



From the Corner of Wall Street

—連載（第49回）—

東京証券取引所 セーラ・ビーム
ニューヨーク駐在員事務所 山下 晴之

SECの2024年度の優先検査項目の概要

1. 2024年度の優先検査項目の概要

米国市場の監督に携わるSEC^(注1)の主要部門の1つであるEXAMS^(注2)（検査部）は、2023年10月に2024年度の優先検査項目を公表した。EXAMSの検査結果は、SECによる規

則制定イニシアティブへの情報提供、リスクの特定と監視、業界慣行の改善、不正の追及等に際しての情報提供等に活用されるため、例年その優先検査項目は関係者から注目を集めている。2024年度の優先検査項目は次に示すとおり7つの区分に分類されて示されている。

2024年度の優先検査項目一覧

- 投資顧問：①投資顧問、②私募ファンドを取り扱う投資顧問
- 登録投資会社（RICs：投資信託・ETF等）
- ブローカー・ディーラー：①レギュレーション・ベスト・インタレスト、②フォームCRS、③財務責任ルール、④取引行動
- 自主規制機関：①国法証券取引所、②FINRA、③MSRB
- 清算機関
- 他の市場参加者：①地方債アドバイザー、②セキュリティ・ベースド・スワップ・ディーラー、③証券代行業者
- 様々な市場参加者に影響を与えるリスク領域：①情報セキュリティとレジリエンシー、②暗号資産と新たな金融技術、③レギュレーションSCI、④アンチ・マネー・ロンダリング

これらの優先課題を概観した際、ポイントとして挙げられる傾向としては、「情報セキュリティとレジリエンス」、「暗号資産と新興金融技術」といった近年摘発事例が相次ぐ分野において、昨年から引き継がれるとともに扱う内容も拡充されていること、また一方で、ここ数年優先課題として位置づけられているESGについて、数年ぶりに対象外となっていることも注目に値するだろう。この点、ESGがEXAMの優先課題から外れていることについて質問されたSECは、「公表された優先課題は網羅的なものではなく、検査で扱われる唯一の問題でもない」と回答しており優先順位的に劣後されたようなコメントは控えた。専門家の見解としても、当該優先課題からESGが除外されたからといって、今年度ESG事項が検査されないわけではないというのがコンセンサスである。除外された理由は明らかではなく、近年と比較して投資家保護関連の重要なテーマとしてみなされていない可能性があるが、米国でESGを巡る政治的な論争に配慮した可能性も否定できない。

■ 2. 優先検査項目の詳細

(1) 投資顧問

(投資顧問会社)

投資顧問（アドバイザー）のフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）規則における善管注意義務及び忠実義務^(注3)の遵守状況を調査することが、引き続きEXAMS

の優先事項として挙げられている。本項目では、主に次の点に注目して検査を行うとされている。

・投資助言

商品、投資戦略、口座タイプに関して顧客に提供した投資助言等

なお、高齢の投資家や退職後の資産形成など、特定のタイプの顧客に提供する投資助言については、検査が重視される場合があるとされている。

・投資助言が顧客の最善の利益のために提供されるためのプロセス

特に顧客に対しての初回及び継続的な適合性判断等を含むプロセス面等

なお、投資目標や口座の特徴など、顧客の投資プロフィールに基づいてアドバイザーが考慮する要素も検査される。また検査では、「適宜、利益相反の緩和又は排除を行っているか」「投資家が複数の口座を持つ場合の口座への投資配分を考慮しているか」など、アドバイザーが利益相反にどのように対処しているかが対象に含まれるとしている。

・経済的インセンティブ^(注4)

当該投資顧問がブローカー・ディーラーとして二重登録されているような利益相反の懸念が強まるケースに関して焦点が当てられるとしている。顧客に対してサービスを行うためにブローカー・ディーラーである関連会社等を利用し、ブローカー・ディーラー業務の顧客と投資顧問の顧客の両方にサービスを提供する場合に、双方から発生しうる経済的イ

ンセンティブに係る利益相反に焦点を当てている。

・開示内容

投資助言に伴う利益相反について、顧客が十分な情報を得た上で同意できるよう、利益相反に関するすべての重要な事実を投資家に開示しているかに焦点が当てられるとしている。

・コンプライアンス方針及び手続

1940年投資顧問法に基づくコンプライアンス・ルールの採択リリースで議論されているように、コンプライアンス方針及び手続に焦点を当てた検査には、次を含む分野等に焦点が当てられるとしている。

- i. ポートフォリオ管理プロセス
- ii. 投資家及び規制当局に対する開示
- iii. 顧客資産の保護
- iv. マーケティング・アドバイザー・サービス^(注5)

・その他の重点分野

第三者及び提携サービスプロバイダーの選択と利用等に関するアドバイザーの方針及び手続にも重点が置かれるとしている。

(私募ファンドを取り扱う投資顧問)

次のトピック等を含む特定の領域に優先的に取り組むとされている。

- i. 市場のボラティリティや金利上昇にさらされている場合に顕在化するポートフォリオ管理リスク
- ii. プライベート・ファンドの手数料及び費用の正確な計算及び配分^(注6)

- iii. 登録投資会社（RICs、次節参照）と並行して運用されるプライベート・ファンド及び関連サービスプロバイダーの利用に関する対立、管理、開示

(2) 登録投資会社：RICs（投資信託・ETF等）

検査では、投資信託やETFを含む登録投資会社が引き続き優先されるとしている。これは、RICsが個人投資家、特に退職後の貯蓄に充てる投資家にとって重要であるという理由からである。

また、コンプライアンス・プログラムやファンド・ガバナンスの実践、投資家への情報開示、SECへの報告の正確性などを評価することが多いとしている。特に同業他社と比較してパフォーマンスが劣るファンドについて、アドバイザー手数料やデリバティブ・リスク管理及び流動性リスク管理プログラム等を検査するとしている。

**(3) ブローカー・ディーラー
(レギュレーション・ベスト・インタレスト)**

SECのレギュレーション・ベスト・インタレスト^(注7)は、ブローカー・ディーラーが個人顧客に証券取引や投資戦略を推奨する際の行動基準を定めている。ブローカー・ディーラーの推奨が、当該「顧客の最善の利益」に適用のものであるかどうかの検査において、次の分野に注目するとされている。

- i. 商品、投資戦略、口座タイプに関する推



奨

- ii. 利益相反に関する投資家への開示
 - iii. 利益相反の緩和策
 - iv. 合理的に利用可能な代替案の検討プロセス
 - v. 投資目標や口座特性など投資家の投資プロフィールに照らして考慮される要素
- なお、焦点となるのは、複雑な商品（デリバティブやレバレッジETF等）、変額年金などの高コスト商品、マイクロキャップ証券等の商品を奨励したケースが考えられるとされている。

(フォームCRS^(注8))

当該フォームのSECへの提出及び顧客への交付、更にはフォームで規定されている、ブローカー・ディーラーが個人顧客に提供する関係やサービス、手数料・コスト、利益相反についての説明、自身の懲戒履歴の開示等について、内容を検査するとしている。

(財務責任ルール)

ブローカー・ディーラーが、自己資本規則^(注9)及び顧客保護規則^(注10)並びに関連する内部プロセス、手続、統制を遵守しているかに重点が置かれ検査されるとしている。

(取引行動)

ブローカー・ディーラーの株式及び債券の取引慣行を対象として、特に、次の事項への準拠が検査の対象となるとされている。

- i. 空売り規則であるレギュレーションSHO (空売り規制)
- ii. レギュレーションATS (フォーム

ATS-N^(注11)における開示との整合性を含む)

- iii. 証券取引所法規則15c2-11^(注12)

(4) 自主規制機関

(国法証券取引所)

国法証券取引所がその責務を果たしているかどうか焦点を当てられ検査されるとしている。

特に、自主規制機関の規則と連邦証券法の遵守を強制する義務について、具体的には、取引所の注文処理、取引所の監視、調査、会員会社の違反を検出して処分するための執行プログラムに重点を置いて検査されるとしている。

(FINRA)

FINRAの主要な規制プログラムに対するリスクベースの検査を実施するとしている。FINRAによるレギュレーション・ベスト・インタレストやフォームCRSなどの投資家保護イニシアチブの実施を含め、投資家保護と市場の健全性にとって重要なFINRAの業務の側面を特定するために設計されたリスク評価プロセスを通じて、FINRA内の検査分野を選択するとしている。

(MSRB^(注13))

FINRA及び連邦銀行監督当局とともに、MSRB規則及び適用される連邦証券規則の遵守状況を評価するため、登録会社の検査を行うとしている。



(5) 清算機関

ドッド・フランク法の要件に従い、「システム上重要な決済機関」として指定されSECが監督機関となって各清算・決済機関について、清算機関の業務内容や財務・オペレーショナルリスクの評価を中心に少なくとも1回のリスクベース検査を実施する予定とされている。

(6) 他の市場参加者

(地方債アドバイザー)

特に、地方債の価格、販売方法、仕組みに関する助言を提供する際に、地方債アドバイザーが顧客に対する信認義務を果たしているかどうか引き続き検査されるとしている。

(セキュリティ・ベースド・スワップ・ディーラー：SBSDs)

SBSDsがセキュリティ・ベース・スワップ規則全般の遵守に関連する方針及び手続を実施しているかどうか等に引き続き焦点を当てるとされている。

(証券代行業者)

証券代行会社による移管の処理など、SECへの文書提出について焦点が当てられるとされている。特にマイクロキャップや暗号資産証券の処理を取り扱う証券代行業者、新興技術を活用した証券代行業者が目玉されている。

(7) 多様な市場参加者に影響を与える リスク領域

(情報セキュリティとレジリエンシー)

ミッション・クリティカルなサービスの中断を防ぎ、投資家の情報、記録、資産を保護するため、ブローカー・ディーラー及びアドバイザーの業務慣行を引き続き検証している。また、登録者の方針及び手順、内部統制、第三者ベンダーの監督、ガバナンス慣行、サイバー関連インシデントへの対応等に焦点を当てるとされている。

なお、2024年5月28日に予定されているT+1決済への決済サイクル短縮に伴う登録者の準備状況についても評価対象となっている。

(暗号資産と新たな金融技術)

暗号資産やその関連商品・サービスを含む特定のタイプの投資の普及、ブローカー・ディーラーのモバイル・アプリケーションや顧客への自動投資アドバイスの提供を選択するアドバイザーなどの新たな金融テクノロジーが引き続き注視されている。自動投資ツール、人工知能（AI）、取引アルゴリズムやプラットフォームなどの特定のサービス、及び新興技術や代替データソースの使用に関連するリスクにも焦点が当てられるとしている。暗号資産市場については、継続的なボラティリティとその周辺動きを踏まえ引き続き監視を行い、適切な場合には調査を実施するとされている。

(レギュレーションSCI^(注14))

SECは、米国証券市場の技術基盤を強化するため、レギュレーションSCIを適用している。SCI事業者が要求される書面化された方針と手続を確立し、維持し、実施しているかどうかを引き続き評価するとしている。

(アンチ・マネー・ロンダリング：AML)

ブローカー・ディーラー及び特定の登録投資会社が、次の観点でマネーロンダリング防止（AML）プログラムを実施しているかどうかを検証されるとしている。また、ブローカー・ディーラー及びアドバイザーが、外国資産管理局（OFAC：Office of Foreign Assets Control）の制裁措置の確認とその遵守が徹底されているかどうかも対象となる。

3. 終わりに

EXAMSは、優先検査項目を発表するようになって以来10年以上にわたり、米国の資本市場は飛躍的に成長し、複雑さを増してきたと指摘している。加えて、投資家に提供される金融商品とテクノロジーも日々進化を続けている。例年EXAMは、当該優先事項に限定せず、適宜新たなリスク、商品、サービス、市場で発生する事象、投資家から生じる懸念に焦点を当てた検査を行っており、本年度も同様の傾向が続くことが想定される。

[出典]

・ <https://www.sec.gov/files/2024-exam-priorities.pdf>

(注1) Securities and Exchange Commission

(注2) Division of Examinations (EXAMS)、IHO Office of Compliance and Inspections。2020年12月17日に名称を変更。

(注3) 1940年投資顧問法に基づくSECの解釈指針によると、前者「善管注意義務」は、1) 投資助言を行う際は顧客の最善の利益で行動する事、2) 取引は最良執行する事、3) 投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事からなる。後者「忠実義務」は、アドバイザーが自分の利益を後回しにしても忠実に義務を果たす事とされている。

<https://www.sec.gov/files/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>

(注4) アドバイザー及び専門家が、商品、サービス、又は口座の種類を推奨するために存在し得る経済的インセンティブを含む。

(注5) 2020年に改革されたマーケティング・ルールへの準拠を含む。

(注6) 非流動性資産の評価、コミットメント期間終了後の運用報酬の計算、開示の適切性、及び必要な報酬と費用の相殺の可能性を含む。

(注7) <https://www.sec.gov/tm/faq-regulation-best-interest>

(注8) CRSはClient Relationship Summaryの略。投資アドバイザーやブローカー・ディーラーと顧客との関係性を説明する簡易的な書面のこと。投資アドバイザーやブローカー・ディーラーと顧客との間の利益相反の可能性を記載することが求められている。

(注9) 1934年証券取引所法ルール15c3-1規定されるブローカー・ディーラーに課される自己資本規制。

(注10) 1934年証券取引所法ルール15c3-3は、顧客の現金及び有価証券を保管するブローカー・ディーラーに対し、ブローカーが顧客に支払うべき正味の現金を保管する特別準備銀行口座を維持することを義務付けている。<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.15c3-3>

(注11) 2018年7月に採択されたレギュレーションATS



の改正によって導入された報告書。ダークプールの運営会社、参加資格、売買制度、手数料等について詳細の記載が求められている。

(注12) ブローカー・ディーラーに対し、OTC市場で気配表示をするよりも前に、対象銘柄の開示情報が公開された現在のものであるかを継続的に確認すること等を義務付けるもの。

(注13) Municipal Securities Rulemaking Boardの略。地方債及びその他の地方証券の発行と販売において、投資会社及び銀行の規則と方針を規定する機関。

(注14) レギュレーションSCIはシステム障害防止策の規定や市場参加者への迅速な公表、脆弱性特定のためのレビュー等が義務付けられている。

