

アメリカ証券規制とAI等の予測技術

若園智明

一、はじめに

人工知能（AI）や分散型台帳技術などの革新的な技術の導入は、情報分析の高度化や取引の効率化を通じて資本市場の機能を飛躍的に発展させるであろう。一方で、新たな技術が市場の不安定化をもたらす可能性もある。例えばアメリカの金融安定監督協議会（FSOC）はAIの利点を認めながらも、AIの複雑さと分析過程の不透明さを危惧している。また、多くの市場参加者が類似

したAIに依存することで相互連関性が高まり、AIの判断が市場に波及する速度が増している。一つのAIの判断ミスが市場を不安定化させる要因となりうる。このようなマクロ的リスクの他にも、新技術を不正行為に使用する市場参加者が現れることも予見しなければならない。技術の革新に合わせて市場の規制や監視のあり方を適切に見直すことは、健全なる市場の発展にとっての必要条件となる。

本稿は、二〇二三年七月に米証券取引委員会（以下、SEC）が公開した規則案「ブローカー・

ディーラーおよび投資アドバイザーによる予測データ分析の利用に伴う利益相反について」(以下、提案規則)を題材とする。ただし、本稿執筆の九月末の時点で最終規則化(規則の成立)は未定である。

この提案規則は、ブローカー・ディーラー(以下、BD)や投資アドバイザーがAI等の予測技術を用いて行う業務にかかる。ただしSECは、AI等の新技術そのものを規制対象とするのではなく、技術の使用にともなう利益相反の特定・対処を通じてこれら新技術を規制対象に含める試みを示したと言える。これまでSECは、ロボアドバイザーなどの新技術の使用については主にガイドンス(解釈指針)を用いて当局としての考えを示すに留めてきた。今回の提案規則は、業者によるAI等の技術の使用に対して、一九三四年証券取引所法(以下、三四年法)や一九四〇年投資顧問

法(以下、四〇年法)の下で明示した初の規制行為であり、それゆえに注目されている。

二、AI等の使用に対応する 提案規則

本節では、SECが提案した規則の概要をのみみよう。

例えばBDや投資アドバイザーは、AIやアルゴリズムを用いることで予測データ分析が容易となり、顧客に対する推奨や投資アドバイスを充実させることが可能となるなど、新技術の導入は様々な便益をもたらす。その一方で、これら業者が自己の利益を顧客の利益よりも優先させる、いわゆる利益相反の問題は、対顧客業務の全般において指摘される問題であり、業者が予測データ分析や類似技術を使用する際にも、このような利益

相反に適切に対処することが求められる。

(1) 提案規則の概要

連邦証券諸法（三四年法や四〇年法）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が投資家に向けてシンプルかつ明確な情報開示を行うための施策を要求しており、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。SECはこれらを法的権限として、今回の提案規則で新たに「対象技術」を定義し、①この対象技術に関連する利益相反の禁止規則を新設するとともに、②利益相反に関する記録保持規則の修正を試みた。

これらの内、注目されるのは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利益相反の禁止」規則である

う。図表1で規則の要約を掲示している。ただし、この新たな利益相反に関する規則は、後述するレギュレーション・ベストインタレスト（BI、顧客の最善利益）や四〇年法規則の修正ではない点に注意が必要である。

提案された規則の中核は、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（機関投資家も対象となる）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もしくは中和を命じている点にある。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る。その理由の第一は、提案規則が適用される技術や業者の行為の広範さにある。

提案規則は「対象技術」を「分析的、技術的、または計算機能、アルゴリズム…、投資関連の行

図表 1 対象技術を用いた投資家とのやり取りに関連する利益相反の禁止(要約)

(a) 定義(省略) 「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、または使用が予想される場合に、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、または使用が予想される場合に、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と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年証券取引所法の規則15l-2、40年投資顧問法の規則211(h)(2)-4として追加。

動や結果を最適化、予測：類似の方法またはプロセス」と定義している。その記述が意味する範囲は非常に広い。この定義に沿った具体的な例として、A I（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、ナチュラール・ランゲージ・プロセス（NLP）、ラーズ・ランゲージ・モデル（GPTを含む、生成 A I の一種）などが提案規則では列挙されている。使用が予想されるほぼすべての新技術が含まれていると言っても良いであろう。さらに、規則が適用されるのは対象技術を使用した行為であるが、この業者の行為も、「顧客口座に関する裁量の行使、顧客への情報提供、または勧誘を含む顧客との関わりまたはコミュニケーション」と記されている。B D や投資アドバイザーが推奨や投資アドバイスを提供するだけでなく、ウェブ上でのチャットボットの提供などや、業者による情

報の収集や分析も該当する。B Dや投資アドバイザーにとつて、単純な事務業務以外は規制の対象となり得る行為であると解釈できよう。

規則の評価を困難とする理由の第二は、提案規則が求める新たな利益相反の管理にある。次節で述べるように、利益相反の問題に関して、現時点でB Dの推奨行為はレギュレーションB Iが定めており、投資アドバイザーには四〇年法の受託者責任が課せられている。提案規則はこれらを修正するものではなく、これまでの利益相反の管理への上乗せと解釈されるが、以下で述べるように既存の管理規則とは異質の規制アプローチであり、その実効性にも疑問が生じる。

(2) 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、規制の対象としては伝統的な領域でもある。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に他ならず、その軽減や解消への対処は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）の三通りの手法が提示されてきた。

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が、これまでわが国や欧米では、金融仲介業者に対する開示規制を主としながら個別に規制が加えられてきた。

例えば、わが国の利益相反への対応は、二〇〇八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三六条（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、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者等に関する内閣府令の第七〇条の四において、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、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(五年間の)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。

さらに金融庁は、二〇一七年に「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表し、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、の五つの原則を示している。

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。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、グローバルな規制アプローチともなっている。

本稿が対象とするアメリカの資本市場規制をみると、四〇年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、二〇二〇年六月末にレ

ギユレーションBIが施行される以前はBDに關しては金融業規制機構(FINRA)が定める自主規制規則が課せられる程度であった。次節で紹介するように、二〇一九年六月にSECがレギュレーションBIを定めたことにより、投資アドバイザーのアドバイスに加えてBDの推奨行為も規制の対象となり、包括的な利益相反の管理が整えられたと言える。

三、提案規則の利益相反

提案規則の「c.利益相反」(八〇頁)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も利益相反が存在する可能性を指摘し、本規則はそのようなケースをカバーすると記している。さらに提案規則の注一六四は、「提案される規則は、厳密な数値的加重を規定するも

のではない。その代わりに、業者と投資家にとつての便益の相対的なレベルの決定は、適用されるすべての事実と状況を考慮に入れるべきである。」と記述している。つまりは、数値ではなく、事実や状況を加味しながら投資家との間での総合的な利益の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、次で述べるレギュレーションBI等が想定する利益相反よりもかなり広い。レギュレーション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か。

次で、レギュレーションBIと四〇年法が記す

図表2 ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーの義務（現行）

<p>ブローカー・ディーラーの義務（連邦証券諸法および自主規制）</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 口座開設およびその他の承認義務 2. 行動規範 3. 情報開示義務 4. 報告およびその他の財務責任要件 5. 公衆とのコミュニケーション規則 6. 監督義務およびインサイダー取引手続き 7. 記録保持義務 8. 顧客からの苦情 9. プライバシーとサイバーセキュリティ
<p>投資アドバイザーの義務（1940年投資顧問法）</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 開示要求 2. 報告要件 3. マーケティング要件 4. コンプライアンス・プログラム 5. 監督義務とインサイダー取引手続き 6. 記録保持の要求 7. プライバシーとサイバーセキュリティ

(注) DEPs: Digital Equipment Practices

〔出所〕 2021年のDEPs使用に関するSECのコメント募集より。

利益相反に対処する管理体制の整備をみてみよう。

(1) レギュレーションBと一九四〇年投資顧問法

世界金融危機を踏まえて二〇一〇年七月に成立したドッド・フランク法は三四年法ならびに四〇年法を修正し、BDに対して投資アドバイザーと同様の行動規範を課し、BDの信託義務を制定する権限をSECに認めた。ドッド・フランク法により、SECは投資アドバイザーのアドバイスに加えてBDの推奨行為における重大な利益相反に対して包括的に対処することが可能となった。

現時点でBDと投資アドバイザーに課せられる全般的な法的義務を図表2でまとめた。

BDの義務において、行動規範が利益相反と関連する。この行動規範はレギュレーションBIが

定めており、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、顧客のベストインタレスト（最善利益）を実現するために行動することと、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。このレギュレーションBIの要求は、BDがAIなどの技術を用いて推奨を行う場合にも同様に適用される。

提案規則と比較して注意すべきは、レギュレーションBIが対象とするのはBDによる推奨であり、前節でみた提案規則よりも遙かに限定的な行為となっている点である。受託者責任がかかる投資アドバイザーのアドバイス（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、BDの推奨は単時点の行為である点に注意されたい。

利益相反に関して、三四年法の規則であるレ

ギュレーション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。レギュレーションBIの提案規則（二〇一八年四月公開）をみると、BDに課せられる利益相反義務は重大な利益相反と記されている。

その最終規則（二〇一九年六月）において「重大な」は削除されているが、注釈において「提案規則で議論された重大な利益相反の定義と同じ」と記されており、レギュレーションBIが対象とするのは重大な利益相反となる。

その上でレギュレーション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最善利益義務（ベストインタレスト義務）を定め

図表3 レギュレーションBI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. 推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レギュレーション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推奨に関連する利益相反を特定し、緩和する。
3. レギュレーション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。
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。
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。

ている。この最善利益義務は、①開示義務、②注意義務、③利益相反義務、④コンプライアンス義務から構成される。これらのうち、開示義務はB D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、B Dに対して図表3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。

対して、投資アドバイザーが負う義務では開示要求が重要となる。投資アドバイザーは、四〇年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と忠実義務に従う。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。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

単にレギュレーションB I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B Dの行為に関して、レギュレーションB Iがカバーする推奨行為のみならず、広く投資家とのやり取りが規則の対象に含まれる。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B Dは利益相反の可能性に備える必要が生じる。同じ業者の利益相反を扱っているながら、今回の提案規則はレギュレーションB Iよりも明らかに守備範囲が広い。

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レギュレーションB I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る。

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。

(2) 利益相反に関するSECのガイダンス

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・ブレティンの形式で複数回のガイダンス（解釈指針）を公表している⁽¹⁾。

第一のガイダンスは二〇二二年三月に公表された「ブローカー・ディーラーおよび投資アドバイザーの個人客向けに対する行動規範」である。このガイダンスでは、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、利益相反の排除が十分な軽減を求めている。

第二の「ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーの利益相反に関する行動規範」であり、二〇二二年八月に公表された。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。また、業者が特定した利益相反は、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を重要としている。ただし、利益相反の特定と開示のみでは十分とはならない。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のかつ思慮深い継続的なプロセスの整備である。

第三のガイダンスは「ブローカー・ディーラーおよび投資アドバイザーの注意義務に関する行動規範」（二〇二三年四月公表）である。このガイダンスは、要求される開示が水準を満たしていたとしても業者には注意義務は課せられると指摘する。

これらガイダンスをみると、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。

今回の提案規則は、レギュレーションB Iや四

○年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上乗せするものと位置づけられる。情報開示に依存しない規制アプローチであることに注意すべきであり、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。

四、SECの提案規則の評価

本提案規則はどのように評価されるべきであろうか。本提案規則に対して寄せられた連邦議会議員などのコメントをみてみよう。

(1) SEC共和党系委員の批判

提案規則の採択後に、ゲンスラー委員長を含めた四人の委員から提案規則に関する声明が出されている(当時、共和党系委員の一席が空席)。そのうち規則に反対票を投じた共和党系のヘスター・パース委員は提案規則を強く批判するコメントを公開している。⁽²⁾

パース委員は、①レギュレーションB Iや四○年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た。このパース委員の指摘を踏まえて、連邦議会議員がSECに提出したコメントをみてみよう。

図表4 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無くなることを懸念。 ✓ 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。

(2) 連邦議会議員のコメント

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4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する。

第一に、共和党議員のみが署名した二〇二三年九月のコメントは、提案規則とレギュレーションB Iや受託者責任との関係が不明瞭であると指摘し、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。

第二に、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二〇二三年二月提出のコメント

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。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。

第三に、両党の上院議員四人が署名して二〇二四年五月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・経済分析」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。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。

SECには、技術発展のペースに合わせて規制のあり方を考えるアプローチが求められているのではないか。

五、まとめ

繰り返しとなるが、AIなどの新たな技術は資本市場の発展に大きく寄与するであろう。それゆえに、これら新技術の活用を妨げることがない効果的な規制の検討は不可欠である。

二〇二四年六月の最高裁判所の判決は、一九八四年のいわゆる「シェブロン法理」を覆したと報道されている。この判決の解釈は筆者の専門外ではあるが、当局の権限を大きく制限する内容であったと理解されよう。連邦証券諸法では必ずしも明確に記述されていない分野であっても、SECなどの当局の専門性を重視し、これら当局の行為の正当性を補佐してきたシェブロン法理が効果を失ったとすれば、本稿の最後で述べた連邦議会議員（立法院）の指摘は規則の作成にとって非常

に重要となる。SECは規則の最終化に向けて、規制の経済合理性や自己の法的権限などについてより丁寧な説明が求められよう。

SECが二〇二四年七月八日に公表した二〇二四年春の規制アジェンダには、SECの市場規制局および投資顧問局が規則の再提案をSECに推奨することを検討していると記述されている。

〔注〕

- (1) スタッフ・ブレティンは、あくまでもSECスタッフの考え方を述べたものに過ぎず、規制や規則のような強制力を持たない。
- (2) パース委員のコメントのタイトルは「Through the Looking Glass : Conflicts of Interest Associated with the Use of Predictive Data Analytics by Broker-Dealers and Investment Advisers Proposal」。Through the Looking Glassは「鏡の国のアリス」（不思議の国のアリスの続編）の英語版タイトルである。鏡の国ではすべての論理が逆転している。

（わかその ちあき・当研究所理事・主席研究員）