

AI等の予測技術に対峙するSECの 規制アプローチ

若園智明

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り生じる可能性がある利益相反の管理を求めている。

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、資本市場の監督を担うSECの規制行為においても業者の新技術利用に伴うリスクに対応する必要性が高まっていた。この提案規則は、新技術を利用する際の利益相反を特定・評価した上で、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義務付けるとともに、利益相反に関する記録の保持を求めている。今回の提案規則は、従来の情報開示を基礎とする利益相反の管理とは異なった規制アプローチであり、利益相反の定義自体も拡大させている。さらには、AIを含む新技術(対象技術)を相当に広範に定義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 | 2.2 提案規則の概要 |
| 2. 提案規則の概要 | 3. 利益相反と規則 |
| 2.1 SECスタッフレポートとDEPs利用の調査 | 3.1 提案規則の利益相反 |

AI等の予測技術に対峙するSECの規制アプローチ

3.2 Reg. BIと1940年投資顧問法

3.3 SECのスタッフ・プレティン（ガイダンス）

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、米証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）が²2023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¹、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求めている。金融・資本市場において人工知能（Artificial Intelligence, AI）などの

新たな技術がおよぼす効果や潜在的なリスクは必ずしも明確ではなく、それゆえにSECの規制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²、2024年6月に開催したコンファレンスでAIが金融の安定におよぼす潜在的なリスクを議論している³。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する（相互関連性）ことで危機の波及速度が増すことをリスクとして挙げ、FSOCとして情報の収集を行うことを表明している⁴。FSOCの主たる役割は金融・資本市場を不安定化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⁵。したがって、SECの提案規則は連邦監督機関の先駆け

1 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。

2 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。

3 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。

4 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。

5 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

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ことを受けて、新たな規制を適用する場合には従来よりも慎重に規制を作成することが求められる⁶。この点を踏まえて、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に証券業務で活用され始めた技術に対する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月に連邦議会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ており⁷、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。このような問題意識はSECのゲイリー・ゲンスラー委員長も共有しており⁸、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⁹、業者が顧客の利益よりも自己の利益を優先させる可能性があるため¹⁰、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。これは必ずしも上述のFSOCなどが持つ問題意識への直接的な対応ではない。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できるのであろうか。

ブロン法理の範疇であれば、連邦監督機関による規制適用は尊重されていた。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SEC等に与える影響は非常に大きい。

6 近年のSECが提示した規則では、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、2024年6月に第5巡回区連邦控訴裁判所がSECに与えられた詐欺防止に関する権限を逸脱しているとの理由で無効の判決を出し、その後SECは連邦最高裁判所への控訴を断念した。この控訴断念は上記の連邦最高裁判所の判決が強く影響していると思われる。この他、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 (2024年3月公開) も上場会社等からの訴訟を受けて2024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。気候変動関連情報開示規制を巡る問題は若園 (2023) を参照されたい。

7 2024年6月14日に上院の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。

8 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するとともに、業界が少数の大手AIプロバイダーに過度に依存することが金融の不安定化へと繋がる可能性も指摘している。

9 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。

10 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。

AI等の予測技術に対峙するSECの規制アプローチ

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¹¹,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分野の中の1つへの対応であり¹²,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

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社等のいわゆるミーム株(Meme, 流行り株)の急変動により市場が混乱したことを受けて,この混乱を招いた各種要因の分析を目的とする¹³。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)でも対処が可能であろう¹⁴。また後者は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,別途議論が必要となろう。そもそも,PFOFを利益相反の管理で対処することは適切であるのかとの疑問も生じる。

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¹⁵。

このリクエストはDEPsに関連する現状の

11 「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社の報告書で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。

12 SEC(2021)は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。

13 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。

14 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とのに対して,Reg. BIはBDの推奨が行われた時点にかかるとの義務である。

15 「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

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的を絞るべきか。

規制を整理するとともに、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¹⁶。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図表1で挙げた

のみである。

また、投資アドバイザーによるロボアドバイザーの使用に関しても記述がみられる（リクエスト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）を負っている。ここでは、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を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が指摘されている。注目すべきは、ロボアドバイザーに潜在的な利益相反があることを指摘し¹⁷、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、監督する方法を業者に求めている点である。利益相反を排除するか、顧客

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。

16 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、ユーザーが実際の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。

17 例として、ロボアドバイザーのアルゴリズムにより、投資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。

AI等の予測技術に対峙するSECの規制アプローチがインフォームド・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(同51頁)。

このDEPs使用に関するコメント募集をみると、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。

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¹⁸。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¹⁹。

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

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)

(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
(b) 利益相反の効果の排除または中和 (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。) (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。 (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の排除または中和する。
(c) 方針と手続き。 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。 (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。) (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。 (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。 (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。

(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。

18 1934年証券取引所法のSec.15(l)および1940年投資顧問法のSec.211(h)の「(1)Other Matters」。

19 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。

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²⁰、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、この利益相反の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²¹。ここで注意すべきは、提案規則はReg. BIや1940年投資顧問法の規則の修正を行っていない点である。

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であろう。その理由の第1は、提案規則が適用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、業者が実務で使用する多くの技術が対象となる。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。さらに提案規則の注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)、ラーズ・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²²。

評価が困難となる理由の第2は、規則が適用

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

21 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・中和とう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。

22 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ぬ」という包括的な要件のもとで、業者がビジネスモデルと統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。

AI等の予測技術に対峙するSECの規制アプローチされる業者の行為についてである。提案規則は、このような対象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²³。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²⁴。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直接的な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

解釈できる。

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、提案規則が求める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、提案規則が上乘せる利益相反の管理は適切な規制アプローチと言えるのか。

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²⁵、規制の対象としては伝統的な領域でもある²⁶。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²⁷。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

23 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である。

24 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。

25 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。

26 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へと遡ることができる。

27 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。

める厳格な規制に明確に組み込まれてきたわけではなく²⁸、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²⁹。

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³⁰、BDに関しては金融業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）が定める自主規制規則としてRule 2111（Suitability）が課せられる程度であった³¹。SECが2019年6月の最終規則でReg. BIを定めたことにより³²、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³³。

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（SECへの報告様式）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³⁴。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³⁵。このように米国では、業者の行為を対象として利益相反を管理する規則が整備されてきた³⁶。

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可能性を指摘し、そのようなケースを本規則がカバーすると記している。さらに提案規則の注

28 わが国においても用語としての「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。

29 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。

30 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。

31 自主規制機関であるFINRAが定める自主規制規則として、Rule 2111以外でも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、Rule 2210や3110も関連する自主規制規則として挙げるができる。

32 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。

33 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Retirement Security Ruleの最終規則を公開した。（ただし、同年7月26日にテキサス州の連邦地方裁判所が規則の差し止めを命令している。）

34 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。

35 提案規則の注118。

36 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）（ならびに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。

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は、Reg. BI等が想定する利益相反よりもかなり広いように思われる³⁷。ここで、Reg. BIと1940年投資顧問法が記す利益相反に対処する管理体制の整備をみてみよう。

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³⁸、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³⁹。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⁴⁰。この行動規範はReg. BIにより定められ⁴¹、BDが個人投資家の証券

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）

37 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も解釈できる。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。

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

39 SECはPost-Madoff Reform（メイ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。

40 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。

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⁴²、業者(および関連する者)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⁴³。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。提案規則と比較して注意すべきは、Reg. BI が対象とするのは BD の推奨 (Recommendation) であり、前節でみた提案規則の定義よりも遙かに限定的な行為となっている点である⁴⁴。

利益相反に関して、1934年証券取引所法の規則である Reg. BI は「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⁴⁵。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⁴⁶。

その上で 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、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、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・実行も求めている⁴⁷。

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

41 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)、コンプライアンス義務 (Compliance Obligation)。その他、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。

42 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。

43 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 が受け取ったレポ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。

44 受託者責任がかかる投資アドバイザーの投資アドバイス (および投資家の運用資産に関するモニタリング) は継続的に生じる行為である一方で、Reg. BI にかかる BD の推奨は単時点の行為である点にも注意が必要である。

45 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 240.151-1(b)(3)).

46 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。

47 17 CFR 240.151-1(a)(2)(iii)。

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

- 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
- 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勧奨に関連する利益相反を特定し、緩和する
- ③ Reg. BIに従い、個人顧客に勧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
- 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勧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
- 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

(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。

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⁴⁸。この忠実義務の下で、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まで広げるものではなく、管理する利益相反自体も拡大させた規則と言える。確かにBDの行為に関して、Reg. BIがカバーするBDの勧奨行為のみならず広く投資家とのやり取りが規則の対象になる(前節)。その結果、受託者責任を負う投資アドバイザーと同様に、投資家との交流を持つ時間の多くでBDは利益相反の可能性に備える必要が生じる。しかしながら提案規則の手続きをも踏まえて考えると、このような利益相反の拡大解釈は適切と言えるのか。少なくとも提案規則の経済分析において、拡大した利益相反の扱いに関する分析は行われていな

い。そもそも提案規則はReg. BIと同様に重大な利益相反のみを対象としているのであろうか、そうであるならば広範に定義される対象技術の利用において重大な利益相反と認める基準は何であるのか。これらは規則の最終化にあたりSECが対処すべき課題となろう。

以下では、SECが業者の利益相反に関して開示した複数のガイダンスを概観し、これまでSECの対応をみてみよう。

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、スタッフ・ブレティン (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⁴⁹。

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⁵⁰。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

48 Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Advisers Act Release No. 5248 (June 5, 2019).

49 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。

50 (<https://www.sec.gov/tm/iabd-staff-bulletin>)

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)⁵¹。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である⁵²。

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⁵³。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ったと言える。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、これまでの顧客への情報開示を重視する規制アプローチとは明らかに異なっている。

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

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

52 Callcott et al. (2022)。

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

AI等の予測技術に対峙するSECの規制アプローチものと位置づけられる⁵⁴。しかしながらこれまで述べたように、Reg. BI等とは異なり情報開示に依存しない規制アプローチであり、さらには利益相反の定義および適用される行為、利益相反の処理方法、対象技術が広範に定義されている。本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のアプローチを把握した後に、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みられるが⁵⁵、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⁵⁶、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みられない。

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およびマシンラーニングモデル（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AL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⁵⁷。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）。

他の国際機関の報告書を見ると、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

54 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。

55 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。

56 「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。

57 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・規制のリスクにさらす可能性がある」と指摘している。

図表5 当局が業者に要求すべき事項

- 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。
(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。)
- 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。
- 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。
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
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。
- 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、
その関係を管理することを求める。
- 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。
✓ 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。
✓ 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。
- 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、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。

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の取り組みをみてみよう(図表6)。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を受けた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BD(1934年証券取引所法)や投資アドバイザー(1940年投資顧問法)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。

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

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

AI等の予測技術に対峙するSECの規制アプローチ

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。

ロボアドバイザー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術に適応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たものであり、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⁵⁸。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⁵⁹。ロボアドバイザーで使用される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)

58 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。

59 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。

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、そ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⁶⁰、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⁶¹、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ザー業務と同様であり、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、今回の提案規則はこれまでのSECの規制対応とは異なっていると言えよう。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のであろう。しかしながら、提案規則においてこのような規制アプローチの変化についての説明はなく、また規制の経済分析においても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「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⁶²。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を使用できなくなる、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どのような影響を与えるのかは不明であるが、仮にシェブロン法理が効果を失ったとすれば、下記の立法院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と指摘

60 Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248.

61 Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, Release No. IA-2204.

62 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。

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"> ✓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。 ✓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。 ✓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。 ✓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。 ✓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。
2023年 11月30日	民主党下院議員 1名（単独）	<ul style="list-style-type: none"> ✓規則の適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。 ✓伝統的な証券規制である情報開示を放棄している。
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"> ✓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。 ✓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なくなることを懸念。 ✓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。 ✓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。
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"> ✓米国内での技術の発展を阻害する恐れがある。 ✓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。 ✓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。 ✓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。 ✓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。 ✓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。 ✓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。

し、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⁶³。

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と指摘されている⁶⁴。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

63 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。

64 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。

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。

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記されている⁶⁵。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の設定が引き起こす問題であり、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。また繰り返しになるが、仮にシェブロン法理が有効性を失った場合に法的権限に関する指摘は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⁶⁶。

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りスクをもたらし可能性もあり、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⁶⁷。

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

65 提案規則のⅢ.D.1。

66 SECが2024年7月8日に公表したSpring 2024 Regulatory Agendaでは、SECのDivision of Trading and Markets およびDivision of Investment ManagementがSECに対して提案規則の再提案（Re-Propose）を推奨することを検討していると記述されている。

67 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として指摘し、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。

AI等の予測技術に対峙するSECの規制アプローチとを求めている。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りも単なる推奨やアドバイスに留まらない。そもそも、この規則は実行が可能なのであるかどうかの疑問も生じる。

これまで利益相反は金融・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かった。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⁶⁸。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、これらの使用をあらゆる行為に適用が可能な「利益相反」で縛ろうとしたのではないか。(そもそも重大な利益相反に該当する行為は何であるのか。)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のではないか。

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るれば、正当な規制アプローチとは言えないだろう⁶⁹。

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』明日の金融システムを考える会誌, 第11章, 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, 1-20頁。
- 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, 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/>)

68 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はないのか。

69 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。

- 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.
(当研究所理事・主席研究員)