

2022年1月21日 全7頁

# SECによる株取引アプリの規制に関わる議論

## 証券会社によるAIや予測分析に関する問題へのコメント募集を実施

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 鳥毛拓馬

### [要約]

- 2021年8月に米国証券取引委員会（SEC）は、ブローカー・ディーラー（証券会社）と投資アドバイザーによるデジタル・エンゲージメント・プラクティス（以下DEP）の使用について、情報及びパブリックコメントの募集を実施した。
- DEPとは、SECによると、「ウェブサイトやアプリケーションなどのデジタル・プラットフォームでの行動プロンプト、ディファレンシャル・マーケティング、ゲーム的機能（ゲーミフィケーション）、その他個人投資家の関心を引くように設計された要素や機能」とされる。
- SECのゼンスラー委員長は、デジタル・プラットフォームの普及は、個人投資家の金融商品へのアクセスやその選択を拡大するという利点がある一方で、投資家がより頻繁に取引をすることや投資戦略を変更したりすることなどを促す可能性があるとして述べており、プラットフォームと投資家の間に潜在的な利益相反をもたらす可能性を懸念している。SECは、DEPの使用に関する情報や意見を市場関係者から収集し、既存の規制を評価するとともに、投資者保護などの観点から新たな規制が必要かにつき検討している。
- 証券会社などが提供するDEPを用いたオンラインアプリやゲーム機能は個人投資家、特に若年層が投資に関心を持ったり、実際に投資を始めたりするきっかけになっているとも言われており、投資家の裾野を広げる役割を果たしている面はある。一方で、人工知能、高度なアルゴリズム、ゲーム的機能を使用する一部のDEPには、個人投資家の投資目標やリスク許容度に一致しない取引を促したりする可能性があることも指摘されている。SECはこうしたDEPの利点と投資者保護とのバランスを如何に図っていくのか。今後のSECのコメント対応と規制やガイドライン等の策定の行方が注目される。

## SECによる証券会社のデジタル・プラットフォームの利用調査

2021年8月に米国証券取引委員会（SEC）は、ブローカー・ディーラー（証券会社）と投資アドバイザーによるデジタル・エンゲージメント・プラクティス（以下DEP）の使用について、情

報及びパブリックコメントの募集を実施した（2021年10月1日まで）<sup>1</sup>。

DEPとは、SECによると、「ウェブサイトやアプリケーションなどのデジタル・プラットフォームでの行動プロンプト（より取引をすることなど行動を促すもの）、ディファレンシャル・マーケティング、ゲーム的機能（ゲーミフィケーション）、その他個人投資家の関心を引くように設計された要素や機能」とされる。

近年、米国では、ブローカー・ディーラーや投資アドバイザーによる金融商品販売のオンライン化が進み、個人投資家のアプリやロボアドバイザーなどのデジタル・プラットフォームの利用が増えている。DEPで用いられるアプリやゲーム的機能は、若年層の投資家を引き付けるという特徴がある。SECのゲンスラー委員長は、デジタル・プラットフォームの普及は、個人投資家の金融商品へのアクセスやその選択を拡大するというメリットがある一方で、投資家がより頻繁に取引をすることや投資戦略を変更したりすることなどを促す可能性があるとして述べており、プラットフォームと投資家の間に潜在的な利益相反をもたらす可能性を懸念している<sup>2</sup>。

SECのコメント募集のきっかけの一つは、2021年1月に起こったミーム（meme）株現象である。ミーム株とはソーシャルメディアでの書き込みなどにより株価が急上昇する銘柄のことで、短期売買が中心となり、また、価格が大きく変動する傾向にあるとされる<sup>3</sup>。2021年1月にGameStopをはじめとする複数銘柄の株価が、個人投資家によるソーシャルメディアでの書き込みなどをを受けて急上昇し、複数の証券会社がミーム株などの取引を一時的に制限する事態にまで発展した。

SECはミーム株現象に関して、その要因を分析するとともに、今後、規制等の検討が必要な事項について取りまとめた報告書を2021年10月に公表しており<sup>4</sup>、DEPも検討事項の一つとされている。

こうした背景のもとで、SECは、DEPの使用に関する情報や意見を市場関係者から収集し、既存の規制を評価するとともに、投資者保護などの観点から新たな規制が必要かにつき検討している。本稿では、SECのコメント募集の内容や既に提出された市場関係者のコメントについて概観する。

<sup>1</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-167>

<sup>2</sup> <https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-dep-request-comment>

<sup>3</sup> <https://www.morningstar.com/articles/1060666/whats-a-meme-stock>

<sup>4</sup> ” Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021”

## デジタル・エンゲージメント・プラクティス（DEP）とは何か

SEC は DEP の例として、以下を挙げている（図表 1）。

図表 1 デジタル・エンゲージメント・プラクティスの例

| 例                                 | 詳細  |
|-----------------------------------|---|
| ソーシャルネットワーキングツール                  | ユーザーはインターネット・コンテンツとリンクしたデジタル・プラットフォーム上のソーシャル・センチメント (social sentiment) (注1) にアクセスできる場合がある。また、デジタル・プラットフォームに組み込まれたソーシャルネットワーキングツールでは、投資家がオンライン上のペルソナ (persona) やアバターを作成できたり、投資家が他の投資家の取引をコピーできる。                                 |
| ゲーム、ストリーク (streaks)、その他の賞品付きコンテスト | ゲーム：口座開設時に、グラフィックを使用し賞品を提供 (例：スロットマシン風のグラフィック、ルーレット、バーチャルのくじなど)。<br>ストリーク、賞品付きコンテスト：一定期間内に To-Do リストやタスク (ストリークと呼ばれる) を完了することで賞品を提供する。タスクとして、プラットフォームへの他の人の紹介、口座への入金、銀行口座とのリンクなどがある。賞品として、無料の株式や現金の提供、プラットフォームの追加機能へのアクセスなどがある。 |
| ポイント、バッジ、リーダーボード                  | 特定の活動分野に関連するポイントや「スコアキーピング」(scorekeeping、得点などを記録するもの) を使用するものがある。例として、投資家がお金を使わずに取引を練習できる模擬取引コンテスト、達成度を示す視覚的マーカーとしてのバッジ、会社が設定したパフォーマンスベースの基準に基づいて個人をランク付けするリーダーボードなど。   |
| 通知                                | e メール、テキスト、携帯端末のプッシュ通知などで、特定の銘柄の上昇、下降の通知、価格変動が大きい銘柄のリストの通知、取引後に一定日数が経過した旨の通知、市場変動時に投資家を安心させる通知など。   |
| 取引のお祝い                            | 投資家が株式やオプションの購入注文を入力すると、アニメーションやグラフィックのデジタル紙吹雪や拍手などが取引を祝福する。  |
| 視覚的手がかり                           | 特定の情報を他の情報よりも目立つよう表示。投資家のポートフォリオのパフォーマンスに応じて画面全体の色を緑と赤に変化させたり、ポートフォリオがマイナスになると、すぐに関連ニュースなどが表示されたりする。  |
| 注文時のアイデアの表示                       | 投資家が注文を出す前に、厳選されたリストや特集、ニュースの見出しなどのアイデアを提示する。   |
| サブスクリプションと会員の階層化                  | サブスクリプションサービスにより提供される追加機能の例として、リサーチレポート、ウェブキャスト、新聞へのアクセス、スポーツイベントなどへの招待、手数料の免除や割引などがある。また、残高や保有資産が一定の基準に達した場合には、自動的に (会員ランクが) アップグレードされる場合もある。  |
| チャットボット                           | 株価、口座情報、顧客サービスに関する投資家からの問い合わせにコンピュータプログラムが対応。   |

(注 1) SEC によると、ソーシャル・センチメント投資ツールは、証券会社などが提供する投資家の投資判断のための新しい情報源であり、Twitter や Facebook などからデータを集約・分析するものとされる。ソーシャル・センチメント投資ツールの例の一つであるソーシャル・ネットワーキング・プラットフォームは、証券会社などが独自に保有するソーシャルネットワークプラットフォームで、ユーザーはソーシャルメディア上の特定銘柄のセンチメント情報にアクセスすることができ、他の投資家と投資のアイデアを共有することができる<sup>5</sup>。

(出所) Federal Register<sup>6</sup> pp. 6-8 より大和総研作成

<sup>5</sup> <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/risks-short-term-trading-based-social-media-investor-alert>

<sup>6</sup> <https://www.sec.gov/rules/other/2021/34-92766.pdf>

こうした DEP の開発や使用は、予測データ分析や人工知能・機械学習モデルなどの様々な分析ツールや技術的手法により支えられている。証券会社やアドバイザーは、これらのツールを使用して、個人投資家の行動（新規口座開設、追加サービスの利用、紹介、アプリのエンゲージメント向上、取引増加など）に影響を与える特定の機能や手法の成功を分析することができる。そして、このような人工知能・機械学習モデルやデータ分析から得られた結果に基づいて、証券会社や投資アドバイザーは、個人投資家ごとにデジタル・プラットフォーム上で対話する機能を調整したり、行動プロファイルに基づいて特定の投資家に広告を出したりすることが可能と説明されている<sup>7</sup>。

DEP が使用されることで、個人投資家に潜在的な利益をもたらす、すなわち、簡素化されたユーザーインターフェースやゲーミフィケーションは、特に若年層の個人投資家が投資プラットフォームにアクセスしやすくし、また、投資家教育ツールの開発・導入を支援すると評価されている。また、DEP により、個人投資家が退職金口座への拠出を増やすことを促すことができるといった指摘もある<sup>8</sup>。

一方で、DEP の潜在的なリスク、すなわち、個人投資家の投資目標やリスク許容度に一致しない取引（例えば、頻繁な取引、オプション・信用取引、複雑な証券の取引等）を促し、個人投資家に悪影響を及ぼす可能性があることも指摘されている<sup>9</sup>。

## SEC のコメント募集の内容

こうした DEP の利益とリスクを踏まえ、SEC は以下のコメントを募集している。

図表 2 DEP に関するコメント募集の内容

| 質問項目 | 小項目          | 具体的な質問   |
|------|--------------|--|
| DEP  | 業界慣行         | 使用されている DEP の種類、投資家が DEP との対話をオプトイン・アウトする機能の提供の程度、証券会社の DEP の利用が手数料無料化やペイメント・フォー・オーダー・フロー (PFOF) (注1) などから影響を受ける程度、DEP が投資家に特定の証券、投資戦略、サービスの促進に使用されているか、など |
|      | 投資家の特性と行動    | DEP を利用する投資家のタイプ (年齢、投資経験、学歴、純資産、リスク許容度等)、DEP を通じて行う取引の種類や頻度、DEP により投資家にどのような行動が観察されたか (例えば、口座開設、投資額、注文回数、注文の規模、証券の種類)、など                                  |
|      | パブリックな視点とデータ | DEP の利用に関するベネフィット、リスクとコスト、投資家が DEP から投資アドバイスや推奨を受けていると信じているか、行動ファイナンス、経済学、心理学、マーケティング等の研究者がブローカー・ディーラー・投資アドバイザーによる DEP の使用について研究しているか、など                   |

<sup>7</sup> Federal Register pp. 3-5

<sup>8</sup> Federal Register pp. 8-9

<sup>9</sup> Federal Register p. 9

|                |      |  |
|----------------|------|--|
| DEP に関するツール・方法 | 業界慣行 | DEP を開発するため、人工知能(AI)・機械学習(ML) (深層学習、教師付き学習、教師なし学習、強化学習を含む)をベースにしたツールや、行動心理学をどの程度、どのように使用しているか、プラットフォームでの特定の個人投資家の履歴に合わせて DEP を修正するために、ツールや分析方法をどの程度利用しているか、DEP を設計、実施するために、どのような種類の調査、情報、データ、測定基準を収集、取得、使用しているか、など |
|                |      | 自社の DEP が投資家の行動や投資成果にどのような影響を与えるかを、どの程度、どのようにテストまたは評価しているか、会社は、AI/ML モデルなど、使用するツールや方法をどのように開発、導入しているか、個人投資家のどのような種類のデータが DEP の開発、実施に使用されるか、企業は DEP を開発するために、個人投資家に関するデータを第三者ベンダーからどの程度購入しているか、など                   |

(注1) ブローカーが顧客の注文をマーケットメーカーに回送し、マーケットメーカーが自己勘定で相対取引または取引所等に取次ぐ。ブローカーは注文回送の対価としてマーケットメーカーから金銭を受取る。

(出所) Federal Register<sup>10</sup> pp. 6-8 より大和総研作成

## DEP に関する規制上の問題

DEP に関する規制上の問題として、SEC は、特にレギュレーション・ベスト・インタレスト (Regulation Best Interest 以下、Reg BI) と関連したコメントを求めている。Reg BI とは、証券取引や投資戦略を個人投資家に推奨 (recommendation) するブローカー・ディーラーに対し、顧客の最善の利益のために行動し、ブローカー・ディーラーの利益を顧客利益に優先させてはならないとする規則で、2020 年 6 月から施行されている<sup>11</sup>。

Reg BI では、「最善の利益」の具体的な内容は定義されておらず、ブローカー・ディーラーが顧客の最善の利益のために行動したとされるためには、投資推奨の際に開示義務、注意義務、利益相反回避義務、コンプライアンス義務の 4 つ義務を遵守したかを事実と状況に基づいて客観的に判断されることになっている。そして、SEC は、ブローカー・ディーラーによる DEP の使用は、関連する事実と状況次第では、Reg BI 上の投資推奨となる可能性があるとして、以下のコメントを求めている (図表 3)。

<sup>10</sup> <https://www.sec.gov/rules/other/2021/34-92766.pdf>

<sup>11</sup> Reg BI については、拙稿、「SEC のブローカー・ディーラー規制の強化」(2019 年 7 月 2 日付大和総研レポート) 参照。 [https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190702\\_020883.html](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190702_020883.html)

図表3 DEPの規制上の問題に関するコメント募集の内容

|                  |  |
|------------------|--|
| Reg BI上の投資推奨について | ブローカー・ディーラーは、Reg BIの目的である「推奨」を行っているかどうかを判断する際に、DEPの観察可能な影響を考慮するか。DEPが統計的に有意な数の個人投資家の行動に影響を与える可能性があるという事実は、この判断にどのように影響するか。ブローカー・ディーラーはこの判断を行う際に、どのような統計的概念、ツール、定量的な閾値を使用するか。 |
|                  | ブローカー・ディーラーが「推奨」に該当する可能性があるため、使用を避けている特定のタイプのDEPはあるか。あるとすれば、どのDEPか、またその理由は何か。ブローカー・ディーラーは、採用したDEPがReg BIなどの規則を遵守していることを確認するために何をしているか。                                       |
|                  | 個人投資家に投資助言や推奨を行う場合、ブローカー・ディーラー等は、DEPが投資家の行動や投資結果にどのように影響するかについてのデータを考慮して、その投資助言や推奨を調整するか。調整する場合、そのような投資アドバイスや推奨はどのように調整されるか。   |

(出所) Federal Register pp. 44-45 より大和総研作成

## 市場関係者によるコメント

SECには本稿執筆時点で1000件以上のコメントが提出されており<sup>12</sup>、提出されたコメントをもとに、SECが今後、新たな規制やガイダンスを作成するかどうかの検討がなされることになると考えられる。

代表的な機関のコメントについて見ると、証券会社などの業界団体である証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association : SIFMA) は、DEPには、商品やサービスへのアクセスの向上、コスト削減、コンプライアンスの改善など、個人投資家に利益をもたらす一方で、潜在的なリスクもあり、投資者保護の必要性がある旨指摘している。ただし、Reg BIを含む現行規制は、証券会社等のDEPの使用に十分に対応しつつ、潜在的なリスクや利益相反を適切に管理しており、新たな規則やガイダンスは必要ない旨コメントしている。

一方、投資者保護を目的として州の証券規制当局などがメンバーとなっている北米証券監督者協会 (North American Securities Administrators Association : NASAA) は、DEPは正しく使用されれば、投資家に利益をもたらす可能性がある一方で、主に頻繁な取引を促すために設計されたDEPは問題があるとしている。また、SECは、DEPに基づくコミュニケーションが「推奨」を構成する場合について、追加のガイダンスを提供すべきであり、その際には、特定のDEPに関するガイダンスではなく、テクノロジーが投資家行動全体に及ぼす影響に焦点を当てるべきとの主張もしている。

なお、SIFMA及びNASAAいずれも、30日間というコメント募集期間は短く不十分であると主張しており、SIFMAは追加でコメントをする旨示唆している。

<sup>12</sup> <https://www.sec.gov/comments/s7-10-21/s71021.htm>

## 今後の展開

米国において、証券会社などが提供する DEP を用いたオンラインアプリやゲーム機能は個人投資家、特に若年層が投資に関心を持ったり、実際に投資を始めたりするきっかけになっているとも言われており、投資家の裾野を広げる役割を果たしている面はあるだろう。また、DEP を用いることで、顧客の投資や貯蓄の習慣を促したり、投資教育に繋がったりするという利点があることも指摘されている。

一方で、人工知能、高度なアルゴリズム、ゲーム的機能を使用する一部の DEP には、個人投資家がより頻繁に取引することや、個人投資家の投資目標やリスク許容度に一致しない取引を促したりする可能性があることも指摘されている。

今後は、SEC のコメントへの対応と規制やガイドライン等の策定の行方が注目される。

なお、日本では、証券会社が、アプリやオンラインによる証券取引の仲介や、ロボットアドバイザー等を活用した資産形成のためのアドバイスを行うことが広まりつつある。仮に、米国で新たな規制等が策定されることになれば、日本でも同様の議論が起こる可能性もあり、その意味でも米国での議論を注視する必要があるだろう。