

# *JSRI Discussion Paper Series*

No.2024-01

## 「AI 等の予測技術に対峙する SEC の 規制アプローチ」

U.S. SEC's regulatory approach to confronting AI and  
other data predictive analytics technologies

公益財団法人日本証券経済研究所

理事・主席研究員 若園 智明

July 2024

## 「AI等の予測技術に対峙するSECの規制アプローチ」

### U.S. SEC's regulatory approach to confronting AI and other data predictive analytics technologies

公益財団法人日本証券経済研究所

理事・主席研究員 若園 智明

Chiaki Wakazono

#### 「要旨」

本稿は、2023年7月にSECが公開した提案規則を取り上げ、AIを含めた予測データ分析を行う新技術に対するSECの規制アプローチを分析する。この提案規則は、ブローカー・ディーラーや投資アドバイザーが新技術を利用することによって生じる可能性がある利益相反の管理を要求している。

米国金融・資本市場におけるAI等の使用に関しては、金融安定監督協議会（FSOC）が市場の安定性を脅かす潜在的リスクについて議論しており、SECも業者による新技術の利用に伴うリスクへ対応する必要性が高まっていた。SECの提案規則は、新技術を利用する際の利益相反を特定し、評価し、排除または中和することをブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに要求し、彼らに利益相反に関する記録の保持を義務付けている。

しかしながら、SECが提案する規則は、これまでの情報開示を基礎とする利益相反の管理とは異なったアプローチであり、なおかつ利益相反の定義自体を拡大させている。さらにはAIを含む新技術（対象技術）を相当に広範な定義としているため、規則の実行コストが高くなり、特に中小の業者が新技術を使用できなくなる懸念がある。提案規則に対してSECへ提出された連邦議会議員のコメントでも、総じてSECの提案規則は批判されている。

本稿の最後では、SECの新技術に対する規制アプローチの意義と課題を明らかにし、最終規則化に向けてSECが対処すべき事項を検討している。

キーワード：利益相反、ブローカー・ディーラーの推奨、投資アドバイス、人工知能（AI）、予測データ分析技術

#### 「目次」

1. はじめに
2. 提案規則の概要
  - 2.1. SEC スタッフレポートと DEPs 利用の調査
  - 2.2. 提案規則の概要
3. 利益相反と規則
  - 3.1. 提案規則の利益相反
  - 3.2. Reg. BI と 1940 年投資顧問法
  - 3.3. SEC のスタッフ・ブレティン（ガイダンス）

### 3.4. わが国における利益相反の管理

## 4. 提案規則の評価

### 4.1. 技術に対する規制アプローチ

### 4.2. 提案規則に対するコメント等

## 5. まとめ

### 1. はじめに

本稿は、ディスカッション・ペーパーとして公開する。完成稿は『証券経済研究』第128号（2024年12月号）において、全文を公開する予定である。

本稿は、米証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、SEC）が2023年7月26日に公開した提案規則「Conflicts of Interest Associated with the Use of Predictive Data Analytics by Broker-Dealers and Investment Advisers」を取り上げ、証券業者のテクノロジー使用に関するSECの規制アプローチを分析対象とする。

この提案規則は、ブローカー・ディーラー（以下BD）と投資アドバイザーに対して<sup>1</sup>、これら業者が対象技術（Covered Technology、提案規則で定義）を利用する際に生じうる利益相反の管理を要求している。金融・資本市場において人工知能（Artificial Intelligence、AI）などの新たな技術が及ぼす効果や潜在的なリスクは必ずしも明確ではなく、それ故にSECの規則アプローチは注目される。

金融安定監督協議会（Financial Stability Oversight Council、FSOC）は<sup>2</sup>、2024年6月に開催したコンファレンスでAIが金融の安定に及ぼす潜在的なリスクを議論している<sup>3</sup>。AIを利用する利点を認めながらも、AIの複雑さと不透明性への懸念や、多くの市場参加者が同じモデルやデータに依存（相互関連性）することで危機の波及速度が増すことをリスク

---

<sup>1</sup> 提案規則はSECに登録されている（登録を求められている）BDと投資アドバイザーを対象としている。以下の表記はすべて登録BDと登録投資アドバイザーである。

<sup>2</sup> FSOCは2010年のドッド・フランク法によって設立された連邦監督機関を中心とした会議体であり、主に米国市場におけるシステミック・リスクの監視を行う。SECは投票権を持つメンバーの1つである。その設立過程や機能等は若園（2015）の第3章および第4章を参照願いたい。FSOCの2023年の年次報告書においても、AIが下した判定を説明できないことがリスクであると認識している。

<sup>3</sup> 2024年6月6日・7日に開催された「2024 Conference on Artificial Intelligence & Financial Stability」。開会にあたりFSOCの議長でもあるジャネット・イエレン財務長官は、トレーディング業務やポートフォリオマネジメント業務などにおいてAIがもたらす利点（Benefit）を評価するとともに、AIの複雑さと不透明性（その判断を説明できないこと）への懸念も表している。また、多くの市場参加者が同じモデルやデータに依存（相互関連性）することで、危機の波及速度が増すことをリスクとして懸念し、FSOCが情報の収集を行うことを表明した。コンファレンスの初日セッションのパネリストとして登壇したAmerican University College of Lawのヒラリー・アレン教授も、市場参加者が類似したデータやアルゴリズムを用いる際に懸念されるリスクを新たなオペレーショナル・リスクとして論じ、管理の必要性を提言している。

として挙げ、FSOCとして情報の収集を行うことを表明している<sup>4</sup>。FSOCの主たる役割は金融・資本市場を不安定とする要因の把握と対策ではあるが、現時点でAI等の新技術に関して具体的な対策を提言しているわけではない<sup>5</sup>。従って、SECの提案規則は連邦監督機関の先駆けとも言える。しかしながら、2024年6月に連邦最高裁判所がシェブロン法理を却下したため、新分野へ規制を適用する場合には従来よりも慎重な規制アプローチが求められる<sup>6</sup>。これらの観点から、今回のSECの提案規則を分析する意義は大きい。

本稿の目的は、第1に証券業務に導入された新技術に対するSECのスタンスを概観すること、第2に、このような新技術の導入を踏まえて、伝統的な利益相反問題に関するSECの規制対応の変化を観察することにある。

## 2. 提案規則の概要

新たな技術が金融・資本市場におよぼす悪影響については、上述のFSOCが示す懸念の他にも、2024年6月に上院の国土安全保障政府問題委員会（Committee on Homeland Security & Governmental Affairs）が公表したスタッフレポートでも指摘され<sup>7</sup>、SEC等に対してAI等の新技術に対する規制の検討が促されている。この問題意識はSECのゲイリ

---

<sup>4</sup> 2023年12月5日（水）のMessenger AI Summitにおけるゲイリー・ゲンスラーSEC委員長のスピーチでも、少数の業者が提供する生成AIへの依存はフラッシュクラッシュを引き起こす可能性があるとの認識が示されており、SECもFSOCの危機意識は共有している。

<sup>5</sup> 例えばEUでは2024年半ばにAI規制法が発効される予定である。対して米国では、連邦議会における政治対立の激化もあり、AIなどの新技術に関する立法作業は停滞している。連邦議会による明確な法的権限が与えられない場合でも、これまではシェブロン法理の範疇であれば、連邦監督機関の規制行動は可能であった。2024年6月の連邦最高裁判所によるシェブロン法理の却下判決が監督機関に与える影響は非常に大きいと思われる。

<sup>6</sup> 近年のSECが提示した規則は、例えば、PEファンドやヘッジファンドに対して四半期毎に手数料や利益相反情報等の開示を求める最終規則（2023年8月公開）は、24年6月に第5巡回区連邦控訴裁判所から無効の判決を受けており、また、グリーンハウスガスの排出量を含む気候変動関連の情報開示に関する最終規則（24年3月公開）も上場会社等からの訴訟を受けて24年3月に第5巡回区連邦控訴裁判所から規則の一時的な差し止め判断を受けている。これらで問題とされている理由の1つは、このような規則の作成はSECの法的権限を超えているとの指摘である。気候変動関連情報の開示規制を巡る問題は若園（2023）を参照されたい。

<sup>7</sup> 2024年6月14日に連邦議会上院のCommittee on Homeland Security & Governmental Affairsが「AI In the Real World, Hedge Funds' Use of Artificial Intelligence in Trading」を公表した。この報告書はゲイリー・ピーターズ委員長（民主党）が主導するマジョリティ・スタッフレポートであり、主に民主党議員の考えが反映されていると思われる。このレポートは、ヘッジファンドのトレーディング業務においてAIやマシンラーニング技術がもたらす経済的な貢献を認めた上で、①顧客への開示が不適切となるリスクや②市場の不安定化を招く潜在的リスクを認識し、SEC等の連邦監督機関がこれらの技術の利用にどのように規制を適用するかは明確ではなく、既存の規制と提案されている規制の潜在的なギャップをより十分に検討する必要があると指摘している。

一・ゲンスラー委員長も共有しており<sup>8</sup>、SEC が AI を含む新技術を規制の対象とする動機に違和感はない。

しかしながら提案規則の序文 (Introduction) を読むと、BD や投資アドバイザーによる予測データ分析 (Predictive Data Analytics、PDA) 等の新たな技術の使用は様々な便益をもたらす一方で<sup>9</sup>、顧客の利益よりも業者の利益を優先させる可能性があるため<sup>10</sup>、業者が PDA や類似技術の使用に伴う利益相反に適切に対処できるよう、現行の規制の枠組みを更新する必要があると記されている。これは上述の FSOC などが持つ問題意識への直接的な対応ではないことに注意すべきである。それでは、今回の提案規則は単に伝統的な利益相反の管理規則の更新と解釈すべきなのであろうか。

規則の採決後に公開されたゲンスラー委員長の声明 (Statement) では<sup>11</sup>、この提案規則は 2021 年 10 月の SEC スタッフレポート (SEC、2021) が勧告した 4 つの分野の 1 つへの対応であり<sup>12</sup>、また同年 8 月に募集した PDA を含む Digital Engagement Practices (DEPs) および類似の手法の使用に関するコメントが反映されていると述べられている。本節では最初に、これら SEC スタッフレポートとコメント募集の内容を把握した上で、提案規則の概要をまとめる。

## 2.1. SEC スタッフレポートと DEPs 利用の調査

---

<sup>8</sup> Wall Street Journal 紙「SEC Proves Investment Advisers' Use of AI」(2023 年 12 月 10 日)によると、ゲンスラー委員長は AI が金融危機を引き起こす可能性を警告し、業界が少数の大手 AI プロバイダーに過度に依存する可能性が金融の不安定化へと繋がる可能性も指摘している。

<sup>9</sup> 提案規則において、BD や投資アドバイザーが使用する技術として、本文では PDA と PDA-like technology が用いられているが、後述する規則は別途定義される Covered Technology (対象技術) の使用に適用される。提案規則内でこれらの用語の使用法が必ずしも明確ではないことが、本提案規則を不明瞭にしている原因の 1 つであろう。

<sup>10</sup> 提案規則 9 頁で、PDA-like Technology は投資家を unique risk (認識されない・示されないリスク) に晒すと記されている。

<sup>11</sup> 「Statement on Conflicts of Interest Related to Uses of Predictive Data Analytics」(2023 年 7 月 26 日)。この声明においてゲンスラー委員長は、「本日の提案は、スタッフが 2021 年の GameStop の報告書で SEC に取り組むよう勧告した 4 つの分野のうちの 1 つに対応するものである。さらに 2021 年に SEC が行った、予測データ分析を含むデジタル・エンゲージメント・プラクティスおよび類似の手法の使用に関する意見募集に対するパブリック・フィードバックも有益であった。これらの規則は、予測データ分析の使用に関連する利益相反から投資家を保護するのに役立つだろう。」と述べている。

<sup>12</sup> ①ブローカー (証券会社) に取引を制限させる要因、②デジタル・エンゲージメントの利用状況とペイメントフローオーダーフロー (PFOF)、③ダークプールやホールセラーを通じた取引、④空売りと市場変動、の 4 つの分野で SEC に対策を求めている。

第 1 に SEC (2021)を確認しよう。このレポートは 2021 年 1 月頃に社会問題となった GameStop Corp 等のいわゆるミーム株 (はやり株) の急変動を受けて市場の各種要因の分析を目的とする<sup>13</sup>。分析結果に基づき SEC (2021)は、①ブローカーが取引を制限する可能性のある要因、②DEPs および Payment for Order Flow (PFOF)、③ダークプールやホールセラーを通じた取引、④空売りと市場のダイナミクスの 4 分野を挙げ、SEC に追加的な分析を求めた。先のゲンスラー委員長の声明によると今回の提案規則は 2 番目の分野への対応となろう。ここで SEC (2021)が問題視しているのは、一部の業者がサイト上でのゲーム的な機能やアニメーションを用いて主に個人投資家の取引を増加させている可能性と、BD のデジタル・エンゲージメントの利用を含めて、PFOF やデジタル・エンゲージメントの利用が業者にとって顧客の取引を増加させるインセンティブとなっている可能性である。ただし前者は本来であれば、次に述べる 2020 年に施行された Regulation Best Interest (Reg. BI) で対処されるべき事項であろう<sup>14</sup>。後者は PFOF による取引費用の無料化等が個人投資家の取引を増加させていることを利益相反と扱うのか、別途議論が必要であろう。

SEC (2021)が端緒であるならば、今回の提案規則の目的の 1 つとして、PFOF への対処を遠回しに利益相反で実行することがあるのかもしれない。

今回の提案規則に直結する SEC の活動の第 2 として、2021 年 8 月に BD と投資アドバイザーに対して DEPs の使用に関する情報とコメントの提供を求めている<sup>15</sup>。

このリクエストは、DEPs に関連する現状の規制の整理とともに 91 の質問を記載している。これらから、少なくとも 2021 年当時の SEC のスタンスを伺うことが出来よう。DEPs の基礎的な技術としては PDA (予測データ分析)、AI、マシンラーニングモデル (ML) が想定されており、後述する提案規則の対象技術 (Covered Technology) とも整合する。SEC

---

<sup>13</sup> Meme 株は流行株とも呼称されている。GameStop 株の売買急増時に、米国の決済機関である DTCC がロビンフッド・マーケット社 (スマホ証券) に対して預託金の積み増しを求めた結果、同社に資金不足が発生し、この積み増し額を減額するために一部銘柄の注文受付を一時的に停止したことが米国証券市場の脆弱性と認識された。例えば 2024 年 5 月 28 日から米国内で実施された株式取引決済の T+1 化 (決済期間の短縮化) は、このような市場の不安定化を受けて実行されている。

<sup>14</sup> Steinberg (2023)によれば、SEC は投資アドバイザーと同様の受託者責任を BD に課すことを避けて新たな BD の推奨に関する行為規範として Reg. BI を導入した。受託者責任は継続的に行われる投資アドバイザーの投資アドバイスおよびモニタリング) にかかるのに対して、Reg. BI は BD の推奨が行われた一時点にかかる義務である。

<sup>15</sup> 「Request for Information and Comments on Broker-Dealer and Investment Adviser Digital Engagement Practices, Related Tools and Methods, and Regulatory Considerations and Potential Approaches; Information and Comments on Investment Adviser Use of Technology to Develop and Provide Investment Advice」 (Release Nos. 34-92766、2021 年 8 月 27 日)。このリクエストの目的は、①SEC スタッフが DEPs の開発、使用、関連する個人投資家の情報について理解するため、②DEPs 使用に関する認識、個人投資家にとっての潜在的なメリット、投資家保護にとっての潜在的な懸念を、市場参加者と共有する、③SEC の使命を達成するために、業者が DEPs や関連するツールや手法を使用する際に、規制措置が必要かどうかを検討し、現行規制の評価を促進する、ことが挙げられている。

は、DEPs が特に個人投資家の証券投資や取引に多様な機会をもたらしていると評価する一方で、個人投資家に①頻繁な取引をもたらす、②追加的なリスクが付随する取引戦略を利用させる、③複雑な商品の取引を助長する、ことを潜在的なリスクとして挙げている<sup>16</sup>。これらは、伝統的な利益相反問題に該当しよう。ただし、91 の質問で利益相反に関連するものは多くない（図表 1）。

投資アドバイザーに関しては、ロボアドバイザーの使用に関しても記述がみられる（49 頁）。第 4 節で繰り返すが、SEC に登録されたロボアドバイザーは 1940 年投資顧問法に従い、顧客に対する受託者責任（Fiduciary Duty）を負う。ただし、ロボアドバイザーはアルゴリズムに依拠しインターネット経てアドバイスが提供されるため、新たな問題が生じる可能性も指摘されている。注目すべきは、ロボアドバイザーに、潜在的な利益相反を含め<sup>17</sup>、自社のアルゴリズム（第三者が開発したものを含む）の使用と顧客のポートフォリオの構築を効果的に理解し、監督する方法を求めている点である。利益相反を排除するか、顧客がインフォームド・コンセントを提供できるように完全かつ公正な開示が必要となる（51 頁）。

この DEPs 使用に関するコメント募集をみても、可能であれば利益相反を排除することを求めつつも、利益相反の可能性について顧客に情報を開示することが基本路線ともなっている。この点は下記の提案規則を考える上で重要となる。

図表1 利益相反に関連する主な質問項目

質問項目1.26

DEP の利用によって生じる利益相反や、DEP が個人投資家の取引・投資行動にどのような影響を与える可能性があるかについて、投資家に情報を提供する上で、開示はどの程度有効か。これらの開示は、個人投資家にとってどの程度利用しやすいか。

質問項目2.6

AI等をどのように監視・監督しているのか。

AI等のベンダーとの関係は利益相反をもたらすか、もたらすとすればどのような種類の利益相反か。

質問項目3.5

どのようにDEPを用いて、リスク、手数料、コスト、利益相反、行動規範行などの情報を個人投資家に開示しているか。

質問項目3.16

規制の修正また追加は、特定の種類の証券（オプション等の複雑な証券）、サービス、利益相反（支払いや収益源など）に関連するものなど、特定のリスクに対処するために何を絞るべきか。

<sup>16</sup> さらに、Luguri & Strahilevitz(2021)が指摘する「ダーク・パターン」が採用されている可能性を危惧している。このダーク・パターンとは、「ユーザーを混乱させ、ユーザーが実際的好みを表明することを困難にし、またはユーザーが特定の行動を取るように操作する」ことを故意に設計されたユーザー・インターフェース・デザインの選択として説明されている。

<sup>17</sup> 例として、ロボアドバイザーのアルゴリズムにより、アドバイザーやその関連会社が権益を保有または、個別に助言を行っている資産（例えば、投資信託やETF）に投資される可能性を挙げている。

## 2.2. 提案規則の概要

1934年証券取引所法と1940年投資顧問法は、SECに対して、①重大な利益相反を含めて、BDや投資アドバイザーとの関係において投資家へのシンプルかつ明確な情報開示の促進を求めており、さらには②投資者保護に反するとみなされる利益相反などを禁止または制限する規則の検討と公布を認めている<sup>18</sup>。この法的権限に基づいて提案された本規則は、①対象技術に関連する利益相反の禁止規則の新設と②当該規則にかかる記録保持規則の修正から構成される<sup>19</sup>。

第1に新たな規則としては、BDと投資アドバイザーに対する「対象技術を用いた投資家とのやり取りに関連する相反の禁止 (Prohibition against conflicts associated with investor interactions employing covered technology)」を提案している(図表2は規則の要約)。同一の内容がBDに関しては1934年証券取引所法のSec.15にRule 151-2として追加され<sup>20</sup>、投資アドバイザーに関しては1940年投資顧問法のSec.211にRule 211(h)(2)-4が追加される。第2に、この利益相反禁止規則に合わせて、既存の記録保持規則および保管規則が修正されている<sup>21</sup>。

---

<sup>18</sup> 1934年証券取引所法のSec.15(l)および1940年投資アドバイザー法のSec.211(h)の「(1)Other Matters」。

<sup>19</sup> SECは提案規則内で、この規則は潜在的に有害な影響をおよぼす可能性のある利益相反から投資者を効果的に保護すると評価している。

<sup>20</sup> Rule 1511-1のRegulation Best Interestの後に追加される。

<sup>21</sup> 具体的には、1934年証券取引所法のSec.17のRule 17a-3の(a)に(36)を追加し、投資家とのやり取りにおいて使用された全ての対象技術に関して、提案規則に照らして評価やテストの内容、投資家に開示された情報、予見される利益相反、利益相反の排除・中和とらに関する文書の作成と記録保持が求められ、Rule 17a-4を修正してその記録の6年間以上の保管が必要となり、1940年投資顧問法のSec.204のRule 204-2でBDと同様に文書の作成と保管が求められる。



図表2 対象技術を用いた投資家とのやり取りに関連する相反の禁止（要約）

<p>(a) 定義 「利益相反」、「対象技術」、「投資家」、「投資家とのやり取り」を定義</p>
<p>(b) 利益相反の効果の排除または中和</p> <p>(1) 投資家とのやり取りにおいて、対象技術を使用する、または使用が予見される場合に、利益相反があるか否かを特定し評価する。 (各対象技術の実施前または重要な変更前、またその後の定期的なテストにより、その使用が利益相反と関連しているかどうかを判断することが必要。)</p> <p>(2) 利益相反が特定された場合、投資家の利益を上回り業者の利益が優先されているか否かを判断する。</p> <p>(3) 投資家の利益を上回り業者の利益を優先する結果となる場合は、特定された利益相反の効果排除または中和する。</p>
<p>(c) 方針と手続き。</p> <p>対象技術を使用して投資家とやり取りをする場合、(b)項に従うために合理的に設計された書面による方針と手続きを採用、実施、および維持しなければならない。</p> <p>(1) 対象技術を使用する、または使用が予見される場合に、投資家に対して①利益相反の評価プロセスを書面により説明し、②対象技術が導入される前または重要な変更の前に利益相反を含む技術の重要な特徴を書面により説明する。 (これらは定期的に更新する必要がある。)</p> <p>(2) 特定された利益相反が、投資家の利益を上回って業者の利益を優先する結果となるかどうかを判断するプロセスを書面により説明する。</p> <p>(3) 特定された利益相反の効果をもどのように排除または中和するかに関して、そのプロセスを書面により説明する。</p> <p>(4) 本項に基づいて設定された方針および手続きの適切性や実施の有効性、ならびに本項に説明文書の見直しについて、少なくとも年に一度見直し、その見直しについても文書化する。</p>

(注) 同じ内容が34年証券取引所法のRule15l-2、40年投資アドバイザー法のRule 211(h)(2)-4として追加。

本提案規則の中核は、BD や投資アドバイザーが対象技術を用いて主に個人投資家と対峙する場合に、前もって対象技術に関連する利益相反を特定・評価することを求め、さらには利益相反が認められた場合にその排除 (Eliminate) もしくは中和 (Neutralize) を命じている点であろう。提案された規則自体はシンプルであるが、その適用がもたらす効果についての評価は非常に困難となる。その理由の第 1 は、提案規則で適用が想定される技術の広範さにある。

規則が適用されるのは、提案規則で定義される「対象技術 (Covered Technology)」を使用した行為に対してである。しかしながら提案規則は、対象技術を「an analytical, technological, or computational function, algorithm, model, correlation matrix, or similar method or process that optimizes for, predicts, guides, forecasts, or directs investment-related behaviors or outcomes in an investor interaction.」(38 頁) と定義しており、実務上において対象となる技術を具体的に特定することは容易ではない。上述した規則の序文でみたように、本規則は業者が PDA (もしくは PDA-like technology) を使用することで新たに発生する可能性がある利益相反への対処である。この PDA 等について提案規則の注 9

の記述をみると、Cortez (2017)やFSBのレポートを引用してAIやマシンラーニングを挙げつつも、PDAを「仮説のないデータマイニングと帰納的推論を用いて大規模なデータセットから推論を導き出し、将来の結果について予測を行うためのパターンを明らかにするもの」とし、具体例として自然言語処理、信号処理、トピックモデリング、パターン認識、機械学習、ディープラーニング、ニューラルネットワーク、その他の高度な統計的手法を用いるものと記している。さらに注3では、投資運用業にとってのAIの有効性を認めながら、PDA-like technologyとしてAI（マシンラーニングを含む）、ディープラーニング、ニューラルネットワーク、ナチュラル・ランゲージ・プロセッシング（NLP）、ラージ・ランゲージ・モデル（GPTを含む）、その他の技術（historical or real-time data, lookup tables, or correlation matricesの使用）を列挙している。提案規則における対象技術の具体例がPDAやPDA-like technologyであるならば、規則が適用される技術は非常に広範となる<sup>22</sup>。

評価が困難となる理由の第2は、規則が適用される業者の行為についてである。提案規則は、このような新技術を用いた投資家とのやり取り（Investor interaction）」を「engaging or communicating with an investor, including by exercising discretion with respect to an investor's account; providing information to an investor; or soliciting an investor」と定義する<sup>23</sup>。合わせて提案規則の注14では、技術が使用される業務として、BDや投資アドバイザーが推奨や投資アドバイスに用いる他にも、チャットボット（投資家が投資判断を行う際に利用、また業者と投資家のコミュニケーションにも利用される）や業者による情報の収集や分析に使用されることも想定されている<sup>24</sup>。本文で繰り返されている「optimize for, predict, guide, forecast, or direct investment-related behaviors or outcomes」からも、BDの推奨や投資アドバイザーによる投資アドバイスの提供が中心となることが予想されるが、投資家の投資関連行動や結果に働きかけ、促し、合図を送り、勧誘し、影響を与えるような

---

<sup>22</sup> 提案規則の38頁でも「本提案は、十分な広範性と原則に基づくものであり、テクノロジーが発展しても適用し続けることができるよう設計されている。また、投資家の利益よりも業者の利益を優先させることを防止するのに十分なものでなければならないという包括的な要件のもとで、業者がビジネスモデルと整合的なテクノロジー利用のアプローチを開発する柔軟性を提供するものである」と記されている。

<sup>23</sup> ただしInvestor Interactionには、法律上または規制上の義務を満たすための業務、事務業務（Clerical）、代行業務（Ministerial）、または一般的な管理サポートを提供することのみを目的とした行為は含まれない。例えばウェブ上での口座残高や過去のパフォーマンスなど、単に投資家に情報を提供するだけの技術は対象外。

<sup>24</sup> ここで投資家は自然人もしくは自然人の法的代理人（Legal Representation）が主に想定されており、投資アドバイザーからアドバイスを受ける投資家や投資ファンド（Pooled Investment Vehicle）も対象となる。また、投資家の口座に関する裁量権（判断）の行使、投資家への情報提供、または投資家の勧誘を含む、投資家との関わりまたはコミュニケーション（対面やウェブ、スマホやPC、アプリやチャットボット、Eメール等、その形式に関わらず）や広告などもInvestor Interactionに含まれる。

設計要素 (design elements)、機能、コミュニケーションも含まれる。BD や投資アドバイザーにとって単純な事務業務以外は、対象となり得る行為であると解釈できよう。

このような規則が適用される技術や行為の定義の問題に加え、評価を困難とする第 3 の理由として、利益相反管理の特性を挙げる。下記で述べる BD が従う Reg. BI や投資アドバイザーに課せられる受託者責任に基づく情報開示を踏まえて、提案規則が上乗せする利益相反の管理は適切な規制アプローチと言えるのだろうか。

### 3. 利益相反と規制

そもそも利益相反は、金融・資本市場の業務に限らず広範な経済行為において観察される問題であり<sup>25</sup>、規制の対象としては伝統的な領域でもある<sup>26</sup>。経済学の観点からは、利益相反は古典的ないわゆるエイジェンシー問題 (Principal Agent Problem) に他ならず、その解決にあたり①所有権 (代理人にも所有権の一部を持たせる)、②インセンティブ賃金、③モニタリング (監視) の 3 通りの手法を挙げることができる。特に、金融仲介業者と投資家との間には数多くの利益相反が起きる可能性が指摘される<sup>27</sup>。一方で、これまで欧米ではフィデューシャリー関連法が求める厳しい規制に組み込まれてはおらず、金融仲介業者の利益相反には開示規制に加えて個別規制による対応が行われてきた<sup>28</sup>。

本稿が対象とする米国の資本市場規制をみると、2020 年 6 月末に Reg. BI が発効する以前は、1940 年投資顧問法が投資アドバイザーに受託者責任を要求しているものの<sup>29</sup>、BD に関しては自主規制機関である金融業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority、FINRA) が定める自主規制規則の中で Rule 2111 (Suitability) が課せられる程度であっ

---

<sup>25</sup> 銀行業務に関しては米通貨庁 (Office of the Comptroller of the Currency) がハンドブック形式で利益相反のフレームワークを提示している。詳しくは OCC (2015) を参照されたい。

<sup>26</sup> 友松 (2019) によれば、証券規制 (業務規制) における利益相反は 1933 年のグラス・スティーガル法による銀証分離に遡ることができる。

<sup>27</sup> 証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールの策定等を行う証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions、IOSCO) からは利益相反に関する複数の報告書が公開されている。主なものを挙げると、IOSCO (2003) はアナリスト業務、IOSCO (2007) は証券の募集行為、IOSCO (2010a) はプライベート・エクイティ、IOSCO (2010b) は市場仲介者、IOSCO (2018) はエクイティによる資本調達業務など、様々な資本市場業務に関する利益相反を扱っている。

<sup>28</sup> アーマー他 (2020) 第 11 章「金融アドバイス」。情報の非対称性の問題があるため開示規制のみでは不十分となる可能性があり行為規制とのセットで対処されている。この行為規制としては、適合性の原則、最良執行義務、利益相反の管理規制、ならびに受託者責任を挙げることができる。

<sup>29</sup> この 1940 年投資顧問法の受託者責任は、同法に基づくラップ契約などにも適用される。この他、米労働省が管轄する ERISA が年金基金にアドバイスを行う投資アドバイザーに対して受託者責任を定めている。

た<sup>30</sup>。SEC が 2019 年 6 月の最終規則で Reg. BI を定めたことにより<sup>31</sup>、個人投資家等に対する推奨や投資アドバイスに関する包括的な利益相反の管理が整えられたと言える<sup>32</sup>。

後述するように、Reg. BI や 1940 年投資顧問法は利益相反の開示と緩和に関する義務を定めている。SEC が Reg. BI に合わせて導入した Form CRS では、個人投資家に利益相反や手数料などの情報が開示される<sup>33</sup>。さらに Reg. S-P は、PDA 等を用いる場合にも、SEC に登録された BD や投資アドバイザー、投資会社を対象として、顧客の記録および情報を保護するためのセーフガードに関する文書化された方針・手段を持つことを義務付けている<sup>34</sup>。このように、米国では業者の行為を対象とする利益相反の管理規則が整備されてきた<sup>35</sup>。

### 3.1. 提案規則の利益相反

提案規則の「c. Conflict of Interest」(80 頁)は、業者が自己もしくは関係者の利益を考慮して対象技術を用いる場合に利益相反が存在することを指摘し、そのようなケースを規則がカバーすると記している。さらに提案規則の注 164 において、「The proposed conflicts rules do not prescribe strict numerical weights. Instead, determination of the relative level of benefits to the firm and to the investor should take into account all applicable facts and circumstances.」と記述し、数値ではなく、事実や状況を加味しながら投資家との間の利益の総合的なレベルを考慮することを求めている。このような利益相反の捉え方

---

<sup>30</sup> FINRA の Rule 2111 以外では Rule 5121 「Public Offerings of Securities With Conflicts of Interest」において証券の公募における利益相反が懸念されるケースが列挙されている。その他では、Rule 2210 や 3110 も関連規則として挙げることができる。

<sup>31</sup> Reg. BI は 1934 年証券取引所法の Rule 15l-1 として 2020 年 6 月 30 日に発効。

<sup>32</sup> 労働省が 2017 年 4 月に ERISA の受託者責任を IRA などの退職口座に関する BD の推奨の推奨行為にも適用する規則を部分適用したものの、この規則は 2018 年 3 月の連邦高裁の判決により労働省の越権行為として無効化されている。労働省は、2024 年 4 月に再び ERISA の受託者責任の定義を修正する最終規則を公開している。

<sup>33</sup> 投資アドバイザーに対しては Form ADV により類似の情報開示が求められている。

<sup>34</sup> 提案規則の注 118。

<sup>35</sup> 例えば、2024 年 4 月に米労働省が公表した最終規則「Retirement Security Rule: Definition of an Investment Advice Fiduciary」は、利益相反の管理を目的として Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA) (ならび Internal Revenue Code、内国歳入法) が定める受託者の定義を改正しているが、その注 16 でも同様な記述があり、利益相反の管理は第 1 に投資家に対する情報の開示であることがわかる。受託者責任の定義は ERISA の Sec.3(21)等ならびに Internal Revenue Code の Sec.4975 で記述されている。ただし米労働省は 2016 年に定義の見直しを実施したものの、第 5 巡回区連邦控訴裁判所により 2018 年に取り消されており、今回の最終規則に対しても訴訟が起こされている。

は、Reg. BI 等が設定する利益相反よりもかなり広いように思われる<sup>36</sup>。ここで、Reg. BI と 1940 年投資顧問法における利益相反の管理をみてみよう。

### 3.2. Reg. BI と 1940 年投資顧問法

詳細は若園（2013）を参照願いたいだが、2010 年のドッド・フランク法の Sec.913 は<sup>37</sup>、1934 年証券取引所法ならびに 1940 年投資顧問法を修正し、BD に対して投資アドバイザーと同様の行動規範（Standard of Conduct）を課し、BD の信認義務を制定する権限を SEC に認めている。また Sec. 913 は、SEC に対して BD と投資アドバイザーに対する法執行を統一することも求めている<sup>38</sup>。ドッド・フランク法に基づいて修正された 1934 年証券取引所法と 1940 年投資顧問法には、SEC による重大な利益相反への対処が含まれた。

現在の BD と投資アドバイザーに課せられる義務を図表 3 でまとめた。BD の義務において、利益相反が関連するのは行動規範（Standard of Conduct）である<sup>39</sup>。この行動規範は Reg. BI により定められ<sup>40</sup>、BD が個人投資家の証券取引や投資戦略に関して推奨を行う際に、顧客の最善利益（Best Interest）を実現するために行動することと<sup>41</sup>、業者（および関

---

<sup>36</sup> 提案規則の注 232 では、提案規則が定義する利益相反は経済学者が通常使用する利益相反よりもより広い概念であると記されている。また提案規則の 80 頁でも「The proposed conflicts rules would define “conflict of interest” broadly and make clear that…」と記述されている。後述する Reg. BI 等が想定する利益相反は顧客よりも自己の利益を優先させる行為、顧客の利益に反する行為であるが、この提案規則では、顧客利益よりも自己の利益が大きくなる行為が利益相反に該当すると解釈できる。証券投資において、このような発生する利益の差異を事前に予測することには相当の困難性が伴うのではないか。

<sup>37</sup> ドッド・フランク法の Sec.913 「Study and Rulemaking Regarding Obligations of Brokers, Dealers, and Investment Advisers」。

<sup>38</sup> SEC は Post-Madoff Reform（メドフ事件を踏まえて SEC が 2009 年 9 月に公表した改革）において、BD と投資アドバイザーに対する検査を統一化している。

<sup>39</sup> また開示義務（Disclosure Obligation）に基づき、1934 年証券取引所法が定める Form CRS の Item 3 において BD のサービス、手数料、コスト、利益相反が記載される。利益相反に関して最低限求められる例として、①投資商品が自社や自社の関係者により組成・スポンサード・管理されている場合の説明、②顧客に推奨・販売した商品に関して、第三者から受け取る報酬、③投資商品のマネージャーやスポンサー、または他の仲介業者などが、その投資で得た収益を当該 BD と分配する場合、④BD 自身の口座で顧客と投資商品の売買を行う場合、が挙げられている。

<sup>40</sup> Reg. BI の 4 つのコンポーネント義務、開示義務（Disclosure Obligation）、注意義務（Care Obligation）、利益相反義務（Conflict of Interest Obligation）、コンプライアンスゴム（Compliance Obligation）。この他、デリバティブ取引等の推奨における適合性義務（Suitability Obligation）がある。

<sup>41</sup> わが国でも、2023 年 11 月 20 日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」により、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律の 2 条 1 項において最善利益義務が規定され、金融サービスの提供者は顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行することが求められている。

連する者)の利益が顧客の利益よりも優先しないことを求めている<sup>42</sup>。この Reg. BI の要求は、BD が DEPs (PDA-like Technology) を用いて推奨を行う場合でも同様である点に注  
意願いたい。

図表3 ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーの義務

BDの義務（連邦証券諸法および自主規制）
1. Account Opening and Other Approval Obligations
2. Standard of Conduct
3. Disclosure Obligations
4. Reporting and Other Financial Responsibility Requirements
5. Communications with the Public Rules
6. Supervision Obligations and Insider Trading Procedures
7. Recordkeeping Obligations
8. Customer Complaints
9. Privacy and Cybersecurity
投資アドバイザーの義務（1940年投資アドバイザー法）
1. Disclosure Requirements
2. Reporting Requirements
3. Marketing Requirements
4. Compliance Programs
5. Supervision Obligations and Insider Trading Procedures
6. Recordkeeping Requirements
7. Privacy and Cybersecurity

（出所）2021年のDEPs使用に関するコメント募集より。SEC（2021）

1934年証券取引所法の規則である Reg. BI は、利益相反を「ブローカー、ディーラー、またはブローカーやディーラーの関連者である自然人に、意識的であるか無意識的であるかにかかわらず、利害関係がないとは言えない推奨をするように仕向ける可能性のある利害」と定義している<sup>43</sup>。また Reg. BI は、BD（および関係者である自然人）が証券取引や証券に関する投資戦略において個人投資家に推奨（Recommendation）を行う際のベストインタレスト義務（Best Interest Obligation）を定めている。このベストインタレスト義務は、

<sup>42</sup> Reg. NMS の Rule 606 は、BD が NMS 銘柄の売買執行において PFOF（Payment For Order Flow）を利用した場合に、その注文回送の内容や注文の回送先から BD が受け取ったリベートの総額等の情報を四半期毎に開示することを求めている。

<sup>43</sup> Conflict of interest means an interest that might incline a broker, dealer, or a natural person who is an associated person of a broker or dealer —consciously or unconsciously—to make a recommendation that is not disinterested（17 CFR 240.15l-1(b)(3)）。

①開示義務 (Disclosure Obligation)、② 注意義務 (Care Obligation)、③利益相反義務 (Conflict of Interest Obligation)、④コンプライアンス義務 (Compliance Obligation) から構成される。これらのうち、開示義務は BD の推奨行為における利益相反の重大な事実の開示を求めている。また利益相反義務は、後述するように BD に対して、図表 4 を合理的に進めるために文書化された方針と手段の設定・維持・実行を求めている<sup>44</sup>。

図表4 Reg. BI (2)(iii)の利益相反義務における、文書化された方針や手段の目的

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>① 勧奨に関連するすべての利益相反を特定し、それを排除するか少なくともReg. BIに従って開示する</li><li>② ブローカー・ディーラー等が自らの利益を個人顧客の利益に優先させるインセンティブを生じさせるような当該推奨に関連する利益相反を特定し、緩和する</li><li>③ Reg. BIに従い、個人顧客に推奨する有価証券または有価証券を含む投資戦略に課される重要な制限、およびこの制限に関連する利益相反を特定し、開示する</li><li>④ ブローカー・ディーラー等が、個人顧客の利益よりも自らの利益を優先させるような推奨を行う原因となる、そのような制限および関連する利益相反を防止する</li><li>⑤ 限られた期間内に特定の証券または特定の種類の証券を販売することを条件とする販売コンテスト、販売ノルマ、ボーナス、および現金以外の報酬を特定し、廃止する</li></ul> |
|---|

(注) ブローカー・ディーラー等とは、ブローカー・ディーラーおよびブローカー・ディーラーに関連する自然人。

Reg. BI を企画した提案規則 (2018 年 4 月公開) をみると、BD に課せられる利益相反義務は **Material Conflict of Interest** と記されている。最終規則 (2019 年 6 月) において **Material** は削除されているが、その注 292 において「**This is the same as the definition of “material conflict of interest” discussed in the Proposing Release but eliminates “material” and “a reasonable person would expect” for the reasons discussed below.**」で記されており、Reg. BI が対象とするのは重大な利益相反となる<sup>45</sup>。

対して、投資アドバイザーが負う義務では開示要求 (Disclosure Requirements) が重要となる。投資アドバイザーは、1940 年投資顧問法が定める受託者責任を負い、受託者として善管注意義務 (Duty of Care) と忠実義務 (Duty of Loyalty) に従う。投資アドバイザーは常に顧客の利益を最優先し、顧客の利益を自己の利益に従属させてはならない<sup>46</sup>。この忠

<sup>44</sup> 17 CFR 240.15l-1(a)(2)(iii)。

<sup>45</sup> Reg. BI の最終規則の 195 頁でも「We proposed to interpret a “material conflict of interest” as a conflict of interest that a reasonable person would expect might incline a broker-dealer—consciously or unconsciously—to make a recommendation that is not disinterested.」と記されている。

<sup>46</sup> Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Advisers Act Release No. 5248 (June 5, 2019)。

実義務の下で、顧客との関係において重要な事実に関する開示義務を負い、この開示対象には全ての利益相反も含まれる。

このように比較してみると、今回の提案規則は単に Reg. BI 等の手当てを新たな技術の使用に拡大するものではなく、管理する利益相反自体も拡大させる規則と言える。確かに BD の行為に関して、Reg. BI がカバーする推奨行為以外も提案規則の対象に含まれる点は重要であろう。しかしながら、このような利益相反の拡大解釈は妥当であろうかとの疑問も生じうる。そもそも、これまで SEC は利益相反にどのように対応してきたのであろうか。以下で、これまで SEC が利益相反に関して開示した複数のガイダンスみてみよう。

### 3.3. SEC のスタッフ・ブレティン（ガイダンス）

SEC は BD と投資アドバイザーの利益相反に関連して、Staff Bulletin の形式で複数回のガイダンス（解釈指針）を公表している<sup>47</sup>。

第 1 のガイダンスは「Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Account Recommendations for Retail Investors」（2022 年 3 月 28 日公表、2024 年 6 月 7 日修正）である<sup>48</sup>。このガイダンスは BD や投資アドバイザーが顧客に口座開設を勧める際の行動規範を扱っている。Q&A による設問の 7 番目で利益相反を適切に管理できない金融プロフェッショナルへの対応として、規則違反を防止するために合理的に設計された書面による方針と手順を採用および実施とともに、顧客に利益相反を完全かつ公正に開示できず、インフォームド・コンセントを提供できない場合には、利益相反の排除か十分な軽減を求めている。

第 2 は、Reg. BI の利益相反と 1940 年投資顧問法の受託者責任に関するガイダンスである「Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Conflicts of Interest」（2022 年 8 月 3 日公表、2024 年 6 月 12 日修正）<sup>49</sup>。BD や投資アドバイザーに対して、利益相反の特定と情報開示、排除もしくは軽減を求め、合理的に設計された書面による方針や手段を確立、維持、および実施することを求めている。特定された利益相反の扱いは、排除するか、少なくとも顧客が利益相反について十分な情報に基づいた同意を得られるよう、完全かつ公正な情報開示が重視されている。ただし Q&A 形式の 5 番目で、利益相反の特定と開示のみでは不十分であることも示している。6 番目の「利益相反の排除」では利益相反を排除すべき例として、BD の証券の販売にかかるノルマやボーナス、非現金の報酬が対象としたインセンティブ・プログラムの変更が必要となるケースを挙げ、投資アドバイザーについては、利益相反の完全かつ公正な開示が困難である等の理由で顧客に対するインフォームド・コンセントが提供できない場合に利益相反を排除すべきと記している。こ

---

<sup>47</sup> この Staff Bulletin は SEC スタッフの考え方を述べたものであり、規制や規則、SEC の声明（Statement）ではない。

<sup>48</sup> <https://www.sec.gov/tm/iabd-staff-bulletin>

<sup>49</sup> <https://www.sec.gov/tm/iabd-staff-bulletin-conflicts-interest>



のガイダンスで最も重視されているのは、利益相反を特定、監視、対処するための徹底的かつ思慮深い継続的なプロセスの整備となる<sup>50</sup>。

第3のガイダンスとして「Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Care Obligations」（2023年4月20日公表、2024年4月22日修正）を公開している<sup>51</sup>。このガイダンスは、Reg. BIの注意義務の解説を中心に扱っており、例え利益相反義務が要求する開示水準を満たしていたとしても注意義務は課せられると述べている。

これらガイダンスをみると、Reg. BIを受けて、BDおよび投資アドバイザーにかかる利益相反の管理の基本は、その特定と顧客への情報開示および文書化された方針や手順等の保持であり、いわば管理体制の整備であると言えよう。顧客へ利益相反に関する情報を開示し顧客の判断による行動を期待しつつも、そのような顧客の判断が困難な場合などでは、利益相反を引き起こす事象の排除や軽減などを求めている。

このようにSECが開示したガイダンスを比較すると、今回の提案規則は事前に対象技術に関連する利益相反の特定・評価とその排除もしくは中和を要求しており、これまでの利益相反に対する規制アプローチよりも相当に踏み込んだ内容であることがわかる。

本節の最後で、参照事例としてわが国における利益相反の管理をみてみよう。

### 3.4 わが国における利益相反の管理

わが国の利益相反への対応は、2008年の金融商品取引法の改正により、利益相反の防止の実効性確保を目的として管理体制の整備等が法令上義務付けられている。

金融商品取引法の第36条（顧客に対する誠実義務）は金融商品取引業者等に対して誠実義務を課した上で、特定金融商品取引業者等に対しては<sup>52</sup>、内閣府令で定める業務に係る顧客の利益が不当に害されることがないように、当該業務に関する情報の適正な管理とともに業務の実施状況を適切に監視するための体制整備等を求めている。合わせて金融商品取引業等に関する内閣府令の第70条の4において、①対象取引を適切な方法により特定するための体制の整備、②顧客保護を適正に確保する体制の整備<sup>53</sup>、③措置の実施の方針の策定及びその概要の適切な方法による公表、④（5年間の）記録保持、を必要な措置として挙げている。ここで金融商品取引法や内閣府令における「顧客の利益が不当に害される」行為がいわゆる利益相反に該当する<sup>54</sup>。さらに金融庁は、2017年に「顧客本位の業務運営に関する

---

<sup>50</sup> Callcott et al. (2022)。

<sup>51</sup> <https://www.sec.gov/tm/standards-conduct-broker-dealers-and-investment-advisers>

<sup>52</sup> 特定金融商品取引業者とは、総資産基準を超えた第一種金融商品取引業や登録金融機関が該当。特定金融商品取引業者等だけではなく、子金融機関等が行う金融商品関連業務も対象に含まれる。

<sup>53</sup> この顧客保護を適正に確保するための体制の整備には、該当する取引（対象取引）にともない、顧客の利益が不当に害されるおそれがあることを当該顧客に適切に開示する方法も含まれている。

<sup>54</sup> 用語としての「利益相反」の法的定義は存在しないと言われている（金融商品取引法研究会、2011）。ただし、金融庁の「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」では、第一

原則」を公表し<sup>55</sup>、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等を対象として、①顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表、②顧客の最善の利益の追求、③利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要な情報の分かりやすい提供、の5つの原則を記している<sup>56</sup>。

このようにわが国では、大手業者に対しては利益相反の特定や管理・対処を行う独立部門の設置を求めており、金融庁はこの体制を監督する一方で、その他の業者に対しては原則を提示しプリンシプルベースによる個社の対応を促してきた<sup>57</sup>。利益相反管理にかかる体制整備と記録保持、ならびに顧客に対する情報開示は、これまでの米国と同様な規制アプローチと言えよう。

#### 4. 提案規則の評価

今回の SEC の提案は、Reg. BI や 1940 年投資顧問法の受託者責任を修正することなく、これら既存の規則を基礎としながら、新たに登場した技術に対して利益相反の管理規則を拡大するものと位置づけられる<sup>58</sup>。提案規則はどのように評価されるべきであろうか。

本節では、これまでの技術に対する SEC のアプローチを概観した後に、本提案規則に対して主に連邦議会議員から寄せられたコメントをみてみよう。

##### 4.1. 技術に対する規制アプローチ

生成 AI を代表とする新技術に対して、EU では 2024 年 5 月に生成 AI に関する包括的な規制が成立している。わが国では 2023 年 7 月の G7 (広島) で合意した広島 AI プロセスの

---

種金融商品取引業に対する「IV. 監督上の評価項目と諸手続」において「IV-1-3 利益相反管理体制」が含まれている。この監督指針でも、①利益相反のおそれのある取引を特定するための体制の整備、②利益相反管理の方法、③利益相反管理方針の策定及びその概要の公表、④人的構成及び業務運営体制が監督上の留意点として記されている。

<sup>55</sup> 2021 年 1 月の改訂により、⑥顧客にふさわしいサービスの提供、および⑦従業員に対する適切な動機づけの枠組み等、が原則に追加されている。

<sup>56</sup> これらのうち 3 番目の原則「利益相反の適切な管理」では、金融事業者は取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきであり、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである、と解説されている。

<sup>57</sup> ただし、金融商品取引業者向けの総合的な監督指針によると、「利益相反管理体制の整備状況に関わらず、顧客の利益が不当に害されるおそれがあると認められる場合であって、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認められるときは、深度あるヒアリングを行い、必要な場合には、金商法第 56 条の 2 第 1 項又は第 3 項の規制に基づく報告を求めることとする。」と記されている。さらには報告徴収の結果、体制に重大な問題があり公益又は投資者保護のため必要かつ適当な場合には、業務改善命令や業務停止命令等の発出などの対応も行われる。

<sup>58</sup> 2023 年 11 月 7 日に開催された Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) の年次総会におけるゲイリー・ゲンスラー委員長の発言。

枠組みに沿った規制が検討されており、2024年4月には経済産業省が「AI事業者ガイドライン」を公表している。一方で米国では、カリフォルニア州などでの活動が見られるが<sup>59</sup>、連邦政府レベルでは2023年11月に大統領令が公表されている程度であり<sup>60</sup>、本稿執筆時点において連邦議会での具体的な立法活動は見られない。

証券規制の分野の国際的なスタンダード・セッターであるIOSCOは2021年に公開した最終報告書（IOSCO,2021）において、市場仲介業（Market Intermediaries）と資産運用業のAIおよびMLの使用について、加盟諸国の規制当局が取るべき対応をまとめている。IOSCO（2021）は、市場仲介者は①アドバイスおよびサポートサービス、②リスクマネジメント、③顧客の認識とモニタリング、④トレーディング・アルゴリズムの選択、⑤資産運用・ポートフォリオマネジメントの分野でAIやMLを使用しており、コスト低減と効率性の向上が期待される一方で、ガバナンスや説明責任などの6つの分野でAIとMLが起因する潜在的なリスクがあることを指摘している<sup>61</sup>。これらを踏まえてIOSCO（2021）では、証券規制において①AI等の投資家の最善の利益となっていることを保証する、②AI等に基づく意思決定において不正行為が行われているかを特定する能力の保持、③マネジメントの上級職がAI等に基づく行動に対する説明責任を確保し、④AI等の利用から生じた結果を確実に説明可能とする、などをテーマとし、規制当局が業者に対して要求する項目を挙げている（図表5）。

---

<sup>59</sup> カリフォルニア州では2023年9月に州知事令が出されており、24年5月21日に「Safe and Secure Innovation for Frontier Artificial Intelligence Models Act（SB-1047）」が上院を通過している。

<sup>60</sup> 「Safe, Secure, and Trustworthy Development and Use of Artificial Intelligence（EO14110）」2023年11月1日公表。この大統領令は複数の官庁にAI使用に関連する命令を出しているが、その対象にSECやCFTCは含まれてはいない。

<sup>61</sup> ①ガバナンスと監視、②アルゴリズムの発展・テスト・モニタリング、③データの品質とバイアス、④透明性と説明責任、⑤外部委託、⑥倫理的な問題、の6分野。これらの内、特に④透明性と説明責任において、顧客が十分な情報に基づいた意思決定を行えるよう、顧客が商品やサービスの性質やリスクを理解できるよう、会社が提供するサービスに関する情報を適切に開示することが重要であり、説明が出来ない技術を用いることは、自社を許容できないレベルの法的・規制的リスクにさらす可能性があるとして指摘している。

図表5 当局が業者に要求すべき事項

- |   |
|---|
| <p>① AIやMLの開発・テスト・監視・管理の監督等に責任を持つ上級管理職の指名を義務化。<br/>(責任の所在を明確にした、文書化された内部ガバナンスの枠組みを含む。)</p> <p>② AI・ML手法の結果を検証するためのアルゴリズムを、継続的に適切にテストし、監視させる。</p> <p>③ AIやMLを開発・テスト・監視するための適切なスキル、専門知識、経験を持つことを求める。<br/>コンプライアンスとリスク管理部門は、作成されるアルゴリズムを理解し、それに異議を唱え<br/>知識、専門性、経験のレベルを含め、技術の外部提供者についても調査を実施できるようにする。</p> <p>④ 技術の外部提供者のパフォーマンスを監視し、監督を行うことを含め、これらへの依存を理解し、<br/>その関係を管理することを求める。</p> <p>⑤ AIやMLの利用について、業者に求める情報開示を検討すべき。<br/>✓ 技術の利用に関して、顧客の成果に影響を与える有意義な情報を顧客に開示することを求める。<br/>✓ 業者を適切に監督するために、業者に求めるべき情報を検討する。</p> <p>⑥ AIやMLのパフォーマンスが依存するデータが、バイアスを防ぐのに十分な品質であり、<br/>技術の適用のために十分に広範であることを保証するために、業者に適切な管理を義務付ける。</p> |
|---|

他の国際機関の報告書をみると、BCBS(2024)は銀行サービス業のデジタル化(技術革新)と監督についての分析を加えている。AIやMLを使用することで、リスクマネジメントや金融商品の提供(ロボアドバイザー・サービスなど)の効率性が向上し、認識・予測能力が増すことにより投資運用のパフォーマンスが改善するなどの利点を挙げる一方で、AIによる判断やスマートコントラクトの実行などに関連する顧客への説明責任や法的責任に関して現行の法規には不確実性があり、顧客に対するコンプライアンスリスクが増すとも指摘している。このように、現時点での国際的なスタンダード・セッターの分析では、AIなどの新技術の利用において監視と結果の説明能力の維持の重要性が共通して指摘されていると言える。

これらを踏まえて、テクノロジーに対する近年のSECの取り組み(図表6)をみてみよう。1995年から2000年にかけて、SECはインターネットの発達にともなう電子媒体を経由した情報配信の拡大についてガイダンスの提供や規則の修正を行っている。1995年のリリースでは1933年証券法等に照らした目論見書や年次報告書等の電子配信に対して、1996年のリリースでは1934年証券取引所法に基づくBDや1940年投資顧問法に基づく投資アドバイザーによる情報の電子配信に対して共にSECの見解を示している。

図表6 テクノロジーの進歩に対する主な規制的対応

1995年10月6日	No. 33-7233	Use of Electronic Media for Delivery Purposes	解釈ガイダンス
1996年5月9日	No. 34-37182	Use of Electronic Media by Broker-Dealers, Transfer Agents, and Investment Advisers for Delivery of Information	最終規則
2000年4月28日	No. 34-42728	Use of Electronic Media	解釈ガイダンス
2020年12月22日	No. IA-5653	Investment Adviser Marketing	最終規則
2022年10月26日	No. IC-34731	Tailored Shareholder Reports for Mutual Funds and Exchange-Traded Funds	最終規則
2022年6月23日	No. IA-6056	Electronic Submission of Applications for Orders under the Advisers Act and the Investment Company Act, Confidential Treatment Requests for Filings on Form 13F, and Form ADV-NR	最終規則
2022年10月12日	No. 34-96034	Electronic Recordkeeping Requirements for Broker-Dealers, Security-Based Swap Dealers, and Major Security-Based Participants	最終規則
2017年2月23日	—	Robo-Advisers	ガイダンス修正
2021年11月9日	—	Observations from Examinations of Advisors that Provide Electronic Investment Advice	リスク・アラート
2021年8月27日	No. IA-5833	Request for Information and Comments on Broker-Dealer and Investment Adviser Digital Engagement Practices, Related Tools and Methods, and Regulatory Considerations and Potential Approaches; Information and Comments on Investment Adviser Use of Technology to Develop and Provide Investment Advice	コメント募集

(出所) 提案規則の注114、115、116を参照して作成。

さらに2000年4月のリリースでは、事業会社や投資会社等の発行体による電子媒体を利用した書面の交付、ウェブコンテンツにおける発行体の責任に関するガイダンスや、オンラインでの募集行為に関する発行体・仲介業者が考慮すべき法的原則の概要を提供している。

2020年12月と2022年10月26日の規則改正では、技術の進化にともなう投資家の情報へのニーズの変化へ対応している。特に2020年12月に公表した最終規則では、「テクノロジーとアドバイスの絶え間ない進化と相互作用に対応するために設計された原則に基づく規定 (Principles-Based Provisions Designed to Accommodate the Continual Evolution and Interplay of Technology and Advice)」を採用し、特にソーシャルメディアの使用に関する具体的なガイダンスを提供している。また2022年6月と10月12日の規則改正では、投資アドバイザーや機関投資家マネージャーによる電子ファイリング・オプションの利用拡大と、電子記録管理の新技术に適應できるように記録管理の要件を更新している。これらのSECの対応は、技術進化にともない変化する市場参加者のニーズを踏まえており、かつ上記の国際機関等の考えとも整合的であった。

今回の提案規則に関連する活動を挙げると、いわゆるロボアドバイザーに関して、SECは2017年2月にガイダンスを公表し、2021年11月にはリスクアラートを発信している

62. ロボアドバイザーとは顧客の属性に合わせた投資アドバイスを提供するサービスであり、その資産運用アドバイスはオンライン上でアクセスした顧客に直接提供される他、従来の投資アドバイザー（人間）を経由して提供されるケースもある<sup>63</sup>。ロボアドバイザーで 사용되는アルゴリズムは今回の提案規則の対象技術（Covered Technology）に含まれている。2017年のガイダンスは、ロボアドバイザーであっても1940年投資顧問法が要求する受託者としての責任を負うことを確認するとともに、顧客に対して提供される情報には、投資アドバイザーの業務慣行や利益相反を理解できるよう十分に具体的であることを求めた。対して2021年のリスクアラートはSECの監査局（Division of Examinations）がロボアドバイザー・サービスを提供する業者を検査し、観察された問題を元に投資家に注意を促す目的で公開された。この中で、多くの業者が利益相反の情報開示で不適切もしくは不十分であったと指摘されている。SECは2019年6月に公表した投資アドバイザーの行動規範（Standard of Conduct）に関する解釈リリースにおいて<sup>64</sup>、利益相反の排除（Eliminate）もしくは少なくとも顧客が利益相反を理解するために必要な情報を十分かつ公平な開示と通じて提供することを投資アドバイザーに求めており、さらには2003年12月に公開した最終規則は<sup>65</sup>、業者が定める方針（Policy）や手段（Procedure）において利益相反は最初に認識すべきであると記している。このような対応は伝統的な投資アドバイス業務と同様であり、アルゴリズムを使用することによる特別な対応を求めたものではない。

このように近年の技術に対するSECの活動をみても、今回の提案規則においてSECの規制対応は明らかに変化したと言えるのではないか。SECはFSOC等の問題意識を共有しつつも、第2節でみたSEC(2021)とBDと投資アドバイザーに対するDEPsの利用に関するコメント募集（2021年8月）が契機となり、規制のあり方を見直したようにみえる。しかしながら、提案規則においてそのような説明はなく、またコスト・ベネフィット分析においてもAI等への規制対応の変化がもたらす効果などに関する分析は提示されていない。

#### 4.2. 提案規則に対するコメント等

提案規則の採択後に、ゲンスラー委員長をはじめ4人の委員から提案規則に関する声明が出されている。そのうち規則に反対票を投じた共和党系のヘスター・パース委員は

---

<sup>62</sup> リスクアラートは、SECの委員会が承認した規則や規制ではなく法的効力を持たない。また適用される法律を変更または修正するものではなく、いかなる者に対しても新たな義務または追加の義務を生じさせるものでもない。

<sup>63</sup> 2024年3月27日にSECが公表した最終規則で、ロボアドバイザーなどのネット経由のみでアドバイスを提供している投資アドバイザーの登録が免除されているが、この最終規則の8頁で、「テクノロジーの活用は、今や多くの投資顧問会社が顧客に商品やサービスを提供する際の中心的な手段となっている。」と記述されており、個人投資家の証券市場への参加を促す要因の1つとして挙げられている。

<sup>64</sup> Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers、Release No. IA-5248。

<sup>65</sup> Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers、Release No. IA-2204。

「Through the Looking Glass : Conflicts of Interest Associated with the Use of Predictive Data Analytics by Broker-Dealers and Investment Advisers Proposal」のタイトルで、提案規則を強く批判している<sup>66</sup>。パース委員は、①Reg. BI や 1940 年投資顧問法が定める義務で対応が可能、②技術に対して中立的ではない、③これまでの利益相反に対して情報開示を通じて投資家の判断を促す規制アプローチとは異なり、開示を経ずに利益相反の排除か中和を求めている、④中小規模の業者は規制に対応できず結果として有効な技術の使用できなくなる、などを反対の根拠として挙げている。

最後に、連邦議会議員の反応をみてみよう。本稿の執筆時点で、2024 年 6 月の最高裁判所の判決が SEC の規制や規則の作成に与える影響は不明であるが、シェブロン法理が効果を持たなくなるとすれば、立法府の反応は重要となる。

提案規則を受けて連邦議会議員が SEC に提出したコメントを図表 7 でまとめた。ここでは複数の議員が署名したコメントに注目してみよう。第 1 に、共和党議員のみが署名した 2023 年 9 月 22 日のコメントでは、提案規則と Reg. BI や受託者責任との関係が不明瞭である点や、今回の提案規則はドッド・フランク法が SEC に認めた権限を超えており、SEC がテクノロジーレギュレーターの役割を意図しているのであれば、連邦議会による明確な権限の付与が必要であると述べている。その他、提案規則の利益相反が明確ではないことや対象技術が広範であり、市場の効率性の改善や投資家のアクセス改善をもたらした新技術の使用を妨げる懸念を挙げている<sup>67</sup>。

---

<sup>66</sup> 現時点での SEC の委員会は民主党系委員が 3 名、共和党系の委員が 2 名から構成されているが、重要な規則において 2 名の共和党系の委員が反対票を投じることは珍しくない。

<sup>67</sup> 2024 年 3 月 27 日に SEC が公表した最終規則により、ロボアドバイザーなどのネット経由のみでアドバイスを提供している投資アドバイザーの登録が免除されているが、この最終規則の 8 頁で、「テクノロジーの活用は、今や多くの投資顧問会社が顧客に商品やサービスを提供する際の中心的な手段となっている。」と記述され、個人投資家の証券市場への参加を促す要因の 1 つとして挙げられている。SEC も新たな技術がもたらすベネフィットは十分に理解している。

図表7 提案規則に対して提出された連邦議会議員のコメント

提出日	コメントへの署名	主な内容
2023年9月22日	共和党上院議員3名および 共和党下院議員18名	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 本提案は見当違いで、不必要に広範であり、投資家とわが国の資本市場の双方に損害を与える恐れがある。</li> <li>✓ 業者が利用する技術に関係なく、負担の大きい画一的なアプローチ。</li> <li>✓ 新技術が投資家にもたらすベネフィットの分析が欠けている。</li> <li>✓ 規制は技術に中立的であり資本市場の技術革新と効率化を促進するものであるべき。</li> <li>✓ SECが技術に対する規制担当者となるためには、議会から権限を受けるべき。</li> </ul>
2023年11月30日	民主党下院議員1名（単独）	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 規則の運用対象が過剰に広く、高い規制遵守コストが個人投資家に転嫁される懸念や、業者が技術を利用しなくなる恐れがある。</li> <li>✓ 伝統的な証券規制である情報開示を放棄している。</li> </ul>
2024年2月27日	共和党下院議員16名および 民主党下院議員4名	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 対象技術の範囲が広すぎ、曖昧なため、業者が負担するコストが高くなる恐れ。</li> <li>✓ 業者が技術を用いたツールの提供をためらい、投資家が負担するコスト増や選択肢が無くなることを懸念。</li> <li>✓ 既存の規則が基盤とする情報開示を蔑ろにする規則である。</li> <li>✓ 専門能力がある機関投資家とのやり取りまでも対象となっている。</li> </ul>
2024年5月23日	共和党上院議員2名および 民主党上院議員2名	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 米国内での技術の発展を阻害する恐れがある。</li> <li>✓ 既存の規制で対応は可能。広範な定義と画一的な対応は既存の規則を覆すもの。</li> <li>✓ 個人投資だけではなく機関投資家とのやり取りにも課せられる。</li> <li>✓ これまでの利益相反の定義を根本から見直し、枠組みから逸脱している。</li> <li>✓ 個人投資家に対する低コストのサービスを遮断する可能性がある。</li> <li>✓ 情報開示による透明性は、信頼を構築し獲得するための重要な手段であり、AIの時代においても維持されなければならない。</li> <li>✓ 現在の技術の利用や技術革新に悪影響を与える。技術に中立的な規制とすべし。</li> </ul>

第2に、共和党の下院議員に加えて民主党の下院議員も署名をした2023年2月27日提出のコメントでも、対象技術の定義が曖昧かつ広範すぎることで指摘されている<sup>68</sup>。パース委員の意見と同様に、これまでの利益相反に関する情報開示による手当てではなく、業者に直接的に利益相反の排除と中和を求めている点や、個人投資家だけではなく専門能力がある機関投資家も保護の対象とすることの説明が欠けている点などを指摘している。第3に、両党の上院議員4人が署名して2024年5月23日に提出したコメントでは、既存の規則で投資家保護は十分であり、今回の提案規則はこれまでの利益相反への取り組みから逸脱していると指摘し、利益相反に対する規制手段として情報開示を維持することをSECに求めるとともに、提案規則の撤回と再検討を要請している。

<sup>68</sup> 例えば、業者がソースコードにアクセスが出来ないサードパーティーが提供するAIなどを使用する際でも、業者には利益相反の特定が求められる。提案規則の64頁では、外部から対象技術のライセンスを受ける業者が、技術の基礎となるソースコードにアクセスできないか、アクセスが制限されている場合がある場合、当該技術の機能に関する他の文書が、技術の機能について十分に詳細であることを条件として、当該文書のレビューを通じて識別と評価を満たすことを認めている。また、基礎となるソースコードにアクセスできない業者であっても、例えば、その技術を投資家の要件にどのように合わせるができるかに関する文書をレビューすることができると記されている。しかしながら、このようなケースでは実際はサードパーティーに利益相反の評価を依頼せざるを得ず、特に中小の業者にとって使用する技術を制限せざるを得ない状況となる懸念が生じる。



これらのコメントを整理してみると、①規則の高い実行コスト（利益相反や対象技術の定義が広範）、②情報開示を用いない規制アプローチの是非、③SECの法的権限の有無、が検討すべき課題と言える。この内、情報開示に関連して提案規則の「III. Economic Analysis」では、本来であれば情報開示は利益相反を示す有効な手段であり、投資家はこの開示情報に基づき判断を下すことができるが、対象技術が引き起こす利益相反（Principal Agent 問題）においてこれらの情報の開示は広範かつ具体性に欠ける可能性があり、また多すぎる開示となる可能性があるため有効性に欠けると述べられている<sup>69</sup>。ただし、対象技術の定義の広範さを考慮すれば、このような指摘は規則設定の問題であり、必ずしも情報開示を排除する理由としては適切ではないだろう。また SEC の法的権限に関する指摘は、仮にシェブロン法理が有効性を失った場合に SEC の規則作成において非常に重要であり、SEC は最終規則化に向けて自己の法的権限についてより丁寧な説明が求められよう。

## 5. まとめ

生成 AI などの新技術の登場により資本市場が劇的に効率化する期待がある一方で、これまでとは異なったリスクをもたらす可能性もあり、米国資本市場の監督者である SEC は従来とは異なった規制アプローチを考慮し、そのようなリスクに備える必要がある<sup>70</sup>。

今回の SEC の規則提案は、Reg. BI や 1940 年投資顧問法の受託者責任を修正することなく、これら既存の規則を基礎としながら、新たに登場した技術に対して利益相反の管理規則を拡大するものと位置づけられている。しかしながら第 3 節でみたように、これまでの顧客に対する情報開示を基盤としながら管理体制の整備を求めてきた規制アプローチとは異なり、事前に特定された利益相反を直接的に排除・中和することを求めている。また第 2 節で述べたように、対象技術に含まれる新技術は多様であり、対象となる投資家とのやり取

---

<sup>69</sup> 提案規則の III.D.1。

<sup>70</sup> AI に関して SEC は、2024 年 1 月 25 日に「Artificial Intelligence (AI) and Investment Fraud: Investor Alert」(詐欺的行為に関する注意喚起)を公表している。また 2024 年 2 月 13 日に「AI, Finance, Movies, and the Law」(Yale Law School)で行われたゲンスラー委員長のスピーチでは、すでに金融に関連する様々な業務で AI が活用されていることを踏まえて、①AI モデルの決定と結果は説明できないことがある、②AI のアルゴリズムの結果は過去のバイアスを反映したデータに基づいている可能性があり、AI はバイアスのある決定を下す可能性がある、③AI による予測は常に正確であるとは限らないと述べ、BD や投資アドバイザーは、AI モデルを使用していると言いながら実際には使用していないことで一般大衆を誤解させたり、AI モデルを特定の方法で使用していると言いながら実際には使用しなかったりする「AI ウォッシング」が証券法に違反する可能性がある旨を指摘し、翌 3 月に SEC は投資アドバイザー 2 社 (デルフィア社とグローバル・プレディクションズ社) を AI ウォッシングで摘発した。

りも単なる推奨やアドバイスに留まらない。この規則は実行が可能なのであろうか、との疑問が生じる。

これまでも利益相反は金融・資本市場における行為の全般にみられる一方で、必ずしも明瞭な概念ではない。また、従来の手数料や報酬体系において生じる利益相反とは異なり、AIなどの新技術によって生じる利益相反の具体例を想定することは容易ではないだろう<sup>71</sup>。むしろ、SECが管理を試みる対象技術（PDA like Technology）があまりに広範であるため、これらの使用を何にでも適用が可能な「利益相反」で縛ろうとしたのでないか。共和党と民主党の連邦議会議員のコメントをみても、今回の提案規則は対処すべき多くの問題を内在しており、このままでの最終規則化には恣意的で独断的な意思決定（Arbitrary and Capricious Decision Making）との批判が避けられないではないか。

提案規則の複数の箇所ではDEPsに紐付けて「Game-Like」が使用されているが、この提案規則の根本にネット証券のロビンフッド社などがウェブ上で展開していた顧客獲得のためのゲーム性の高いギミックへの対処があるとすれば、正当な規制アプローチとは言えない<sup>72</sup>。

#### 「引用文献」

アーマー、ジョン他（2020）「金融アドバイス」『金融規制の原則』第11章、明日の金融システムを考える会誌、金融財政事情研究会。

友松義信（2019）「フィデューシャリー・デューティーから見る米国金融機関の歴史」『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』神作裕之編、第1章、岩波書店。

金融商品取引法研究会（2011）「金融商品取引業における利益相反-利益相反管理体制の整備義務を中心として-」日本証券経済研究所、研究記録第32号。

若園智明（2013）「米国における包括的金融規制改革法の全体像」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第84号、19-41頁。

若園智明（2015）『米国の金融規制変革』日本経済評論社。

若園智明（2020）「Token Offeringを巡るSECの規制的対応」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第112号、12月、1-20頁。

---

<sup>71</sup> 例えばAIであれば、明らかに偏った情報を用いて育成する行為や、ソースコード自体で意図的に業者の利益を優先させるように設定する行為はもちろん重大な利益相反ではあるが、これはReg. BIや受託者責任の適用以前に詐欺行為の防止規程によって対処すべきであろう。

<sup>72</sup> 2023年10月26日付けのWSJ紙のOpinion欄「If It Moves, the SEC Regulates It: Warren says jump on short-selling, Gary Gensler says how high?」は、民主党の上院議員であるエリザベス・ウォーレンが主張する「カジノのような投資」や、アプリによる「ゲーミフィケーション」を阻止しようとする規則である述べられている。特にロビンフッド社の株式手数料ゼロ化に触れた後に、顧客がその情報を取引してロビンフッド社に利益をもたらす可能性があるため、ロビンフッド社は合併や規制執行に関するニュース記事へのリンクを顧客に送信することが禁止される可能性があるとして指摘されている。

- 若園智明 (2023) 「米国における気候関連リスク情報の開示規制：新領域への規制アプローチ」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 124 号、12 月、137-156 頁。
- BCBS (2024), *Digitalisation of finance*, May.
- Callcott, H. et al. (2022),” SEC Bulletin on Conflicts of Interest for Broker-Dealers and Investment Advisers,” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.  
(<https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/01/sec-bulletin-on-conflicts-of-interest-for-broker-dealers-and-investment-advisers/>)
- IOSCO (2003), *Report on Analyst Conflict of Interest*, September.
- IOSCO (2007), *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Final Report, November.
- IOSCO (2010a), *Private Equity Conflict of Interest*, Final Report, November.
- IOSCO (2010b), *Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries*, Final Report, November.
- IOSCO (2018), *Conflicts of Interest and Associated Conduct Risks during the Equity Capital Raising Process*, Final Report, September.
- IOSCO (2021), *The use of artificial intelligence and machine learning by market intermediaries and asset managers*, Final Report, September.
- Luguri, J and L. Strahilevitz (2021),” Shining a Light on Dark Patterns,” *Journal of Legal Analysis*, Volume 13, Issue 1, pp.43-109.  
<https://academic.oup.com/jla/article/13/1/43/6180579>.
- Nathan Cortez 2017, Predictive Analytics Law and Policy: Mapping the Terrain: Challenging Issues in Specific Private Sector Contexts, Substantiating Big Data in Health Care (提案規則の注 9 で引用)
- OCC (2015),” Conflicts of Interest,” Comptroller’s Handbook, Version 1.0, January.
- SEC (2021), *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*, October 14.
- SEC (2022), Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Conflicts of Interest (2022 年 8 月 3 日バージョン).  
<https://www.sec.gov/tm/iabd-staff-bulletin-conflicts-interest>
- Steinberg, M (2023), *Understanding Securities Law*, Eighth Edition, Chapter 13 Broker-Dealer Regulation, Carolina Academic Press.