

## トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成

ードッド=フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方一

岡田 功太、吉川 浩史

### ■ 要 約 ■

1. トランプ米大統領は2017年2月3日、金融規制改革に関する大統領令・覚書に署名した。選挙期間中から掲げてきた過度な金融規制の撤廃という公約を実行に移し始めたとみられており、金融市場では規制緩和への期待が高まっている。
2. ただし、大統領令・覚書の内容は、①金融規制改革に関する「中核的な原則」の提示、②財務長官に対する現行のあらゆる規制のレビューと大統領への報告という指示、③労働長官に対するフィデューシャリー・デューティー規則の影響度分析と見直しの指示であり、金融規制の緩和を直接指示していない。
3. また、中核的な原則の中身も、経済成長を重視し、金融規制当局に説明責任を求め、納税者の負担による金融機関の救済（ベイルアウト）を否定する内容となっており、今般の大統領令・覚書は単純に金融規制を緩和するものでもない。
4. 今後、トランプ米大統領が指名した閣僚及び金融規制当局の責任者が上院で承認され、大統領令等に基づく規制のレビューが進行する。並行して、規制の修正を図る法案が議会に提出され、審議・決議が進む。しかし、金融規制が緩和されるとしても実現には時間を要する上、今後の議論の方向性も注視する必要があるだろう。

## I. 金融規制緩和に対する期待と現実

トランプ米大統領は2017年2月3日、「合衆国の金融システムの規制に関する中核的な原則について」と題する大統領令（Executive Order）<sup>1</sup>とフィデューシャリー・デューティー規則に関する大統領覚書（Presidential Memorandum）<sup>2</sup>に署名した。トランプ米大統領は2016年の選挙期間中から、経済成長と雇用創出の促進を目的に、オバマ政権下で強化され

<sup>1</sup> Presidential Executive Order on Core Principles for Regulating the United States Financial System. (<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-executive-order-core-principles-regulating-united-states>)

<sup>2</sup> Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule. (<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-memorandum-fiduciary-duty-rule>)

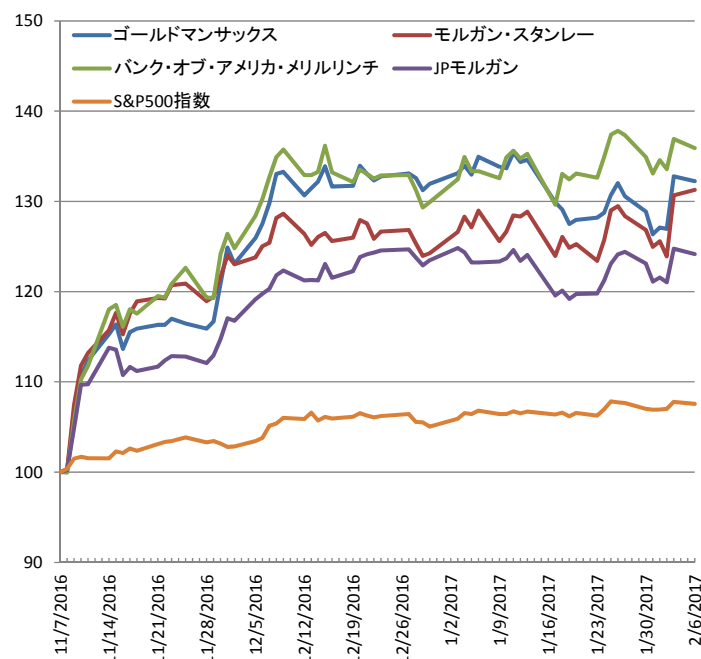
た金融規制の撤廃を掲げてきた<sup>3</sup>。今般の大統領令と大統領覚書への署名は、トランプ米大統領が公約を果たすべく、実際に行動に移し始めたことを示す。

これを受けて、各メディアはトランプ米大統領が金融規制の緩和に向けて一歩踏み出したという趣旨の報道を一斉に行った。例えば、フィナンシャル・タイムズは、「ウォール街はトランプ氏の規制緩和を歓迎する」と題した記事を掲載した<sup>4</sup>。また、ウォールストリート・ジャーナルは、トランプ政権が金融規制の緩和に成功すれば、米銀大手6行は配当と自社株買いを通じて、1,000億ドル以上を株主に還元する可能性がある<sup>5</sup>と報じた。

規制緩和に対する期待から米国銀行セクターの株価は大きく上昇した。特に、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ等の大手米銀の株価は2016年11月8日の大統領選の投開票以降、約30%上昇し、同期間におけるS&P500指数を大きくアウトパフォーマンスした（図表1）。

しかし、昨今台頭する金融規制緩和論について、次の3点に留意する必要がある。第一に、今般の大統領令はトランプ政権の金融規制改革に関する「原則」を示すものであり、具体的な指示としては財務長官に対する現行の規制のレビューと大統領への結果報告である。金融規制の緩和について直接的には言及していない。また、同日出された大統領覚書についても、2017年4月に適用が予定されていた米労働省のフィデューシャリー・デュー

図表1 米大統領選後の大手米銀の株価推移



(注) 2016年11月7日終値を100とした株価推移。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> トランプ米大統領と共和党の規制改革に関する思想やスタンスについては、岡田功太、吉川浩史「トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性—ドッド=フランク法と金融選択法案（Financial CHOICE Act）—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

<sup>4</sup> “Wall Street welcomes Trump the deregulator,” *Financial Times*, 2/3/2017.

<sup>5</sup> “The \$100 Billion Reason Investors Loved Trump’s Bank Order,” *The Wall Street Journal*, 2/5/2017.

ティー規則（DOLFD 規則<sup>6</sup>）の影響度分析と見直しを労働長官に指示したものである。

そして、DOLFD 規則が最終化された 2016 年 4 月以降、主に米国の証券業界及び資産運用業界は同規則に対応するべく準備を進めており、既に同規則の金融業界に対する影響は顕在化していることから、当該見直しがどれだけの意味を持つのか不明である。

第二に、原則の一つに、納税者の負担による金融機関の救済（ベイルアウト）の回避を挙げており、大規模金融機関に対しては引き続き「厳格」な規制が適用される可能性があることである。あくまでも、トランプ米大統領・共和党のスタンスは、あらゆる金融規制の撤廃・改正ではなく、経済成長と雇用創出を阻害する金融規制の改正である。

オバマ政権において、世界的な金融危機後の規制強化の土台としてドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、通称ドッド＝フランク法（DF 法））が成立し、同法に基づきボルカー・ルール等の多くの規則が策定されてきた<sup>7</sup>。これらが、トランプ政権の標的とする金融規制と考えられる。しかし、DF 法の対案として 2016 年 9 月に共和党議員によって議会に提出された金融選択法案（Financial CHOICE Act、詳細は後述）においてもベイルアウトは否定されており、米国の大手金融機関に対して厳格な規制を課す内容となっている<sup>8</sup>。

第三に、大統領令・覚書の効力には「限界」があり、DF 法及び DOLFD 規則の撤廃・改正は不可能である。既に成立・施行されている法律・規則の場合、議会において同法を修正・廃止する法案を作成し可決したり、改めて規則を制定し直す手続きを取る必要がある。

本稿は、金融規制改革に関する大統領令・覚書及び今後の方向性をうかがい知ることができる金融選択法案を概観し、トランプ政権下の金融規制改革の展望に関する整理を図る<sup>9</sup>。

## II. 大統領令の位置づけと限界

### 1. 大統領令の根拠

大統領令とは、立法・行政・司法のうち、行政府の長たる大統領が、行政機関（の責任者）に対して出す行政執行に関する命令と一般に理解されている。歴代の大統領が行政執行のツールとして多用してきたが、実は大統領令について合衆国憲法や法律には明確な規定が存在しない。合衆国憲法第 2 条において、「米国大統領に行政権が授与され」、大統領は「法律が忠実に執行されるように注意する」と規定されている部分の解釈が、大統領令の根拠として広く受け入れられているとされる<sup>10</sup>。そのため、大統領令は暗黙の法的権限（implied statutory powers）と表現されることもある。

<sup>6</sup> 本稿では、Department of Labor's fiduciary duty rule を DOLFD 規則と表す。

<sup>7</sup> DF 法の概要については、小立敬「米国における金融制度改革法の成立ードッド＝フランク法の概要ー」『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号参照。

<sup>8</sup> 金融選択法案の詳細については、前掲脚注 3 の論文を参照。

<sup>9</sup> 本稿は、2017 年 2 月末時点の情報に基づく。

<sup>10</sup> Chu, V.S., & Garvey, T., "Executive orders: Issuance, modification, and revocation," *Congressional Research Service*, 4/16/2014.

## 2. 大統領令の種類

一般に、メディア等が「大統領令」と報じるものは、厳密には大統領令、大統領覚書、大統領声明の3種類のいずれかを指す。その定義や差異について法律等では定められていないが、大統領令が「最も強く命じる」と認識されている（図表2）。大統領令は、大統領の権限（行政権）の範囲内で、合衆国憲法・各種法律に違反しない限り、議会における法案成立を経ることなく、行政機関に対して政策の実行等を命じることができる。法律と同様に、すべての大統領令が付番され、官報（Federal Register）に掲載されることから、その「重み」がうかがえる。

他方、大統領覚書は、既に議会で承認されている政策等について行政機関に「執行を促す」場合に使用されることが多く、付番や官報掲載を必要としない<sup>11</sup>。また、従来、大統領声明は、米国の記念日や祝日に際して出される儀礼的な声明が大半となっている。

## 3. 大統領令の限界

合衆国憲法や法律による明示的な規定が存在しないため、大統領令等の効力の及ぶ範囲も明確ではない。実際には、大統領の意思を明確化し、行政機関に執行を促す目的で用いられることが多いが、行政機関において大統領令・覚書に基づいて執行できる業務の範囲が不明確な状態となっていることもあり、その強制力については以前から限界も指摘されている。例えば、既に成立した法律を否定するためには、議会における法改正が必要となる。また、大統領令の内容が、議会で認められた年度の予算の範囲を超える場合は、議会の承認が必要となる。さらに、大統領とその周辺のみ意向で発令することも不可能ではないが、行政機関の責任者が大統領令への対応を最優先事項にすることは義務付けられていないため、大統領令の迅速な執行を期待する場合は、予め関連部局と連携することが重要となる。

大統領令に基づく行政執行を阻止する手段も複数存在し、議会であれば歳出予算を付与しないことで執行を不可能にすることができ、裁判所も司法権の下で大統領令を差止め・

図表2 大統領令・覚書・声明に対する一般的な位置づけ

大統領令 (Executive Orders)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 議会で成立した法律に類似した効果を持ち、行政機関に政策等を命じることができる</li> <li>・ 付番され、官報に掲載される</li> </ul>
大統領覚書 (Presidential Memoranda)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 通常、議会から大統領に要請された政策等の執行を、行政機関に促すことができる</li> <li>・ 付番や官報掲載の必要はない</li> </ul>
大統領声明 (Proclamations)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 記念日に際して出される儀式的な声明が中心</li> <li>・ ただし、奴隷解放令のような重要な声明も過去に出されている</li> </ul>

(出所) 各種資料、報道等より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> 明確な根拠や厳格な定義が存在しないこともあり、ワシントン D.C. で活動するロビイストの中には、大統領令と覚書の間に実質的な差異はほとんどないとの意見を持つ者もいる。

無効にすることができる。また、大統領が前任者の大統領令等を否定する大統領令等を出すことも可能である。

以上から、大統領令は行政執行のための強力なツールにもなりうるが、限界もある。金融規制の緩和に関しても、規制当局が策定中・検討中の規制に対してはその動きを止めることが可能であるが、DF 法のように、既に法律として施行されている場合には、大統領令のみで無効化することは難しいと言える。現実的には、大統領令は大統領の政策的な意思表示のルールであり、今後の方向性について経済・社会の期待を醸成する効果を持つものと捉えることができる。

### Ⅲ. 大統領令で示された金融規制改革の方向性

#### 1. 金融規制の見直しを促す大統領令

般の大統領令のポイントは、「中核的な原則」（図表 3）の提示と、財務長官に対する規制のレビュー及び報告の指示である。中核的な原則は、トランプ政権が今後、米国金融システムの規制改革において従うべき原則と位置づけられている。その特徴として、第一に、経済成長を重視し、金融規制当局には説明責任を求めている。この点は、従来の共和党の主張と整合的である。具体的な規制の修正項目については、後述の金融選択法案の内容が参考となる<sup>12</sup>。

第二に、米国企業の競争力向上や国益追求の優先といったトランプ米大統領の考え方が反映されたと思われる原則も盛り込まれている。今後は、国際合意に基づいて導入される規制についても、従来以上に国益を重視する姿勢が明確になる可能性がある。

第三に、納税者負担による金融機関の救済（ベイルアウト）の否定のように、オバマ政権下の規制強化の目的と合致した原則も盛り込まれている。DF 法の完全撤廃というより、

図表 3 大統領令で示されたトランプ政権の金融規制改革における中核的な原則

1	米国国民が独立して金融上の決定を行い、市場で十分な情報に基づいた選択をし、退職後に備えた貯蓄を行い、個人資産を形成することを可能にすること
2	納税者の負担による救済（ベイルアウト）の回避
3	システミック・リスクや、モラルハザード及び情報の非対称性といった市場の失敗に取り組む金融規制の影響に関する分析をより厳格に行い、経済成長と活発な金融市場を促進すること
4	米国市場及び海外市場における米国企業の更なる競争力の向上
5	国際的な金融規制に関する交渉や会合における米国の国益の追求
6	効率的で、効果的で、適切な枠組みを有する規則の策定
7	連邦金融当局の公的な説明責任の回復及び連邦規制枠組みの合理化

（出所）大統領令より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> 金融選択法案の位置づけ等については、前掲脚注 3 の論文を参照。

トランプ政権や共和党も必要と考える現行規制を残し、具体的な手段や手続きの修正・見直しを行うこととなろう。なお、規制のレビューにおいて、金融安定監督カウンスル(FSOC)を構成する規制機関の代表者と協議することが求められているが、FSOCはDF法で設立された組織であることから、オバマ政権が導入した規制枠組みも一部活かしつつ、金融規制の見直しを進められると思われる。

## 2. 金融規制におけるアメリカ・ファーストの影響

中核的な原則で示された米国第一主義(アメリカ・ファースト)に関しては、大統領就任演説においても、「貿易、税金、移民、外交に関するすべての決断は、米国の有権者と米国の家族の利益となるよう行われる」と述べている。ゲーリー・コーン氏(国家経済会議委員長)は2017年2月、ウォールストリート・ジャーナルのインタビューに対して、トランプ政権による金融規制の見直しは、ゴールドマン・サックス、JPモルガン、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチのためではなく、米国の金融市場がグローバルの金融市場において、圧倒的な立場を保持するためであると述べた<sup>13</sup>。

また、下院金融サービス委員会の共和党幹部であるパトリック・マクヘンリー議員は、2017年1月、連邦準備制度理事会(FRB)のイエレン議長に書簡を送付し、トランプ米大統領が指名するFRB理事が就任するまで、金融安定理事会(FSB)及びバーゼル銀行監督委員会といった国際会議への参加を一時的に中止するよう求めた<sup>14</sup>。同議員は、FRB担当者がグローバル規制を策定する会合に参加することで、米国金融システムに不利益をもたらす規則が、銀行資本、保険、デリバティブ、資産運用など多岐にわたる分野で導入されると懸念している。今後、国際的な金融規制の枠組みをG20等で議論する際、米国のスタンスにどのような変化が生じるか注目される。

## 3. 大手金融機関に対して厳格な金融選択法案

大統領令を巡る議論に加えて、注目すべきは議会における立法の動向である。前述の通り、大統領令は裁判所が違憲判断を下したり、議会が反対する法案を可決することによって効力を失う。したがって、中核的な原則はトランプ政権下の金融規制の方向性を占う上で重要な方針ではあるが、実際に金融規制が改革されるには、議会においてDF法を修正する法案が提出され、それが可決されるか否かが鍵を握る。

現在、DF法の対案として、金融選択法案に注目が集まっている。同法案の策定は、下院金融サービス委員会のジェブ・ヘンサーリング委員長(共和、テキサス)が主導しており、図表4が示す4つの特徴を有している。金融選択法案に関して、最も注目すべきは、実は大手金融機関に対しては厳格な姿勢を示している点である。

<sup>13</sup> “Donald Trump Plans to Undo Dodd-Frank Law, Fiduciary Rule,” *The Wall Street Journal*, 2/3/2017.

<sup>14</sup> “Top Republican demands Fed stop participating in Basel, FSB,” *American Banker*, 2/2/2017.

図表 4 金融選択法案の特徴

1	大手金融機関に対する厳格な姿勢
2	金融危機後に影響力が増した規制当局の権限やガバナンス体制の見直し
3	金融市場の機能や経済・雇用に悪影響を与える過度な規制の修正
4	個人やベンチャー企業等への資金供給の改善を図る施策

(出所) 金融選択法案より野村資本市場研究所作成

具体的には、レバレッジ比率（レバレッジ・エクスポージャーに対するティア 1 比率）が 10%超の銀行は、DF 法等で規定された各種規制（資本・流動性規制やストレステスト等）の適用が免除される。バーゼルⅢではレバレッジ比率 3%以上、米国規制では銀行単体に対して同 6%、銀行持株会社に対して同 5%の所要水準が 2018 年から適用予定であるが、同法案では 10%以上が基準に設定されている。そのため、例えば、大手米銀の現状（5～7%程度）を踏まえると、基準の達成には大幅にティア 1 資本を増やすか、レバレッジ・エクスポージャーを削減する必要がある。つまり、金融選択法案の提案する枠組みでも、少なくとも大手金融機関に対しては引き続き厳格な資本規制が維持されると考えられ、DF 法の見直しは単純に金融規制の緩和とは言えない。

ウォールストリート・ジャーナルによると、ヘンサーリング委員長は間もなく、2016 年に提出した金融選択法案をたたき台とする新たな法案を提出する見込みである<sup>15</sup>。ただし、共和党は上院の議席の過半数を占めているものの、安定的な法案可決のための 60 議席に達していないため、上院銀行委員会のマイク・クレイボ委員長（共和、アイダホ）及び上院の民主党議員の動向が注目される<sup>16</sup>。

## IV. 米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の行方

### 1. 米労働長官に対する覚書の概要

トランプ政権における金融規制改革の最優先事項として、中核的な原則は「米国国民が住宅購入や大学費用等の支出に備えた資産形成について、独自の決定を下す権利を与えること」を挙げているが、足元では 2016 年 4 月に改定された DOLFD 規則が最も注目されている（前掲図表 3）。

米労働省は従業員退職所得保障法（ERISA）のフィデューシャリーの定義に関する規則を改定し、フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）を負う投資アドバイス提供者の対象を拡大した<sup>17</sup>。ERISA のフィデューシャリーは、厳格な利益相反禁止規定に服す

<sup>15</sup> 2017 年 4 月 26 日に下院・金融サービス委員会に再提出され、5 月 4 日に可決。下院本会議での審議を控える。

<sup>16</sup> 米上院では、演説を長時間続けるなどの議事妨害（フィリバスターと呼称）が行われることがあり、議事妨害を無効にするには 60 議席以上が必要となる。

<sup>17</sup> 詳細は、野村亜紀子「米国 DC の投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティーをめぐる議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号を参照。

図表 5 DOLFD 規則に関する覚書の概要

1	労働省は、DOLFD 規則が、米国民が退職関連の情報や金融アドバイスにアクセスする能力に対して、副作用をもたらしているか否かについて調査しなければならない
	当該調査において、労働省は下記の 3 点を含めて、DOLFD 規則によって想定しうる影響を経済的・法的に分析しなければならない <ul style="list-style-type: none"> <li>退職貯蓄に関する提案、商品、関連情報やアドバイスへの米国民のアクセスが害されているのか、またはその恐れがあるのか否か</li> <li>退職口座にアドバイスを提供する業界（ウェルス・マネジメント業界）が影響を受け、投資家及び退職者層に悪影響をもたらすか否か</li> <li>訴訟が増加するか、又は投資家及び退職者層が投資アドバイスを享受する際のコストが増加するか否か</li> </ul>
2	労働省が上記に記載された内容について影響を把握した場合、または DOLFD 規則が米国民の資産形成における独自の決定を下す権利を脅かしていると判断された場合、労働省は DOLFD 規則の撤廃または改正に関する通知及びパブリックコメントを募集しなければならない。

(出所) 大統領覚書より野村資本市場研究所作成

る必要があることから、DOLFD 規則は、結果的に米国民が退職資金に関する投資アドバイスを受ける際の慣習を激変させ、現政権の政策に合致していない可能性があるともみなされた。

そこで、トランプ米大統領は今般、大統領令と共に DOLFD 規則に関する大統領覚書に署名し、そこでは労働長官に対し、DOLFD 規則の影響・副作用に関する調査と大統領への結果報告が求められている（図表 5）<sup>18</sup>。これは、実質的に DOLFD 規則の適用日（2017 年 4 月 10 日）の延期を図ったと言える。

DOLFD 規則の影響及び副作用に関する調査を行う点は、前述の金融選択法案と整合的である。同法案第 6 編では規制案の策定において当局の説明責任と費用便益分析を義務付けており、議会によるレビューも加えることで規則策定プロセスの改善を図っている。また、最終規則の官報掲載後 5 年以内に改めて影響度分析を行い、分析結果について議会への報告とウェブサイトでの公表を義務付けている。トランプ米大統領による覚書を通じた DOLFD 規則のレビューは、改めて厳格な説明責任と費用便益分析を米労働省に求めると言えよう。

その結果、DOLFD 規則の副作用が十分に大きいと考えられた場合、または、同規則が中核的な原則に反すると判断された場合、米労働省は市場参加者からの意見を募集し、同規則の撤廃または改正に向けたプロセスを経ることとなる<sup>19</sup>。

## 2. 既に顕在化している米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響

しかしながら、DOLFD 規則の適用延期だけでは規制緩和とは言えない。また、仮に同規則が最終的に撤廃または改正されたとしても、金融業界及び実務家にとって、どの程度の意味を持ちうるのか不明である。既に、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ウェル

<sup>18</sup> 前掲脚注 2 の大統領覚書の原案には 180 日以内の報告という記載があったが、最終版からは期限が削除された。

<sup>19</sup> 詳細は、岡田功太、杉山裕一「米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の見直しを巡る議論—トランプ新政権による金融規制緩和の期待と現実—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号を参照。



ズ・ファースト、UBS、JP モルガンなどの個人向け証券ビジネスに注力する大手金融機関は、同規則を前提に、個人の退職金運用に関するビジネス戦略の見直しに着手しているためである<sup>20</sup>。また、個人の退職資産の運用において、顧客にとっての最善の利益の追求を行っていることを示すべく、報酬の合理性について説明しやすいETFの活用が増加するともみられている<sup>21</sup>。

民間金融機関だけではなく、SECも2017年1月、個人投資家に対して提供されている投資信託について、新たなシェアクラス設定の手続き上の要件や留意点に関する概要を公表している<sup>22</sup>。これは、米国の各金融機関がDOLFD規則の対応策を講じ始めていることを念頭にした動きである。中でも、資産運用会社は、提供する投信の手数料体系の単純化や、販売手数料の均一化等によって利益相反の回避を図り、そのために新たなシェアクラスを設定する等の対応に追われている。そこで、SECが方向性を示し、資産運用業界がDOLFD規則に対応する上で遵守すべき要件を明示した。

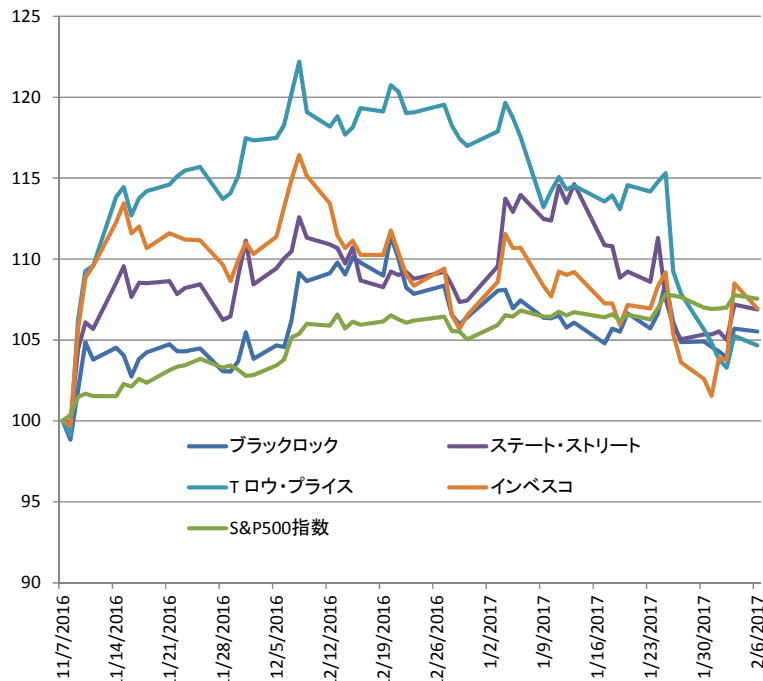
以上の動向を踏まえると、DOLFD規則は適用開始前から既に市場に影響を及ぼし始めていると言えよう。事実、大統領選直後は、DOLFD規則の撤廃に関する期待感が高まり、主要な米国の資産運用会社の株価は上昇したが、2017年に入ってから軟調に推移し、足元はS&P500指数をアンダーパフォームしている(図表6)。大手銀行・証券会社においても同規則を受けたコンプライアンス・プログラム策定等の負担は大きい、大手銀行・証券会社に対しては依然としてDF法の撤廃・緩和が収益環境にプラスに働くと期待が大きく、前述のように株価は高止まりし(前掲図表1)、資産運用会社の株価とは異なる動きを見せている。資産運用業界に関しては、仮にDOLFD規則が撤廃・緩和されたとしても、既に影響は顕在化しており、資産運用業界が受ける恩恵は限定的であるということを市場参加者は認識し始めている可能性がある。

<sup>20</sup> 詳細は、岡田功太、杉山裕一「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス—米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

<sup>21</sup> 詳細は、神山哲也、岡田功太「アクティブ運用の苦境と資産運用業界再編の可能性—英ヘンダーソンと米ジェナナス合併の事例—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

<sup>22</sup> SEC, "Guidance Update No. 2016-06," December, 2016.

図表 6 米大統領選後の米国資産運用業界の株価推移



(注) 2016年11月7日終値を100とした株価推移。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

### 3. 金融選択法案のもたらす不確実性

米労働省によって DOLFD 規則が撤廃または改正されない可能性もあるが、金融選択法案の影響でフィデューシャリー・デューティー規則の方向性が不確実性を増す可能性もある。その理由は、金融選択法案を提出した共和党が、SEC によって規定されるべきであったフィデューシャリー・デューティー規則を、米労働省が先に規定したことを問題視しているためである<sup>23</sup>。同法案には、①SEC がフィデューシャリーの定義を最終規則として公表して 60 日を経るまで米労働省のフィデューシャリー関連規制の無効化、②SEC に対しては規則策定前の影響度調査と議会（上院銀行委員会、下院金融サービス委員会）への報告の義務付け、が盛り込まれている。

金融選択法案が成立すれば、フィデューシャリー・デューティー規則の策定者である米労働省と SEC について、策定する順序が入れ替わることになるが、その場合も顧客にとっての最善の利益追求という概念自体は維持されると考えられる。DOLFD 規則では、約 7 兆ドル（2016 年末時点）の市場規模を有する個人退職勘定（IRA）加入者に対する投資アドバイスの提供手法への影響が主に注目されたが、SEC がフィデューシャリー・デューティー規則を策定した場合は、IRA 加入者だけでなく、全ての金融商品に関する投資家に対する投資アドバイスの提供が対象となる。

<sup>23</sup> 詳細は、前掲脚注 3 の論文を参照。

## V. 金融規制改革の議論の行方

トランプ米大統領は2017年1月20日の就任以降、多くの大統領令等を発出することで、世界から注目されている。選挙期間中からDF法撤廃を掲げてきたこともあり、金融規制緩和の期待が醸成されている。しかし、トランプ米大統領による大統領令・覚書自体は、具体的な規制緩和に言及していないことに加え、そもそも既に最終化されているDF法やDOLFD規則を直接的に変更することはできない。

そのため、規制緩和への期待が高まる一方で、金融規制改革の具体的な見直しには相応の時間を要するだろう。トランプ政権主導の下、まず行われることは、財務長官による現行の規制のレビューと、トランプ米大統領に対する報告である。ただし、財務長官はFSOCメンバーと協議して進めるため、まずはFSOCを構成する規制当局の人事の確定が先である。また、現行のすべての規制のレビューを大統領令の発効日(2017年2月8日)から120日以内(同年6月8日まで)という限られた時間の中で行う必要があるため、規制体系の全体に対する大まかなレビューとなるか、あるいは優先順位づけされた金融規制が順次レビューされる可能性があり、その動向が注目される。DOLFD規則に関しても、労働長官が行う影響度分析の調査結果の内容がまずは重要である。

DF法の大幅な修正を図る金融選択法案が再提出され成立すれば、大統領令よりも大きな影響を規制改革に与えることとなる。その場合、規制改革の議論の中心はトランプ政権から連邦議会に移ることとなる。同法案の内容と、上院における野党・民主党の議員の反応が重要である。

米国の金融規制改革は、緩和期待が醸成されているが、実質的な進展はこれからである。財務長官・労働長官がそれぞれ主導する規制のレビューと、金融選択法案の再提出後の審議・決議、上院の反応といった動向を注視する必要があるだろう。