

米国のフィデューシャリー・デューティー・ルールやESGルール、最善の利益規制/Reg BIやフォームCRS(日本の金融庁が「重要情報シート」で参考)、私募ファンド・ルールが破棄される!?(ミッドナイト・レギュレーション?)

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治 窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

米国で 32 年ぶり発足時グリッドロック/ねじれ議会となりそう中、金融規制や ESG は?

新年早々の 2021 年 1 月 5 日に米ジョージア州で上院 2 名決戦投票/Georgia Senate runoff elections がある。バイデン民主党政権の政治力を決め、経済や金融、ESG に大きな影響を与える事から世界からも注目されている。2 名共に民主党となる可能性は低く、上院共和党過半数が続く可能性が高い(2020 年 11 月 25 日付日本版 ISA の道 その 322~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201125.pdf)。1989 年 1 月のブッシュ共和党政権以来 32 年ぶりの政権発足時野党上院過半数、バイデン政権のグリッドロック/gridlock(行き詰まり)、ねじれ議会となりそう。

その中、フィデューシャリー・デューティー・ルールや ESG ルール、最善の利益規制/Reg BI やフォーム CRS(日本の金融庁が「重要情報シート」で参考)、私募ファンド・ルールはどうなるか? 今回はバイデン政権下での金融規制と ESG を見る。

米国のブローカー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)等に対する主な規制のタイムライン			2020年12月16日現在					
省庁名	規制名	規制対象	2016年以前	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
DOL / 労働省	1	フィデューシャリー・デューティー・ルール (以下、DOL FDルール) <small>2019年7月23日付米労働部決定書 40214C https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190723.pdf 参照。</small>	民主党主導DOL FDルール当初案公表(2015年4月14日)。 民主党主導DOL FDルール最終案公表(2016年4月6日)。	民主党主導DOL FDルール基本案施行(2017年6月9日)。	民主党主導DOL FDルール無効判決(2018年3月15日)、無効確定(2018年6月21日)、2019年7月1日完全実施も無効に。		共和党主導DOL FDルール当初案公表(2020年6月29日)。 共和党主導DOL FDルール最終案公表(2020年12月15日)。「数日後に公布の可能性」 <small>2020年12月15日付</small>	公布から60日後にルール施行となるが、バイデン政権が延期、その間にバコメをしてルール撤回へ。 ただ、新しい民主党主導DOL FDルールのためには次官就任まで数カ月(トランプ政権は10カ月弱)かかる。
	2	ESGルール(以下、DOL ESGルール) <small>2020年7月23日付米労働部決定書 40211C https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_20200723.pdf、https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201105.pdf 参照。</small>	ERISA/1974年従業員退職所得保障法下、退職口座にアドバイスをするブローカー・ディーラー(証券会社)及び投資顧問業者及び保険ブローカー(株指指数連動年金/FIAを含む保険プロダクツのルールを策定するのは州)				共和党主導DOL ESG投資ルール当初案(2020年6月23日)、最終案(2020年10月30日)。 共和党主導DOL ESG議決権行使ルール当初案(2020年8月31日)、最終案(2020年12月11日)。	共和党主導DOL ESG投資ルール施行(2021年1月12日)、行政手続法違反で覆す可能性。 共和党主導DOL ESG議決権行使ルール施行(2021年1月15日)、行政手続法違反で覆す可能性。
		DOL長官、DOL EBSA/従業員利益保障局次官の就任・辞任 <small>(参考)</small>	ERISA法下、退職プランの証券プロダクツ(ミュチュアルファンドと変額年金/variable annuitiesを含む)、退職プランの保険プロダクツ(株指指数連動年金/FIAを含む保険プロダクツ)のルールを策定するのは州)	「DOLルールの母」と呼ばれているポーツチ次官就任(2009年7月13日)。 ベレス労働長官就任(2013年7月23日)。 トランプ氏がバズダー労働長官指名(2016年12月8日)。	ベレス労働長官辞任(2017年1月20日)。 バズダー労働長官辞任(2017年2月15日)。 アコスタ労働長官指名(2017年2月16日)・就任(2017年4月28日)。 ポーツチ次官辞任・トラッジ次官就任(2017年10月16日)。		アコスタ労働長官辞任(2019年7月19日)。 スカリア長官指名(2019年7月18日)。 スカリア長官就任(2019年9月30日)。	トラッジ次官辞任(2020年5月31日)。 バイデン氏が労働長官指名(2020年12月~2021年2月)。
SEC / 証券取引委員会	3	最善の利益規制(以下、SEC Reg BI)及びフォームCRS(以下、SEC CRS) <small>2019年7月23日付米労働部決定書 40214C https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190723.pdf、https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201105.pdf 参照。</small>	民主党政権の「金融規制改革 新たな基盤」でFDをかける」(2009年6月17日)、ドット・プランク法で「FDをかける権限をSECに与える」(2010年7月21日)。		共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS当初案公表(2018年4月18日)。	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS最終案公表(2019年6月5日)、同施行(2019年9月10日)。	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS遵守(2020年6月30日)。	公布 施行されており、2021~2022年の停止や破棄は難しく、情報収集、パフォーマンス評価をすべきと警告意見。 <small>「証券会社」も、その業務の中で提供されるべきでない、SECが提供する公認投資家/accrued investor ruleルール、公募投資家を勧誘するファインダー/Findersルール(SECが提供する公認投資家/accrued investor ruleルール)は、SECが提供する公認投資家/accrued investor ruleルールに準拠して提供されるべきである。2020年12月15日付米労働部決定書 40211C https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_20201215.pdf 参照。</small>
	4	私募ファンド(プライベート・エクイティ・ファンド)に投資出来る公認投資家/ accredited investor ruleルール、公認投資家を勧誘出来るファインダー/Findersルール <small>(公認投資家/ accredited investor ruleルール) https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190723.pdf 参照。</small>	1933年証券法、1934年証券取引所法、全てのブローカー・ディーラー(証券会社)				共和党主導SECのSEC 私募ファンド公認投資家ルール(2020年8月26日)。 共和党主導SECのSEC 私募ファンド・ファインダー/Findersルール(2020年10月7日)。	破棄の可能性。ただ、新しいルール策定の場合、委員長就任まで数カ月(トランプ政権は4カ月弱)かかる。
		(参考) SECの構成等 (定員5人) 民主党…民 共和党…共	1933年証券法、1934年証券取引所法、1940年投資顧問法、証券プロダクツ(ミュチュアルファンドと変額年金/variable annuitiesを含む)	5人(民3、共2) 2013年8月15日~ 4人(民3、共1) 2015年10月3日~ 3人(民2、共1) 2016年1月1日~ <small>選挙(2016年11月8日)で共和党トランプ大統領、共和党委員長を承認する上院選挙実施。</small>	2人(民1、共1) 1月20日~ クレイトン委員長就任 3人(民1、共2) 5月4日~	5人(民2、共3) 1月11日~ 4人(民2、共2) 7月7日~ 5人(民2、共3) 9月11日~	5人(民1、共3) 1月2日~ 5人(民2、共3) 7月8日~	4人(民2、共2) 1月1日~ 民主党寄りの委員長を承認させる為の上院民主党過半数の可能性は低く、 <small>2020年12月15日付米労働部決定書 40211C</small> 共和党委員は事実上の拒否権を握っている。

(出所:米DOL/労働省及び米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

バイデン政権の金融規制や ESG に関する政策 ～最善の利益規制/Reg BI やフィデューシャリー・デューティー・ルールの破棄、 グラス・スティーガル法復活、クリーン・エネルギーで BUILD BACK BETTER BIDEN～

まずバイデン政権の金融規制や ESG に関する政策を確認する。金融規制について、2020年7月21日に公表した「民主党プラットフォーム 2020/2020 Democratic Party Platform(プラットフォーム/Platform…政策)」の草案で「我々は米国の労働者が退職の為に貯蓄する時に相談するファイナンシャル・アドバイザーは顧客の最善の利益を第一に考えると言う法的義務を負うべき/should be legally obligated to put their client's best interests first」と考えている。ファイナンシャル・アドバイザーが顧客より自分の利益を優先する事を可能にするトランプ政権の規制を破棄/reverse するべく我々は直ちに行動を起こす。」(「2020 Democratic Party Platform」の p.24～<https://www.demconvention.com/wp-content/uploads/2020/07/2020-07-21-DRAFT-Democratic-Party-Platform.pdf>)と言っている。



(出所: 2020年7月24日付 ThinkAdvisor「Democrats' Platform Signals Likely End of Reg BI」)

明示していないが、SEC/証券取引委員会の証券会社向け「最善の利益規制/レギュレーション・ベスト・インタレスト/Regulation Best Interest(レグ・ビー・アイ/Reg BI)」と年金向け新「DOL/労働省フィデューシャリー・ルール(投資アドバイスの改善及び労働者・退職者の金融選択増強)等の破棄を示している」と言う(2020年7月24日付 ThinkAdvisor「Democrats' Platform Signals Likely End of Reg BI」～<https://www.thinkadvisor.com/2020/07/24/democrats-platform-signals-likely-end-of-reg-bi/>、2020年7月27日付 Barron's「Democratic Candidate Biden's Platform Appears to Take Aim at SEC Reg BI」～<https://www.barrons.com/articles/democratic-candidate-bidens-platform-appears-to-take-aim-at-sec-reg-bi-51595887431>)。Reg BIについては2019年12月16日付日本版ISAの道 その291(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf)、フォーム CRSについては2020年5月18日付日本版ISAの道 その305(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200518.pdf)を参照の事。

バイデン氏は2020年7月8日夜に「バイデン-サンダース統一作業チーム提言構想/BIDEN-SANDERS UNITY TASK FORCE RECOMMENDATIONS」も出している(<https://joebiden.com/wp-content/uploads/2020/08/UNITY-TASK-FORCE-RECOMMENDATIONS.pdf>)。そこに「最低賃金引き上げ1時間当たり15ドル/at least \$15 an hour、気候変動/climate change 問題の重視、労組/union の役割拡大、連邦準備制度理事会/Federal Reserve/FRB の人種の平等構想」と ESG の E/環境について出している。また、「リテール銀行をリスクな投資(投資銀行)から分割しセーフガードの維持・拡大/Maintain and expand safeguards that separate retail banking institutions from more risky investments. ドッド・フランク法に関する規定の強化・保護/strengthen and protect Dodd-Frank provisions.」と金融規制について出している。グラス・スティーガル法/Glass-Steagall Act 復活、ドッド・フランク法(中核のボルカー・ルールの他、労働省/DOL フィデューシャリー・ルールも含まれる)強化と見える(グラス・スティーガル法とドッド・フランク法については2016年11月14日付日本版ISAの道 その163～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_161114.pdf)。

バイデン氏は政策提言「すべてをメイド・イン・アメリカに/The future must be made in America — by all of America. Here’s how we’ll do it.」も出している(Joe Biden for President: Official Campaign Website～<https://joebiden.com/2020/07/09/the-future-must-be-made-in-america-by-all-of-america/>)。そこには気候変動問題に対処する為のクリーン・エネルギー・テクノロジー追求がある。この詳細として2020年7月14日に「再建はよりよいモノに、クリーン・エネルギーの未来を/We’re Going To Build Back Better and Create a Clean Energy Future」を出している(Joe Biden for President: Official Campaign Website～<https://joebiden.com/2020/07/14/were-going-to-build-back-better-and-create-a-clean-energy-future>、後述※1参照)。

ESGのE/環境についてはかなりアピールしている。バイデン氏は、E/環境を使った再建、ESGと言うよりEのクリーン・エネルギーを使った「BBB/Build back better/再建はよりよいモノに」を目指している様だ(トランプ政権はESGのG～後述)。

バイデン氏の政策提言「すべてをメイド・イン・アメリカに/The future must be made in America — by all of America. Here’s how we’ll do it.」(<https://joebiden.com/2020/07/09/the-future-must-be-made-in-america-by-all-of-america/>)



1. 米国のインフラ近代化/modernize our infrastructureと戦略物資/critical stockpiles 備蓄、国家安全保障の為に4000億ドルを使い、研究開発(バッテリー・テクノロジー、AI、バイオテクノロジー、クリーン・エネルギー)に4年で3000億ドル
2. 近代的、安全、サステナブルなインフラとクリーン・エネルギー・エコノミー/modern, safe, sustainable infrastructure and clean energy economy
3. 保育・介護サービス/child care and care for aging relatives
4. 米国は一つの国民、一つの国家、一つの米国で最高になる/America is at its best when we are one people, one nation, One America

次いでバイデン政権を支える民主党議員の金融規制やESGに関する意見を確認する。「民主党副大統領候補のカマラ・ハリス/Kamala Harris 上院議員は2020年8月6日の書簡に署名した29人の上院民主党と下院民主党議員の一人で、2020年6月29日付DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルールの撤回とやり直しを求めて批判した。」(2020年8月17日付InvestmentNews「Democrats oppose DOL investment advice rules as convention begins」～<https://www.investmentnews.com/democrats-oppose-dol-investment-advice-196153>、2020年8月17日付ThinkAdvisor「Biden’s VP Pick Harris Opposes DOL Fiduciary Rule」～<https://www.thinkadvisor.com/2020/08/17/bidens-vp-pick-harris-opposes-dol-fiduciary-rule/>)と言う(2020年6月29日付DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルールについては後述※2)。



(出所: 2020年8月17日付ThinkAdvisor「Biden’s VP Pick Harris Opposes DOL Fiduciary Rule」)

下院金融サービス委員会/House Financial Services Committee 委員長のマキシム・ウォーターズ/Maxine Waters 女史(多数派の民主党)は 2020 年 12 月 4 日にバイデン次期大統領に宛てた書簡で、SEC/証券取引委員会の最善の利益規制/Reg BI やフォーム CRS/ Form CRS(日本の金融庁が「重要情報シート」で参考)、私募ファンド(プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等)に投資出来る公認投資家ルール、公認投資家を勧誘出来るファインダー・ルールなど数十の規制/ルールを破棄するよう求めた

(<https://financialservices.house.gov/news/documentsingle.aspx?DocumentID=407055> 、詳細… https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/cmw_ltr_to_biden_attachment.pdf)。 「この書簡は、バイデン次期大統領が SEC を民主党の過半数に切り替えた時に起こりそうな規制の転換を予告している。」(2020 年 12 月 7 日付 InvestmentNews「Maxine Waters urges Biden administration to overturn Reg BI」～ <https://www.investmentnews.com/maxine-waters-urges-biden-administration-to-overturn-reg-bi-200085>)と言われている。 私募ファンド・ルールについては 2020 年 10 月 14 日付日本版 ISA の道 その 317(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_201014.pdf)を参照の事。

バイデン政権の金融規制や ESG に関する政策の実効性

～1. フィデューシャリー・デューティー・ルール～

バイデン政権の金融規制や ESG に関する政策の実効性を考える。 まず冒頭の「米国のブローカー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)等に対する主な規制のタイムライン」の「1. フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOL FD ルール)」である(後述※2 参照)。

2020 年 12 月 15 日に DOL/労働省は最終案を出した(<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20201215>)。「最終案が官報/Federal Register に掲載(公布)されるのは数日後に発生する可能性がある/published in the Federal Register, which could occur in a few days。 公布から 60 日後にルール施行となるが、バイデン政権が延期、その間にパブコメをしてルール撤回をしそうである。」(2020 年 12 月 15 日付 InvestmentNews「DOL may be too late with final fiduciary rule」～ <https://www.investmentnews.com/dol-may-be-too-late-with-final-fiduciary-rule-200459>)と言われている。「一般的に、大統領就任日までに施行しなかったルールは、一時的に保留にして変更を加える権限を持つ次期政権による見直し対象になる。」(2020 年 11 月 25 日付 WSJ「Department of Labor Regulation for Retirement Plans Is Now in Limbo」～ <https://www.wsj.com/articles/dol-fiduciary-regulation-for-retirement-plans-is-now-in-limbo-11606312803>)、「DOL FD ルールは行政管理予算局/Office of Management and Budget/OMB が変更を迅速に承認したとしても、新しい規則は次期政権によってミッドナイト・レギュレーション/midnight regulations(後述※3 参照)として取り消される事になるだろう。」(2020 年 12 月 7 日付 InvestmentNews「End the confusing muddle of advice standards」～ <https://www.investmentnews.com/end-the-confusing-muddle-of-advice-standards-200053>)などと言われている通り。

バイデン政権は共和党主導 DOL FD ルール案を凍結後、民主党主導 DOL FD ルール(フィデューシャリー・ルール 3.0/fiduciary rule 3.0 などと呼ばれる)を再び策定する事となるが、行政手続法に基づき、しばらく時間がかかる。それ以前に、次官就任まで数カ月(トランプ政権は 10 カ月弱)かかる。「バイデン大統領就任は DOL/労働省に大きなインパクトを与える為、DOL は今後数カ月、新しいルールを早く進めよう。バイデン大統領が長官/cabinet を任命して、次官級/subcabinet も埋めるバイデン政権作りには数カ月、場合によって 1 年はかかる。これがトランプ政権の規制の破棄を遅らせる。」(2020 年 11 月 6 日付 InvestmentNews「What the DOL could look like under Biden」～ <https://www.investmentnews.com/dol-under-biden-199106>)と言われている。

バイデン政権の金融規制や ESG に関する政策の実効性 ～2. ESG ルール～

次いで「2. ESG ルール(以下、DOL ESG ルール)」である。A. 共和党主導 DOL ESG インベストメント・デューティールール/Investment Duties Rule(以下、DOL ESG 投資ルール)とB. 共和党主導 DOL ESG プロキシ・ボートイング(代理人の議決権行使)・ルール/Proxy Voting Rule(以下、DOL ESG 議決権行使ルール)がある。

<A. 共和党主導 DOL ESG インベストメント・デューティールール/Investment Duties Rule (以下、DOL ESG 投資ルール)>

「企業年金は金銭的利益にならない社会的ゴールや政治的対象の手段ではなく、労働者の退職保障を提供すると言う、単一の、非常に重要な社会的目標に揺るぎない焦点を当てて管理されるべき。ESG 投資を行う為にコストを増やしたり、リターンを減らしたりしてはならない。」とするものである(2020年7月20日付日本版ISAの道その311～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200720.pdf、2020年11月6日付日本版ISAの道その320～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201106.pdf)。

DOL ESG 投資ルールは当初案が2020年6月23日に公表され、最終案が2020年10月30日に公表され、その後、2020年11月13日に公布され(Federal Register :: Financial Factors in Selecting Plan Investments) <https://www.federalregister.gov/documents/2020/11/13/2020-24515/financial-factors-in-selecting-plan-investments>)されており、2021年1月12日に執行される事となっている。最終案が官報/Federal Registerに掲載(公布)されており、政権は凍結出来ない。

「DOL ESG 投資ルールは最終案が2020年11月13日に官報/Federal Registerに掲載(公布)されており、取り消す為には長いプロセスを必要としそうだ/would require a lengthy, full rulemaking process to reverse。」(2020年11月6日付InvestmentNews「What the DOL could look like under Biden」～ <https://www.investmentnews.com/dol-under-biden-199106>)と言われている。だが、「退職プランでESG投資をより困難にするDOL ESG投資ルールが成立すれば、ほぼ確実に法廷で異議を申し立てられるだろう。既にDOLはマンハッタン連邦裁判所によって行政手続法/APA(パブコメ期間30日以上、クリントン元大統領の大統領令で60日以上など)違反で部分的に覆されている。モーニングスター/Morningstarのヘイル/Hale氏は『何百万人もの米国人の退職貯蓄に大きな影響を与える事だが、DOLはパブコメが最短にするのに適していると見て、トランプ政権が仕事を追われる前に確定しようとしている。通常のプロセスではこの圧倒的反対は規制当局を振り出しに戻すだろう。ひどく構築された為、法的な精査/legal scrutinyに耐えられる可能性は低い。』と言う。」(2020年10月21日付InvestmentNews「Labor Department moves at ‘warp speed’ on ESG rule」～ <https://www.investmentnews.com/labor-department-moves-at-warp-speed-on-esg-rule-198395>)と言われている。



(出所: 2020年10月4日付WSJ「401(k)s Could Become Even Less Welcoming to ESG Funds」)

＜B. 共和党主導 DOL ESG プロキシ・ボートイング(代理人の議決権行使)・ルール/Proxy Voting Rule (以下、DOL ESG 議決権行使ルール)＞

DOL ESG 投資ルールの「投資」を「議決権行使」に置き換えたものと考えればわかりやすい。DOL ESG 議決権行使ルールは「企業年金の議決権行使は、経済的利益の為だけに行動、関連するコストを考慮、投資リターンを非金銭的または非財務的な目標/“non-pecuniary,” or nonfinancial, goals に従属させる事は含まれない。」と言うものである(<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact-sheets/fiduciary-duties-regarding-proxy-voting-and-shareholder-rights-final-rule>)。

ESG/Environmental, Social and Governance/環境・社会・企業統治の G/企業統治の議決権行使、保有株式の数量や年金資産への影響を考慮して議決権行使すべきと言うものである。「DOL ESG 投資ルールに続き、DOL ESG 議決権行使ルールは退職後投資における ESG の要因の使用を抑制する可能性がある。」(2020年12月11日付 InvestmentNews「DOL limits retirement-plan proxy votes to those affecting financial returns」～<https://www.investmentnews.com/dol-limits-retirement-plan-proxy-votes-to-those-affecting-financial-returns-200314>)と言われている。

DOL ESG 議決権行使ルールは当初案が2020年8月31日に公表され(<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20200831>)、最終案が2020年12月11日に公表され(<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact-sheets/fiduciary-duties-regarding-proxy-voting-and-shareholder-rights-final-rule>)、僅か5日で行政管理予算局/Office of Management and Budget/OMBに承認され、2020年12月16日に最終案が官報/Federal Registerに掲載(公布)された(<https://www.federalregister.gov/documents/2020/12/16/2020-27465/fiduciary-duties-regarding-proxy-voting-and-shareholder-rights>)。施行は「経済的に重要/economically significant」である場合に公布後60日後となるが、DOLは「経済的に重要ではない」と言う見解で30日後の2021年1月15日施行としている。DOLはOMBと協力、2021年1月20日のバイデン次期大統領就任前に施行し、ルール案の凍結を少しでも阻止しようとしているのは明らかである。最終案が官報/Federal Registerに掲載(公布)されており、政権は凍結出来ない。だが、先述のDOL ESG投資ルールと同様、法廷で異議を申し立てられ、覆される可能性がある。プロキシ・ボートイング及び日本版スチュワードシップ・コードについては2019年11月18日付日本版ISAの道その288【日本版スチュワードシップ・コード(SSC)の道】英国ではコーポレートガバナンスから派生、米国ではフィデューシャリー・デューティー(FD)強化の中で派生、米国では議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファンドに課題を与える!(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_191118.pdf)を参照。



(出所: 2020年3月19日付 Pensions & Investments「2020 proxy season includes 400-plus ESG resolutions - report」)

バイデン政権の金融規制や ESG に関する政策の実効性 ～3. 最善の利益規制及びフォーム CRS～

SEC Reg BI 及びフォーム CRS を民主党は撤廃したい(2020年5月18日付日本版ISAの道 その305～
https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200518.pdf 参照)。ただ、**Reg BI 及びフォーム CRS は公布・施行されており、2021～2022年の停止や破棄は難しく、情報収集、パフォーマンス評価をすべきと言う意見が出ている。**

また、2020年12月10日にSECの民主党委員であるクレンショー/Crenshaw 女史は「**Reg BI は見直す前に、どのような影響を与えているかを理解する必要がある。** SEC、FINRA/Financial Industry Regulatory Authority/米国金融取引業規制機構、州規制当局は Reg BI の情報を収集すべきだ。結果がどうであれ、指導を行う必要があると思う。Reg BI の言う『最善の利益』とはどう言う意味か? 『適切な利益相反の軽減/appropriate conflict mitigation』とは何か? ガイダンスが必要である。**Reg BI に付随するフォーム CRS/Form CRS は支持する/backed investor testing of Form CRS。**」(2020年12月10日付 InvestmentNews「SEC member Crenshaw says agency should provide guidance on Reg BI」～
<https://www.investmentnews.com/sec-member-crenshaw-sec-should-clarify-best-interest-mitigation-related-to-reg-bi-200306>)と言っている。

「米国の証券会社業界団体である SIFMA/Securities Industry and Financial Markets Association/証券業金融市場協会のケン・ベンツェン/Kenneth Bentsen 会長は『**新しい SEC は再検討する前に、そのパフォーマンスを評価すべきだ。業界はヒトとカネの面でも多大なリソースを費やしてきた。**』』(2020年12月8日付 InvestmentNews「SIFMA wants new SEC to give Reg BI time to work」～
<https://www.investmentnews.com/sifma-wants-new-sec-to-give-reg-bi-time-to-work-200119>)と言う意見を受けての事もある。バイデン氏はウォール街と距離を置いている姿勢を示していたが、実は「**ウォール街からの政治献金/Wall Street donations はバイデン氏が 7,440 万ドル、トランプ氏が 1,810 万ドル。**」(2020年10月29日付 Fox Business「Wall Street donations favor Trump rival Joe Biden by smaller margin than Hillary Clinton」でトランプ氏がバイデン氏を批判～
<https://www.foxbusiness.com/markets/wall-street-donations-trump-biden-clinton-pace>)である。バイデン政権はウォール街を無視出来ない。

そして、「**米国 CFA 協会/CFA Institute のアレン/Allen 氏は『まだ公布されていない DOL/労働省フィデューシャリー・ルールはバイデン政権によって直ちに覆される予定だが、Reg BI は 2020 年 6 月 30 日に遵守となっているので比較的長い間、そのままの形で維持されるかもしれない。Reg BI で修正する必要があるかを確認するには、少なくとも数年の経験が必要。』』**と言う。」(2020年12月3日付 InvestmentNews「Another election, another change in investment advice regulation」～
<https://www.investmentnews.com/election-brings-change-in-investment-advice-regulation-199917>)と言われている。



(出所: SEC「Regulation Best Interest, Form CRS and Related Interpretations」)

バイデン政権の金融規制や ESG に関する政策の実効性 ～4. 私募ファンドに投資出来る公認投資家ルール、 公認投資家を勧誘出来るファインダー・ルール～

私募ファンド(プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等)に投資出来る公認投資家/accredited investor rule ルール、公認投資家を勧誘出来るファインダー/Finders ルール(公認投資家へのみ勧誘、SEC Reg BI が免除される)についてである(私募ファンド・ルールについては 2020 年 10 月 14 日付日本版 ISA の道 その 317～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201014.pdf)。

共和党主導 SEC の SEC 私募ファンド公認投資家ルールは 2020 年 8 月 26 日、共和党主導 SEC の SEC 私募ファンド・ファインダー・ルールは 2020 年 10 月 7 日に提案、承認されている。民主党政権は破棄出来る。ただ、新しいルール策定の場合、委員長就任まで数カ月(トランプ政権は 4 カ月弱)かかる。

「上院銀行委員会で民主党のブラウン上院議員は SEC の Reg BI とフォーム CRS を批判し、私募のファインダー/private placement finders を不安視」(2020 年 11 月 17 日付 ThinkAdvisor「One Bad Rule After Another: Top Democrat Takes SEC's Clayton to Task」～<https://www.thinkadvisor.com/2020/11/17/top-democrat-blasts-secs-clayton-over-one-bad-rule-after-another/>)、下院金融サービス委員会委員長のマキシム・ウォーターズ女史が Reg BI やフォーム CRS、そして、私募ファンドに投資出来る公認投資家ルールと公認投資家を勧誘出来るファインダー・ルールなど数十の規制/ルールを破棄するよう求めた(前述)展開であろう。

32 年ぶりの発足時野党上院主導となりそうな中、議会承認不要な大統領令は？

2021 年 1 月 5 日の米国ジョージア州における上院 2 名決戦投票で上院共和党過半数が続く可能性が高く、バイデン政権のグリッドロック/gridlock(行き詰まり)、ねじれ議会となりそうと言う事を冒頭で述べた。その中、議会の決議が不要な米国の大統領令(行政命令/executive order と大統領覚書/presidential memorandum)はどうか？

「上院はジョージア州で残る 2 議席の決選投票が来年 1 月にある。民主党は連勝すれば過半数を獲得するが、可能性は低いだろう。上院を共和党が押さえれば増税や医療保険改革などの公約実現は制限される。バイデン氏は 2 つの選択肢を迫られる。1 つは議会の決議が不要な大統領令で実行できる貿易や移民、環境規制、金融規制などに集中する。もう 1 つは共和党と妥協して部分的な政策実現を目指すことだ。」(2020 年 11 月 18 日付日本経済新聞電子版「バイデン次期政権『コロナ対策で厳しい規制導入も』ーオックスフォード・エコノミクスのダコ氏」～https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL18H5M_Y0A111C2000000)と言うものである。

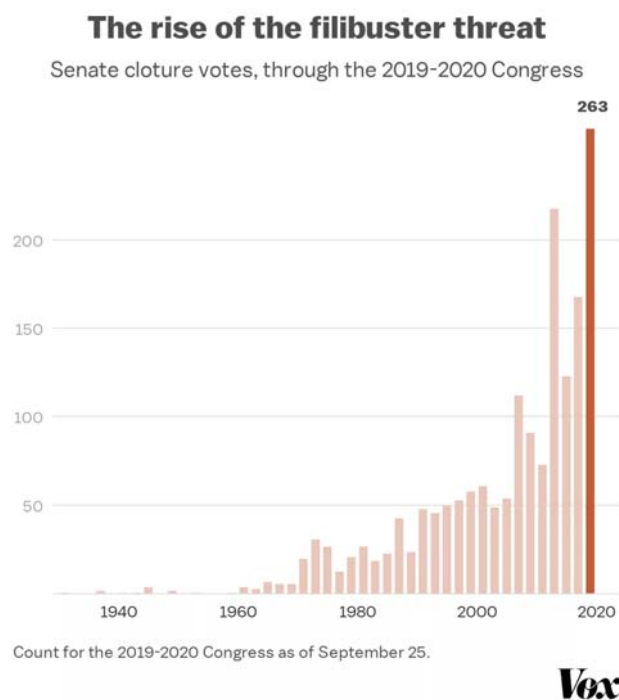
大統領令は議会承認を得る事無く、大統領が各省庁や軍に発する命令の事だ。従わない場合、各省庁や軍のトップを解任出来る(上院未承認など空席の場合、長官代行を解任出来る)。トランプ大統領は 2017 年 1 月 20 日の就任早々、大統領令を連発した。ただ、**政権発足時には数カ月、実際に作業をする政府高官等がない。政府高官が就任しても取りあえず延期である。さらに、FRB や SEC 等の独立監督機関は大統領令に従うかどうかを選択出来る。大統領令が覆る場合もある(後述※4 参照)。**トランプ大統領の大統領令については 2017 年 2 月 6 日付日本版 ISA の道 その 171 (https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170206.pdf)を参照の事。

バイデン政権の DOL/労働省と SEC/証券取引委員会の人事

最後に、バイデン政権の DOL/労働省と SEC/証券取引委員会の人事について見る。まず全体像として次の事を知っておきたい。「**人事案は規定変更で従来の 60 票ではなく単純過半数 51 票で承認されるが、承認手続きを巡る上院の攻防は激しさを増している。** 2017 年 1 月就任のトランプ氏(共和党)の閣僚レベル人事では民主党が承認手続きを遅らせて(承認を阻止する事は出来ない為)、共和党は閣僚 15 人中 10 人でクローチャー/cloture(後述)を余儀なくされている。上院の記録によると、その年まで 1 期日の政権の閣僚候補者が承認手続きでクローチャーまでもつれる事は無かった。この背景には、チャック・シューマー/Chuck Schumer 上院民主党リーダー/院内総務/Senate Democratic Leader が当時、民主党から次期大統領だったトランプ氏に抵抗するよう圧力を受けていた事がある(*シューマー上院議員は現在も民主党上院院内総務)。安全保障と経済は上院が素早く承認手続きに入る分野で、通常は来年初頭に公聴会を開催し早ければ 1 月 20 日に採決を行う。しかし既に共和党から批判が出ている候補者がいる。行政管理予算局/Office of Management and Budget/OMB 局長に指名されているニラ・タンデン/Neera Tanden 女史(左派系シンクタンク「アメリカ進歩センター」)は共和党上院議員にここ数年、批判的な発言を行っている事で共和党は強く反発している。」(2020 年 12 月 4 日付 WSJ「Split Senate Means Narrow Path for Biden's Nominees」～ <https://www.wsj.com/articles/split-senate-means-narrow-path-for-bidens-nominees-11607092741>)である。

クローチャー/cloture とは、上院議員のフィリバスター/議事妨害/filibuster(海賊、議事妨害者と言う意味)を止めさせる「クローチャー・モーション/討論打ち切り動議/cloture motion」の事だが、上院の 5 分の 3 つまり 60 人以上の賛成が必要となる(2020 年 11 月 25 日付日本版 ISA の道 その 322～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.201125.pdf>、U.S. Senate「U.S. Senate: Filibuster and Cloture」～ https://www.senate.gov/artandhistory/history/common/briefing/Filibuster_Clature.htm)。

ただ、2013 年 11 月 21 日に民主党のオバマ大統領が上記記事の「**人事案は規定変更で従来の 60 票ではなく単純過半数 51 票で承認される**」と言う事をした(核兵器の使用にたとえ「ニュークリア・オプション/核の選択肢/nuclear option」と呼んでいる)。判事・閣僚・規制当局の人事承認は 51 人の賛成でよくなった(*最高裁判事も 2017 年 4 月 6 日に 51 人で良くなった)。そして、オバマ大統領は、これで、2014 年 1 月 6 日にイエレン FRB 議長を承認したのである。クローチャーからのニュークリア・オプションも、民主党のオバマ大統領の時に民主党が上院多数派だったから出来た事(2009 年～2014 年まで上院多数派)。2015 年以降、共和党が上院過半数となりそれは出来なくなった。もちろんトランプ共和党大統領は可能であり、オバマ前大統領よりも使ったのだ。そして今、**民主党のバイデン大統領は共和党上院過半数となる可能性が高く(2021 年 1 月 5 日の米ジョージア州上院 2 名決戦投票で確定)、民主党議員の離反を避けつつ共和党議員の離反を摸索するしかなくなっている。**



(出所: 2020 年 10 月 1 日付 Vox「Joe Biden, the 2020 election, and the case for ending the filibuster」)

＜労働長官～客室乗務員協会会長サラ・ネルソン女史、ボストン市長マーティ・ウォルシュ氏～＞

労働長官のスカリア/Scalia氏は2021年1月20日までに辞任必至である。後任だが、2020年12月5日付CNNによると、「労働長官/Secretary of Labor 候補者はアンディ・レビン/Andy Levin 下院議員、サラ・ネルソン/Sara Nelson 客室乗務員協会/Association of Flight Attendants/CWA 会長/ International President、バーニー・サンダース/Bernie Sanders 上院議員、マーティ・ウォルシュ/Marty Walsh ボストン市長/Boston Mayor。」(2020年12月5日付CNN「Biden-Harris administration: Here's who could serve in top roles」～<https://edition.cnn.com/2020/11/10/politics/biden-harris-administration/index.html>)と報じられている。

ただ、「バイデン次期米大統領は次期政権の閣僚起用が注目されているエリザベス・ウォーレン/Elizabeth Warren 上院議員とバーニー・サンダース/Bernie Sanders 上院議員について、上院に残って進歩的な政権課題の実現に協力してほしいとの意向を示した。閣僚への議員登用を排除したバイデン氏の発言は、ウォーレン氏とサンダース氏への影響だけにとどまらず、多くの労働組合から労働長官への起用が支持されていたアンディ・レビン下院議員や農務長官指名が期待されていたマーシャ・ファッジ/Marcia Fudge 下院議員の閣僚就任の道も閉ざされることになるだろう。もし閣僚就任で議員辞職した場合は、特別選挙が行われるまで州知事が共和党員をその後継に指名できる懸念もある。」(2020年11月25日付CNN「Biden appears to pour cold water on Warren and Sanders joining Cabinet」～<https://edition.cnn.com/2020/11/25/politics/warren-sanders-biden-cabinet/index.html>)とも言うので、**労働長官としては客室乗務員協会会長のサラ・ネルソン女史もしくはボストン市長のマーティ・ウォルシュ氏の可能性が高い。**



左が客室乗務員協会会長サラ・ネルソン女史、右がボストン市長マーティ・ウォルシュ氏。

(出所: 2020年11月25日付CNN「Biden appears to pour cold water on Warren and Sanders joining Cabinet」)





＜SEC 委員長～CFTC 元委員長ゲアリー・ゲンスラー氏、NY 州南部地区連邦地検元検事ブリート・バララ氏、元 SEC 委員のカラ・スタイン女史もしくはロバート・ジャクソン氏、ドッド・フランク法を作った主要人物のマイケル・パー氏、ジョージタウン大学教授クリス・ブラマー氏～＞

2020年11月16日にSEC/証券取引委員会はクレイトン/Clayton 委員長が2020年末に退任すると発表した(2020年11月16日付SEC「SEC Chairman Jay Clayton Confirms Plans to Conclude Tenure at Year End」～<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-284>)。2021年6月5日に任期終了だが(2022年12月まで延長可だったが)、政権交代時に辞任するのは標準的な慣行であるし、クレイトン氏はトランプ政権では重宝されていたが、委員長になるまでいた法律事務所 Sullivan & Cromwell LLP のあるニューヨークに戻りたがっていた。新しい委員長(バイデン次期大統領が指名して上院で承認される必要)が就任するまで、ピアース/Peirce 委員(共和党)が委員長代行を務める見込み(2020年11月16日付ロイター「米 SEC クレイトン委員長、年末に退任 次期政権の人選に道」～<https://jp.reuters.com/article/usa-sec-clayton-idJPKBN27W205>)。



米国のSEC/証券取引委員会の委員/Commissioners

2020年12月14日現在

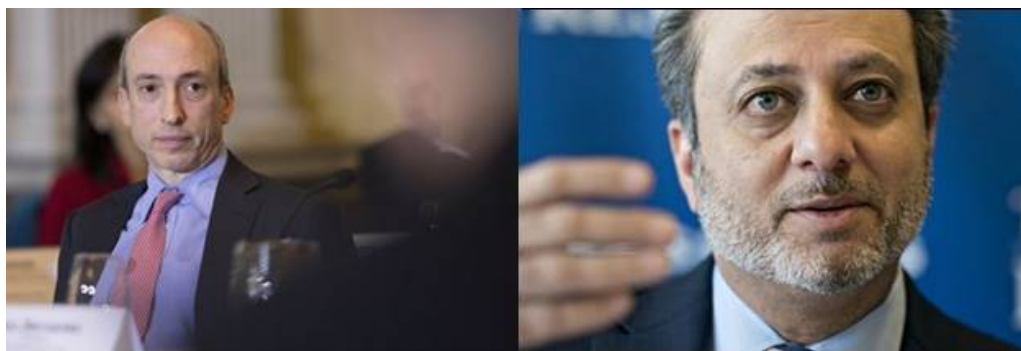
<p>総じて 規制緩和 (共和党的)</p> <p>↑</p>	<p>クレイトン/Clayton委員長(共和党寄り無党) *1993年ロー・スクール卒の弁護士。</p>  <p>2017年5月4日に就任。 2021年6月5日に任期終了だが 2022年12月まで延長可。しかし、 2020年12月末で退任。</p>	<p>ロイズマン/Roisman委員(共和党) *米上院銀行委員会首席顧問で その前は NYSE Euronextの弁護士。</p>  <p>2018年9月11日に就任。 2023年6月5日に任期終了だが 2024年12月まで延長可。</p>	<p>ピアース/Peirce委員(共和党) *1997年ロー・スクール卒の弁護士。 ジョージ・メイソン大学シンクタンク勤務。</p> <p>委員長代行の見込み。</p>  <p>2018年1月11日に就任。 2020年8月17日に再任、 2025年6月5日に任期終了だが 2026年12月まで延長可。</p>
	<p>総じて 規制強化 (民主党的)</p> <p>↓</p>	<p>リー/Lee委員(民主党) *1997年ロー・ルール卒の弁護士。 2005年2月から2018年1月までSEC。</p>  <p>2019年7月8日に就任。 2022年6月5日に任期終了だが 2023年12月まで延長可。</p>	<p>クレンショー/Crenshaw委員(民主党) *1997年ロー・ルール卒の弁護士。 2013年からSEC。</p>  <p>2020年8月17日に就任。 2024年6月5日に任期終了だが 2025年12月まで延長可。</p>

(出所: 米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

尚、2020年12月10日、SEC/証券取引委員会の法執行部門トップ/ enforcement director のステファニー・アバキアン/Stephanie Avakian 女史が2020年末までに退任する公表された(2020年12月10日付 SEC 「Enforcement Director Stephanie Avakian To Conclude Tenure After Four Years Leading the Division」～ <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-314>)。アバキアン女史はオバマ前政権時代の2014年6月に法執行部門のナンバー2としてSECに加わりドッド・フランク法の執行をし、その後2017年6月にトップに就任した。アバキアン女史と共同ディレクターを務めていたスティーブン・ペイキン/Steven Peikinも2020年8月に退任している。両氏とも個人投資家に被害が生じる行為に対する罰則強化プログラムなどに関わっていた。

バイデン次期大統領の下で SEC のクレイトン委員長後任として浮上している名前には、商品先物取引委員会 /Commodity Futures Trading Commission/CFTC 元委員長のゲリー・ゲンスラー/Gary Gensler 氏、オバマ前大統領下でニューヨーク州南部地区連邦地検検事/U.S. attorney for the Southern District of New York をしていたプリート・バララ/Preet Bharara 氏がいる。

ただ、「バララ氏はニューヨーク州南部地区連邦地検の検事時代にトランプ氏側近達を偽証罪等で操作・起訴、トランプ政権(司法長官)から解任された。後任(連邦裁判所の任命)がジェフリー・バーマン/Geoffrey Berman 検事(共和党)だったが、バーマン検事はトランプ大統領により事実上解任され(2020年6月19日)、その後任に指名されたのが(ニューヨークに戻りたがっていた)SECのクレイトン委員長であった。」(2020年11月16日付 ThinkAdvisor「SEC Chairman Clayton to Step Down」～ <https://www.thinkadvisor.com/2020/11/16/sec-chairman-clayton-to-step-down/>)、
「SEC委員長候補に、業界が恐れる2人の名前が挙がっている。CFTC元委員長のゲーリー・ゲンスラー氏、オバマ前大統領下でニューヨーク州南部地区連邦地検検事をしてきたプリート・バララ氏である。バイデン氏の政権移行チームで銀行・証券規制当局の見直しを担当するリーダーとなったゲンスラー氏はウォール街に対する厳しい規則を推し進めた事で知られ、バララ氏は2008年の金融危機以降の10年間にインサイダー取引の捜査に取り組み資産家スティーブ・コーエン氏が率いていたヘッジファンド会社閉鎖のる一因となった。」(2020年11月13日付 Bloomberg「Preet Bharara Is a Candidate to Run SEC, Putting Bankers on Edge」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-11-13/wall-street-knows-who-it-doesn-t-want-at-sec-gensler-or-bharara>)と言われている。



左が CFTC 元委員長ゲーリー・ゲンスラー氏、右が NY 州南部地区連邦地検元検事プリート・バララ氏。

(出所: 2020年11月13日付 Bloomberg「Preet Bharara Is a Candidate to Run SEC, Putting Bankers on Edge」)

その他、「民主党急進左派の好ましい候補者の一人は元 SEC 委員のカラ・スタイン/Kara Stein 女史。現在の SEC 委員のアリソン・リー/Allison Lee 女史もリベラル派民主党議員から永久にそのポストを得る事を支持されている。その他、ティモシー・ガイトナー/Timothy Geithner 元財務長官の最高補佐官でドッド・フランク法を作った主要人物のマイケル・バー/Michael Barr 氏もいる。ジョージタウン大学の法学教授クリス・ブラマー/Chris Brummer 氏なら初のアフリカ系 SEC 委員長となる。穏健派の民主党議員は元 SEC 委員のロバート・ジャクソン/Robert Jackson 氏を支持する。SEC 委員長が政権交代時に辞任するのは標準的な慣行である。」(2020年11月13日付 InvestmentNews「Wall Street knows who it doesn't want at the SEC: Gensler or Bharara」～ <https://www.investmentnews.com/wall-street-knows-who-it-doesnt-want-sec-gensler-bharara-199342> 、2020年11月13日付 ThinkAdvisor「Preet Bharara Floated as SEC Chief, Putting Wall Street on Edge」～ <https://www.thinkadvisor.com/2020/11/13/bharara-is-a-candidate-to-run-sec-putting-wall-street-on-edge/>)。

バイデン次期大統領が民主党もしくは民主党寄り無党派の委員長を指名して就任すれば良いが、その為には上院承認(上院本会議の過半数で可)が必要である。さらに、その前に上院委員会での採決が必要で、採決は野党議員が少なくとも1人参加しないと成立しない。それまでは、SECの採決で少なくとも3委員が投票する必要がある為、現状、SECの共和党委員は事実上の拒否権を握っている事となる。

最後になるが、結局は、冒頭で述べた通り、ジョージア州における 2021 年 1 月 5 日の上院議員 2 議席決選投票が決定的に重要となる。「ジョージア州における 2021 年 1 月 5 日の上院議員 2 議席決選投票の結果、上院が共和党過半数のままならば、バイデン次期大統領は共和党に受け入れられる SEC 委員長を指名しなければならなくなり、金融業界を慌てさせる事は少なくなる。 ジョージタウン大学/Georgetown University のエンジェル/Angel 教授は『バイデン氏はおそらく、多くの努力無し承認される人を選ぶつもりだ。』と言う。」(2020 年 12 月 3 日付 InvestmentNews「Another election, another change in investment advice regulation」～ <https://www.investmentnews.com/election-brings-change-in-investment-advice-regulation-199917>)と言われている。

新年早々、2021 年 1 月 5 日に米国で人口 10 番目のジョージア州に世界が注目している。

※1: 「BUILD BACK BETTER BIDEN」、「再建はよりよいモノに、クリーン・エネルギーの未来を」…



バイデン次期大統領は、ESG の E/環境についてはかなりアピールしている。「“グリーン大統領/Green President”とメディアにレッテル/あだ名を付けられたバイデン次期大統領は『ESG 投資の前例のないブームを先導する/usher in an unprecedented boom for ESG investments だろう。』とデビア・グループ/deVere Group の最高経営責任者兼創設者ナイジェル・グリーン/Nigel Green 氏は言う。」(2020 年 11 月 9 日付 InvestmentNews「Biden presidency to be ESG friend」～ <https://www.investmentnews.com/biden-presidency-esg-friend-199123>)と言う。ただ高コストとなる「グリーン・ニュー・ディール」は提案していない(グリーン・ニュー・ディールについては 2020 年 11 月 25 日付日本版 ISA の道 その 322～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201125.pdf)。

2020 年 7 月 14 日に「再建はよりよいモノに、クリーン・エネルギーの未来を/We're Going To Build Back Better and Create a Clean Energy Future」として出している通り(Joe Biden for President: Official Campaign Website～ <https://joebiden.com/2020/07/14/were-going-to-build-back-better-and-create-a-clean-energy-future>)、E/環境を使った再建、ESG と言うより E のクリーン・エネルギーを使った「BBB/Build back better/再建はよりよいモノに」を目指している様だ。



(出所: 2020 年 7 月 9 日に米ペンシルベニア州で演説するバイデン氏
ロイター～バイデン氏は「BUILD BACK BETTER BIDEN」と言っている)

「コロナ禍からの復活過程で ESG に代わって、投資家の間で企業の『BBB/Build back better/再建はよりよいモノに』への取り組みに注目が集まる可能性がある。…(略)…。政治家はコロナ禍で瀕死の状態にある経済を立て直す為に、いかなる犠牲を払っても経済成長を実現しようと試みる可能性がある。企業の多くも収支が悪化する中で、『もうサステナビリティを重視することはできない』と考えるようになるかもしれない。原油価格暴落を受けて再び使用量が増える懸念もある。だが、原油価格暴落が炭素税導入をしやすい環境を作り出す。古いインフラが最新の環境基準に対応した新しいモノへと更新される可能性もある。世界が国境を越えてつながった存在である事が理解された。消費者が利便性を諦める事を学んだ。ニューヨーク州のクオモ/Cuomo 知事は、『Build it back better』と言う標語を使い始めた。コロナ前の生活に戻るのではなく、コロナ後は環境にも人々にも優しい生活を実現しようと言う。クオモ氏の標語は、ヒット映画『ブリジット・ジョーンズの日記』などで知られる著名な脚本家リチャード・カーティス/Richard Curtis 氏が先月、英国で行ったテレビ会議で披露した『Build back better』というフレーズに似ている。その頭文字をとった BBB は ESG と同様にわかりやすく覚えやすい。今後、企業や投資家の間で BBB と言う言葉を聞く事が増えそうだ。」(2020 年 4 月 22 日付 FT「Covid-19 casts pall over Earth Day; Green bonds stand strong; Shake Shack does the 'other' right thing」～ <https://www.ft.com/content/5ed80a3b-09b7-439b-96bc-231c33dc5907>)と言われている。

尚、バイデン次期大統領はパリ協定に再参加する事、2050年までに経済全体で温室効果ガスのネット排出量(二酸化炭素/CO2 排出量と吸収量合わせたもの)をネットゼロとする宣言は議会無しで可能だ。だが、公約にするには上院の支援が必要。2035年までの温室効果ガスのネット排出量を電力分野でゼロにする事は議会無しで環境保護庁/Environmental Protection Agency/EPAが規制出来る。だが、税金と国境コスト調整/Border Cost Adjustments/BCAを含むパッケージには上院の承認が必要である。

ESGについては、2020年11月6日付日本版ISAの道 その320「ESGはETF以来の革命、欧州でUCITS以来の最も重要な進化!? 米大統領選の結果により、米年金のESGルールはどうなる? ~今は世界のESG投信データ等、ESGについて幅広く調査・研究をしていく時(欧米の政治などをしっかり見ながら)~」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201106.pdf)も参照の事。

※2: 共和党主導フィデューシャリー・デューティー・ルール~鍵となる5パート・テスト/five-part test~...

2020年6月29日に米国労働省/U.S. Department of Labor/DOLは新しいDOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール「投資アドバイスの改善及び労働者・退職者の金融選択増強/Improve Investment Advice And Enhance Financial Choices for Workers and Retirees」当初案を出し(<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20200629>)、2020年12月15日に最終案を出した(<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20201215>)。「最終案が官報/Federal Registerに掲載(公布)されるのは数日後に発生する可能性がある/published in the Federal Register, which could occur in a few days。公布から60日後にルール施行となるが、バイデン政権が延期、その間にパブコメをしてルール撤回をしそうである。」(2020年12月15日付InvestmentNews「DOL may be too late with final fiduciary rule」~<https://www.investmentnews.com/dol-may-be-too-late-with-final-fiduciary-rule-200459>)とされている。

同ルールはDOL/労働省は2020年6月30日から遵守されているSEC/証券取引委員会の最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BIと一致する事を目的としている。

労働長官のスカーリア/Scalia氏等は「退職口座(IRA/個人退職勘定、401k等企業型確定拠出年金など)の投資アドバイスにおいて、ERISA/従業員退職所得保障法が投資顧問業者/投資アドバイザーに対し禁じている取引等を認める(免除する)『禁止取引適用除外/Prohibited Transaction Exemption/PTE』(販売手数料/コミッション、12b-1手数料/代行手数料、キックバック等)を提案する。これにより、労働者・退職者は、より多くの金融選択のメリットを受けよう。この最善の利益基準はReg BIと一致させている。同ルールは第5巡回連邦控訴裁が無効とした2016年DOLフィデューシャリー・ルール・パッケージの時のガイダンスをベースとしたものとなり、その『公平な行為基準』を適用する。最善の利益で行動をする限り、投資顧問業者/投資アドバイザーは第三者の支払い等を受ける事が可能とする。ERISAでフィデューシャリー・デューティーのかかる投資顧問業者/投資アドバイザーの定義は変えていない。その為の『5パート・テスト/five-part test』はそのまま残っている。」と言っている(2017年5月22日付DOL「米労働省からの新しいフィデューシャリー・ルールのガイダンス及びReg BIについて」は後述)。

同ルール案の鍵となる「5パート・テスト」は次の5つを全て満たした場合、投資顧問業者/投資アドバイザーにフィデューシャリー・デューティーがかかると言うものだ。「1. 証券等の価値/value of securities or other property についてのアドバイスもしくは推奨、2. 定期的/On a regular basis、3. プランもしくはIRAオーナーの下記4.と5. についての同意・取り決め・理解、4. 投資アドバイスがプランもしくはIRA資産の主な投資決定/primary basis for investment decisions、5. 投資アドバイスがプランもしくはIRAの退職口座の特定の要望に合うだろう事」(<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact-sheets/improving-investment-advice-for-workers-and-retirees>)。

「2. 定期的」が重要。長年積み上げた 401k から IRA/個人退職勘定へ移換/ロールオーバーする事(毎年数十億ドル)は退職者にとって極めて重要な判断だが、1 回きりの取引なので「2. 定期的」ではなく、フィデューシャリー・デューティーがかからないとされる事がある(証券はもちろん保険でも)。ただ、この 1975 年に出来た「5 パート・テスト」は 2016 年 DOL ルールで「廃止された」。

「フィデューシャリーであるかどうかを決定する 40 年以上前に設立された 5 パート・テストは、オバマ政権の規制によって廃止された後、提案の前文で復活した。」(2020 年 9 月 3 日付 InvestmentNews「DOL advice proposal criticized by both sides at hearing」～ <https://www.investmentnews.com/dol-advice-proposal-criticized-by-both-sides-at-hearing-196727>)。民主党主導だった DOL の 2016 年 DOL ルールでは「**1. コミッションやフィーを得ての直接または間接の投資アドバイス、投資戦略やポートフォリオの推奨、ロールオーバーや分配の推奨等を行うとフィデューシャリー・デューティー。2. 特定の者に個別投資の推奨を行うとフィデューシャリー・デューティー。**」で、ロールオーバーは証券でも保険でもフィデューシャリー・デューティーがかかる事となっていた(2016 年 4 月 18 日付日本版 ISA の道 その 138～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.160418.pdf>)。ただ、2016 年 DOL ルールは 2018 年に無効となった(2018 年 9 月 25 日付日本版 ISA の道 その 238～(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180925.pdf>))。

専門家は次の通り言っている。支持する意見として「FSI/Financial Services Institute/金融サービス協会(米国の独立ブローカー・ディーラー業界団体)のブラウン/Brown プレジデント&CEO は『この規制はメインストリート(金融以外の産業あるいは米国各地)の米国人が彼らのファイナンシャル・ゴールを達成するのに必要な品質と手頃な価格/affordable のファイナンシャル・アドバイスへのアクセスを確保する。』(2020 年 6 月 29 日付 ThinkAdvisor「DOL Rolls Out Revised Fiduciary Rule」～ <https://www.thinkadvisor.com/2020/06/29/dol-proposes-wider-exemptions-in-fiduciary-rule/>)、**「米国 ICI/米国投資信託協会のスティーブンス/Stevens プレジデント兼 CEO は DOL/労働省の新しいフィデューシャリー提案について『退職口座等で貯蓄しているかどうかにかかわらず、全ての投資家にとっての(思慮深い)注意義務を整理する為の重要なステップになる。一貫した基準で効率性を高めて投資家の選択とアドバイスへのアクセスを維持しつつ、より良いパフォーマンスを達成する事に役立つだろう。』(2020 年 6 月 30 日付 ICI「ICI Welcomes Labor Department's Fiduciary Proposal」～ https://www.ici.org/pressroom/news/20_news_fiduciary)。**

批判する意見として「Reg BI は 401k 等企業型確定拠出年金から IRA への移換/ロールオーバーもカバーしている。米国の消費者団体で構成される米消費者連盟/CFA のローパー/Roper 女史は『SEC は Reg BI がフィデューシャリー・スタンダードでないと言う。つまり、この新しい規定はフィデューシャリー・スタンダードの大幅引き下げである。また、5 パート・フィデューシャリー・テストの再出現は投資アドバイスの定義の抜け穴の再開である。企業はフィデューシャリー・スタンダードで運営するか、フィデューシャリー・スタンダードを放棄するかを選択出来る。』と言う。』(2020 年 6 月 29 日付 InvestmentNews「DOL proposes new standard to replace vacated fiduciary rule」～ <https://www.investmentnews.com/labor-department-standard-replace-fiduciary-rule-194596>)。

2020 年 8 月 14 日に民主党上院議員 3 人(エリザベス・ウォーレン/Elizabeth Warren 女史、パティ・マレー/Patty Murray 女史、ティナ・スミス/Tina Smith 女史の保健・教育・労働・年金委員会メンバー)がスカリア長官にパブコメの操作と改ざんの可能性がある事を示す書簡を送った(スカリア長官は対応を約束)。

以下、共和党主導フィデューシャリー・デューティー・ルールがベースとした 2017 年 5 月 22 日付 DOL「米労働省からの新しいフィデューシャリー・ルールのガイダンス」及び「同 FAQs/よくある質問」である(2017 年 6 月 5 日付日本版 ISA の道 その 184～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.170605.pdf>)。

① ~③の「公平な行為基準/Impartial Conduct Standards」(のみ)が適用される(FAQs の p.1~2)。

①投資アドバイスは退職口座投資家の最善の利益による投資アドバイスである事/Give advice that is in the “best interest” of the retirement investor.

②リーズナブルな報酬を超えない事/Charge no more than reasonable compensation.

③取引及び報酬、利益相反においてミスリードする言葉を使わない様にする事/Make no misleading statements about investment transactions, compensation, and conflicts of interest.

「公平な行為基準」の②リーズナブルな報酬だが、長期のコンプライアンス・ソリューションとして、多くの会社はミューチュアルファンドではクリーン・シェアを顧客の利益相反を軽減する手段として検討しよう(FAQs の p.6、クリーン・シェア…販売手数料も 12b-1 手数料/代行手数料もキックバックも無し~2017年6月5日付日本版ISAの道 その184~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_170605.pdf)。

しかしクリーン・シェアはブローカー(投信や保険等の販売会社)への販売に関するコミッションの支払い分を含まない為、Tシェアを検討するだろう(Tシェア…全てのファンド分類で販売手数料最大 2.5%、12b-1 手数料/代行手数料年 0.25%、キックバック無し~2017年6月5日付日本版ISAの道 その184~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_170605.pdf)。つまり、**Tシェアクラス(とクリーン・シェア)でブローカーは販売に関するコミッションを徴収すれば「リーズナブルな報酬」となり、問題無い事となる。**

以上について、**DOL ルールが資産/AUM5000 万^{ドル}/約 56 億円未満の小さな退職口座プラン(基金)に対するブローカーのアドバイスを対象**としている事は、DOL ルール最終案と同じである。資産/AUM5000 万^{ドル}以上の大きな退職口座プラン(基金)については「自主フィデューシャリー/independent fiduciaries」と言う事で、DOL ルールの対象とならず、ブローカー/販売会社のアドバイスなどについて販売手数料等は可能となっている(FAQs の p.9~10)。

原文(英語)は 2017 年 5 月 22 日付 DOL「米労働省からの新しいフィデューシャリー・ルールのガイダンス/New fiduciary rule guidance from US Labor Department」(<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20170522>)及び同 FAQs/Frequently Asked Questions/よくある質問(<https://www.dol.gov/sites/default/files/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/faqs/transition-period.pdf>)にある。

※3: ミッドナイト・レギュレーション/midnight regulations…



「ミッドナイト・レギュレーション/midnight regulations」と飛ばれる規制/ルールの駆け込み提案/ラッシュは与党が野党になる政権交代時にある事で、カーター民主党政権がレーガン共和党政権に政権交代する時に始まった。その後、レーガン共和党政権を受け継いだブッシュ(父)共和党政権がクリントン民主党政権に政権交代する時、ブッシュ(子)共和党政権がオバマ民主党政権に政権交代する時、オバマ民主党政権がトランプ共和党政権に政権交代する時にも起きている。

次期大統領は 1 月 20 日正午の就任後にすぐ、全ての連邦機関・省庁に次期政権による見直しを実施されるまで前政権の規制/ルール案に関する作業などを停止する事が出来、新しい省庁のヘッドによって撤回する事が出来る。

ただ、規制/ルールの最終案が官報/Federal Registerに掲載(公布)されている(最終化している)と、規制/ルールは有効となっており、新しい大統領は施行を止める事が出来ない(撤回も出来ない)。公布された最終案撤回は議会が議会審査法/Congressional Review Act/CRA(議会が省庁の規制/ルールを審査する法律)を適用、上下両院で無効と決議し、大統領が拒否しなければ可能となる。ただ共和党が上院の多数派である限り、バイデン次期大統領がCRAを使ってトランプ時代の規則を撤回する事は極めて難しくなる(民主党議員の離反を避けつつ共和党議員の離反を摸索する)。「公布から60日後にルール施行となるが、新しい政権が延期、その間にパブコメをしてルール撤回をする」(2020年12月15日付InvestmentNews「DOL may be too late with final fiduciary rule」～ <https://www.investmentnews.com/dol-may-be-too-late-with-final-fiduciary-rule-200459>)事も考えられる。現政権は次期大統領の就任する1月20日に消えるかもしれない最終案(ミッドナイト・ファイナル・ルール/midnight final rules)を出し公布を待つ事となる。

シンデレラ/Cinderellaの魔法が真夜中(午前零時)に消える様に現大統領の権力が1月20日正午(午後零時)に消える事から、「シンデレラ効果/Cinderella Effect」とも言う。

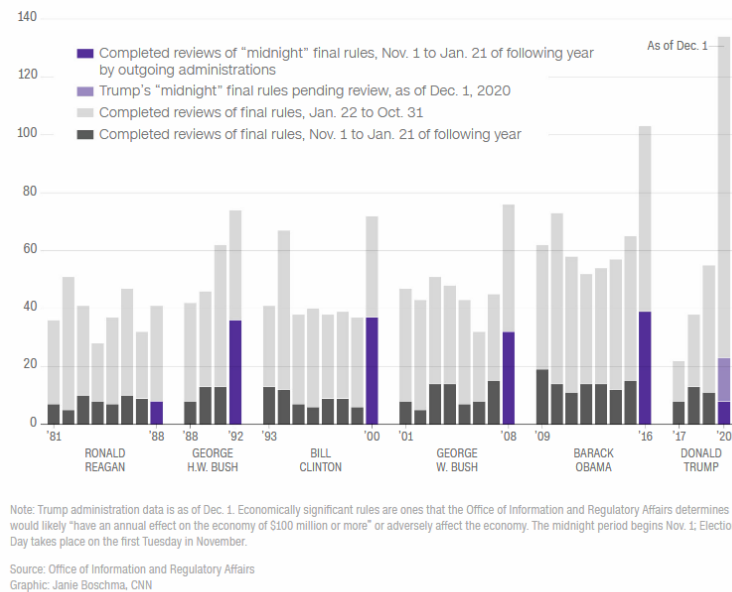
「2020年6月29日に公表されたDOL FDルールは行政管理予算局/Office of Management and Budget/OMBが変更を迅速に承認したとしても、新しい規則は次期政権によってミッドナイト・レギュレーションとして取り消されるになるだろう/Even if the OMB approves the changes quickly, however, the new rules would be published during the final 60 days of the current administration, which would make them “midnight regulations” that are subject to rescission by the incoming administration, which is very likely。」(2020年12月7日付InvestmentNews「End the confusing muddle of advice standards」～ <https://www.investmentnews.com/end-the-confusing-muddle-of-advice-standards-200053>)。

「トランプ政権は今、退任する政権にありがちなミッドナイト・レギュレーションを急ぐ。トランプ政権は大統領選挙前に既に2020年、記録的な111の規制/ルールを最終化、15の規制/ルールの最終化を待っている。15の規制/ルールのほぼ半数が大統領選挙日以降に提出されている。最終化とは規制/ルールの最終案が官報/Federal Registerに掲載(公布)される事であり、それまで規制/ルールは有効とならない。新しい大統領は官報/Federal Registerに掲載(公布)を停止する事でどの最終案も施行を止める事が出来る/A new president can stop any impending final rules from being enacted on day one by halting their publication in the Federal Register。それ以外の規制/ルール案は新しい省庁のヘッドによって撤回する事が出来る/Anything pending can be withdrawn by the new agency heads。公布された最終案撤回は議会が議会審査法/Congressional Review Act/CRA(議会が省庁の規制/ルールを審査する法律)を適用、上下両院で無効と決議し、大統領が拒否しなければ可能だ。ただ共和党が上院の多数派である限り、バイデン次期大統領がCRAを使ってトランプ時代の規則を撤回する事は無理だろう。

」(2020年12月6日付CNN「Trump administration pushes 'midnight regulations' after breaking records for final-year rulemaking」～ <https://edition.cnn.com/2020/12/06/politics/trump-midnight-regulations-record-rulemaking/index.html>)。

Trump administration has already reviewed the most final rules in its last year

Before the election, the Trump administration had already completed reviews of a record 111 economically significant final rules — more than any other administration in its final year. Since Nov. 1, the administration has finished eight economically significant final rules. Another 15 are under review.

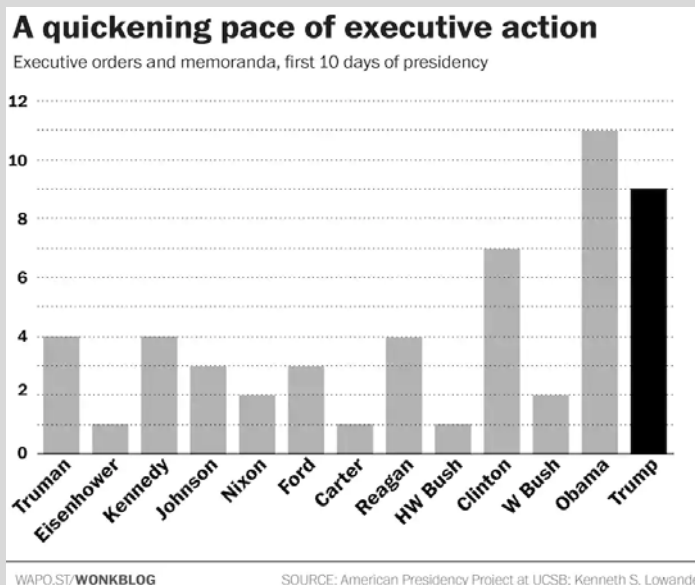


(出所: 2020年12月6日付 CNN「Trump administration pushes 'midnight regulations' after breaking records for final-year rulemaking」)

※4: 米国の大統領令(行政命令/executive orderと大統領覚書/presidential memorandum)の実効性…



大統領令は議会承認を得る事無く、大統領が各省庁や軍に発する命令の事。大統領令には行政命令/executive orderと大統領覚書/presidential memorandumと言う異なる形式の命令が含まれている。大統領覚書は行政命令と違い官報への記載義務が無く、根拠法を明示する必要が無い。行政命令も大統領覚書も同じ効果を持つ。大統領覚書を多用したのがオバマ前政権である。



(出所: 2017年2月1日付 Washington Post「How Trump's first batch of executive actions stack up against Obama's - The Washington Post」)

大統領に従わない場合、各省庁や軍のトップを解任出来る(上院未承認など空席の場合、長官代行を解任出来る)。トランプ大統領は2017年1月20日の就任早々、大統領令を連発した。オバマケア/医療保険制度改革法の見直し、環太平洋経済連携協定/TPPの離脱、一部イスラム圏市民の入国禁止、米政府全体の規制を緩和、そして、金融規制改革法/ドッド=フランク法(ボルカー・ルール)と労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール(以下、DOLルール)の見直しである。

ただ、大統領令を執行するにも、DOL/労働省などの長官や次官など主要スタッフが揃って、告知と意見聴聞を行ってパブコメの上での延期となる。パブコメ期間だけでも行政手続法/APA上、30日以上、クリントン政権での大統領令で60日以上となっている。ちなみに「2009年、オバマ民主党政権は、ブッシュ共和党政権末期に作られた投資アドバイスに関するルールを最終的に三度も延期、パブコメを得て撤廃、そして修正したものを再提案している。」(2017年1月23日付InvestmentNews「Two possible routes Trump could take to delay DOL fiduciary rule」～「<http://www.investmentnews.com/article/20170123/FREE/170129985/two-possible-routes-trump-could-take-to-delay-dol-fiduciary-rule>」)。

またSEC/証券取引委員会などの独立監督機関は大統領令に従うかどうかを選択出来る。独立監督機関に共和党の理事や委員が多く残っている場合、大統領令に従わない選択をする可能性がある。さらにルールには独立監督機関が多々ある。例えば、ドッド=フランク法の中核であるボルカー・ルールの監督機関は、FRB/米連邦準備制度理事会議長、OCC/米通貨監督庁長官、SEC/米証券取引委員会委員長、FDIC/米連邦預金保険公社総裁、CFTC/米商品先物取引委員会委員長の5つだ。

議会が大統領令を覆す法律や修正する法律を成立させる事が出来るが、上院はともかく、下院は民主党が過半数を占めているのでそれは無さそうである。

最高裁が大統領令の違憲判断をする事が出来る。2020年10月26日以降、最高裁判事(終身制)は全9人中、保守派/共和党6人(トランプ共和党大統領指名3人)でリベラル派/民主党3人となっている。2020年9月18日まで保守派/共和党5人(トランプ共和党大統領指名2人)でリベラル派/民主党4人だったものの共和党のロバーツ最高裁判所首席判事/最高裁長官がリベラル派/民主党に加担する事も多かったが(ロバーツ長官はブッシュ元共和党大統領指名で、ブッシュ氏はトランプ大統領不支持)、2020年9月18日以降、保守派/共和党5人でリベラル派/民主党3人となり、ロバーツ長官のリベラル派加担で決着付かずとなり、2020年10月26日以降、ロバーツ最長官がリベラル派に加担しても保守派/共和党の判断となる可能性が高くなっている。

2017年2月6日付日本版ISAの道 その171「米国の大統領令で市場が揺れ動く2017年1月! 2月はドッド=フランク法(ボルカー・ルール)とDOLフィデューシャリー・ルールにも大統領令! その中、NISAの既存投資家も新規投資家もネット証券の投資家も総じてグローバル株を志向!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170206.pdf)

以上

三菱 UFJ 国際投信【投信調査コラム】日本版 ISA の道 バックナンバー…

「 <https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html> 」、

「 <https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html> 」

～Google 等で「投信調査コラム」もしくは「日本版 ISA の道」と検索～

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡する最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。