人物の告発、暗号資産証券の無登録新規暗号資産公開（ICO）を行った Bloom Protocol, LLC の告発、コインベースのプラットフォームで取引が可能になる暗号資産に関する複数の発表前に元コインベースのプロダクトマネージャー、その兄弟、友人が行ったインサイダー取引の告発、EthereumMax が提供・販売する暗号資産証券をソーシャルメディア上で宣伝し、その宣伝のために受け取った報酬を開示しなかったキム・カーダシアンの告発などがある。SEC は、暗号資産に関連して進行中の執行措置のリストを継続的にウェブサイトに掲載している[73]。

2022 年 10 月、金融安定理事会（FSB）は、暗号資産関連の活動を国際的に規制するための枠組み案（proposed framework）を公表した。この枠組みは主に以下の提言から構成される。

- 暗号資産関連の活動・市場に対する規制、監督、および監視アプローチの一貫性と包括性を促進し、国際的な協力、連携、および情報共有を強化する勧告
- 関連する金融安定上のリスクに、より効果的に対処するための「グローバル・ステーブルコイン」の規制、監督、および監視に関するハイレベルな勧告の改定

勧告案は、「同じ活動、同じリスクには同じ規制を適用する」という原則に基づいている。すなわち、暗号資産およびその仲介業者が従来の金融セクターの商品および仲介業者と同等の経済的機能を果たしている場合には、同等の規制が適用されるべきである。規制はまた、暗号資産の新たな特徴や固有のリスクを考慮し、暗号資産エコシステムと従来の金融システ

---

70 EUR-Lex - 52020PC0593 - EN - EUR-Lex (europa.eu)

71 AG (europa.eu)

72 『EU Delays Vote on MiCA Crypto Legislation Until February (coindesk.com)』を参照。

73 『SEC.gov｜Crypto Assets and Cyber Enforcement Actions』を参照。

ムとの間の相互リンクの拡大から生じ得る潜在的な金融安定上のリスクに対処する必要がある。

決済手段や価値貯蔵手段として広く利用される可能性がある暗号資産（ステーブルコインなど）は金融の安定性に重大なリスクをもたらすおそれがあるため、高い規制基準が適用されるべきである。今回、グローバル・ステーブルコインの規制、監督、監視に関するハイレベルな勧告の改定案では、ユーザーの償還請求権と強固な価値安定化メカニズムに関する要件が強化されている。

3.2. IOSCO 暗号資産ロードマップ

IOSCO 暗号資産ロードマップ（IOSCO´s Crypto-asset Roadmap）には、2 つの重要なワークストリームがある。一つ目は「暗号資産およびデジタル資産」、二つ目は「分散型金融」を対象としている。どちらのワークストリームも、暗号資産分野における市場の公正性および投資家保護に関する懸念を分析し対応することに焦点を当てている。IOSCO の作業は、関連するワークストリームとの緊密かつ継続的な関わりを通じて、FSB の金融安定化アジェンダに反映される。IOSCO メンバーとの協議からは、暗号資産に対する市場の関心の高まりとその国境を越えた性質に鑑み、IOSCO のフィンテックタスクフォースなどのグループを通じた国際的な連携が必要であることが明らかになった。

3.3. 分散型金融（DeFi）の出現と成長など、その他の技術関連リスク

暗号資産そのものだけでなく、技術に関連するリテールリスクも幅広く存在することが IOSCO メンバーによって明らかになった。新たなリスクの源泉となり得る新しい技術分野の一つは、分散型金融（DeFi）[74]の成長である。DeFi は従来の金融（TradFi）商品やサービスの複製を目指しているが、DeFi の市場参加者は現在、規制の枠組みの外で、あるいは規制の枠組みを遵守せずに行動している。

DeFi の革命的な側面は、従来の金融仲介業者や中央集権的な機関の必要性を排除することにより、レガシーエコシステムによる仲介機能を排除し、分散化を試みることである。DeFi の金融商品、サービス、仕組み、活動の多くは、従来の証券やデリバティブの商品、サービス、仕組み、活動を反映しており、場合によっては重複している。DeFi のエコシステムには、新たなリスクに加えて、信用リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスクといった従来のリスクも存在している。従って、デジタル資産から生じるリスクを理解するには、DeFi から生じる規制上の影響を理解する必要があり、DeFi エコシステムの全体像、中央集権化された暗号資産取引プラットフォームやサービスプロバイダーとの相互関係、さらに従来の市場や活動を分析する必要がある。DeFi には、コンセンサスメカニズムの操作など使用される技術に起因する新たなリスクが生じるため、金融規制に対する従来のアプローチに課題をもたらすと考えられる。しかし、取引先リスク、決済リスク、流動性リスク、投資家の資金に関わる詐欺や損失のリスクなど、証券市場で生じる「伝統的」なリスクは、DeFi 市場にも存在している。DeFi 市場や仲介業者などの DeFi 市場参加者が適用法を遵守しない限り、投資家やその他の市場参加者はほとんどの場合に投資家保護やその他の保護（サイバーリスクからの保護など）を受けられず、私的手段あるいは政府の執行による救済の余地もほとんどなく、より大きな詐欺のリスクにさらされる。従って投資家には、規制による保護策の類いもなければ、同様の規制を受ける従来商品に期待される規制上の保護も受けられないおそれがある。

---

[74] DeFi とは、一般的にスマートコントラクトで提供される「DLT」（分散型台帳技術）を利用した金融商品、サービス、仕組み、活動の提供を指す。

また、公開されているレポートによると、DeFi には、ハッキングなどの悪意のある技術活動のリスクや、スマートコントラクトやその基礎となるプロトコルのコーディングエラーなどの技術的リスクも存在する。DeFi の自己実行型スマートコントラクトで使用されるコードの品質は、リテール投資家の使用目的に適合していることを確認するために厳格な技術監査を受ける必要があるかもしれない。また、DeFi の商品およびサービスの構造上、ブロックチェーン技術に内在する、より重要な運用リスクが原因で投資家が損害を受ける可能性もある。

3.4. ソーシャルメディアがリテール投資家の取引行動および意思決定に与える影響

3.4.1. ソーシャルメディアの影響力とリスク

過去 10 年間で、ソーシャルメディアはリテール投資家の世界にますます組み込まれてきた。ソーシャルメディアのユーザーは、自らが探しているかどうかにかかわらずソーシャルメディア上で多くの投資機会を提示され、結果として不適当な、判断を誤らせる、あるいは詐欺的な投資に容易にアクセスできるようになると考えられる。

さまざまな IOSCO メンバーからのフィードバックによると、リテール投資家、特に若年層の投資家はますますソーシャルメディア上の活動を注意深くモニタリングし、投資のヒントを共有し、ソーシャルメディアを含む幅広い情報源から情報を探している。彼らの投資判断は、市場取引に関する知識や専門性を有する登録アドバイザーに頼るよりも、ソーシャルメディアや友人・家族が投資しているものに影響されやすい[75]。

IOSCO メンバーは、リテール投資家の市場参加の拡大と並行して、リテール投資家が投資のヒントや取引戦略をやりとりするために利用するブログ、ソーシャルメディア・プラットフォーム、メッセージングアプリの人気が高まっていることを確認している。登録ブローカーディーラーや投資アドバイザーは現在、Instagram や Twitter などのソーシャル・チャネルを定期的に活用して商品やサービスのマーケティングを行っており、リテール投資家はこれらのプラットフォームやその他のプラットフォーム（Facebook や TikTok など）を利用して何が投資機会になるかを知り、リサーチを行っている。登録業者によるソーシャルメディアの利用は、責任を持って行われれば、これらのチャネルにアクセスする新しい層の投資家に重要な情報を提供できる可能性があるが、残念ながら現在の利用は、過度に宣伝的で偏った情報が特徴となっている。ソーシャルメディアがリテール投資家の意思決定プロセスに与える影響は、広範かつ多様である[76]。

IOSCO メンバーは、ソーシャルメディアがリテール投資家の行動や意思決定にさまざまな形で影響を与える可能性があることを指摘した。この点に関しては一般に次のような所見がある。

---

75 豪 ASIC の REP 735 によると、投資家は、投資判断を下す前に徹底的なデューデリジェンスを行うのではなく、デジタルチャネルやソーシャルメディア・プラットフォームを利用して投資に関する情報を入手している。

ASIC は最近、リテール投資家の動機、態度、行動に関する REP 735 報告書を公表したが、それによると、リテール投資家が最もアクセスするソーシャルメディアの情報源は、YouTube（20%）、Facebook（11%）、Podcast（10%）、（ソーシャルメディア上などの）金融インフルエンサー（10%）であった。過去 6 カ月間にさまざまなチャネルで投資に関する広告に気付いたかどうかを投資家に尋ねたところ、69%が何らかの広告を見たことを覚えており、最も多かった広告チャネルは YouTube（28%）、Facebook（23%）、Google 広告（22%）であった。

76 例えばケベック州金融市場庁（AMF）は、FOMO（Fear of Missing Out：取り残されることへの不安）に関する最近の調査結果について、若者はソーシャルメディアを投資の優れた情報源と考えていることが明らかになったと報告した。

- ソーシャルメディアは、情報源としてリテール投資家にますます利用されている[77]。
- ソーシャルメディアは、取引行動の増加全般（とりわけ特定の層における）に関連していると考えられる。すなわちソーシャルメディアは、自己指示型取引の増加や市場参加の拡大を後押しすることにより、リテール投資家の行動に影響を与えると考えられる。
- ソーシャルメディアは、虚偽の情報や「うわさ」を広めるために利用されたり、「群衆行動」を引き起こしたりすることもある。従って、リテール投資家はソーシャルメディア上のフェイクニュースに対して脆弱であると言える。
- ソーシャルメディア上のインフルエンサーやセレブリティといった特定の個人が、ソーシャルメディアを利用してリテール投資家の行動や意思決定に影響を与えると考えられる。
- ソーシャルメディアで提供される助言は多くの場合無許可であり、リテール投資家をリスクにさらしている。
- ソーシャルメディアは、無許可の行為だけではなく詐欺行為を助長するために意図的に利用されることもあり、詐欺犯はしばしばソーシャルネットワークを使用して詐欺的な投資オファーを広めている。

3.4.2. フィンフルエンサーやセレブリティのソーシャルメディアへの影響力の増大

さまざまな IOSCO メンバーが、ソーシャルメディアを介した「セレブリティ」、「インフルエンサー」、「フィンフルエンサー」[78]のリテール商品に対する影響力の増大について、特に以下の点を指摘した。

- 金融および投資インフルエンサーの数が大幅に増加
- リテール投資家の意思決定に影響を与えるセレブリティによる推奨の役割[79]、および無免許のファイナンシャル・アドバイザーがソーシャルメディア上でアグレッシブな投資アドバイスを提供する可能性

---

77 例えば香港 SFC は、2021 年の調査によると株式投資家の 49%が株式投資に関する情報をソーシャルメディアから入手していると指摘した。米 FINRA は、ソーシャルネットワークの利用は新しい傾向ではないものの、最近の FINRA の調査では、新規のリテール投資家の 14%が投資判断の際に情報源としてソーシャルメディアを利用していると指摘している。FINRA Investor Education Foundation and NORC at the University of Chicago『Investing 2020: New Accounts and the People Who Opened Them』（2021 年 2 月）を参照。

78 フィンフルエンサーは、ソーシャルメディアを通じて投資に関する情報とヒントを提供している。YouTube、Instagram、Facebook、Twitter、Spotify、ウェブサイトなど、さまざまなチャネルを通じてオーディエンスにリーチしている。投資に関する知識を共有したり、投資ポートフォリオについて語ったりするだけではなく、トレーニング、コースおよび会議から、サブスクライバー限定のオンラインコミュニティに至るまで、さまざまなサービスを提供している。中には、インフルエンサーがそのフォロワーに対して、特定の投資会社の顧客になることを勧める場合もある。オランダ AFM『The pitfalls of 'finfluencing'』を参照。

79 例えば米 SEC は、プロモーションのために受け取った支払いを開示せずにソーシャルメディアで暗号資産証券を宣伝したセレブリティを告発した。これは、セレブリティその他のインフルエンサーに対して、プロモーション活動による連邦証券法違反を避けるようにとの警告となった。当該セレブリティは和解に応じ、罰金、不正利得の返金、利息として 126 万ドルを支払い、SEC により進行中の捜査に協力することに同意した。SEC.gov | SEC Charges Kim Kardashian for Unlawfully Touting Crypto Security

- 投資判断の情報源としてソーシャルメディア上の「インフルエンサー」（無免許のオフショアインフルエンサーを含む）をフォローする投資家
- 投資家を説得することを目的とした「偽装広告」において、「成功した」投資について語る自国や地域の著名人（アスリートや起業家）

ソーシャルメディアの利用は、企業による無許可または規制を遵守しない金融商品の提供や資金調達を助長する可能性があり、場合によっては当該法域の適用法に違反するおそれもある。こうした形でのソーシャルメディアの利用は、規制下にない環境において不正行為を野放しにすることにもなりかねない。投資家間の健全で活発な議論は市場の活気を高める可能性があるが、一方でリテール投資家は、疑わしい投資アドバイスを行う自称投資の達人や、ソーシャルメディアチャネルの匿名性を利用して虚偽または誤解を招く情報を広めるおそれがある悪質な人物にも注意する必要がある。

- オランダ金融市場庁（AFM）が 150 人以上のフィンフルエンサーを対象に行った予備的調査[80]は以下のような結果となり、フィンフルエンサーとブローカーにあらためて規則の存在を思い出させた。
- フィンフルエンサーは投資をより身近なものにしているが、必ずしもフォロワーの利益を最優先に考えているとは限らない。
- 中立的な立場で投稿するフィンフルエンサーは少なく、透明性に欠けることが多い。
- 投資に関する助言が免許なしに提供されるリスクがある。
- 一部のフィンフルエンサーは、リスクの高い商品を宣伝している。

3.5. ソーシャルメディア上でのマーケティング活動

ソーシャルメディア上の広告は時に過激であると報告されており、虚偽または誤解を招く情報を提供することがよくある。規制下にない人物や企業がソーシャルメディアを利用して広告を行う場合、その内容は通常、金融規制当局によって監督されていない。パンデミックの発生以降、この傾向が続いている。ブローカーディーラー、投資アドバイザー、そして詐欺犯までもが Facebook、Twitter、Instagram で強固なプレゼンスを維持し、投資家を勧誘するためにソーシャルメディアをますます利用するようになった。

IOSCO の以前の調査結果[81]と同様に、ソーシャルメディアを通じた過激なマーケティング活動や顧客の最善の利益にならない販売手法を確認したと複数の IOSCO メンバーが回答している。また、スポンサーシップの取り決めや一流スポーツチームとの提携を利用するなど誤解を招くマーケティングの事例も報告されており、一般的なブランド名の認知度を高めることにより、CFD などの複雑で投機的な商品が大量消費のリテール市場に適しているとの誤解を招く印象を与えるおそれがある[82]。

---

80 注釈 75 を参照。

81 『Report on Retail OTC Leveraged Products』および『Report on Cross-Border Distribution and Digitalization』を参照。

82 2015 年のアイルランド中央銀行（CBoI）のレビューでは、CFD のマーケティング資料は、CFD のリスクとメリットの両方を概説するために十分にバランスのとれた方法で構成・提示されていない場合があることが判明した。

同様に、IOSCO ラウンドテーブルのフィードバックからは、例えば暗号資産のように一方が他方よりも優れた知識を持つ状況下において、ダークパッチのような形でマーケティングの手法がますます洗練されてきていることが明らかになった。これは金融市場における認知科学の統合であり、リテール投資家が投資するユニークなマクロ環境や COVID-19 のパンデミックの影響を伴うと、規制の観点からはリテール市場のコンダクト問題を悪化させかねない新たな問題を引き起こしている。

情報源が多様化する中で、リテール投資家がどのプラットフォームからどのように情報を得ているかも重要な点である。一部の回答者は、金融に関する助言を提供するブログ、無免許のセレブリティやフィンフルエンサーによるソーシャルメディア上の推奨や証言、メッセージンググループでの議論、高リスク商品のマーケティングや販売手法（例：Google 広告や Facebook 広告）などに、リテール投資家は圧倒されてしまうかもしれないと指摘している。こうした情報源には、その他のオンライン情報源、例えば政府のウェブサイト、銀行その他の規制対象金融機関が提供する金融情報、比較ウェブサイトなども含まれ得る。

例えば、英金融行為規制機構（FCA）は近年リテール消費者に対する高リスクプロモーションのマーケティングを改善するための方策を講じてきた。高リスク投資商品を提供する企業は、投資商品を発行する際に規制対象となる業務を行っていないことが多いため、FCA はこれらの企業に対して限られた権限しか持っていない。しかし FCA は、投資商品のマーケティング方法に関する金融プロモーション規則を策定することができる。この規則は、認可された会社がこれらの投資に関連する金融プロモーションを承認または実施する際に適用される。ただし FCA が金融プロモーション規則を執行し効果的に消費者を保護するためには、金融プロモーションをオンラインで監視する必要がある[83]。これにより FCA は、規則を遵守しない金融プロモーション、提供する許可を得ていないサービスを宣伝する業者または個人、すなわち投資詐欺を特定し、対処することができる。FCA は、消費者に警告を発しウェブサイトを削除する措置を講じることで、不正な活動を停止させることを目指している[84、85]。

複数の IOSCO メンバーは、ソーシャルメディアが過度の投機を助長し、ファンダメンタルズに基づかない投資につながっている可能性があると指摘した。以下は、ソーシャルメディアを介した詐欺行為の最もよく見られるパターンである。

- 詐欺犯は、Instagram や Facebook の広告・ページ、Google 広告などのソーシャルメディア・プラットフォームを利用して、消費者を誘惑する。ほとんどの投資家にとって不適切な高リスクの投資プロモーションや、虚偽または誤解を招

---

83 FCA はオンラインプラットフォームと緊密に連携して、オンライン広告による被害を防止するという公約をオンラインプラットフォームがより確実に実行するようにしている。例えば FCA は、Google と連携して同社が新しい金融サービス広告ポリシーを導入して以降、同社のプラットフォーム上で無許可の事業者による規則を遵守していない有料広告が大幅に減少したことを確認している。

84 2021 年、FCA は無許可の業者や個人に関する消費者警告を 1,410 件公表した。これは 2020 年から 18%増加している。その警告のうち 30%弱は「クローン詐欺」に関するもので、その多くはオンライン金融プロモーション規制違反に関するものであった。

85 FCA は、Perimeter Report 2020/21 において、無許可の業者が「金融商品の販売勧誘に関する規則（Financial Promotions Order）」（この分野の英国の法律）のうち、「富裕層」や「洗練された」投資家に関連する適用除外を利用してリスクの高い投資を売り込むケースが増えていると指摘した。FCA は、金融プロモーション規則を強化した結果、ハイリスクな投資や詐欺において一般消費者をターゲットにするために適用除外を利用したり、利用すると偽ったりする無許可発行体が増えている証拠を確認した。また、無認可の業者が、一般消費者に自己認証するよう指導することで、これらの適用除外規定を悪用している証拠を確認した。これらのテストに適合しない投資家が、多くの場合、規制下にない業者によって商品を「押しつけられて」いるのである。

くような主張をする広告、現地の規制当局の管轄に入るかどうか不明な詐欺を行っている。

- 一部の悪質業者は、ソーシャルメディアを操作や詐欺の道具として利用することがある。特定の銘柄に関する見解や推奨について誤解を招くような情報を公表し、その推奨と反対の取引を行うことにより違法な利益を得ている。
- 当局の監督下にない企業やデジタルプラットフォームの中には管轄法域の適用法を遵守していないものもあり、ソーシャルメディアを通じて投資スキームや一般から資金を調達するスキームを勧誘している。こうした企業は、規制上の情報要件を遵守することなくリテール投資家をリスクの高い商品にさらすだけではなく、ポンジスキームや詐欺につながる（またはその可能性がある）非公式な活動にまでさらしている[86]。

3.6. ソーシャルメディアがリテール投資家に与える全体的な影響に関する IOSCO メンバーの見解

総じて、ソーシャルメディアがリテール投資家の行動や意思決定に与える影響について、IOSCO メンバーは否定的に受け止めており、さまざまな懸念が指摘されている。IOSCO は、リテール投資家の投資判断においてソーシャルメディアの利用が増加していることの規制上の意味、およびソーシャルメディアがリテール投資家の行動や判断に影響を与える方法について、さらに検討する可能性がある。規制当局がソーシャルメディアに関連する詐欺や不正行為その他の新たなリスクを検討する際にどのような規制ツールを選ぶことができるかについては、第 7 章でさらに検討する。

多くの市中協議回答者は、ソーシャルメディア・プラットフォームとの直接的かつ緊密な連携が、特にリテール投資家とのさまざまな関与手法の効率性を評価する上で、重要な役割を果たすことができるだろうと述べている。一部のメンバーはさらに進んで、インターネット企業に一定の投資家保護関連義務を課すことを提案している。例えば英 FCA は、英国のオンライン安全法案をめぐる議論に寄与した。FCA は Perimeter Report 2021/22 において、詐欺犯罪に関連するコンテンツを「優先度が高い」違法コンテンツとして指定する一方で、詐欺的な有料広告から消費者を保護するために最大手のオンラインプラットフォームに対する義務を法案に含めるという英国政府の発表を歓迎した。

---

86 例えば、興味深い詐欺の手口として「国際恋愛詐欺」がある。詐欺の犯人は SNS やマッチングアプリを利用して被害者にアプローチする。何度もメッセージのやり取りをした後、犯人を友人か恋人と思い込んでいる被害者に対して犯人が特定の海外 OTC デリバティブサービス業者を勧めるが、実はこれが詐欺である。当初、取引は順調に進んでいるように見え、被害者はさらに投資するよう誘われる。しかし、資金の引き出しは受け付けられず、サービスが突然停止される。このパターンは、最近、特定の法域で増加していることが確認されている。http://www.kokusen.go.jp/e-hello/news/data/n-20200213_2.html

第 4 章　変化する詐欺の状況および主要なコンダクト問題

- リテール投資家に対する詐欺行為は増加傾向にある。金融サービスのデジタル化が進み投資家がオンライン販売の手法に慣れるにつれ、詐欺犯はより簡単かつ安価な方法で虚偽の情報を広め、より広いターゲット層にリーチしやすくなり、検知や訴追を回避しようとする規制・監督上の裁定行動が可能となった。
- 詐欺犯が従来の手口を使い（インターネットや技術の利用を増やしつつ）詐欺を働き続けている一方で、暗号資産や技術をベースにした新しい形態の詐欺が増加している。こうした詐欺は、主にリテール投資家に対するなりすましと行動科学的手法に基づいており、過激なデジタルマーケティングやプロモーションを伴う。
- 国境を越えた国外の実行犯による詐欺行為の脅威は、長く続く世界的な問題となっている。**IOSCO** には、各規制当局がクロスボーダーオンライン詐欺に関して直面する諸問題に対処するという役割がある。そのため、共通の問題をマッピングし、国境を越えた協力を強化する方法を模索する。
- 規制の不都合や裁定の問題、国境を越えた活動によって生じる法的問題、国境を越えたオンライン取引に関するデータの欠如は、他の法域に拠点を置く業者によって商品が国境を越えて提供されている場合、規制当局の対応を複雑なものとする。その結果、クロスボーダー案件の監督と執行が困難になっている。法域間の協力の強化は、こうした問題の解決に役立つと考えられる。
- オンラインおよびクロスボーダー詐欺に対しては、包括的な規制アプローチの見直しが必要となる可能性がある。規制当局は、リテール詐欺と闘うため、国内外の関係者との連携、特にサービスプロバイダーやオンラインプラットフォームとの連携を検討すべきである。
- 規制当局は、リテール投資家の損失を迅速に回復するための救済メカニズムを検討すべきである。

背景

本章では、第 2 章と第 3 章で解説した最近のリテール市場の動向に基づき、変化を続ける詐欺の状況、および新たなコンダクト問題について考察する。メンバーからのフィードバックに基づき、巧妙化する詐欺のパターンや、詐欺犯がその目的のために新しい手法や技術をどのように使っているかを提示する。

現在の市場環境は、第 2 章で取り上げたすべての理由から、不正企業、すなわち法域の適用法を遵守しない企業による詐欺行為を育む豊かな土壌を作り出してしまったと言えるかもしれない。この状況は、特に過去 2 年間に報告された詐欺行為やリテール投資家の損失の大幅な増加によって証明されている[87]。これは、COVID-19 のパンデミックと時期が重なっている。

投資家が現在のパンデミックから受けているプレッシャー、個々人の経済的苦境、最近のボラティリティの増加、リテール投資家による合成レバレッジの使用の増加、技術の発展など

87　リテール投資家の損失額について、英 FCA は、2020 年 4 月から 2021 年 3 月までに英国で 23,378 人の消費者が推定 5 億 6900 万ポンドの投資詐欺による損失を被り、2018 年からほぼ 3 倍に増加したという報告を発表した。英 FCA の報告書『Consumer Investments: Strategy and Feedback Statement』を参照。

の要因がすべて相互に絡み合って、詐欺行為の水準上昇に寄与し、詐欺が発生しやすい状況を作り出したと考えられる。特に、第 2 章と第 3 章で分析した幾つかの技術の発展は、新しい詐欺の手口の出現・拡散を可能にしたと思われる[88]。

4.1. 最も多く観察された詐欺行為

市中協議に対するフィードバックは、リテール市場における詐欺行為の新たな展開に焦点を当て、リテール詐欺の新たなトレンドと進展を明らかにした。

回答者は根強く続く詐欺行為を主に次の 2 種類に説明・分類しており、いずれもオンラインの要素を持っているものと言ってよい。

- ポンジスキームや不正支払いなど従来型の詐欺行為
- 技術チャネルを通じて行われる暗号資産や技術をベースにした新しい形態の詐欺行為（リテール投資家に対するなりすましと行動科学的手法の使用に基づくもの）

本章では、メンバーおよびステークホルダーのフィードバックに基づき、最もよく観察される詐欺の種類とパターン[89]を紹介する。

4.1.1. 従来型の詐欺行為

誤解を招くような情報・販促物やパンプ・アンド・ダンプ・スキーム：この詐欺行為の手口は、RMTCF による短期報告書（「1.2. 過去の RMCTF 報告書」参照）でも強調されているように、多くの法域で根強く続いている問題である。パンプ・アンド・ダンプ・スキームを伴う情報操作事件（各金融商品の価値に関連する虚偽または誤解を招く情報の流布）が多く見られている[90]。典型的なパンプ・アンド・ダンプ・スキームでは、まず詐欺犯が企業に関する虚偽または誤解を招くような情報を流して株価をつり上げようとする。株価が上昇した後、犯人は第 2 段階に進み、自身が保有する株式を売却して利益を得ようとする。

ポンジスキーム・ピラミッド型詐欺スキーム：詐欺犯は、投資経験が浅いか、または全くないリテール顧客をターゲットとして、FX や暗号資産取引に関連する商品への投資を促し、多額の投資による高い収益性を約束する。新しい投資家からのキャッシュフローは、以前の投

---

88 例えば英 FCA は、規制対象外の活動や商品に関する詐欺について消費者ヘルプラインに寄せられる問い合わせが増加していると指摘している。英 FCA の報告書『Consumer Investments: Strategy and Feedback Statement』を参照。

89 仏 AMF は 2021 年の年次報告書で、AMF Epargne Info Service ヘルプラインに報告された規制対象外の業者に関する依頼の上位が、暗号資産投資、FX 投資、偽投資であったと明らかにした。フランスおよび欧州の投資サービスプロバイダー、金融投資アドバイザー、資産運用会社を標的とした個人情報の盗難が規制対象外の業者に関する依頼の 27%を占め、この形態の詐欺行為がより一般的となりつつある。https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2022-07/AMF_RA21_EN_0.pdf（55 ページ）を参照。

英 FCA の『Consumer Investments Data Review (April-September 2021)』では、FCA の消費者ヘルプラインに報告された主な詐欺の種類を、ボイラールームと呼ばれるテレマーケティング詐欺、暗号通貨詐欺、FCA へのなりすまし詐欺と特定している。この期間に無許可の業者や個人について出された警告の約 25%が、クローン業者に関するものであった。

90 例えば EU で最も一般的な類の詐欺の一つに、目論見書要件に違反した電話による株式の勧誘がある。犯人は EU 域外の国にいることが多いため、国境を越えた問題という側面が強い。投資家は、未公開株であるものの株式公開（IPO）が間近に迫っていると言われることが多いが、株式の発行企業は、実在しないか、あるいは勝手に名前を使われている。犯人は株式を所有しておらず、有名企業の名前を使って投資家をおびき寄せようとしているだけである。

資家への支払いに使用される。商品は、オンラインコースやトークンのようなもので、被害者がさらに被害者を誘い込んで支払いをさせることで、初めて機能する。

偽または模倣取引プラットフォーム、不正支払い、なりすまし：IOSCO「リテール投資家向け OTC レバレッジ商品に係る報告書」[91]で明らかにされているように、投資家に模倣「取引プラットフォーム」へのアクセスを提供する無許可投資会社の数が増加している。このプラットフォームは、基本的には詐欺犯により展開される偽の「ライブデモ」であり、収益性が高い株式をシミュレートしている。この会社は、投資家に代わって「ポートフォリオ管理」サービスを提供する。投資家は口座に資金を投資し、最初は利益を上げているように見えるが、最終的には資金を失う。ほとんどの場合、一時的なプラットフォームやウェブサイトはプライベートフォーラムに表示されるが、一定期間後に消失し明らかな痕跡を残さない。詐欺犯は、取引を容易にするプログラムをインストールするよう顧客に勧めることもあるが、この活動は実際には顧客の個人口座から資金を盗むために利用される。詐欺犯はまた、規制当局など信頼できる機関になりすまし、潜在的な被害者に商品に関する虚偽の情報を広めることもある。

クローン投資会社：一般的な詐欺のパターンとして、この種の詐欺は正規の投資会社、クレジット会社、融資会社であるかのように見せかけて、実際には適切な認可を受けていない会社を利用する。金融セクターにおける ID 情報の盗難は今に始まったことではないが、その手口ははるかに巧妙化し、広範囲に広まっている。詐欺犯は、広く名前が知られた登録企業の詳細を使用することにより、本物に見せかけようとする。多くの場合、詐欺会社は、信頼性と健全性を印象づけるために有名な認可企業の名前を使用し、そのウェブサイトを巧妙にまねる[92]。詐欺犯のウェブサイトには通常、偽の取引プラットフォームへのリンクが掲載されており、しばしば正規企業の詳細（社名、ロゴ、住所、認可番号・企業登録番号、電子メール）をそのまま引用し、顧客とやりとりする電子メールの中でこれらの企業との関連を読みにくい小さな活字で記載している[93]。

FX やリテール向け OTC レバレッジ商品を提供する無許可もしくは偽のオンラインプラットフォームまたは詐欺：このパターンの詐欺は主にオンライン上で行われ、Instagram などのソーシャルメディアで多く見られる。主に海外に拠点がある無規制・無許可の仲介業者が外国人投資家をターゲットに、FX デリバティブなどの複雑な金融商品を取引する機会を提供する。顧客をおびき出す手口として、非常に高いリターンがすぐに得られると約束し、利益を保証する。顧客に対しては投資の増額を繰り返し促すが、実際にはある時点で口座が停止され、すべての通信が遮断される。

4.1.2. 暗号資産と技術をベースとした新しいタイプの詐欺行為

---

91 『Report on Retail OTC Leveraged Products』2018 年 9 月。

92 米 FINRA も、その出版物に記載しているように、既存の登録投資専門業者を装うクローンブローカーまたはアドバイザーの増加を報告している。FINRA に対する数社の企業からの報告によれば、悪意のある詐欺犯が公認証券外務員の名前その他の情報を使って当該外務員の個人サイトのように見える偽のウェブサイトを開設し、最終的には金融詐欺を行えることを目的としてこれらのサイトを使用し、潜在顧客から個人情報を収集している。『FINRA Regulatory Notice 20-30, Fraudsters Using Registered Representatives Names to Establish Imposter Websites (August 20, 2020)』https://www.finra.org/rules-guidance/notices/20-30、および『FINRA Investor Insights, Beware of Broker Imposter Scams (July 27, 2021)』https://www.finra.org/investors/insights/broker-imposter-scams を参照。

93 ウェブサイトは、より本物らしく見せるために、隠された料金や頭金の支払はないとしていることが多い。しかし、こうした詐欺は通常「前払い金詐欺」を伴う（すなわち、融資を受ける前に前払い手数料を支払う必要があるといったもの）。

詐欺全体の中で最も大きな被害をもたらす詐欺のパターンは、依然として「オンライン詐欺」である。詐欺犯にとっては、低リスクでもうけが大きく、しかもほとんど姿を見せずに済むからである[94]。回答者は、この種の詐欺の首謀者は、規制されていない業者やフィンフルエンサーであるとしている。

暗号資産詐欺：最近の景気後退にもかかわらず暗号資産の市場価格は大幅に上昇しており、この市場セグメントは詐欺犯の格好の標的となっている。暗号資産およびその関連商品は、非常に投機的で価格変動が激しい。さらに暗号資産取引プラットフォームは、規制制度の外にあるか、または規制制度を遵守せずに運営されていると言ってよい。その結果、リテール投資家保護に関するさまざまな問題が生じていると言える。例えば、最近注目されている暗号資産詐欺に「ラグプル詐欺」[95]がある。ラグプル詐欺は、多くの場合、詐欺犯が新しい暗号資産、DeFi プロトコル、あるいは NFT 関連のプロジェクトなどを勧誘して資金を集め、集めた投資家の資金とともに姿を消すというものである。悪意のある開発者は偽の ID で資金を調達できることを悪用し、自己実行型スマートコントラクトのプロトコルコードに「バックドア」を仕掛ける「バグ」や欠陥を埋め込んでユーザーの資金を盗み、出口詐欺を実行することが多い。

新しいタイプのボイラールーム詐欺：この種の詐欺では、投資会社が新規顧客を獲得するために、いわゆる「ボイラールーム」と呼ばれる別会社を利用する。ボイラールームとは、通常はコールセンターと呼ばれる場所や業務で、営業担当者が潜在的投資家リストに電話をかけ、投機的な、時には不正に提供された証券を売りつける。詐欺犯は直接的に詐欺を行うか、あるいは別のウェブサイトに投資家を誘導しそこで詐欺を行う。詐欺の商品は通常、宣伝された特徴を伴わないか、完全にでっち上げられた商品である。多くの場合、詐欺犯は、さまざまなコミュニケーションチャネルを使用してコールドコール戦略を行う。さらに、詐欺犯はその後「リカバリールーム」詐欺を行うこともあり、この場合犯人は信頼できる企業を装い、詐欺被害者に損失を取り戻すと言って前払い手数料をだまし取る。

ソーシャルメディア詐欺：詐欺犯が金融インフルエンサーを名乗り、ソーシャルメディアを利用して被害者と関わり、不正な利益を得る。犯人は、CFD などの不適合な商品を被害者に勧めたり、被害者を誘い込んで詐欺犯の口座に送金させたりする[96]。

その他、よく見られる詐欺の種類は以下の通りである（いずれも無許可の活動関連）。

- 無許可のオンライン・ポートフォリオマネジメント
- いわゆる「新規暗号資産公開（ICO）」

---

94 英 FCA の『Consumer Investments Data Review (April-Sep 21)』によると、FCA の消費者ヘルプラインに報告された主な詐欺の種類は、ボイラールーム、暗号通貨詐欺、FCA へのなりすまし詐欺、リカバリールーム詐欺、FX 詐欺、前払い金詐欺である。FCA の ScamSmart ウェブサイトに報告された商品または機会のうち最も多かったのは、暗号通貨、年金振り込み、債券、FX であった。ScamSmart への暗号通貨に関する報告は、前 6 カ月間で 49%増加した。この期間中に、FCA は不正な業者や個人について 735 件の警告を発し、このうち約 25%はクローン業者に関するものであった。

95 2022 年の Chainanalysis レポートによると、2021 年のラグプル詐欺による被害額は 28 億ドルに上り、暗号資産詐欺の全被害額の約 37%を占めている。

96 IOSCO『Retail Market Conduct Task Force Consultation Report』（2022 年 3 月）。別の例としては、米 SEC が、ソーシャルメディア・プラットフォームを利用して取引所取引銘柄を操作した 1 億ドルの証券詐欺スキームで、8 人の個人を告発したと発表した。https://www.sec.gov/news/press-release/2022-221 を参照。

4.2. デジタルプロモーションおよびオンラインマーケティングを伴う不正行為

ほとんどの場合、詐欺行為は、コールドコール、広告キャンペーン、ソーシャルメディア上の偽広告、偽の推奨などを伴い、リテール投資家をプロの投資家に変えることを約束する[97]。別のケースでは、より脆弱な高齢投資家やアフィニティグループをターゲットにする。詐欺事件の多様性は、悪質業者や詐欺・無許可業者が、いかに工夫を凝らし誤解を招くような提供手法を駆使してリテール投資家の弱点や脆弱性を悪用しようとしているかを示している。

4.3. オンライン詐欺に対する規制アプローチ

オンラインプラットフォームを悪用した詐欺事件が増加している。違法なオンライン詐欺に対する投資家保護は、法律で明確な義務を課すことにより可能な限り強化することができる[98]。

詐欺の犯人はすぐに法律のギャップを見つけ、それを悪用する。従って、規制プログラム（英オンライン広告プログラムなど）は、プラットフォームだけでなく、広告サプライチェーン全体のすべての関係者の役割を含む、規制の枠組みの全体的な見直しを検討する必要がある。これには、広告主、プラットフォーム、広告スペースを提供するパブリッシャー、そして広告主とプラットフォームやパブリッシャーをつなぐ仲介業者が含まれる。このように、場合によっては金融詐欺のマーケティングに利用されかねないウェブホストやソーシャルメディア企業などのサードパーティとの連携は、不正行為を抑止する効果的かつ有益なツールとなり得る。

そうした権限を持つ一部の回答者は、内部告発者が詐欺を報告しやすくすることや、規制当局によるブローカーのモニタリング強化を提案した。IOSCO メンバーが、執行上の懸念事項である規制・監督上の裁定についてさらに議論を進め、一定の分野で潜在的な協力の可能性を探ることは有益であろう。

規制・監督上の裁定は、依然として社会全体に対する重大な損害の原因となっており、IOSCO メンバーの執行措置の有効性を低下させている。これは、オンラインマーケティングおよびデジタル化の流れに特に関連性が強い問題である。なぜなら、オンライン違法行為の加害者は、規制のギャップや差異を利用した詐欺行為や、規制が緩い法域に意図的に置かれたペーパーカンパニーを通じた詐欺行為を行う傾向があるためである。このような場合、IOSCO メンバーは、不正行為に関与する個人・事業者、またはオンラインで販売される商品に対して管轄権を持たない、あるいは外国の規制当局からの支援要請に応えるために必要不可欠な情報を入手することができない場合がある。規制の裁定問題に対処するため、IOSCO の『Report on Retail Distribution and Digitalisation』は、規制・監督上の裁定に対処するための追加的な取組みを推奨している。IOSCO メンバーはこれにより、国際的な執行協力を促進

---

97 これらのサービスを使えば、証券にアクセスしてさまざまな操作（証券取引所、CFD、FX、暗号資産など）を実行することができる。この場合、ユーザーは自分の資本を危険にさらすことなく、見返りとして利益の一定割合を得られるようである。また、「トレーニングコースにリンクした融資付き取引口座」と呼ばれる詐欺も増加している。

98 この点について、英国政府が近々発表するオンライン安全法案（OSB）は、オンライン詐欺に対処することが期待されている。同法案は、ユーザー間サービスおよび検索サービスのプロバイダーに対して、プラットフォーム上の違法コンテンツによるユーザーへの被害リスクを評価、軽減、管理するなどの幅広い義務を課す。さらに、最大手のプラットフォームは、自社のサービス上で詐欺的な有料広告が公開またはホストされることを防ぐために、相応のシステムおよびプロセスを導入する必要がある。

し、グローバルな規模で投資家保護を強化するため、規制・監督上の裁定に対処する追加的な取組みを検討することができるだろう[99]。

4.4 国境を越えた詐欺－問題と課題

4.4.1. 無許可の外国企業

詐欺行為、特に国境を越えた国外の実行犯による詐欺行為の脅威は、長く続く根強い世界的な問題である。IOSCO は、『リテール OTC レバレッジ商品に関する報告書（Retail OTC Leveraged Products Report）』および『リテール流通とデジタル化に関する最終報告書（Final Report on Retail Distribution and Digitalisation）』において、この問題のさまざまなインプリケーションを分析している。多くの規制当局は、国境を越えて詐欺を行ったり詐欺を助長したりする個人や事業者についてこれまで警告を発表してきている。警告は現在も続いており、規制当局のデータによると、こうした警告は過去 24 カ月間で劇的に増加している[100]。

未登録または詐欺行為を行う OTC デリバティブ会社の活動は、問題があるクロスボーダー活動のよく見られる事例で、被害者を誘い出すためにさまざまな手口を用いており、リテール投資家の最も差し迫った問題の一つである。また一部の EU 加盟国は、EU 域内の投資会社の子会社が EU 域内の顧客に対して商品や投資サービスを提供している場合に、リテール顧客がデジタルプラットフォームを通じて商品や投資サービスを最終的に提供する法人を特定することが難しくなっていることに注意を喚起した。また、オフショア法人がリテールブローカー向けに商品をマーケティングするケースも、効果的な監督と執行についての課題を提示している。さらに、事業者が相互に依存する業務を複数の法域に分散して行う体制を構築しているケースも、規制当局に対して実務上および法律上の困難をもたらしている[101]。

欧州証券市場監督局（ESMA）は 2018 年、第三国のグループ内企業が、顧客の IP アドレスに基づいて EU 域内の潜在的リテール顧客を対象とするオンラインマーケティングプラットフォームを使用し、欧州の商品介入措置で課せられた制限よりも高いレバレッジで CFD を取引できると宣伝していることに気付いた。

また、特に自己指示型取引やゲーミフィケーションの関連では、国境を越えた商品・サービスの提供も引き続き問題となっている。一部の IOSCO メンバーは、ギャンブル的な商品や行為に対するリテール投資家の関心の高まりとの関連性を指摘した。このような商品が他国に拠点のある企業によって国境を越えて提供される場合、規制上の不都合な問題が生じる。商品が提供される法域の規制当局が所轄官庁[102]になるとは限らず、取引アプリを提供する企業に対する規制の欠如がさまざまな法域で引き続き問題になっている。例えば欧州の場合、他の法域からのサービス提供の自由に基づいて（または逆勧誘ベースで）運営されるネオブロ

---

99 『Report on Retail Distribution and Digitalisation、Recommendation 5、Enforcement Toolkit』

100 例えばアイルランド中央銀行（CBoI）は、アイルランドで消費者に金融サービスを無許可で提供していた企業や、アイルランドで認可された事業体の詳細を複製していた無許可企業に関連して、2020 年だけでも 24 件の警告通知を発行している。

101 例えば、米 SEC のスタッフは、調査に対する回答の中で、執行上の課題として、米国外に置かれた詐欺の収益の所在を特定することを挙げている。SEC のスタッフは、IOSCO の多国間情報交換枠組み（MMOU）や強化された多国間情報交換枠組み（EMMOU）などの情報共有の取り決めに基づき関連する外国当局に支援を要請し、収益の受領者を特定し収益の所在を追跡する記録を取得することにより、この課題にうまく対処していると回答した。https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_crossborder.shtml#secintlcases を参照。

102 欧州で定義されている所轄官庁とは、法的に委任もしくは付与された権限、または指定された機能を実行する権限を持つ組織であり、通常は国の法令や規則の遵守を監視する。National Competent Authority - EUPATI Toolbox

ーカーがリテール投資家にサービスを提供しており、通常はゲーミフィケーションの手法を採用している。このようなサービスは国境を越えて提供されるため、規制当局による協調的な対応が必要となる。

4.5 企業がクロスボーダー詐欺に使用する戦術、活動、チャネル

多くの無許可投資サービスプロバイダーは、ターゲットとなる投資家に海外のオンライン取引プラットフォームを通じて取引をさせるため、リテール投資家向けの手数料を低額または無料にしたり、ソーシャルメディアや取引シグナルを無料で利用できたりといった魅力的なおとりを使用することが多い。最も多く提供されている商品は、暗号資産、FX デリバティブ、CFD、オルタナティブ投資商品などであるが、これらに限定されない。

ソーシャルメディア（Instagram、Facebook、出会い系アプリなど）を介したダイレクトターゲティングも非常に一般的である。また、不正企業は「ボイラールーム」も利用する。このような企業は、（ウェブサイトや通信文に偽の ID を使用して）登録業者であると称したり、投資家が住む法域に拠点を置いていると主張したりするケースもある。無許可のリテールクレジット会社や貸金業者は、VOIP を使用したコールドコールで、正規のプロバイダーの番号を偽装する[103]。

また、詐欺犯は、IOSCO メンバーのロゴを使用したりライセンシーになりすましたりして自らの業務に正当性を持たせ、その結果、リテール投資家に対して厳しい規制監督下にある金融サービス会社やライセンシーと取引していると思わせ、他の法域のリテール投資家に誤った安心感を与えることもある。

報告された詐欺の中には、人による従来型の詐欺と、クロスボーダーの要素も含むオンライン詐欺を混在させたものがある。ある例では、詐欺犯がどのようにターゲットを感情的におびき寄せようとするかが説明されている。友情やロマンスを装って信頼感を築き、次に、例えば海外の OTC デリバティブ・サービスプロバイダーを勧めるが、これは実際には詐欺である[104]。

4.5.1. 国境を越えた投資サービス提供に関するリテール投資家の苦情

自国法域で投資サービスを提供する外国事業者に対する国内リテール投資家の苦情全体を見ると、主に次のように分類される。

- 外国の取引プラットフォームによる過激な商習慣とリスクが高い商品のマーケティング[105]
- 口座の閉鎖が困難または不可能

---

[103] この手口では、国内の正規の会社からの電話であると主張したり、正規の会社の関連会社であると主張したりする。偽装された番号を追跡するのは非常に困難である。また、詐欺犯はライカモバイルの携帯電話番号を使って、潜在顧客と連絡を取る場合もある。ライカモバイルは SIM カードのみを販売しており、個人に登録されることは絶対にない。

[104] 被害者がオンラインセミナーで詐欺サービスを勧められる事例も多数確認された。また複数の大学で学生が直接声をかけられ、特定の海外 OTC デリバティブ会社で使用できる特別な取引手法やプログラムが収められているという USB メモリを購入するよう勧められたが、実際に入っていたのはマルウェアであった。

[105] 最も一般的なパターンは、一方的に繰り返しかかってくる電話やテキスト送信、投資へのインセンティブの提示、すぐにもうかるという約束などである。

- 注文執行に関する問題[106]
- 自国法域外に拠点のある業者に顧客をリダイレクト[107]
- 投資助言の違法な提供
- 海外にあるオンライン取引プラットフォームから投資資金が引き出せない
- 第三の法域で投資をするための、一つまたは複数の法域における資金調達[108]

IOSCO には、各規制当局が管轄外の事業者に関して直面する問題に対処する役割があると言えるだろう。そのためには、国境を越えたより広範な協力によって共通の問題をマッピングし、役立つ方法を探ることが必要である。共同のあるいは協調的な執行調査は、国境を越えた実行犯に対処するための有用な手段となり得る。今後、管轄権の範囲に関する問題については、IOSCO メンバー間の協力を強化し、そのためのインフラ（IOSCO MMOU および EMMOU の下での執行協力と情報共有を含む）が目的に適合するようにしておく必要があるだろう[109]。このような執行協力は、国際的に活動する悪質業者に対する合同捜査の実施や、悪質業者に対する協調的な業務停止命令などの形をとることができる。

市中協議文書では、クロスボーダー取引に関する問題、およびそれに付随する規制当局の協力や情報共有について関係者に質問した。回答者は、クロスボーダー取引への規制当局の対応をおおむね支持したが、データの入手可能性やリテール取引における商品識別性など、未対応の課題も指摘した。また、IOSCO に対しては、規制当局間の連携やコミュニケーションの強化、および国境を越えた監視と分析を実施するため各国の当局に割り当てられる財源の拡充を求めた。また、一部の回答者は、リテールのクロスボーダー取引に関するより厳格な措置に賛成すると述べた。

国境を越えた問題に起因する複雑さや、法域や地域による規制アプローチの違いから、市中協議の回答者は、規制に対する一律のアプローチは実行不可能であること、そして規制当局間のデータ共有は法域を越えた二国間または多国間の調整を大幅に強化することができるだろうと強調した。同様に、規制当局が悪質業者を特定するためウェブサイトのドメイン名登録機関と関わることは、法律上および規制上の要件に違反しない場合、直面する課題の幾つかに対処する上で役立つと考えられる。

---

106 顧客は、例えば、自身の売買注文やさまざまなポジションが実行されなかったり、逆に知らないうちに自身の名前で発注されたりしたと不満を述べている。こうした事態は結果的に、一方では望まない投資が実行され、他方では誤った注文執行あるいは注文が全く執行されなかったことによる損失をもたらした。

107 例えば EU の多くの事例では、投資家が、最初に契約を結んだサービスプロバイダーの海外子会社にリダイレクトされたと回答している。このように、認可を受けた欧州のサービスプロバイダーで投資を行っていると思っていたリテール投資家が、知らないうちに、EU 法が提供する保護の恩恵を受けられない第三国の事業者にリダイレクトされていた。

108 多くの場合、資金は 1 つまたは複数の法域で調達される。資金調達では、消費者に投資を促すために詐欺的な表現が使われることがある。こうした表明には、第三の法域における多額の資産に対する保証が含まれていることがあるが、実際には資産が正確に説明されていなかったり、保証が不十分または全く存在しなかったりすることがある。

109 さまざまな関係者から、IOSCO は情報源として機能するとともに、各規制当局がより広範な協力のため共有の枠組みを確立するのを支援すべきであるという意見が出された。

4.6. リテール投資家の損失を迅速に回収するための救済メカニズム

リテール投資家に損失が発生した場合、さまざまな回収・制裁メカニズムが設けられており、それには行政処分や刑事制裁が含まれる場合がある[110]。例えば、懲役、罰金（刑事・行政）、許可の停止・剝奪などが、不正行為の重大性に応じて法律により適用される場合がある。

不正行為を回避し秩序ある取引を行うためには信頼できる抑止力が重要である一方で、リテール投資家が損失を回収するための効果的な事後的救済メカニズムを整備することも重要である。投資家が、規制されていない個人や企業、あるいは規制を遵守しない業者による詐欺被害にあった場合、その回収は困難になる。さらに、訴訟費用が損失額を上回る場合もある。そうした場合に備え、投資詐欺の回収のための枠組みを改善することができる。例えば、だまし取られた資金を暗号資産投資会社やその取引銀行から回収するためのプロセスを短縮・簡略化することで、人生が変わってしまうほどの損失を経験した被害者への影響を軽減できる可能性がある[111]。リテール投資家の損失回復を早めるためにそうしたツールを検討する際には、技術的に中立な規制アプローチを採用する必要があることに留意すべきである。

規制対象である個人が不正行為に関与した場合、リテール投資家にはさらに幾つかの選択肢があり、その一つが証券仲裁制度という回収の仕組みである。この制度では、投資家から要請があった場合、ブローカーディーラーおよびその外務員は仲裁に応じる義務があり、規制当局は民事紛争処理を規制ツールキットの一部として検討することができる。従って、投資家の紛争解決といった手段を通じて、民事再生へのアクセスが容易になる可能性がある。

証券仲裁は、ブローカーが損失に対する補填金を支払うよう要求される裁判手続きよりも安価で迅速である可能性がある。規制当局には、可能な限り、投資家が規制対象の業者や個人に対する仲裁開始を選択することができるような規制上の制裁を提供する同様のシステムの構築を検討する余地がある。

この問題に関しては、IOSCO による最終報告書「リテール投資家の苦情処置と補償制度（Complaint Handling and Redress System for Retail Investors）」（2021 年 1 月）が、リテール投資家は資本市場の重要な参加者であり、その権利・利益の保護は資本市場の健全で安定した発展の基本であることを明確に示している。投資家や金融消費者が不正行為や違法行為によって被害を受けた場合、その問題に対処するための効果的なメカニズムの存在は、被害を受けた個人にとってだけでなく、市場規律の改善や金融市場に対する投資家の信頼の促進など、正の外部性を生み出すためにも重要である。この観点から、本報告書では、9 つの「サウンドプラクティス」が記載されており、その中で特に以下の側面をカバーしている。

- さまざまな苦情処理システムの認知度を高めるための取組み。
- 苦情処理のシステムへの対策を講じる。
- リテール投資家からの苦情に対して、幅広い解決手段を提供するよう金融サービス提供者（FSP）に促す。

---

110 『Credible Deterrence In The Enforcement of Securities Regulation』（IOSCO、2015 年 6 月）

111 暗号資産のリテール投資家への販売・保管、取引、決済、執行、濫用行為に関しては、IOSCO フィンテックタスクフォースの暗号・デジタル資産（CDA）ワークストリームが 2023 年上半期に報告書の公表を目指しており、分散型金融（DeFi）ワークストリームでもさらなる検討が予定されている。OR03/22 Crypto-Asset Roadmap for 2022-2023 (iosco.org)を参照。

- 投資家教育の取組みにおいて、新たな、もしくはさらに分野を特定するために苦情に関するデータを利用する。
- 苦情に関するデータを規制・監督目的として利用する。
- リテール投資家に対して苦情処理システムに関する経験を提供するよう求める。

第 5 章　開示、商品設計、商品介入

- 企業による従来の開示[112]では、金融サービス市場における複雑性の問題は必ずしも解決できない可能性がある。従って、開示はリテール投資家の注意を引くために競争すべきものであり、投資家保護における独立したデフォルトの選択肢（ボックスにチェックを入れれば済むもの）と認識されるべきではない。
- ほとんどのリテール投資家は、専門用語の過度の使用、冗長で使いにくいフォーマット、開示資料の送付方法などが原因となり、開示と悪戦苦闘している。開示は、ターゲットである投資家層のニーズに合わせてカスタマイズする必要がある[113]。
- 商品介入権限を行使する場合には、そうした権限の発動要件（トリガー）を規制上で明確に定めるべきである。

背景

本章の内容は、IOSCO がメンバーの開示規則に関して行った包括的な情報収集に基づいている。それによると、プロダクトガバナンスおよび商品介入権限の行使が広く確立されており、3 分の 2 の法域がそうした権限を有している。ほとんどの IOSCO メンバーは、商品ライフサイクルの中で状況が変化した場合に開示情報を調整するよう、規制対象事業者に義務付けている。また、一部の IOSCO メンバーは、より革新的と考えられる「カスタマイズされた開示」手法も使用している。

5.1.　重要な情報の開示

投資家の意思決定にとって重要な業績、リスク、費用、その他の情報の開示は、一般人が投資商品の公正な評価や意思決定を行うことができるように、完全、正確、適時に行われなければならない。重要情報の内容は以下の形式をとる場合があり、商品の種類（UTF、ETF、REIT、CEF、MF など）とその特性によって異なる。重要情報の内容には、以下に関する情報を含めることができる。

- 商品そのもの

112　一部の法域で定義されているように、開示とは、企業により消費者に提供されなければならないと証券法・規則が定める情報のことである。開示は、金融商品・サービスの特性、手数料、リスクに関する重要な情報を提示する。金融機関は、ハードコピーの文書形式で、または電子的（電子メール、ウェブサイト上など）に開示情報を提供することができる。開示文書の例としては、以下のようなものがある。1　詳細な開示書類（目論見書、商品開示説明書など）、2　概要資料（キーファクトシート、ダッシュボード、金融情報リーフレット、キーインフォメーションドキュメント（KID）など）、3　警告。企業は、販売時およびその前後だけではなく商品のライフサイクル全体を通じて、見込み客に対する情報提供を求められる場合がある。豪 ASIC とオランダ AFM のジョイントレポート『Disclosure: Why it shouldn't be the default』を参照。

113　「カスタマイズされた開示（Tailored Disclosure）」の正式な定義があるわけではないが、豪 ASIC とオランダ AFM のジョイントレポートでは、開示は必要不可欠ではあるものの、以下の点が指摘されている。

- 開示は、金融サービス市場の複雑性を常に解決するものではない。
- 開示は、消費者の注意を引くために競争すべきものである。
- 開示は一律であってはならない。開示の効果は、人によって、また状況によって異なる。
- 現実の世界では、情報開示が予期せぬ形で裏目に出ることがある。
- 特定の商品やサービスのリスクや特徴について、企業が提示すべき警告の有効性には限界がある。

- 商品の保有に伴うリスク
- 発行体・企業
- 外的要因[114]
- 手数料（fees）、費用または料金（charges）
- 税務上の取り扱いまたは税金関連費用
- 利益相反
- 手数料（commission）
- 苦情（紛争解決システムの有無およびそのアクセス方法を含む）

開示は、リテール金融サービス市場の透明性、公正性、効率性に寄与する重要な役割を担っている。豪 ASIC とオランダ AFM のジョイントレポート（ASIC-AFM Netherlands report）は、義務的開示要件について、金融上の意思決定のための情報処理に関連するリテール投資家の個人差や状況の違いを考慮しない「一律」モデルは避けるべきであると指摘している。消費者が開示にアクセスする際の状況は開示資料の読み方に大きく影響し、物理的環境（すなわち、「邪魔されないオフィス環境で開示書類を読むか、あるいは公共交通機関でラッシュアワー時間帯に読むか」）、流通チャネル（「オンライン環境はさまざまであり、決定を急がせるためにデジタルカウントダウンタイマーのように時間制約が課されることもある」）、さらにそのときの気分や身体的状態によって影響を受けることがある。

同報告書はまた、「簡素化された」開示および「強化された」開示が消費者保護に最適な結果をもたらすかどうかについて結論を得るためには、そうした開示の有効性を評価するために実社会でのテストやモニタリングをどのように行う必要があるかという点についても検討している。さらに開示要件は、金融リテラシーが低い消費者に対しては開示の複雑さを克服するために重い負担を強いることもあり、それが裏目に出て消費者に予期せぬリスクをもたらす可能性もある[115]。

5.2. 情報のタイミング

重要な情報が投資家に提供されるタイミングは、法域によって異なる（即時、隔週、毎月、継続的、毎年、定期的、適切なタイミングで、適時など）。商品の種類（債務スキーム、ファンドなど）によってもタイミングが異なる場合がある。企業はまた、商品情報配信メカニズムをカスタマイズすることで、消費者に適時開示を行うよう改善することもできる。さらに商品設計、情報配信、コミュニケーションを積極的に調整して消費者のニーズ、能力、期待に合わせることにより、顧客の信頼を高め、規制コストを最小限に抑えることができる。

5.3. 商品ライフサイクルにおける情報開示の調整義務と情報開示への新たなアプローチ

ほとんどの法域では、商品ライフサイクルの中で状況が変化した場合に、開示情報を調整することを義務付ける要件がある。開示に関する新たなアプローチを適用するとしている法域

---

114 発行体の事業活動に重大な影響を与える、または与える可能性がある政府、経済、財政、金融、もしくは政治に関わる政策または要因、労働基準や環境・社会・倫理上の検討事項がどの程度考慮されているかなど。

115 LT Mullet, L Smart & N Stewart『Blackbird's alarm call or nightingale's lullaby? The effect of tweet risk warnings on attractiveness, search, and understanding』(PDF 4.02 MB), Occasional Paper 47, FCA（2018 年 12 月）を参照。

もあるが、「新たな」アプローチとは何かという点については、解釈の相違があると思われる[116]。

豪 ASIC は従来型の情報開示の限界を示すエビデンスに言及したが、それについては共同出版物『REP632 Disclosure: Why it shouldn't be the default』[117]で分析されている。ASIC はまた、情報開示の限界が、新たなプロダクトガバナンスおよび商品介入に関する法律導入の主要な原動力となったと述べた。

市中協議文書のさまざまな回答者が、ほとんどのリテール投資家は開示に悪戦苦闘していると述べている。その理由として多く挙げられたのは、専門用語の過度の使用、冗長で使いにくいフォーマット、開示資料の送付方法などであった。

受領した回答の中で提案された、最も一般的なソリューションは以下の通りである。

- 簡潔な情報を明確な言葉で表現する
- 開示資料のデジタル化を進める
- 開示のフォーマットを整え、商品に関するリスクや重要な情報を強調する

一部の回答者は、企業が開示の内容を短縮するだけでは投資家の開示への取組みを改善することはできず、投資家が便利で簡潔な方法で最も重要な情報を見つけることができるように開示のフォーマットを改訂、変換することに焦点を当てるべきであると強調した[118]。

ストレスの多い市場環境では、開示は、よりパーソナライズされたサポートなど他のツールと並行して展開されれば、有用なツールとなり得る。例えば、英 FCA は COVID-19 がもたらした例外的な状況を認識し、パンデミック時に FCA が企業に期待することに関する広範な情報を公表した。この中には、顧客に投資の意味を説明する際に個人的な推奨をいかに回避するかといった業者向けガイダンスが含まれていた。また、FCA は、消費者が詐欺行為を発見

---

116 例えば 9 つの法域が、より複雑な商品やプロフェッショナルではない顧客と分類される投資家について追加情報を求める要件の具体例を提供した。また、2 つの法域では、例えば、消費者がリスクを認識し適切な商品を探せるようにすることを目的とした投資家テストを実施している。なお、開示に関する新たなアプローチについて、その有効性を検証した事例や結果を提供した法域はなかった。

117 本報告書では、豪 ASIC、オランダ AFM、その他の関連情報源からのケーススタディを証拠として用い、情報開示の限界について検討している。これらのケーススタディは、異なる金融市場におけるあらゆる金融商品・サービスから選ばれており、あらゆる形式の開示が含まれている。

118 英 FCA の行動調査によれば、消費者が選択する情報開示の有効性に関する結果はまちまちとなっており、消費者に提供される情報を改善してもプラス効果はわずかしかないとされている。しかし、「ナッジ」をテストすることにより、効果的な規制に関するさらなる洞察が得られている。例えば、クレジットカードの顧客を対象とした大規模なフィールド・トライアルにおいて、FCA の研究者は、口座振替の契約時に指定されたオプションから最低支払額を削除したところ、最低支払額よりも高い金額の定額返済（より迅速かつ安価な借金の返済に役立つ）に同意する顧客が 20%増加したことを発見した。しかし、最低支払額が提示されなかった場合、20 人に 1 人の顧客が口座振替契約を締結しなかった。このことは、このような課題に対するソリューションを検討する際には消費者の行動が同一ではないことを認識し、消費者が複雑な市場をナビゲートするための方法を微妙に調整する必要があることを示している。FCA リサーチノート『Helping credit card users repay their debt: a summary of experimental research』https://www.fca.org.uk/publication/research/research-note-helping-credit-card-users-repay-their-debt-summary-experimental-research.pdf。FCA はまた、高リスク投資商品への投資を検討している消費者について、検討結果を改善するための作業に関するリサーチノートを公表した https://www.fca.org.uk/publications/research/improving-outcomes-consumers-high-risk-investments。

し、より適切に自身を詐欺から守ることができるように、消費者を対象とした情報も公開した。

IOSCO の市中協議文書に回答したある資産運用会社によれば、開示された情報が投資家にとって有用であるためにはその投資家が開示情報に取り組む必要があり、取組みの度合いが開示制度の成功を決定する第一の要因である。従って、リテール投資家が情報過多の状況に陥れば、開示は必ずしも効果的でないと同資産運用会社は述べている。さらに仏 AMF が公表した研究では、以下の要素を備えた開示がより効果的に機能する傾向があることを示している[119]。

- 用語や文章が非常にシンプル
- 視覚的（できれば）
- 投資家に対して、募集側の意図、募集側の動機の詳細、どのように収益を得ているのかを伝える。
- テスト済み

5.4. プロダクトインターベンション（商品介入）

各法域は、規制対象企業に求める開示要件の強化から商品介入権限に至るまで、幅広い規制策を選ぶことができる。すべての IOSCO メンバーがそのような商品介入権限を行使するわけではなく、その行使は法域によって異なる点に留意することが重要である。特定の商品を提供・販売できるかどうかを決定する権限を有する法域の中では、EU で適用される第 2 次金融商品市場指令（MiFID II）および金融商品市場規則（MiFIR）に基づき付与される商品介入権限が、最も一般的な形式と内容を有している。MiFID アプローチでは、所轄官庁が商品（一定の金融商品、仕組み預金、金融商品、デリバティブ、特定の種類の金融活動や慣行などを含む）のマーケティング、流通、販売を禁止または制限することができる。商品の提供や販売の可否を決定する権限を持つ他の法域の権限には、以下のようなものがある。

- 金融商品の販売に関する禁止事項および条件
- 販促資料に関する条件
- 取引の停止
- 投資商品の事前承認の義務化

---

119 仏 AMF は 2018 年に、規制文書の分かりやすさに関するリテール投資家の認識についてモニタリング調査を開始し、リテール投資家のグループに規制文書を試してもらった。2022 年 9 月には、異なる種類の投資について実施した研究結果をまとめた文書を公表し、そこからは理解が困難であったことや、専門用語を減らす必要性が明らかになった。規制文書をより読みやすくするために、研究に参加した投資家からは、以下の原則が支持された。

- 魅力的なレイアウト
- 重要な情報の強調表示
- 短い文章と能動態の使用
- 必要以上の抽象的な用語や不必要な細部の排除

https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/findings-studies-conducted-readibility-information-documents を参照。

- 現金以外の方法で支払われる株式の償還命令

商品介入権限行使に至る最も一般的な発動要件（トリガー）は、以下の通りである。

- 当該商品に関して投資家保護に関する重大な懸念がある場合
- 当該商品が消費者や投資家に損害を与える、または与える可能性が高い場合

さまざまな法域における商品介入権限行使のためのその他の発動要件（トリガー）には、さまざまな商品タイプに関連して以下のようなものがある。

- 金融市場もしくは商品市場の秩序ある機能および公正性、または金融システム全体もしくは一部の安定性に対する脅威（MiFID アプローチ）
- 法律またはガイドライン違反
- 当該商品の原市場における価格形成メカニズムに対する有害な影響（MiFID アプローチ）
- 価格・市場操作
- 効果的な競争に対する阻害要因（英国）[120]
- 過失
- 一定の数量・価格の閾値を超えてはならない注文
- 不可抗力事象が発生した場合の極端なボラティリティや特別清算

例えば、豪 ASIC は、Regulatory Guide RG 272 において、消費者に重大な不利益をもたらすリスクがある場合に金融商品やクレジット商品を禁止する権限など、消費者への影響を改善するために ASIC が利用できる規制ツールをまとめている。ASIC は、リテール顧客の約 80%がバイナリーオプションの取引で損失を出した理由がリテール投資家にとって好ましくない商品特性にあったことを示す調査報告を受けて商品介入権限（PIP）を行使し、2021 年 5 月 3 日にリテール顧客へのバイナリーオプションの発行・販売を禁止した。ASIC は、バイナリーオプションの取引によるリテール顧客の純損失額が 2018 年には約 4 億 9000 万ドルに上ったと推定している。

IOSCO の調査に回答した法域の 3 分の 2 以上が商品介入権限を有していると回答し、その約半数がその権限を行使している。例えば、独 BaFin は 2015 年から商品介入権限を行使しており、これまでに 5 件の商品介入措置を公表している[121]。さらに一部の法域では、バイナリーオプションの流通・販売を禁止し、CFD の販売に条件を課している。他に権限が行使された商品には、短期信用モデル融資、保険資本ファンドに連動した生命保険契約、投機的で流動性が乏しい証券などがあり、いずれもリテール投資家のリスクとなっていた。一部の法域では、償還可能優先株の募集に関して、訂正開示、販売と資金調達の中止を含む命令が出されたり、株式公開に関しては一定の措置がとられるまで停止命令が出されたりしている。

---

120 FCA『Product Intervention and Product Governance Sourcebook (PROD)』を参照。

121 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2022/pm_2022_09_30_AllgV_Futures_Beschraenkung_en.html;jsessionid=B1C0E7F5BA109D5B94BDF79E789D0CC9.2_cid502 を参照。

投機的で流動性が乏しい証券に関する英 FCA の取組みは、どのようにすれば商品介入がうまく機能するかを示す良い例である。FCA が損害の証拠を確認したことが、商品介入権限行使を発動するきっかけ（トリガー）となった。

欧州議会の暗号資産市場規制法案（MiCA）の最新版では、ESMA が一時的な介入権限を持つことになる（第 89 条 a～c）。ESMA は、一定の条件が満たされた場合、（a）資産参照トークンや電子マネートークンを除く特定の暗号資産のマーケティング、流通、販売、および（b）ある種の暗号資産の活動や慣行を一時的に禁止または制限できる。

5.5. プロダクトガバナンス

同様に、特定の商品の構造について権限を有する法域におけるプロダクトガバナンスの要件は、商品ライフサイクルのすべての段階において商品が確実に適切なターゲット市場のニーズを満たすように設計されるとともに適切なターゲット市場で流通することを目的としている。MiFID II はプロダクトガバナンスに関する詳細な要件を定めており、EU の法域で適用される。MiFID II の下では、プロダクトガバナンスと適合性は 2 つの別個の要件であるが、密接に関連している。オーストラリア[122]と英国でも、ほぼ同様のアプローチをとっている。これらのアプローチは、消費者に適切な結果をもたらすために、商品設計に消費者中心の手法を採用しているということができる。

プロダクトガバナンス法を有する多くの法域を含め、スポンサーが考慮すべき最も一般的な要素は、広義には「商品適合性」と呼ぶことができるだろう。しかし、「適合性」を構成するもの、その説明方法、および適合性が求められる状況、商品、投資家のタイプやターゲット市場にはかなりの違いがある点に留意することが重要である。

---

122 『RG 274 Product design and distribution obligations | ASIC』を参照。

第 6 章　投資家教育

- 金融教育は投資家保護を強化するための重要な要素であり、証券規制当局が市場の健全かつ適切な発展を支援するために実施する政策、規制、監督、執行措置を補完する。
- 規制当局は、従来の教育モデルに加え、知識だけでなくスキルの構築を目指すさまざまな形の取組みを通じて投資家の能力を育成する新しい方法を模索すべきである。なぜなら、知識とスキルは互いに補完し合うものだからである。
- 投資家の行動に関する実験的研究や、ゲーミフィケーションなど投資家の知識を向上させるために積極的に利用できる可能性があるデジタル化の成果を利用する。
- 教育キャンペーンは、サービスプロバイダーや規制当局が責任から逃れ、その責任を金融消費者に押し付けるようなものであってはならない。実際、金融教育は適切な規制と効果的な監視の代わりになるものではなく、補完するものである。規制当局は、リテール投資家がより正確な情報に基づいた意思決定を行えるように、教育的要素を備えたより幅広いコミュニケーション・キャンペーンなどのツールを通じて、リテール投資家が「自分で決める」方法を選択した場合は潜在的な落とし穴に常に注意を払い、その存在についてリテール投資家に警告すべきである。
- 自己指示型リテール投資家の特性（ソーシャルメディアなどリテール投資家が投資情報を求める可能性がある取引市場を含む）に合わせてカスタマイズされ、その特性に対処することができる具体的な金融教育イニシアティブを設計することが重要である。
- データの活用は、新たな投資行動の特定、リテール投資家の金融教育ニーズの分析、自己指示型リテール投資家に合わせてカスタマイズされた最も効率的な金融教育ツールの作成において、重要な役割を果たす。
- **IOSCO** は、投資家教育イニシアティブの設計と実施に当たっては、経験の共有と意見交換に基づくキャパシティビルディングを検討するとよいであろう。

背景

本章では、投資家教育について検討する。投資家教育は、リテール投資家の被害に対処（および事前の予防）するための確立された重要な規制ツールである。IOSCO の調査からは、投資家教育は変化がない静的な規制ツールでは全くなく、第 2 章で説明した新たなトレンドに対応するために柔軟に使用できることが明らかになっている。

投資家教育の実践に関する IOSCO メンバーのフィードバックからは、パンデミックによっても世界の投資家教育への取組みが減速しなかったことが明らかになった。それどころか多くの法域において、投資家教育への取組みが継続、拡大、修正された。パンデミック前やパンデミック中に新たな自己指示型投資家が増加したことで、多くの法域が新たな投資家教育ツールやイニシアティブの作成などの対応を促された。さらに IOSCO メンバーは、危機の際の投資家の行動を探るためにさまざまな研究や調査を行ったことを報告した。その調査結果は、規制当局が投資家保護のために対応すべきトレンドを特定するために何度も利用された。また場合によっては、IOSCO メンバーが投資家教育ツールのポートフォリオを更新するためにも使用された。

重要なことは、一部のステークホルダー、特に経済、社会、行動研究の専門家である IOSCO ラウンドテーブルのスピーカーが、（特に規制が弱い、監督が限定的、または執行が効果的でない状況においては）投資家教育に限界があること認め、一定のケースでは大規模な教育キャンペーンにもわずかな効果しかないと指摘したことである。教育キャンペーンは、サービスプロバイダーや規制当局が責任から逃れ、その責任を金融消費者に押し付けてしまうおそれがある。

6.1. 知識だけに焦点を当てた教育キャンペーンの効果は限定的

大規模な教育キャンペーンが必ずしも意図した通りに機能するとは限らないという学術的なエビデンスがある。従って、投資家教育は非常に重要ではあるものの、その有効性を再評価する必要がある。そのため規制当局は「教育」モデルから移行して、知識よりもスキルの構築を目的とするさまざまな形の取組みを通じて投資家の能力を育成する新しい方法を模索する必要がある。ステークホルダーや学術専門家は潜在的なソリューションの一つとして、投資家の行動に関する実験的研究や、ゲーミフィケーションなどデジタル化のポジティブな側面を利用した投資家知識の向上を挙げた。

私たちが目にする行動現象の多因子性は、非常に複雑な場合がある。規制当局は、投資家教育や消費者保護に対してエビデンスに基づくアプローチを必要としている。行動科学がここ数年で果たさなければならなかった役割の一つは、より適切な消費者保護と規制政策を実現するために行動科学の情報を利用し、消費者教育のやり方をどう改善できるかを考えることであった。研究者は、異なるパラダイムに適応する必要がある。より良い成果を得るためには、研究とその評価のためのイノベーションをより適切に共有する必要がある。

6.2. COVID-19 期間中の投資家教育イニシアティブの適応

IOSCO メンバーは、投資家教育イニシアティブをより広く推進するために、新しいチャネルの検討を積極的に行うことが重要である。特に COVID-19 の期間中、多くの IOSCO メンバーは対面での活動に代え、オンラインやバーチャルの利用を増加させた。これには、従来のチャネルでのイベントやウェビナーの開催、ウェビナー、電話による投資家支援イベント、ソーシャルメディア・プラットフォームの確立などが含まれていた。注目すべきは、レディットや TikTok など、従来とは異なるより新しいプラットフォームでキャンペーンを開始したメンバーもわずかながらいたことである。一部のメンバーによるさまざまな革新的イニシアティブの例として、オンタリオ州証券委員会（SC）はレディット（一部の若い自己指示型投資家が情報源として利用するソーシャルメディア・プラットフォーム）を使用した。またタイ SEC、ケベック州 AMF、仏 AMF は、暗号資産リスク意識向上キャンペーンに TikTok を組み込んでいた。

また多くのメンバーが、COVID-19 関連情報（さまざまな詐欺に関する情報や個人の経済的な課題や問題に関する情報など）をオンライン上に掲載した。専用のリソース・ハブを作成したメンバーもいる。また、これまで作成した資料をベースに、パンデミックの影響を反映させるためにコンテンツを微調整したメンバーもいる。

6.3. 新たな自己指示型投資家の増加

新たな自己指示型投資家の増加を受けて、一部の法域では、投資家がより正確な情報に基づく意思決定を行うために役立つ新しい教育ツールを開発し、投資家教育アプローチを迅速に適応させた。また一部 IOSCO メンバーは、より正確な情報に基づいたリテール投資家の意思決定を支援するため、シミュレーションベースのウェビナーや教育的要素を備えた幅広いコミュニケーション・キャンペーンなどのツールを通じ、「自分で決める」方法を選択した新たな投資家に潜在的な落とし穴について警告した。

6.4. 投資家教育に関する研究・調査

複数の IOSCO メンバーが、投資家教育の取組みの一助とするためリサーチや調査を実施したことを報告した。これらのリサーチは、一般的に、リテール投資家の人口動態の変化、金融リテラシーのニーズ、よりリスクの高い商品の提供や取引の増加、詐欺行為など、リテールセグメントにおけるさまざまな新しい傾向や行動を反映したものである。

人口動態の変化：一部のメンバーは、若年層や新規投資家の増加を追いながら、それに応じ提供する教育ツールの適応を図っている。これらの新しい投資家がどのような層であり、既存の投資家と比較して異なる投資特性を持っているのかどうかを把握するためリサーチを行っている。

新たなトレンドと行動：多くの IOSCO メンバーが、株式市場におけるリテール投資家の行動を分析するため定期的にリサーチを行っている。これには、例えば、金融教育のニーズを調べる目的でリテール投資家の行動に関するリサーチや他の情報の利用、また業者がどのようにリテール投資家にサービスを提供し投資家個人の意思決定に影響を与える可能性がある手法を使用しているかに関するリサーチなどが含まれる。

金融リテラシー：多くの IOSCO メンバーは、リテール投資家を対象とする金融教育のニーズを分析するために調査を利用している。

よりリスクの高い商品と詐欺：暗号資産やオンライン取引プラットフォームに関連する詐欺や、詐欺犯がさまざまな投資家をターゲットにする方法などを規制当局が発見するために、投資家調査が役立っている。メンバーは、こうした投資家調査を利用して、リテール投資家を対象とした詐欺防止キャンペーンを実施している[123]。

6.5. 自己指示型取引の増加とデジタル化を踏まえた投資家教育ツールキットに関する考察

このような状況において、投資家教育ツールキットの 6 つの構成要素は次のようになる。

- **ターゲットを絞ったアプローチが必要である。**自己指示型リテール投資家の特性に合わせてカスタマイズされ、その特性に対処することができる具体的な金融教育イニシアティブを設計することが重要である。これは、自己指示型リテール投資家の金融教育ニーズとリスク許容度が、より経験豊富なリテール投資家や免許を有する投資プロフェッショナルと仕事をする人々とは異なると考えられることが主な理由である。

  一部のステークホルダーは、ソーシャルメディアが情報の拡散速度を速めていることから、自己指示型リテール投資家に焦点を当てた金融教育イニシアティブは、誤った情報の拡散を防ぐため常に更新する必要があると指摘している。

- **データは、確かな金融教育イニシアティブを成功させるための鍵である。**データは、自己指示型リテール投資家の考え方、態度、行動に関する知識を得るための鍵である。データは、規制当局が、自己指示型リテール投資家の保護に関する特定の懸念やリスクに対処するための、ターゲットを絞った金融教育イニシアティブの設計にも役立つ。さらにデータは、そのような取組みの有効性を評価するための指標を定め、結果を立証するのに役立ち、規制当局が講じる施策の評価および改善にも役立つ。参加メンバーの一部（すべてではない）は、自己指示型リテール投資家に関するデータまたは個別リサーチに基づいてイニシアティブを設計している（または設計する予定である）。

---

[123] 例えば仏 AMF は、2021 年の投資詐欺の規模や現象の多様性を把握するための調査を行った上で、詐欺対策キャンペーンを実施した。https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/french-and-investment-scams-december-2021 を参照。

- **協力および経験の共有は、規制当局にとって有用なツールである。**回答者の多くは、他の金融当局、市場参加者、大学・学校などの知識を活用していると述べている。これは、自己指示型リテール投資家向けの投資家教育イニシアティブの設計段階に役立てるためだけではなく、新規または自己指示型の潜在的リテール投資家を対象とするためでもある。規制当局は、自己指示型リテール投資家に関連した問題や懸念に対処するため、地域の状況に応じて他のステークホルダーとの連絡や提携を検討することができる。

- **投資家保護・金融教育部門と監督・執行部門との間の対話と協力は、自己指示型リテール投資家に関する情報や知識の有用な情報源となる。**一部のメンバーは、監督部門や執行部門の同僚とオープンな対話を続け、自己指示型リテール投資家の動向や関連する問題についての機密情報を収集している。この結果は、規制当局が、政策変更、監督・執行措置、金融教育イニシアティブなどの具体的な問題に対処するために利用可能なさまざまなツールを有しているという見解を裏付ける。教育イニシアティブが他の規制ツールと併用されることで、問題解決に役立つ場合もあり得る。これが行われた事例や、それが教育単独よりも効果的であったかどうかをさらに検討することは有意義であるかもしれない。

- **デジタル環境に戦略的に適応し、コミュニケーションをとることが重要である。**自己指示型リテール投資家の数は増加傾向にあり、新しいデジタルアプリの入手可能性と使いやすさも向上している。また、ソーシャルメディアがリテール投資家の意思決定に与える影響も大きくなっている。今回のパンデミックは、これら既存の傾向を加速させており、規制当局がリテール投資家に関与するに当たっては、この新しくよりデジタルな環境に適応することを学ぶ必要がある。

- **行動科学の活用は、金融消費者の結果改善に役立つ可能性がある。**説得技術と行動バイアスは本質的に良いものでも悪いものでもないが、消費者を支援したり、あるいは消費者を利用したりするために使用することができる[124]。

6.6. 暗号資産商品とリテール投資家教育

暗号資産には投資家が十分に理解していないかもしれないリスクがあり、それが投資家の損失につながる可能性がある。リテール投資家は、この商品の複雑性と、特に規制がない場合あるいは規制が遵守されていない場合の市場流動性リスク、ボラティリティリスク、オペレーショナルリスク、詐欺リスクなどの商品に付随するリスクを認識する必要がある。

IOSCO は、規制当局がリテール投資家を教育する取組みを支援するための資料を継続的に発行しており、例えば、Investor Education on Crypto-Assets Report では、以下の点を考察している。

---

124 豪 ASIC は、Behavioral Economics Guide 2022 に最近掲載された記事の中で、消費者により良い結果をもたらすために規制当局と金融サービス業者が行動に関する洞察をどう活用できるかを紹介している。ASIC が 100 件を超える ASIC 報告書をレビューした結果、一部の業者が商品の選択アーキテクチャにおける消費者の行動の脆弱性をどのように利用したり無視したりしているか、また業者が消費者のニーズを満たすために商品を適切に設計・販売することがいかに重要であるかが明らかになった。このレビューはまた、企業が消費者に影響を与えるために使用できる 5 つの一般的な「行動レバー（behavioral lever）」と、リテール投資家がどれほど積極的で経験があり自信があっても、消費者の悪い結果を増幅させる可能性がある 5 つの「状況的脆弱性（situational vulnerability）」を特定した。これらの要因を理解することは、規制当局が被害を特定、説明、証明、防止する能力を向上させるだけでなく、企業の設計・販売に関する義務や、規制当局が消費者の著しい不利益を防止し消費者の結果を改善するためにさまざまな方法で一時的に介入することができる商品介入権限の決定にも関連することがある。

- 暗号資産の投資・保有のリスク、および損失を被る可能性に関するリテール投資家および潜在的投資家への警告
- 暗号資産分野における詐欺の危険信号について投資家を教育することを目的とした教育・意識向上イニシアティブ
- リテール投資家に詐欺について、また暗号資産を提供する無許可企業に惑わされないようにするための方法について伝える記事、ポッドキャスト、ビデオ
- 規制当局が、ソーシャルメディアや一部のアプリなどを通じて暗号資産に関する投資家教育を強化するために模索している新しい方法

IOSCO 世界投資家週間（WIW）キャンペーンの世界的な広がりを考慮して、IOSCO 理事会フィンテックタスクフォース（FTF）は、暗号資産に関連する投資家教育と投資家保護について議論するキャンペーンに参加した（WIW ウェビナー『Crypto/Digital Assets and DeFi – Look Before You Leap』2022 年 10 月 5 日）。これは、暗号資産と詐欺防止に関する WIW のキーメッセージを補完するものである（https://www.worldinvestorweek.org/?p=resources&id=key-messages）。

IOSCO はまた、『Investor Behavior and Investor Education in Times of Turmoil: Recommended Framework for Regulators based on Lessons Learned from the COVID-19 Pandemic』（2022 年 11 月 30 日）と題された報告書を公表し、パンデミック時にリテール投資家がリスクの高い投資商品への関心を高めたことに、多くの規制当局が対応したことを紹介している。その対応方法には、リテール投資家に対する暗号資産デリバティブの販売禁止、暗号資産取引口座の開設を希望するリテール投資家に対する知識テストなどの規制要件の強化、広告や販促資料、情報開示に関する要件強化などがあった。また、ある規制当局は、暗号資産を含む高リスク投資の金融プロモーションに関する規則を強化するために、当局内の行動経済学ユニットやデザインユニットと協議を行った。

6.7. 能力開発（キャパシティビルディング）

リテール投資家市場の発展段階は規制当局によって異なると思われ、投資家教育における経験も異なる可能性がある。IOSCO は、投資家教育イニシアティブの設計・実施について IOSCO の各グループ・委員会、また必要に応じて他の国際標準設定主体（FinCoNet など）と経験を共有し、意見を交換するキャパシティビルディングを検討するとよいであろう。

第 7 章　規制のツールキットとなる方策

本報告書のツールキットは、規制の設定または見直しを行おうとする規制当局に対し特定の懸念に対処するために役立つと考えられる可能なアプローチを提供することにより、投資家保護を強化することを目的として作成された。提案されたツールは、さまざまな法域において幅広く適用および適応させることができるよう企図されており、各規制当局はそれぞれの法域においてツールキットの一部または全部を実施することも、全く実施しないことも選択することができる。各規制当局は、特定のツールのその法域における適合性は、各規制に固有の枠組みの特性、発行体の特性、関連する商品の特性、その他の要因に応じて異なると結論付けることができる。従って、各規制当局は、これらのツールをより選択的に、つまり自国の状況や法的枠組みに最も適した方法で取り入れようとすることができる。

本ツールキットは、2022 年 3 月の市中協議文書、消費者ラウンドテーブル、協力会員諮問委員会（AMCC）の議論など、複数の情報源から得られた知見を基に、規制当局がリテール市場のコンダクト問題に対処する際に検討すべき適応可能な方策をまとめたものである。

これらの方策はより広範に適用できるように一般的な用語で構成されており、従来のものもあれば、より新しいものもある。各規制当局は、自国の法律および規制の枠組みや状況に応じ、適切な問題に対して適切な規制ツールを充てることができるよう、柔軟かつ積極的なアプローチをとることが推奨される。

本報告書は暗号資産をケーススタディとして使用しているが、暗号資産市場で生じる問題の包括的な分析を意図したものではなく、むしろリテール投資家が直面する特定の問題に焦点を当てることを意図していることに留意されたい。IOSCO は、暗号資産分野の資料を既に公表しており（付属資料 1 を参照）、暗号資産市場および市場参加者の包括的な分析に引き続き取り組んでいる。こうした分析が、各法域で暗号資産に関する適切な規制アプローチを検討する際に、暗号資産市場に関するより包括的な議論と各法域の問題点を提示することが期待される。

1.　リテール投資家の被害に積極的に対処するための規制当局のデジタルプレゼンスおよびオンライン戦略の強化

- 不正行為が発生した場所で、詐欺犯を直接標的にすること
- オンラインのマーケティングおよび流通の動向をモニタリング・評価し、好ましくないフィンフルエンサー活動などの有害なマーケティングチャネルを遮断
- 警報・警告の発令および消費者心理のモニタリング
- 不正行為の早期発見・阻止に向け、可能な限りオンラインサービスプロバイダーとの連携を強化
- ウェブサイトおよびソーシャルメディアのフォーラムごとに、リテール投資家向けメッセージをカスタマイズ

2.　不正行為をより的確に特定し減らすためのアプローチの充実

- 規制当局の監視・監督活動を合理化するための組織内の機能強化やサードパーティベンダーの利用
- 悪質業者への早期介入および特定をより容易にするための技術ツールの開発と高度なデータ分析の利用
- 行動科学を利用してリテール投資家の行動を分析し、消費者保護イニシアティブを設計
- 内部告発へのアクセスを容易にし、通報、照会、苦情を優先順位付けするための受付けシステムを整備

3. 二国間・多国間のクロスボーダー、および国内の監督・執行協力の枠組み強化

- 協力と連携の強化を促進し、規制の裁定を可能な限り最小化
- 必要に応じ他の国内・国際機関と協力して、不正行為に関する共通の問題に取り組み、不正行為に関与する個人やグループを特定し、不正行為への早期介入と阻止を促進

4. 暗号資産を原因とするリテール投資家の被害への対応

- 既存の規制の枠組みでまだカバーされていない場合、暗号資産取引の顧客確認、および取引報告データベースを提供するために規制権限の行使が可能かどうかを判断
- リテール投資家に対する国境を越えた暗号資産の詐欺や盗難に対処するため、適用可能な規制介入権限を行使

5. リテール市場の不正行為に対する新たな規制アプローチの実施

- 高リスク商品のマーケティングに関するルール
- 消費者相談窓口と詐欺防止キャンペーン
- ミステリーショッピング（覆面調査）を利用した販売時点（**point of sale**）での監督
- 「規制のサンドボックス」アプローチ
- 積極的に働きかけを行う監督・執行手法の使用
- 気候変動開示基準の企業の遵守状況を正確に把握するための、またグリーンウォッシング行為を的確に検知するための精度を高めたツールの使用

1. リテール投資家の被害に積極的に対処するための規制当局のデジタルプレゼンスおよびオンライン戦略の強化

<u>不正行為が発生した場所で、詐欺犯を直接標的にすること</u>

規制当局は、不正行為の加害者や詐欺犯を、彼らが使用するソーシャルメディア・プラットフォーム上で直接標的にし、接触することができる。このような介入は、行為の違法性を強調し、規制当局がそうした行為を認識しモニタリングしていることを明確にすると同時に、加害者に起こりうる結果を再度分からせることになる。一部の IOSCO メンバーは、このツールを使ってソーシャルメディアグループに警告メッセージを投稿したり、不正行為に適用さ

れる罰金や罰則に関する情報を流したりすることにより、加害者を抑制し、投資家にも警告を発している。またこれにより不正行為のさらなる影響を制限することができる。

例えば、豪 ASIC は、市場の不正行為に対処するため、ソーシャルメディア・プラットフォームを利用して、パンプ・アンド・ダンプ行為に関与する人々に直接接触している。ASIC は Telegram にアカウントを設定して警告メッセージを投稿し、金融サービス・商品に関して虚偽や誤解を招くような助言を提供することの違法性について注意喚起を行っている。この標的を絞ったメッセージ戦略により、「パンプ・アンド・ダンプ」に関する解説はなくなり、不正行為に対処して詐欺を減らすための費用対効果の高いアプローチとして機能した。ASIC はまた、より新しいテクノロジーの関係者と接触し、例えばオンラインフォーラムのモデレーターがどのように投稿を監視し不適切な行為に対処しているかを理解したり、インターネット検索プラットフォームが特定の検索で提供する結果について投資家が誤解しないような検索構造について議論したりしている。

また別の事例として香港 SFC は、明らかな市場操作行為の増加、特に人気のあるソーシャルメディアを通じ株価不正操作を行うランプ・アンド・ダンプ詐欺の容疑件数の増加に鑑み、2021 年 6 月にサーキュラーを発行し、すべての仲介業者に対して、SFC から情報提供を求められた場合には全面的な協力を期待すると通知した。ランプ・アンド・ダンプ詐欺の封じ込めは SFC の最重要執行事項となっており、2022 年 9 月には SFC と香港警察が合同で行ったランプ・アンド・ダンプのシンジケートに対する捜査で 13 人がさまざまな犯罪で起訴された。

オンラインのマーケティングおよび流通の動向をモニタリング・評価し、好ましくないフィンフルエンサー活動などの有害なマーケティングチャネルを遮断

投資商品・サービスの違法または有害なマーケティングや流通がオンライン上で拡散しているため、規制当局は常にその動向を監視・評価し、ホットスポットを特定・管理する必要がある。フィンフルエンサーやターゲットを絞ったソーシャルメディア上の金融広告の急増により、リテール投資家が専門知識を装った金融商品情報で絶えず攻撃されるという事例が増加している。こうした環境の中で規制当局は、消費者がオンライン上で、特に認可を受けていない情報源から誤解を招く情報や虚偽の情報にいかにさらされやすいかを認識することが重要である。

オンラインマーケティング活動に関連し、IOSCO が最近公表した報告書『リテール流通とデジタル化（Report on Retail Distribution and Digitalisation）』では、IOSCO メンバーは金融サービス業者に対して以下を要求することを検討すべきであると提言している。

- オンラインマーケティングおよび流通に関する適切な社内規則、方針、プロセス、ツールを備え、それらを定期的に見直す[125]。
- 潜在的投資家に提供される情報の正確さについて企業を代表して責任を負う[126]。
- デジタルマーケティング担当者に必要な資格を評価する。

---

125 これには、企業がターゲティング、行動科学的手法、ゲーミフィケーションの要素を利用する場合には、金融消費者の公正な取扱いを確保し、金融消費者の潜在的な被害を回避することを目的とする方法で行われるべきであることを含むべきである。

126 インフルエンサーを含むさまざまなソーシャルメディアチャネルを通じて提供される情報、および金融消費者の潜在的な被害を回避するために潜在的リスクおよび利益相反に関して必要な情報を適時開示することを含む。

本報告書で前述したように、「フィンフルエンサー」（基本的には、ソーシャルメディアを利用して金融商品・サービスに関するコンテンツを作成または宣伝する無免許の個人）の出現は、有害なマーケティングや流通につながると考えられる動向の一つである。金融アドバイスを提供すると称するフィンフルエンサーの透明性を高め、フィンフルエンサーに関する公開情報へのアクセスを増やすため、一部の IOSCO メンバーは、以下をカバーするフィンフルエンサーの公開登録簿を作成することを提案している。

- フィンフルエンサーと、フィンフルエンサーが宣伝する金融商品またはサービスとの関係
- 宣伝されている金融商品またはサービスとの潜在的な利益相反
- フィンフルエンサーが金融商品またはサービスの宣伝のために得る紹介料および報酬体系
- フィンフルエンサーが有する資格および金融関係の認証評価

IOSCO が最近公表した前述の報告書『Report on Retail Distribution and Digitalisation』において、一部の IOSCO メンバーは、フィンフルエンサーのような関係者のオンラインコミュニケーションに対する責任は、一般的には、フィンフルエンサーを雇用する業者の責任である（企業とフィンフルエンサーの間に金銭報酬契約が締結されていない場合を除く）と指摘している。

規制当局は、フィンフルエンサーに求められる可能性のある免許取得要件と義務について、さらなるガイダンスを提供することもできる。豪 ASIC の INFO269 は、オンラインで金融商品・サービスについて語るソーシャルメディアインフルエンサーに対して金融サービス法がどのように適用されるかを示すとともに、フィンフルエンサーを利用するオーストラリアの金融サービス免許を有する業者が認識すべき義務を定めている。

また規制当局は、フィンフルエンサーが誤解を招くような金融商品または情報、また虚偽の金融商品または情報を宣伝している場合には、フィンフルエンサーに対して執行措置や停止措置をとることにより迅速に介入できる能力と意思を持つべきである。執行の側面は本報告書の対象ではないが、特にオンライン上でのクロスボーダーの不正行為対応は極めて重要であることから、IOSCO はメンバーに対し、報告書『Report on Retail Distribution and Digitalisation』に示した方策、特に執行ツールキット方策 2（証券やデリバティブに係る法令違反行為がウェブサイトを利用して行われている場合に迅速に対応するための権限、およびオンライン上の不正行為の抑制に効果的なその他の権限）を活用することを強く推奨する[127]。

警報・警告の発令および消費者心理のモニタリング

規制当局は、従来のメディアによるコミュニケーション（新聞、テレビ、ラジオなど）を補完するため、オンラインプレゼンスを活用しリアルタイムで警報（alert）や警告（warning）を発してより多くの人々に情報を届けるとともに、そのチャネルを通じて消費者から直接意見を聞くことにより、消費者が直面する問題を把握することができる。リスクが高く複雑な金融商品の多くは消費者に十分に理解されていない可能性があるため、規制されていない行為、誤解を招く行為、あるいは詐欺的な行為についてソーシャルメディアや規制当局のウェブサイト上でライブディスカッションや警報の発令などを行うことは、リテール投資家の被

[127] 執行方策 2 は、IOSCO メンバーに対し、違法なウェブサイトへのアクセスを遮断またはブロックする権限、あるいは必要に応じ法的命令を求める権限など、違法なオンライン行為を迅速に抑制する上でより効果的な追加権限を求めることを奨励している。

害防止に役立つと考えられる。一部の規制当局は、この分野における活動が活発化していると指摘した。例えば、ポルトガル証券市場委員会（CMVM）は、警報が 18 カ月間で 200%増加したと指摘している。

IOSCO メンバーは、特にソーシャルメディア関連では、詐欺や不正行為に対するさまざまな対策を講じている。その中には、以下のようなものがある。

積極的な警報

- イタリア国家証券委員会（CONSOB）は、ウェブサイトやソーシャルネットワークにさまざまに表示されるバナーや広告、ポップアップ、場合によっては電子メールや電話によるメッセージを通じて実行される疑わしい投資に関する広告キャンペーンについて、ウェブサイト上で警告を発した。
- 別の例として、米 SEC のスタッフはソーシャルメディア上などで、暗号資産、ソーシャルメディア上のインフルエンサー、複雑な商品などに関するトピックについて投資家向けにさまざまな警報を発令して広め、ソーシャルメディアが関与する可能性がある不正な投資スキームについて投資家に注意を促している。
- 独 BaFin は 2021 年 2 月 18 日に警告通知を発表し、ソーシャルメディア上で行われる株式推奨に関する表記に対し注意を促した。
- ESMA も BaFin の警告通知に対応する声明を発表している。
- 英 FCA は、ソーシャルメディア上で行われるコンプライアンスに反する金融プロモーションを阻止し対抗するために、そうした不正行為について消費者向け警告を発した。
- 豪 ASIC はブローカーに対し、リテール投資家に対する証券貸借取引、暗号資産、手数料ゼロまたは低コスト証券取引のオファー（真のコストは隠されている）などリスクの高い商品・サービスの提供は慎重に行うよう警告した。
- 香港 SFC は、メディアのインタビューや SFC の公式 Facebook ページでオンライン詐欺について一般市民に警告してきた。また、香港警察詐欺事案相談窓口（ADCC）と緊密に連携し、ショート・ビデオを作成したり、地域コミュニティに向けたイベントを開催したりして、一般の人々の意識を高めている。
- 一部の IOSCO メンバーは、詐欺を助長したり詐欺行為についてさらに広く業界と関わりを持とうとしたりする特定の事業者（一般市民ではなく）に直接警告を発したとも述べている。
- 香港投資者・理財教育委員会（IFEC）は、リテール投資家に損害を与えることが確認され、まん延している以下のような問題についても、情報を提供し、警告を発している。
    - オンライン詐欺
    - 詐欺的な仮想資産取引プラットフォーム
    - 無免許で投資助言を有償で提供する者
- IOSCO は、「Investor Alerts Portal（投資家警告ポータル）」も運営している。

革新的な取組み

- 非常に興味深い実践例として、米 SEC スタッフは、詐欺に投資しないよう何に注意すべきかについて投資家を教育するために、偽のコインオファリングを模したウェブサイト HoweyCoins.com を開設した。「今すぐコインを買う（Buy Coins Now）」をクリックした人には、代わりに SEC スタッフが用意した投資家教育ツールやヒント、暗号資産に関するその他の教材が表示される[128]。香港 SFC は、投資家をだまそうとするオンラインプラットフォームの利用について、複数のチャネルを通じてさまざまなキャンペーンを展開し一般に警告した。例えば、2020 年 9 月、SFC は Enforcement Reporter を発行し、詐欺の仕組みを説明するとともに、詐欺を避けるためのヒントを提供した。

- 2021 年、香港 SFC は、投資詐欺に引き込まれる体験をシミュレートしたオンラインキャンペーンを開始した。このキャンペーンは、オンラインプラットフォームを利用した投資家詐取について一般に警告する SFC の継続的な取組みの一環である。このキャンペーンでは、潜在的な被害者を詐欺関連のチャットグループに誘い込むためによく使われる文言を用いたウェブバナーを 3 週間にわたって地域のディスカッションフォーラム、モバイル投資アプリケーション、金融ニュースウェブサイトに掲載した。バナーをクリックした視聴者は、一方的な株式推奨やランプ・アンド・ダンプ詐欺の兆候に関する SFC の警告が掲載されたウェブページに誘導された。

市場モニタリング

- 2021 年、仏 AMF は、AMF ウェブサイトのリテール投資家エリアからアクセスできる警告とブラックリストに、422 の詐欺ウェブサイトおよび電子メールアドレスを追加した。この数は 2020 年から 58%増加し、2019 年の 2 倍となった。タイ SEC は、Facebook やウェブサイトなどさまざまなチャネルを通じて行われるソーシャルメディア詐欺を監視している。特定された不正行為は、タイ SEC のウェブサイト上の投資家向け警告リストに掲載され、潜在的な詐欺不正行為について投資家に適切にアドバイスし、リテール投資家の被害を防止している。

- 2017 年以降、香港 SFC は香港における仮想資産の状況を注意深く監視し、新規暗号資産公開（ICO）や規制されていないプラットフォームでの仮想資産取引に内包する潜在的な詐欺について投資家に警告する声明など、仮想資産の取引に関連するリスクを投資家に喚起する多くの公開情報を発している。

不正行為の早期発見・阻止に向け、可能な限りオンラインサービスプロバイダーとの連携を強化

規制当局は、オンラインサービスプロバイダーと連携し、そのプラットフォームの使用から生じる損害を軽減するという公約を確実に実行するためにサービスプロバイダーがより努力するよう働きかけることが検討可能である。これは、サービスプロバイダーが見込み顧客のデューデリジェンスや審査を強化してそのプラットフォームの利用が正当なものであることを確認したり、無許可または詐欺的な活動を宣伝するウェブサイトやソーシャルポストを閉鎖するためのプロセスを簡素化したりするといった形をとることができる。

Google のようなサービスプロバイダーと連携することは、「ポジション・バイアス」（リテール投資家が金融商品情報を検索する際に、上位の結果を偏って選択する傾向）の潜在的に有害な影響を軽減するために役立ち、リテール投資家が金融商品情報を検索する際に、有害で誤解を招く情報が高い順位で優先されるようにする情報源を持つ悪質業者に利用されることを防ぐことができる。また規制当局は、リスクが高く誤解を招く金融商品に投資するリテ

[128] SEC.gov｜The SEC Has an Opportunity You Won't Want to Miss: Act Now！を参照。

ール投資家が示す群衆行動をより正確に予測し防止するために、Facebook などのソーシャルメディアプロバイダーと連携し、より詳細なデータ（例えば、ツイートのシェアや投稿の「いいね」の数など）へのアクセスを検討することも考えられる。

市中協議のフィードバックでは、金融機関のウェブホストが顧客の詳細（口座が閉鎖された元顧客の詳細や、金融サービス事業の認可された URL など）を保管し、ウェブサイトが詐欺的行為により閉鎖された場合にはいつでも規制当局と関連情報を共有する方法について、IOSCO がガイダンスを作成することも提案されている。このような情報リポジトリにより、IOSCO メンバーは、フィッシング詐欺、合法的なビジネスのクローン、詐欺的な未登録ビジネスなどを簡単に特定することができる。

インターネットサービスプロバイダーと協力する個々のメンバーの取組みに加えて、グローバルレベルでは、国際組織としての IOSCO が主要なインターネットサービスプロバイダーまたはインターネットサービスプロバイダーの国際組織と連携して、クロスボーダーオンライン不正行為を防止するための協力に必要なプロトコルを確立することも検討可能である。

証券市場監督当局間で、無許可事業者の活動に関する情報を効率的、均質、迅速かつ正確に交換することがますます必要となっている。投資家をより適切に保護するためにデータの有効活用を可能にし、IOSCO の既存の「Investor Alerts Portal（投資家警告ポータル）」[129]の有効性を高めるため、IOSCO は同ポータルを見直して無許可事業者に関する情報交換を促進するための更新が必要であるかどうかを判断すると同時に、（1）交換される情報の質の向上、（2）当該情報の使いやすさの向上、（3）第三者の当該情報へのアクセスと利用を許可し、警告を自動化することにより、それぞれの当局による投資家保護管理の実行を支援することが可能である。

<u>ウェブサイトおよびソーシャルメディアのフォーラムごとに、リテール投資家向けメッセージをカスタマイズ</u>

規制当局は、さまざまなウェブサイトやソーシャルメディアのフォーラム向けにカスタマイズされたメッセージを提供することにより、金融商品・サービスに対するリテール投資家の取組みを改善することができる。それらのメッセージでは、開示、投資家の財務能力プログラム、その他の関連する投資家教育メッセージについて、簡略化された専門用語を使用する。これに関連して規制当局は自身のデジタルプレゼンスを高めることにより、投資家からの直接かつリアルタイムのフィードバック収集を強化し、リテール投資家エンゲージメント戦略をより正確な情報に基づくものとすることができる。

開示義務に関連して多くの回答者は、リテール投資家の開示への理解を深め、取組みを強めるためには、開示に関する冗長で専門的な用語を変換し最適なフォーマットを特定する実験をさらに行う必要があると指摘した。これは、単に開示の内容を短縮したり要約したりするだけでは、開示の利用に悪影響を及ぼすと考えられるからである。

IOSCO のリテール投資家に関する委員会（C8）は報告書[130]を公表し、開示内容の短縮がリテール投資家にとって必ずしも良い結果をもたらすとは限らないことを明らかにした。1～2 ページの短い開示であっても、投資家にとっては複雑で分かりにくい場合があり得る。異なる商品の比較を容易にする要素（例えば円グラフや格付けなど）は、一部の投資家にとっては

---

129 IOSCO は、各メンバーの当局が自主的に発信する警告や警報を受信し公表している。IOSCO の各メンバーは、IOSCO のウェブサイトへのアクセス権限を持っており、アラート情報（国レベルの警告）をアップロードし、他のメンバーが提出した警告をダウンロードすることができる。投資家警告ポータルは週単位で更新される。

130 FR05/2019 The Application of Behavioral Insights to Retail Investor Protection (iosco.org)

分かりやすいかもしれないが、他の投資家はその行動バイアスにより、これらの要素を意図したものとは異なる方法で解釈してしまう可能性もある。

投資家が求める必要な情報について妥協することなく簡潔な開示を確立するという最適バランスを達成するには、規制当局はターゲットを絞ったソーシャルメディア・メッセージングを活用することで、リテール投資家向けの開示要件をシンプル、平易、かつ理解しやすいものにすることができる。

IOSCO リテール市場コンダクトタスクフォース（RMCTF）の消費者ラウンドテーブルにおける議論では、リテール投資家が金融商品・サービスに関する専門的で冗長、時には矛盾した大量の開示に圧倒されることが多く、開示が必ずしも意図通りに機能しない場合があることが明らかにされた。議論の中で提示された一つの提案は、開示に使われる用語や文章をできるだけシンプルにすることであった（例えば豪 ASIC は、発行体やファイナンシャル・アドバイザー向けに、目論見書その他の文書を「明確、簡潔、効果的」に表現、提示する方法を説明した RG 228 を作成した）。

開示資料が投資家の注意を引くために激しい競争にさらされる中、規制当局は、開示要件の変更が投資家の成果を向上させるために最も適切なツールであるかどうか、あるいは他の規制ツールを調べてみるべきかどうかを検討することができる。

2. 不正行為をより的確に特定し減らすためのアプローチの充実

規制当局の監視・監督活動を合理化するための組織内の機能強化やサードパーティベンダーの利用

規制当局は、詐欺ウェブサイトまたは誤解を招くようなウェブサイトを介して行われる詐欺行為を事前に特定するために、ウェブからデータを自動収集・分析する「ウェブスクレイピング」などの先端技術の開発、または利用の委託を検討することができる。データマイニングやより効果的なリソースの優先順位付けは、規制当局が熟知している問題である。従って、規制の監視・監督業務を効率化するためにサードパーティベンダーを利用することは、規制当局の監視・監督の取組みを支援することになると考えられる。例えば英 FCA は、大量のウェブデータを収集する能力は確かに一歩前進であるとした上で、その後に収集したデータをフィルタリングして最も関連性の高い結果を得る能力も、不正行為を防止または阻止するために同様に重要であると指摘している。

例えば豪 ASIC は、高度なリアルタイム監視システムを通じ、また取引データと第三者からのデータを統合することによって、オーストラリアの認可市場における取引を監視している。これにより ASIC は、取引の背後にいる顧客を確認し、関係者のネットワークを特定し、取引パターンを分析することができる。ASIC はまた、不正行為を検知・特定する能力を向上させるために、サードパーティベンダーのツールを探してきた。

さらに NASDAQ は、市中協議に対するフィードバック[131]の中で、ソーシャルメディア上の雑談が、詐欺または操作の可能性がある行為に関する監視アラートに寄与したかどうかを評価するために、サードパーティベンダーを活用していることを明らかにした。これらの業者からのデータは、監視アナリストが使用するリアルタイムツールに組み込まれ、短期的なボラティリティの指標となる「バズ」の高まりを警告する。これらのデータ駆動型ツールによ

[131] CR 03-22（IOSCO リテール市場コンダクトタスクフォース市中協議文書）に対する Nasdaq 社の 2022 年 5 月 23 日付コメントレター。

り、証券取引所の監視チームは、疑わしい活動を関連する執行機関に照会するタイミングをより適切に判断することができる。

組織内外の能力を強化するにはコストがかかる。IOSCO の報告書『Report on Retail Distribution and Digitalisation』は、オンラインマーケティングおよび流通の増加する活動を監視するために必要な権限と十分な監督能力を IOSCO メンバーが有しているかどうかを検討すべきであると述べている。規制当局は、先端技術の利用（アウトソーシングを含む）や技術的に熟練した専門家の配置を通じて、監視・監督能力を強化するための追加予算を必要としている。

<u>悪質業者への早期介入および特定をより容易にするための技術ツールの開発と高度なデータ分析の利用</u>

規制当局は、消費者・詐欺犯の行動の傾向を早期に発見するため、先端技術の利用を検討すべきである。業者がデジタル商品やオンラインクロスボーダー詐欺の手口において革新的な手法や技術をますます使用するようになる中、IOSCO メンバーは、増加するオンライン活動を監視するために、その権限と監督権の範囲内で十分な監視・監督能力を有しているかどうかを検討すべきである。IOSCO メンバーはまた、潜在的なオンライン詐欺行為（ソーシャルメディア上のものを含む）を監視するための適切なモニタリングプログラムを開発する方法も検討すべきである。国内の法的枠組みの中で、監視・監督能力を強化するための検討事項としては以下が考えられる。

- 違法または誤解を招くようなプロモーションを検出するため、コンテンツへのアクセスを要求する権限
- 誤解を招くようなプロモーションや違法な宣伝に対する消費者の苦情を報告するための規制チャネルの整備
- オンライン情報の速いペースと変化する性質に対応するための、適切な証拠追跡プロセスの導入

規制当局は、リテール消費者市場におけるリスクの蓄積と崩壊を防ぐために、企業のビジネスモデルをモニタリングするデータ駆動型戦略や統計分析を用いることもできるが、一方で悪質業者への早期介入と特定を容易にするために新しい方法または革新的な方法で使用することができる確立された規制ツールも複数存在する。

さまざまな IOSCO メンバーが、既にソーシャルメディアコンテンツを監視する規制ツールとして、人工知能・機械学習（AI/ML）技術、ウェブスクレイピング、ソーシャルメディア・スキャンツールなどの先端技術を導入して、デジタルプラットフォームやソーシャルメディアを調査し、潜在的詐欺スキームや無許可業者を特定するとともに、不正行為を検知している。一部のメンバーは、時事的なリスクに焦点を当てデータおよび AI 分析を用いて株式を監視するため、ストリームデータを持続的に使用している。このようなツールはまた、ソーシャルメディア上の詐欺を追跡し、株価に影響を与える可能性が非常に高いメッセージを検出することも可能である。

一部の IOSCO メンバーが既に使用している高度な監視・モニタリングツールや手法には、次のようなものがある。

- AI ベースの個別ツールである Financial Scam Hunter（FI.S.H）、Spam Detection（SPA.DE.）、WETREND は、金融詐欺の防止と無許可の商品・サービスの監視を目的としたシステムの一部である。仏 AMF は、FI.S.H を使用して不正なウェブサイトを特定し、SPA.DE を使用して将来の詐欺を早期に発見し、WETREND を使用して不正な金融商品・サービスの提供を検出している。

- インド証券取引委員会（SEBI）は、AI/ML を活用して規制プロセスを強化する取組みを開始した。SEBI が規制する取引所は、ソーシャルメディアのスキャンをアラート生成プロセスに統合している。また、取引関連の詳細情報をウェブサイト上で公開するだけでなく、投資家に電子メールや SMS で送信することにより直接コミュニケーションをとっている。また、異常な注文や取引に関するアラート情報を提供する統合情報・アラートダッシュボードも開発した。さらに、価格と出来高を監視してアラートを発信するとともに、例えば証券・上場商品に見られるスプーフィング（なりすまし）や過剰な注文変更などの市場濫用行為を監視している。

- 豪 ASIC は、急速な取引を促す「モメンタムイグニッション（Momentum Ignition）」について、全体的な視野から取引の規模や普及状況を把握しようとしている。そのモメンタムイグニッション検知ツールは、ゲートキーパーおよびモメンタムイグニッションを促進する当事者に焦点を当て、そのフィルター、コントロール、アルゴリズムを調査する。

- 独 BaFin は、市場をモニタリングするために、投資家や消費者からの苦情、内部告発者からの情報、他の法執行当局や消費者保護団体から入手可能な情報などの通常の情報源を利用している。また、問い合わせやメディア報道も利用し、新しい情報や追加的な情報を得ている。さらに、ソーシャルメディア上での投資会社のマーケティング活動を監視することもある。

- 中国の取引所は、ソーシャルメディア上での推奨による株価操作に対抗するため、モニタリング分析、解明、報告が完全に一体となったシステムを操作対策として確立した。これは、（1）取引前の世論に対する早期警告（2）取引中のリアルタイム監視（3）取引後のデータ分析の 3 つの分析カテゴリーに基づいている。国境を越えた操作に対処するため、中国の取引所は他の取引所と協力して、ストックコネクト（Stock Connect）におけるシースルー口座制度の確立を推進している。

- 米 SEC の審査部門（EXAMS）は、審査対象の優先順位付けや審査中に収集した情報のさらなる分析のために、新技術や高度なデータ分析の利用を強化し続けている。また、登録投資アドバイザーが提供するリテール助言サービスの監視を改善するために、技術を用いてプログラムの効率化を実施した。具体的には、規制上の提出書類や取引活動を分析するためのデータ利用能力を向上させた。また、National Exam Analytics Tool（「NEAT」）を開発した。これは、審査官が大規模な取引記録のデータセットを収集および分析して潜在的に問題がある活動を特定し、審査中に企業のビジネスをより正確に理解できるようにするツールである。NEAT は当初、投資アドバイザーの取引記録の分析に重点を置いていたが、その後、ブローカーディーラーの取引記録の分析にも使われるようになった。現在、審査官はブローカーディーラーが最善の利益規則（Regulation Best Interest）を遵守しているかどうかの分析に NEAT を活用している。

- 香港 SFC による企業不正行為調査や個人の適応性および適切性に関する調査において、監督・執行チームは、対象となる個人と上場企業の関係を特定するためにネットワーク分析を広範に利用している。

- スプテック（SupTech）の主要な取組みとしては、オーダーライフサイクルのデータ基準、すなわち DS-OL（data standards for order life cycles）がある。2019 年 7 月、香港 SFC は、対象ブローカーが提出する取引関連データの最小限の内容と表示形式を規定する新しいデータ基準を発表した。これにより、検査におけるデータ分析ツールの使用が容易

になり、SFC は大量の複雑な取引関連データを調査して、空売り、最良執行、利益相反などの主要なコンプライアンス分野における潜在的な取引不正行為やシステム管理の不備を特定できるようになった。SFC の最近のパイロットテストでは、顧客および社内のトレーディングデスクが発注した類似の注文の執行結果を分析ツールで分析し、最良執行の異常パターンや顧客の優先的または不公平な取り扱いを特定した。

リアルタイム技術ツールの使用：IOSCO メンバーは、トリガーインシデントをより正確に検出するために、サーフェスウェブ、ディープウェブ、ダークウェブ上の悪意ある活動に対して、利用可能で適切であれば、リアルタイムのリスニングと消費者保護のための技術ツールの使用を検討することができる。メンバーは、リテール投資家への悪影響を最小限にとどめるため、これらのトリガーインシデントの公表を検討することができる。

データギャップに対処するための規制ツールの使用：金融商品のステータスに関して規制が遵守されていない場合、または規制がない場合には、IOSCO メンバーによる定期的なデータ収集は行われていない。このような規制の限界の一例として、暗号資産市場がある。エクステント要件が未整備である場合、規制当局は、市場濫用行為を抑制するため検知能力を高め、必要に応じて介入するため、市場参加者にリテール投資家の暗号資産取引量や顧客確認の詳細に関する情報を提供してもらう方法（例えば、リテール投資家をターゲットとした暗号資産トークンのプロモーションに関連して ICO パンプ・アンド・ダンプスキームをより適切に特定する方法）を検討することができる。

レグテック（RegTech）とスプテック（SupTech）の活用：複数の回答者が、規制当局はデジタル・デューデリジェンスの枠組みによって市場参加者や投資家を特定し、詐欺の撲滅を目指すことができるようになると述べた。このような枠組みは、リモートオンボーディングをサポートする AI ベースの生体認証ツールを現在開発中の RegTech 企業によって促進される可能性がある。

RegTech の一般的な利用については、インド SEBI が AI/ML と RegTech を使ってソーシャルメディアのスキャンをアラート生成プロセスに統合する取組みを開始した。シンガポール金融管理局（MAS）は、金融助言サービスを提供する金融機関から包括的かつ詳細なデータ（顧客プロファイル、商品、取引、報酬、苦情、不正行為の報告、懲戒処分など）を収集し、監督に役立てるプロジェクトを進めている。一部の規制当局は、SupTech ツールの開発をサポートする専門部署やチームを設置している。MAS のケースでは、Suptech 部門という専門部署が SupTech のアジェンダを推進している。

SupTech や RegTech の活用は、金融市場の監督を改善し規制当局による悪質業者の特定に役立つ一方で、規制当局は、こうした技術の利用がプライバシーや差別に関する個人の権利を侵害しないようにしなければならないとの回答もあった。これらの回答者はまた、規制当局が SupTech や RegTech の AI/ML 機能を利用して市場監督活動を行う場合、特に公共データを収集する場合には、ガイダンスを遵守するとともに、ガイダンスがプライバシーに関する懸念にどう対処できるかを検討することや、同等のグローバルプライバシー基準（例えば EU 一般データ保護規則 General Data Protection Regulation）の採用を検討すべきであると述べた。

これらの回答者はまた、規制当局が SupTech ツールを使用する際には、市場監督活動から収集したデータの運用上の強靭性を強化するために、可能な限り、適切なデータ暗号化機能の開発も検討すべきであると述べた。

最後に、回答者は、規制当局が市場監督活動を行う際には、SupTech の機能がコード化されたバイアスの影響を受けていないかどうかも考慮すべきであり、以下の要因を検討した方がよいと提案した。

- SupTech の機能にコード化されている可能性がある主観的な特性で、規制当局が認識すべきものは何か。
- その特性は、一部の企業の活動が不当に差別されることにどの程度影響するか。
- 規制当局が、悪質業者を特定するため SupTech 機能をコード化する際に考慮すべき適切な指標、基準、指針は何か。

ウェブスクレイピング：規制当局は、規制目的でウェブから大量のデータを自動的に収集するため、ウェブスクレイピングの使用を検討することができる。その場合、収集したデータをその後フィルタリングして最も適切な結果を得る機能が重要である。ソーシャルメディアから得られるデータの対象範囲、品質、適時性はプラットフォームによって大きく異なり、「万能のアプローチ」は存在しない。例えば、ベルギー金融サービス市場局（FSMA）は、ウェブスクレイピングによりベルギー国内の ICO の状況をより正確に把握し、不正行為を事前に検知できるようになった。

悪質業者の特定における課題への対応

投資詐欺から投資家を守るためには、詐欺的なオンラインコンテンツをタイムリーに検出し、告発することが重要である。規制（特に執行）上の重要な課題の一つは悪質業者を特定し責任を問うのが難しいことである。この課題は、主にインターネットやソーシャルメディアの固有の特徴に起因するもので、例えば複数の法域の多くのユーザーと比較的低コストでほぼ瞬時にコミュニケーションできること、合法に見えるサイトやアカウント、電子メール、ダイレクトメッセージ、ウェブページを簡単に作成できること、匿名性、インターネット上コンテンツの膨大な量、変化のスピードなどが悪質業者の特定を非常に困難にしている。

詐欺犯は、オンライン不正行為のオンライン性やクロスボーダー性の背後に隠れることができる。オンライン環境はまた、高度な広告ターゲティング技術、暗号化されたプライベートメッセージ、偽アカウントの使用などにより、詐欺犯の身元を隠す機会を提供する。加害者は法域による違いやギャップを利用しようとし、オンライン環境は、インターネット・ドメインの複数利用や短いスパンで簡単に変更することにより、法的な身元を隠したり迅速に変更したりすることができる。その結果、ウェブサイトが国内法により認可された業者のものかどうかを識別することが困難になる。また、IOSCO のメンバーにとっても、業者に責任を問うことが難しくなる。

従って、この課題を克服するためのツールや戦略を採用することが急務となっている。この目的に向けて IOSCO は、違法なデジタル行為の検出と調査を支援するため、『IOSCO Report on Retail Distribution and Digitalisation』の執行ツールキット方策 1（技術による積極的な検知および調査手法）の活用をメンバーに奨励している。

また、IOSCO の多国間情報交換枠組み（MMoU）は、国際的な角度からオンライン被害に対抗する上で不可欠なツールである。

<u>行動科学を利用してリテール投資家の行動を分析し、消費者保護イニシアティブを設計</u>

消費者ラウンドテーブルの議論において提示され、IOSCO が過去に実施した調査でも裏付けられているように、リテール投資家が不適切な商品に投資することを防止するには、開示と投資家教育だけでは限界がある。特に適合性要件および開示要件が弱体である状況においてはなおさらである。適格性クイズ、消費者への警告、消費者教育などはツールとしては機能するかもしれないが、リテール投資家の被害を防止する万能薬と見なすべきではない。実際、規制当局と民間セクターが協力して、金融商品がリテール投資家の購入に適しているか

どうかをテストするための投資家向けクイズを開発しようとした多くの試みは、そのようなツールを設計する際に消費者と業者の利害が一致しなかったために失敗に終わっている。

その代わり規制当局は、投資家教育イニシアティブを支援するためにさまざまなアプローチの活用を検討することができる。例えば、行動科学を研究することにより、行動レバーやナッジ、さらにリテール投資家の行動を促すオンライン・マーケティング・トレンドの根底にある要因をより適切に特定・分析することができる。このような行動科学による評価は、消費者保護政策の適合調整や、他の規制介入（例えば、商品介入または商品設計および販売義務（豪 ASIC の DDO（product design and distribution obligation：商品設計および販売義務）など））の設計をより適切に行うために一部の規制当局がとっている政策や規制を補完することができる。

金融教育のイニシアティブにおいては、より広範な政策や規制のアジェンダを考慮することもできる。この点について、金融機関にはそのオンラインプラットフォームの選択アーキテクチャ（商品の設計・提供方法を含む）が顧客に損害を与え続けるのではなく防止できるようにする能力と権限が備わっていることを、規制当局が認識することが重要である。企業は、商品ライフサイクルの最初から最後までの間、またその他の関連する業務プロセス全体において、強固なプロダクトガバナンスの枠組みおよび商品モニタリング能力を維持することが必要である。規制当局は消費者被害を防止するため、金融商品に関する DDO 義務の導入を、ターゲットを絞った原則として検討することもできる。こうした義務は、発行者や販売者が適切なプロダクトガバナンスの枠組みにより、金融商品がリテール投資家を適切にターゲットとしていることを保証するよう求めるものである。もし規制当局が商品を発行する前の企業によるターゲット市場の決定（TMD）および商品開示説明書（PDS）を十分と認めず、消費者が重大な不利益を被るリスクがある場合には、規制当局は「停止命令」による商品介入権限（もしあれば）の行使を検討することができる。

多くの悪質業者が「ダークパターン」（例えば、ウェブサイト、アプリ、その他のデジタルインターフェース上で消費者の行動に影響を与え、自らの利益や意図に反する行動をとらせることができるよう巧みに設計された機能）を用いて人々の行動様式を操作している。規制当局は行動科学を活用してそのような行動レバーを特定し、それにより悪質業者のバイアスを特定して逆手にとるよう検討することができる。

デジタルインターフェースとオンライン取引は、制御された環境下でリテール投資家の行動に関する規制ツールを実験・検証するために必要なインフラを規制当局に提供することが可能である。規制当局はデジタルインターフェース上で実験を行うことでリテール投資家の動機をより正確に分析し、エビデンスに基づくデータを用いて政策オプションを決定することができる。これにより規制当局は必要に応じて必要な介入策を設計することができる（例えば、リスクが高いレバレッジ商品が投資家に多大な損失を及ぼした行動実験データを評価した上で、商品介入権限（もしあれば）を行使してリテール投資家に対する当該商品の販売を制限することを検討することができる）。

内部告発へのアクセスを容易にし、通報、照会、苦情を優先順位付けするための受付けシステムを整備

内部告発制度は、従業員や第三者が潜在的な不正行為に気付いた場合に企業や規制当局に通知する代替手段を提供することにより、リテール投資家に対する不正行為リスクの軽減に寄与することができる。暗号資産市場など一部の市場の不透明性は、不正行為の発見がより困難になることを意味する。効果的な内部告発手続きは、不正行為が発見される可能性が高まると認識された場合、不正行為に対する抑止力として機能することが可能である。内部告発制度にはさまざまなものがあり、その範囲は、情報提出のプロセス、内部告発者の保護、不正行為の通報に対するインセンティブ（例えば金銭的報償）など、法域によって異なる。

米 SEC は、新しく出現している動きに対して効果的な調査を促進するプログラムを長年にわたり実施している。投資家、一般市民、規制対象事業者、その他の機関は、SEC ウェブサイトのオンラインフォームを通じて、あらゆる種類の潜在的な証券法違反に関する内部情報、苦情、照会を SEC に提出することができる。SEC スタッフは、オンラインフォームを通じて提出されたすべての内部情報、苦情、照会を精査し、追加調査その他の対応の必要性を評価する。別の例としてドッド・フランク法第 922 条は、内部告発適格者が独自の情報を自発的に SEC に提供し、それが 100 万ドル超の金銭的制裁をもたらす執行措置の実現につながった場合、SEC が報奨金を支払うことを規定している。

カナダ OSC も 2016 年に内部告発プログラムを立ち上げ、検出が困難な形態の不正行為に関する通報を奨励するために、強固な機密保持および報復防止保護を備えるとともに報奨金を提供している。このプログラムは、特に詐欺的なオンライン・スキームに関する執行措置につながる有益な情報源であることが実証されている。その結果、企業の内部関係者だけでなく、外部の個人からも情報を得ることができた。

香港 SFC は、一般市民が仲介業者や市場活動に対して苦情を申し立てるためのさまざまなチャネルを備えている。また、SFC 行動規範（Code of Conduct）12.5 項は、認可・登録業者に対して、顧客によって行われた可能性があると業者が合理的に疑う市場不正行為規定の重大な違反、侵害、非遵守を含む幅広い事項について SFC に報告することを義務付けている。

3: 二国間・多国間のクロスボーダー、および国内の監督・執行協力の枠組み強化

協力と連携の強化を促進し、規制の裁定を可能な限り最小化

監督および執行の枠組みを整備・維持するという概念は新しいものではないが、こうした枠組みの有効性と効率性は、その支援・促進に関わる人々によって大きく左右される。

IOSCO の多国間情報交換枠組み（MMoU）と強化された多国間情報交換枠組み（EMMoU）は、不正行為の撲滅を目指すための執行および情報共有メカニズムとして、署名者により成功裏に使用されてきた枠組みの例であり、クロスボーダー的特性がますます高まっている。執行問題や捜査は、受領した情報の質と伝達速度に左右されることが多く、これには外国の署名者の支援により得られた情報も含まれる。また、効果的でタイムリーな国際協力を行うために十分なリソースを投入することや、国際的に活動する悪質業者に執行措置をとる際に他の規制当局と捜査や公報メッセージを連携する可能性および妥当性の検討など、協力のスピードと質を向上させる方法を署名者が引き続き模索することが不可欠である[132]。また、署名者は、暗号資産などの新しいまたは新興の商品・サービスに関連する問題に関して、それぞれの法的枠組みのもとで許容される範囲内で協力する意思を示すべきである。

さらに、IOSCO 報告書『Report on Retail Distribution and Digitalisation』の執行ツールキット方策 3（効率的な国際協力や刑事当局および国内外のパートナーとの連携の強化）は、IOSCO メンバーに対し、捜査および執行措置における国境を越えた効率的な協力・連携の拡大、刑事当局その他関連する国内外パートナーとの連携強化を推奨している。

上記に関連して、国際的規制の対象範囲外の地域（例えば、国際協力協定でカバーされない法域や地域）の拡大が進むことは、執行協力の成功に対する重大な障害となり、悪質業者にとっては安全な場所となる。こうした地域の拡大に対処し最小限に抑えるための戦略を講じる必要がある。

---

[132] 執行の連携は、各規制当局が自らの法域内でその権限を行使するための独立性や裁量権を損なわない形で実施されるべきである。

監督協力についても同様で、二国間であれ多国間であれ、あらゆるパートナーシップの成功は、関係する規制当局間の情報共有全体の一貫性、信頼性、速度に依存する。IOSCO 代表理事会およびその下に位置する政策委員会、タスクフォース、グループは定期的に招集され、証券およびデリバティブの新しい問題や新興の問題に関して情報とインテリジェンス、さらに学んだ教訓などを共有している。IOSCO はまた、ますますボーダーレス化する世界においては、規制の裁定を最小限に抑え一定水準の規制の収束を達成するためのグローバルな協力と多角的アプローチが不可欠であることを認識し、FSB などの他組織とも定期的に会合を開き同様の目的を追求している。こうした取組みは、地政学的な問題や法域間の異なる慣行、法律、規制から生じる障害を克服する上で、一定の役割を果たす。

規制当局は、規制ツールの蓄積を強化する一方で、組織の運営能力の向上および十分な装備・リソースを可能な限り確保することにも重点を置く必要がある。組織内や組織間でデータやインテリジェンスを共有する際の摩擦を減らすことで、規制問題に対処する際の俊敏性を高め、より正確な情報に基づいたアプローチを促進することができる。

IOSCO メンバーの 3 分の 2 以上が、より効率的かつタイムリーに国境を越えた詐欺行為に対処するためには、IOSCO メンバー間の情報共有のスピードを向上させることが重要であると述べている。そのため多くのメンバーやステークホルダーが、IOSCO にはその役割として、規制当局、企業、業界団体などのステークホルダーを支援するため、共通の問題をマッピングするとともに、国境を越えた協力体制を強化する方法を模索することがあるのではないかと述べている。そうした取組みは、国境を越えた詐欺や不正行為と戦い、それを阻止し、消費者被害を最小限に抑える上で、すべてのステークホルダー間のより効果的な連携を促進することができる。

IOSCO はまた、MMOU と EMMOU の下での執行協力と情報共有のための既存の枠組みをベースとして、国境を越えた不正行為に関する重要で価値の高い機密情報を規制当局間でより効率的に共有する方法を模索することも検討できる。国境を越えた不正行為に関して、より広範に集められた質の高い機密情報にアクセスすることは、各法域にとって個別的にも集団的にも有益であり、国境を越えた不正行為を早期に発見し、投資家の被害を最小限に抑えるために迅速な行動をとるために役立つ。

香港 SFC の取組みは、香港、中国本土、主要な海外市場の規制当局と効果的な規制・執行の協力を促進している好事例である。協力関係は、執行から市場整備までの多岐にわたる問題に関して合意したアプローチを定めた覚書（MoU）に基づくことが多い。SFC は長年にわたり、地元、中国本土、海外の規制当局と二国間または多国間の協定を締結してきた。

絶え間なく変化する暗号資産エコシステムに関しては、グローバルな協力と連携の重要性は明らかである。かつては新興分野と見なされていた暗号資産の進化は、現在では市場の主流となり、各国および世界的なアジェンダの最重要項目となっている。この分野で発生する国境を越えた不正行為を規制当局が抑制できるかどうかは、あらゆる分野の規制当局に加えて、市場参加者、消費者団体、その他のステークホルダーの集合的な学習と経験をどれだけ生かせるかに大きくかかっている。前述の通り、IOSCO は暗号資産投資の国境を越えた性質を考慮し、暗号資産分野における市場の公正性と消費者保護の問題を分析し対応することを目的とした専門の国際連携グループを設置している。

本報告書では協力体制の強化がいかに重要であるかを示す例として暗号資産を用いているが、技術の高度化による変化が市場に影響を与え続ける中で規制当局間の対話は今後も進化を続け、暗号資産以外の新興分野もカバーすると認識されている。

必要に応じ他の国内・国際機関と協力して、不正行為に関する共通の問題に取り組み、不正行為に関与する個人やグループを特定し、不正行為への早期介入と阻止を促進

IOSCO は、銀行業、消費者、あるいはマネーロンダリング防止（AML）要件を扱う規制当局など、他の種類の規制当局と協力して、詐欺の実行犯や経路を特定し、詐欺行為や詐欺に関連する資金の流れを直接阻止または中断させるために互いに支援することの重要性を強調する。この重要な問題に対する取組みを強化する必要がある。

規制当局は、他の法執行機関やオンラインプラットフォームなどのパートナー機関と必要に応じて協力する必要がある。それにより相乗効果を生み出すことができるからである。例えば、仏 AMF は、仏経済財務省のデジタル規制専門家センター（Digital Regulation Expertise Centre）と共同で、規模に関して人工的な印象を創り出すことができるボットの検出を支援するソーシャルメディア・スキャンツールの実験に取り組んでいる。また、ESMA の「適合性に関する共通監督行動（Common Supervisory Action on Suitability）」は、EU 内の企業が、デジタルを含むすべてのチャネルにおいて、従来の投資サービスと同等の投資家保護および情報開示基準を確実に満たすようにすることを目的としている。

オンラインプラットフォームを通じて取引される商品は、ますます複雑化し高リスク・高収益という性質を持っているため、無免許業者がリテール投資家をだますツールとして利用するには特に魅力的となっている。このため、オンラインプラットフォームを通じて商品を販売する無免許業者は、投資家保護に重大なリスクをもたらしている。これにより、投資家の損害額が膨らみ、投資家からの苦情や問い合わせが増加している。

リスクが高いレバレッジ商品の大部分は、オンライン取引プラットフォームを通じてリテール投資家に提供されている。このため、商品を提供しようとする新しい企業は、商品が販売される法域において最小限の物理的プレゼンスまたはプレゼンスゼロで既製の取引プラットフォームを買い、最小限の資本支出および非常に低い固定費でマーケティングを行うことができるため、比較的容易に市場に参入することができる。このように会社を閉鎖し、場合によっては新しい事業体の下で再開することが容易であるため、IOSCO メンバーがその会社を見つけ出し、特定し、対策を講じることが困難になる場合がある。

一部の法域では、その法域の居住者に商品を売り込み、提供または販売する会社のみ免許が必要という形で規制の範囲を設定している。こうした法域で関連商品を非居住者に提供する業者は、その事業目的で登録する要件が免除されているため、所在する法域のいかなる規制監督にも服さないことになる。このセクターの多くの業者は、この規制上のギャップを利用して免許を必要としない法域に拠点を置き、外国人投資家をターゲットにしている。

このような問題に対処するため、IOSCO メンバーはさまざまな執行措置を講じてきた。これには、規制当局の管轄権を主張する訴訟の提起、違法なバイナリーオプションを提供するウェブサイトへの法域内でのアクセス遮断、不正利得の返還や顧客への補償、ペナルティに関する裁判所命令の取得、法的措置の公表、違法ビジネスの閉鎖、他の規制当局の措置に基づく相互命令の取得などが含まれる。

IOSCO メンバーは、実践的な行動を通じてこれらの課題に対処するため、情報の共有と発信、メンバー間のコミュニケーションの改善、国内および国際的な捜査におけるより緊密な協力を可能とする既存メカニズムのより効果的な活用方法を検討することが奨励される。例えば、詐欺を行う企業に関して刑事当局との連携強化を検討することができる。

詐欺行為に関するインテリジェンス情報データベースや正式なインテリジェンス情報収集計画は、規制当局が詐欺行為に関与している個人や事業者を特定し、彼らがさまざまな詐欺スキームとどのように関連しているかをより正確に把握するためにも役立つ。こうした情報は、規制当局が、スキームやそれを運営する個人や事業者を標的とする適切な戦略を策定する上でも価値がある。例えばカナダでは、カナダ証券管理局（CSA）のタスクフォースが、不正なバイナリーオプションのスキームに関するインテリジェンス情報をより効果的に収集するため、全国規模のデータ収集計画を策定した。収集されたインテリジェンス情報は、バ

イナリーオプションのエコシステムの理解および一般向け意識向上キャンペーン用の統計作成に使用されるとともに、捜査に対して洞察を提供した。

また、広告ファシリテーター、モバイルアプリケーションプロバイダー、銀行、決済プラットフォームなどのステークホルダーの意識向上も非常に効果的であろう。詐欺犯は通常インターネットサイトやモバイルアプリを利用して一般市民に商品を大量に販売するが、広告ファシリテーターやモバイルアプリのプロバイダーはその違法性を認識していない可能性がある。決済ファシリテーターやサービスプロバイダー、インフラストラクチャーの意識向上を図ることにより、そうした事業者は、詐欺に関与しているとの風評リスクを軽減するため詐欺の可能性が高い企業にサービスを提供しなくなることも期待される。例えば一部の IOSCO メンバーは、バイナリーオプション詐欺やリテール投資家にバイナリーオプションを提供する無免許業者についての認識を、モバイルアプリケーションストアの間で高めてきた。この取組みにより一部のアプリストアは、無許可業者がアプリストアのサイトを通じてバイナリーオプションのアプリの提供を禁止するようになった。

リテール詐欺のオンライン化およびクロスボーダー化（国境なき詐欺）が進んでいることから、執行と監督の双方の目的において、国内外の規制当局間の協力を強化することが必要である。IOSCO メンバーは必要に応じて、国内の複数の当局からなる国内タスクフォースの設置を検討することもできる。

例えば、2021 年 12 月、香港 SFC、香港警察、シンガポール MAS、シンガポール警察は、香港とシンガポールでランプ・アンド・ダンプ操作スキームを運営していた疑いがある活発かつ洗練されたシンジケートに対する共同作戦を実施した。香港とシンガポールの証券規制当局および法執行機関が同時に参加したこの共同作戦は、国境を越えたランプ・アンド・ダンプ詐欺に取り組む初めての試みであった。

- SFC、香港警察、MAS、シンガポール警察の総勢 190 人以上の担当者が香港とシンガポールの 33 の施設を捜索した結果、シンジケートの主要メンバーと思われる人物とその関係者、および香港上場企業の上級管理職を含む計 10 人が逮捕された。香港とシンガポールの合同捜査は、シンジケートの疑わしい取引行為を最初に発見した SFC が、証券先物法（SFO）に基づく特定の市場不正行為に加えてマネーロンダリングの疑いがある犯罪の国境を越えた性質および規模を考慮して、MAS および香港警察に事件を照会したことから実施された。
- 今回の合同捜査は、以下の取り決めの下で実施された。
  - SFC と香港警察との間で締結された MoU
  - IOSCO「協議と協力および情報交換に関する強化された多国間覚書」（EMMOU）、「同多国間覚書」（MMOU）および SFC と MAS の間の二国間覚書。

4. 暗号資産を原因とするリテール投資家の被害への対応

既存の規制の枠組みでまだカバーされていない場合、暗号資産取引の顧客確認、および取引報告データベースを提供するために規制権限の行使が可能かどうかを判断

暗号資産分析プロバイダー「チェイナリシス（Chainalysis）」は、最近のレポート[133]の中で、2022 年の詐欺犯罪の総被害額が 2022 年 8 月時点で 16 億ドルであることを明らかにした。さらに 2022 年には、DeFi プロトコルから盗まれた価値の多くが北朝鮮関連の犯人（例えば Lazarus Group などのエリートハッキングユニット）によるものであると Chainalysis は推定している。

暗号資産セクターは、規制当局が注力すべき新興分野として消費者ラウンドテーブルの回答者から挙げられている。多くの中央集権型暗号資産取引プラットフォームや仲介業者が既存の規制を遵守せずに運営されているため、暗号資産のリテール取引に関するデータの入手可能性や商品識別が不十分であり、国境を越えた問題や課題の増加の一因となっていると考えられる。IOSCO は、暗号資産市場の包括的な分析に取り組んでおり、その中には暗号資産の規制上のインプリケーションも含まれている。

既存の規制制度がまだ対応できていない範囲について、規制当局は、必要に応じて「技術的中立性」の原則を遵守しつつ、顧客確認や取引報告データベースを取得するために既存の規制権限の行使が可能かどうかを検討することができる。それにより、暗号資産の使用により生じる可能性がある国境を越えた不正行為（マネーロンダリングやテロ資金供与など）に立ち向かう際に規制当局を支援する情報を提供することができる。

情報共有はブロックチェーンの基本的な機能であるため、規制当局は、暗号資産市場の動向に関する情報を既に分析しているサードパーティ・データプロバイダーのサービスを利用することができる。同様に、中央集権型暗号資産取引プラットフォームの取引が単に内部で記録されているだけではなく、公開されたブロックチェーンに記録されている場合には、暗号資産取引フロー追跡ツールを使用して、複数の市場における取引量を評価することができる。

規制当局は、暗号資産取引プラットフォームなどの仮想資産サービスプロバイダー（VASP）から報告を得て、その活動に関する報告を作成する方法を検討することができる。現在議論されている EU 暗号資産市場規制法案（MiCA）の修正案では、EU の VASP は、認可を申請する加盟国に取締役が居住し登録事務所を置くなど EU 域内で設立され実質的な管理が行われることを求められる可能性がある。また、VASP の経営陣や VASP の有資格者、密接な関係にある人物に対しては厳格なチェックが行われることになる。さらに規制当局は、暗号資産サービスプロバイダー申請者が AML 防止対策を満たしていない場合、一時的な停止命令の発令を検討することができる。

既存の規制要件の下で、顧客の暗号資産が DeFi レンディングプロトコルにおけるステーキングや借入れに使用できる場合、暗号資産サービスプロバイダーは、そうした行為に関する顧客への明確な開示や、適切な内部記録管理、ガバナンス体制を維持し、担保としての投資家資金の混在に伴う潜在的なリスクを軽減すべきである。また、こうした行為のリスクが既存の規制制度の管轄下にある場合には、規制当局はその要件を執行するよう努めるべきである。

規制当局は、暗号資産サービスプロバイダー・VASP に仮想資産取引に関連する送付依頼人および受取人情報を共有することを求める金融活動作業部会（FATF）の「トラベルルール」の即時実施を検討することができる。これは、マネーロンダリング防止とテロ資金供与防止（AML/CTF）対策を進展させ、暗号資産・仮想資産監査の透明性を向上させるのに役立つ。

---

133 『Mid-year Crypto Crime Update: Illicit Activity Falls With Rest of Market, With Some Notable Exceptions - Chainalysis』

IOSCO メンバーおよび委員会は、暗号資産取引データへのアクセスを改善するために、可能な限り、他の国際標準設定主体との継続的な連携の機会をさらに前向きに検討すべきである。IOSCO 暗号・デジタル資産（CDA）および分散型金融（DeFi）の両ワークストリームは、暗号資産分野における市場公正性および投資家保護の懸念の分析・対応というマンデートに加え、FSB の暗号資産および DeFi の作業を補完するために、システミックリスクの懸念についても検討することになる[134]。

最後に、資金の混在がもたらすリスクとその重要性に鑑み、業者は適切な内部記録管理とガバナンスを備え、顧客資産がどこでどのように保管されているかについて、ステーキングや借入れを含め、顧客に対して明確に開示すべきである。

リテール投資家に対する国境を越えた暗号資産の詐欺や盗難に対処するため、適用可能な規制介入権限を行使

暗号資産取引プラットフォームや仲介業者は規制がない領域で運営されているわけではないが、その多くは既存の規制を遵守せずに運営されている。インターネットを通じて利用できる他の投資と同様に暗号資産分野はボーダーレスであると言われており、技術の発展によりアクセスが容易になっている。リテール投資家は、数多くの暗号資産プラットフォーム（例えばコインベースのような国際的暗号資産取引プラットフォーム）に国際的にアクセスし、簡単に好きな額の暗号資産を売買することができる。このように暗号資産に国際的に容易にアクセスできることから、リテール投資家が被る暗号資産関連の不正行為のリスクも比例して増加する。従って、IOSCO メンバーの規制当局は、国境を越えた暗号資産によるリテール投資家の損害を減らすために、必要に応じて規制介入権限（もしあれば）の行使を検討することができる。

一部の法域は現在、暗号資産取引プラットフォームや仲介業者を規制している。例えばカナダでは、OSC、および CSA の他のメンバーは現在、暗号資産プラットフォームに対して所轄規制当局への事前登録誓約書[135]の提出を求めている。事前登録誓約プロセスで暗号資産プラットフォームは、投資家保護の懸念に対処する条件および既に登録済みのプラットフォームに現在適用される一定の要件を遵守することが求められる。誓約プロセスの一環として暗号資産プラットフォームに課されるこれらの義務の中には、以下の導入が含まれる。

(i) 暗号資産プラットフォームが、リテール投資家の暗号資産投資に関する経験や知識、財務状況、リスク許容度に関して短い取引アンケートから得られた情報を基に、顧客の口座開設が適切かどうかを評価するための要件

(ii) ビットコイン、イーサリアム、ライトコイン、ビットコインキャッシュ以外の暗号資産[136]について、過去 12 カ月間の純購入限度額を 30,000 カナダドルに設定（プラットフォームが口座の適切性のみを評価する場合）

(iii) ポートフォリオの損失通知

(iv) 暗号資産デリバティブデータ取引の報告

(v) 市場の公正性に関する義務

---

134 『OR03/22 Crypto-Asset Roadmap for 2022-2023 (iosco.org)』を参照。

135 『Canadian securities regulators expect commitments from crypto trading platforms pursuing registration - Canadian Securities Administrators (securities-administrators.ca)』

136 『What are these new regulatory changes? (August 2022) – Newton』

暗号資産プラットフォームが誓約書を提出する用意がない場合、または誓約書の条件を遵守しない場合には、CSA メンバーはさらなる措置を講じる可能性がある。

規制当局は、消費者の被害を軽減しリテール投資家が暗号資産投資に関連するリスクを認識できるようにするため、早期に断固とした措置をとり続けることができる。2022 年 1 月以降、シンガポール MAS は、暗号資産市場参加者が公共の場で暗号資産サービスを宣伝することを制限している。その結果、ビットコイン ATM の廃止や MRT 駅構内の暗号資産関連広告の撤去につながった[137]。MAS は現在、顧客適合性テストの導入や、暗号資産取引におけるレバレッジおよびクレジット機能の利用制限を検討している[138]。暗号資産広告を制限する同様の動きは、スペインでも導入されている。2022 年 1 月以降スペイン CNMV[139]は、暗号資産の宣伝から報酬を得ている 10 万人以上のフォロワーを持つインフルエンサーと暗号資産広告主に対し、今後実施するキャンペーンの内容を CNMV に提出するよう求めている。また、暗号資産の広告主は、リテール投資家に販売する商品のリスクに関する警告を掲載する必要がある[140]。

MiCA の条項案によれば、暗号資産プラットフォームが EU で活動するには認可が必要であり、最大手の暗号資産プラットフォームは ESMA によって監視されることになる。ESMA および欧州銀行監督機構（EBA）は、投資家保護と市場の公正性が脅かされた場合、VASP の業務および暗号資産のマーケティング、流通、販売を禁止または制限できる介入権限を持つことになる。また VASP は、回避できたはずの業務運営上の障害により顧客に生じた損害や損失に対する賠償責任を導入し、さらに暗号資産取引に付随する変動リスクや損失について投資家に明確な警告を与え、インサイダー取引に関する開示規則を遵守することが義務付けられる。香港 SFC は、AML 改正法案の中で非セキュリティトークンを取引する中央集権型取引所を規制するためのライセンス制度を導入するとともに、介入権限も導入する予定である。

5. リテール市場の不正行為に対する新たな規制アプローチの実施

リテール投資家の行動に関する世界的な動向は、規制当局が現在のアプローチをさらに見直す根拠になると考えられる。ステークホルダーによれば、以下のような重要な傾向が見られる。

- 消費者は、投資をするかどうか、どのようにするかなど、将来の資金管理に関する複雑な意思決定を迫られることが多くなっており、事態が悪化するリスクが高まる可能性がある。
- 消費者は、投資その他の詐欺により多額の資金を失っている[141]。

---

137 『MAS Issues Guidelines to Discourage Cryptocurrency Trading by General Public』

138 『"Yes to Digital Asset Innovation, No to Cryptocurrency Speculation" - Opening Address by Mr Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore, at Green Shoots Seminar on 29 August 2022 (mas.gov.sg)』

139 『Circular 3_2021 (cnmv.es)』

140 別の例として、米 SEC は、プロモーションのために受け取った報酬を開示せずに EthereumMax が提供・販売する暗号資産証券をソーシャルメディア上で宣伝したとして、Kim Kardashian に対する告発を発表している。『SEC.gov | SEC Charges Kim Kardashian for Unlawfully Touting Crypto Security』

141 例えば英国では、2020 年 4 月から 2021 年 3 月までに 23,378 人の消費者が投資詐欺で推定 5 億 6900 万ポンドを失ったと報告されており、2018 年からほぼ 3 倍に増加した。平均すると、消費者は 1 人当たり 24,000 ポンド以上を失った。

- 消費者は、詐欺を回避するため、または起きてしまった結果に対処するための支援を求めている[142]。
- 投資によって利益を得られる可能性がある消費者の多くは、現在、貯蓄を現金で保有している[143]。このような消費者は、世界的なインフレ傾向の高まりにより、時間の経過とともに現金の購買力が低下するリスクを抱えている。
- よりリスクの高い投資を行っている消費者もいるが、その多くはリスクを認識していない[144]。
- 投資家の特性は、その投資方法と同様に変化している。若年層は、よりリスクの高い投資を行う傾向が成人全体の 2 倍となっている[145]。
- 金融に関する助言は市場全体には行き届いていない[146]。これは、誤解を招くようなサステナビリティ関連情報（例：グリーンウォッシング）が消費者に提示されるリスクをさらに高めていると言える。

こうした環境下、IOSCO はすべての規制当局に対し、最近のリテール投資家の動向から生じる可能性がある潜在的な規制上のリスクを軽減するため積極的かつ柔軟で機敏なアプローチをとるとともに、環境の変化に応じて定期的に実際の運用を見直すことを推奨する。

規制当局は、多様な規制ツールを組み合わせて使用することができる。これには、規則制定、法改正の要請（被害が規制の枠外で起きている場合）、監督・執行ツールなどが含まれる。例えば、詐欺に対する意識向上キャンペーン、外部パートナーとの情報共有および連携、金融プロモーションに対する監督・執行措置を同時に行い、消費者をだまそうとする無許可のビジネスを阻止するために積極的かつ継続的に活動することができる。

IOSCO メンバーは、デジタル化が進む環境における従来の規制手段の限界を考慮し、包括的かつ柔軟なアプローチのもと、以下のような革新的なツールの幾つか（これがすべてではない）を検討することができる。この点については、『IOSCO Report on Retail Distribution and Digitalisation』の 8.2.「執行ツールキット」も参照のこと。

---

142 さらに英 FCA の『Consumer Investments Strategy and Feedback Statement』によると、FCA は投資詐欺に関連する電話を月に約 1,400 件受けている。これは 2016～17 年の受付件数の 2 倍にあたり、2019 年よりも 23%増加している。また、FCA のウェブサイト ScamSmart には、月平均で 1 万人以上がアクセスしている。

143 2020 年、1 万ポンド以上の投資可能資産を持つ英国成人の数は 1,560 万人だった。このうち 37%が資産をすべて現金で保有し、さらに 18%が 75%以上を現金で保有していた（Financial Lives Survey - FLS 2020）。

144 6%の投資家がパンデミック時により高いリスクの投資の保有を増やしたり（FLS）、初めて高リスクの商品に投資したりした。しかし、FCA が委託した調査では、投資に伴うリスクに対する認識が不足していることが明らかになり、助言を受けていない投資家の 45%が「資金を失うこと」が投資のリスクであることを認識できていない。

145 例えば、暗号通貨の 44%、クラウドファンディング投資の 31%は 34 歳未満の人が保有している（FLS）。さらに、より若くより多様な層の消費者が、よりリスクの高い投資に新たに関与している。その 3 分の 2 近く（59%）は、投資で大きな損失を被った場合、現在、あるいは将来のライフスタイルに根本的な影響を受けることになると主張している（BritainThinks）。

146 2020 年、1 万ポンド以上の投資可能資産を持つ英国成人の半数が、過去 12 カ月間に投資判断を支援する正式なサポートを受けていなかった（RDR / FAMR Evaluation）。さらに、英国成人のうち、過去 12 カ月間に金融に関する助言を受けたことがある人はわずか 8%、オンラインのロボアドバイスを利用したことがある人はわずか 1.3%であった。

高リスク商品のマーケティングに関するルール

規制当局は、高リスク投資商品のマーケティングにおける投資家保護の強化など、規制を通じた政策変更を検討することができる。これには、一部の法域では、リスク警告の明確化や高リスク投資への誘導の禁止が含まれる場合がある。

例えば香港 SFC は、『Guidelines on Online Distribution and Advisory Platforms』を発行し、仲介業者に対して、複雑な商品をオンラインで販売する際には適合性を確保するよう求めている。また同ガイドラインは、顧客向け情報や顧客プロファイリング、システム設計・開発、アルゴリズムの監督・テスト、リバランスに関して、ロボアドバイザーに適用される具体的な要件を定めている。

英 FCA は、リテール消費者に対する高リスクプロモーションのマーケティングを改善するための措置を講じている。高リスク投資商品を提供する企業は規制対象の事業を行っていない場合が多く、高リスク投資商品を発行する多くの企業に対する FCA の権限は限られているが、その投資商品のマーケティング方法については金融プロモーション規則を制定することができる。この規則は、認可を受けた業者がこれらの投資に関連する金融プロモーションを承認または実施する場合に適用される。FCA は、金融プロモーション規則を執行し消費者を効果的に保護するために、金融プロモーションをオンラインでモニタリングしている。また FCA は、オンライン広告による被害を防止するという公約をオンラインプラットフォームがより確実に果たすよう、オンラインプラットフォームと緊密に連携している。例えば FCA が Google と連携して同社が新しい金融サービス広告ポリシーを導入して以降、同社のプラットフォーム上で無許可事業者による規則を遵守しない有料広告が大幅に減少したことを確認している。これは、サービスプロバイダーとの連携の好事例でもある。

消費者相談窓口と詐欺防止キャンペーン

こうした取組みは、消費者を直接支援し、投資のリスクと詐欺から身を守る最善の方法について経験の浅い投資家を教育することができる。詐欺防止キャンペーンは、消費者が詐欺から身を守るのに役立つ。

例えば、ベルギーFSMA は、投資詐欺に対する一般の意識を高めることを目的として、2020 年に Facebook と Google で投資詐欺に関する大規模なデジタルキャンペーンを実施した。マレーシア証券取引所は、一連のプログラム、セミナー、教育ポータル、メディアを通じて投資家教育を実施したと述べた。

別の例としてカナダ OSC は、TikTok など消費者が利用するチャネルや、ソーシャル・インフルエンサーなど消費者の意思決定に影響を与える人々を通じて、高リスク投資に伴うリスクを警告する消費者コミュニケーション・キャンペーンを開始した。OSC の Investor Office Branch が、投資家を教育するために、ソーシャルメディアキャンペーンを含む革新的なイニシアティブを開発した。これにはレディットを利用した取組みや Twitter でのチャットが含まれ、それぞれ 240 万人、1640 万人にリーチする結果となった。OSC は、宣伝用の投稿（有料の「公共サービス告知」教育キャンペーン）を利用して、レディット上の投資家に、投資情報を求めてソーシャルメディアを利用することのリスクや、未登録の個人からのガイダンスを避けるために登録を確認することの重要性に関する教育情報を伝えた。OSC は、レディットスタイルの用語やイメージを投稿に使用し、レディットのベンチマークをアウトパフォームした。OSC は、この投稿に対してレディットの「karma」を獲得し、「Helpful Award」を授与されたが、これはどちらもユーザーが決めているものである。

香港 IFEC は、金融詐欺の増加に鑑み、2021 年初めにマスメディアキャンペーンを実施し、ソーシャルメディア・プラットフォーム上のランプ・アンド・ダンプスキーム、電子メールフィッシングなどの投資詐欺について一般市民に警告し、適切なサイバーセキュリティ対策

をとるよう呼びかけた。意識向上のために、実際のシナリオに基づいたオンライン詐欺防止クイズも開始した。

クリエイティブな事例として、仏 AMF が 2021 年 12 月に若者と従来型の投資家という 2 つのターゲットグループを対象として、詐欺防止キャンペーンを実施した。若年層向けには Instagram と TikTok 上のキャンペーンで非常に良い結果を得た（限られた予算にもかかわらず TikTok 上で 200 万インプレッションを獲得）。従来型の投資家向けには、主に Facebook でメッセージを発信した。使用したすべてのソーシャルメディアにおける両ターゲットグループからのインプレッションは 450 万に達した。

ミステリーショッピング（覆面調査）を利用した販売時点（point of sale）での監督

ミステリーショッピング（覆面調査）は、一部の IOSCO メンバーが企業の実際の運営を理解・分析するために使用するツールである。また、特定の顧客サービスについて業者レベルでの実施状況を規制基準に基づき検査・監査するためにも使用される。一部の法域においては、IOSCO メンバーが、商品・サービスのオンラインマーケティングや流通の関係で、偽名や実在しない電子メールアドレス、場合によっては偽パスポートや偽銀行口座を使っておとり捜査やミステリーショッピングを実施する権限を与えられている。こうした IOSCO メンバーからの報告によると、これは、現地の司法権とのつながりを確認し、情報および証拠を収集するためのツールである。収集される情報には、潜在的な被害の規模を判断し、違法行為の背後にいる人物を特定し居場所を突き止めるために役立つ情報などが含まれる[147]。

「規制のサンドボックス」アプローチ

規制のサンドボックスでは、金融サービス・商品によってもたらされる新たなリスクを観察することができる。例えば COVID-19 の発生を受けて、アイルランド中央銀行（CBoI）は消費者向けの COVID-19 専用ハブを立ち上げた。その目的は、消費者、企業、規制対象業者向けに、関連性が高くタイムリーな情報、ガイダンス、政策決定を CBoI と他の欧州当局の双方からまとめて提示することであった。

香港では、2017 年 9 月、香港 SFC が 2 つのサーキュラーを発行し、香港で規制対象事業を行うフィンテック企業に関連する SFC 規制サンドボックス（SFC Regulatory Sandbox）を発表した。

- このサンドボックスは、フィンテックが本格的に使用される前に、適格企業が証券先物法（SFO）の下で規制対象事業を行うための限定的な規制環境を提供するために設置された。サンドボックスは、免許制度に基づく SFC との緊密な対話と監督を通じて、適格企業が規制対象事業に関連するリスクや懸念を容易に特定し対処することを可能にする。

- このサンドボックスは、既に免許を有する業者と、SFO の下で規制対象事業を行おうとするスタートアップ企業の双方が利用可能である。

積極的に働きかけを行う監督・執行手法の使用

規制当局は、金融サービス・商品に関連する詐欺をより正確に検知し消費者被害を軽減するために、さまざまな監督・執行手法の採用を検討することができる。例えばカナダ OSC は、パートナーの法執行機関である警察官の協力を得て OSC のスタッフが調査対象のドアをノックする「ノック・アンド・トーク」を行っており、長時間の調査や審理よりも迅速に結果を出している。他の法域の執行機関は、自国の法域の刑法執行機関と提携して疑わしい犯人に

---

147 『CR02/2022 Report on Retail Distribution and Digitalisation (iosco.org)』25 ページ参照。

対する捜索活動を行い、その金融資産を凍結している。また別の法域では、特定の分野の詐欺に対処するために専門のタスクフォースを設立している。

気候変動開示基準の企業の遵守状況を正確に把握するための、またグリーンウォッシング行為を的確に検知するための精度を高めたツールの使用

規制当局は、AI/ML を活用した RegTech である「ウェブスクレイピング」と自然言語処理（NLP）技術[148]を用いて、サステナブル金融商品に関する開示が法域の要件と一致しているかどうかを特定するとともに、リテール投資家に対するグリーンウォッシングのリスクをより正確に特定することを検討できる。ウェブスクレイピングは、サステナビリティ・レポートを発行する企業の数を定量化する指標へのインプットを得るためにも使用可能である。規制当局はまた、企業がグリーンウォッシングを行っているかどうかを評価するための分析をより正確に行うために、エネルギー消費データの収集、排出係数の管理、および排出量の計算を自動化する内部開発またはサードパーティのサステナビリティソフトウェアの利用も検討することができる[149]。

---

148 『Poster-DS3-A1 (ds3-datascience-polytechnique.fr)』を参照。

149 『AI Utility NovA! to Unlock Opportunities for Green Financing and Combat Greenwashing (mas.gov.sg)』を参照。

結論

リテール取引の環境は複雑で、常に変化している。本報告書は、状況が急速に変化するリテール取引の環境について、「ある一時点」におけるレビューを提示したものである。IOSCO は、さらなる協力が必要な分野を視野に入れつつ、状況の変化を引き続き注視していく。

本報告書は、リテール取引の幅広い動向とリテール投資家の潜在的な損害の原因について、詳細に取り上げている。リテール取引環境の変化は、最近の世界的なパンデミック、マクロ環境の変化（「低金利の長期化」、または「金利の急上昇」および「インフレ環境」）、人口動態の傾向、そして何よりも重要な技術の発展など、さまざまな要因が相互に作用した結果である。これらの動向は世界的なものである。

規制当局は、ソーシャルメディアから情報がもたらされるオンライン環境においては、迅速な介入のため不正行為の早期発見を促進する技術ツールを開発し使用する必要がある。リテール投資家保護に関する規制アプローチの見直しは、現在の動向や今後起こりうる展開だけに基づくのではなく、それらが起こる規模にも考慮して行われるべきである。

大規模な教育キャンペーンはもちろん重要ではあるが、限界もあるかもしれない。規制当局は、従来の教育モデルに加え、知識だけでなくスキルの構築を目指すさまざまな形の取組みを通じて投資家の能力を育成する新しい方法を模索すべきである。なぜなら、知識とスキルは互いに補完し合うものだからである。

企業が開示内容を短縮するだけでは、投資家の開示への取組みを改善することはできない。ある研究は、投資家が最も重要な情報を便利で簡潔な方法で見つけることができるように開示のフォーマットを改訂、変換することに焦点を当てるべきであると提言している。

金融サービスのデジタル化が進み投資家がオンライン販売の手法に慣れ親しんだことにより、詐欺犯はより簡単かつ安価な方法で虚偽の情報をより幅広いターゲット層に広めることができる。悪質業者は、効果的で洗練されたさまざまな戦術を駆使して信頼を築き、脆弱性を突いてくる。ソーシャルメディアには利点がある一方で、必ずしも十分な監督を受けることなく時には国境を越えて情報やサービスにアクセスすることができる。また、インターネット広告を通じて誤解を招くような情報の拡散を助長し、有害な行為や詐欺につながる可能性もある。

詐欺のパターンは、世界的なトレンドや技術の高度化に伴い変化している。暗号資産詐欺やグリーンウォッシングはその 2 つの事例である。デジタルプロモーションやオンラインマーケティングを伴う詐欺行為がますます増加している。規制当局は、リテール投資家の潜在的な損害にその根本から対処し、有害なオンライン・マーケティング・チャネルや、誤解を招く、不正確な、または虚偽の情報を提供するその他の情報源を排除することを目指すべきである。

世界的な傾向である暗号資産への急速な関心の高まりは、投資家が十分に理解していない可能性があるさまざまなリスクをもたらす。暗号資産詐欺は、リテール投資家の巨額の損失につながっている。IOSCO メンバーが世界的な詐欺と戦うために協力し、リテール投資家の国境を越えた暗号資産関連の詐欺被害を軽減するために（利用可能かつ適切な場合には）規制介入権限を行使することがこれまで以上に重要である。

国境を越えた活動から生じる規制上の不都合や裁定の課題、および国境を越えたオンライン取引に関する利用可能なデータの不足は、規制当局の対応を複雑にしている。クロスボーダー案件の監督・執行については依然として課題が残っており、法域間の協力を深める必要がある。

最後に、IOSCO メンバーは、インフレ率の上昇がリテール層に与える影響について注意深く観察する必要がある。今後、生活費の上昇により、投資家がインフレに勝るリターンを求めてリスク選好度が高まる可能性がある。これは、リテール投資家が高リスク商品や規制されていない商品に目を向けるインセンティブとなり、その結果、詐欺の被害に遭うリスクが高まる可能性がある。