トランプ二次政権下のアメリカ資本市場規制

若園智明

一、はじめに

昨年一一月の選挙を受けて、ドナルド・トランプが第四七代合衆国大統領に復帰するとともに、共和党が連邦議会の両院で過半数の議席を占めた。[1] 本年一月から始まったトランプ二次政権ならびに連邦議会第一一九会期において、アメリカの資本市場は、どのような変化をみせるのであろうか。

本稿は、一次政権時（二〇一七年一月から二〇二一年一月）の資本市場に関連する主な政策をふり返りつつ、今回の大統領選挙期間中にトランプ候補や共和党が提示したアジェンダ（政策の宣言）を参照して、二次政権におけるアメリカ資本市場規制を考えてみる。

バイデン前政権時代の米証券取引委員会（SEC）は、ゲンスラー委員長の下で規制や規則を積極的に提案した。証券決済期間の短縮化など市場取引の効率化を目的とした規制が評価される一方で、例えば気候変動リスクの開示規則（二〇二四年三月最終規則化）のように政治色を理由として強い反発を受けて提訴される規制・規則も多かっ

た。昨年末の時点で、ＳＥＣは共和党系の州や業界団体などとの間で九つの訴訟を抱えている。

本稿は、続く第二節でトランプ一次政権時代を回顧し、第三節で先の大統領選挙期間中にトランプ候補や共和党が提示したアジェンダを参照しながら二次政権下のアメリカ資本市場規制を考える。

本稿執筆時点で、①年金等によるＥＳＧ投資の抑制、②暗号資産規制の明確化などがトランプ二次政権下で実行されるであろう。すでに暗号資産に関しては、本年一月の大統領令により、国家経済会議（ＮＥＣ）の下にＳＥＣや財務省などの関連する連邦機関の長をメンバーとする「デジタル資産市場に関する大統領ワーキング・グループ」が設置されている。同大統領令は、デジタル資産にかかわる規制等の調査およびこれら規制等の修正や撤回等に関する勧告の取りまとめを各連邦機関に求めている。

このようなデジタル資産への積極的な取り組みとともに、一次政権時と同様に、資本市場規制の効率化やスタートアップ企業の育成策の実施が予想される。

二、トランプ一次政権と資本市場

最初に、一次政権時のアメリカ資本市場をふり返ってみよう。

⑴　ユニコーン企業の勃興

トランプが第四五代合衆国大統領に就任した直後（二〇一七年一月二三日）のＳ＆Ｐ５００の終値は二、二六五・二〇ポイントであり、退任時（二〇二一年一月二〇日）に同値は三、八五一・八五ポイントまで上昇していた。COVID-19の感

染拡大による株価暴落を受けてなお、四年間の株価上昇率は七〇％を超え、バイデン時代の約五六％を上回っている。短絡的に株価上昇率だけで比較してみれば、トランプ一次政権はバイデン政権よりも評価できよう。

私見であるが、この時代のアメリカ資本市場を振り返ると、評価額が一〇億ドルを超える未公開企業を指す「ユニコーン企業」の勃興が最も印象に残る出来事であった。米国の上場企業数が伸び悩む一方で[2]、スタートアップ企業の躍進は注目され、これらの育成を渇望するわが国でもその要因は分析の対象となっている。

ピッチブック社の調べによると、二〇一六年末時点で米国内のユニコーン企業数は約九〇社であったが、二〇二〇年末時点では約二五〇社まで急増している。例えば、当時はユニコーンに分類されていたロビンフッド社（ネット専業証券会社）やエアービーアンドビー社（宿泊業）、リビアン社（電気自動車）などは現在では公開企業となっている。スペースX社は引き続き未公開企業であるが、高い成長力を維持してデカコーン（同一〇〇億ドル超）と呼ばれる巨大企業となっている。ウイワーク社などのように経営破綻した例もあるが、ベンチャー・キャピタルやPEファンドによる積極的な投資が、この時期の未公開企業の急速な拡充を支えていた。私募調達にかかる規制が緩やかであることが投資を呼び込み、このような現象をもたらした要因の一つであることは明白である。

この点を踏まえて、当時のアメリカ資本市場に関連する施策として、ドナルド・トランプが発した大統領令とSECが公表した主な最終規則をみてみよう。

図表１　トランプ１次政権の最初に公表された大統領令

番号	発令	タイトル
13771	2017年１月	規制の緩和と規制コストの抑制
13772	2017年２月	合衆国金融システム規制におけるコア原則
13777	2017年２月	規制アジェンダの要求

⑵　大統領令（エグゼクティブ・オーダー）

大統領令とは合衆国憲法の第二条が大統領に与えている執行権を根拠に、連邦機関（および合衆国軍）に対して発令される行政命令である。トランプが第四五代合衆国大統領に就任した直後に、資本市場規制に関連する重要な大統領令が複数公表されている（図表１）。

このうち、大統領令一三七七一は新たな規制の制定において発生する費用の相殺を各連邦機関に要求している。また、大統領令一三七七二が提示する七つのコア原則には、退職に向けた資産形成の促進（原則一）、規制の影響分析の厳格化（原則三）、効率的かつ効果的な規制（原則六）、規制当局の説明責任（原則七）が含まれている。これらの他にも労働省長官に対して、同省が進めていたブローカー・ディーラー等に受託者責任を適用する規則の見直しを求めた大統領覚書（プレジデ

ンシャル・メモランダム、二〇一七年二月）も出している。

前述したユニコーン企業の増加と、トランプ大統領の方針は整合的であろう。効率性と効果が資本市場の規制に対して強く求められ、過度な規制の適用が回避されたことが、スタートアップ企業の資本調達の活発化にも繋がったのではないか。ただし、これらはトランプ大統領の私的信条と呼ぶよりは伝統的な共和党の方針に則った施策と言うべきであろう。

今回の大統領復帰後も、大統領令「規制緩和による繁栄」（二〇二五年一月三一日）では、新たな規制一つにつき既存の一〇の規制を撤廃の対象とすることを求め、また「すべての政府機関に対する説明責任の確保」（二月一八日）では、ＦＲＢの金融政策を除いて、すべての連邦機関が発令する新たな規制は官報に掲載される前にホワイトハウスの情報規制局（ＯＩＲＡ）の審査を受けるよう求めている。ＳＥＣなどの独立規制行政庁の行為は個別に連邦法が定めており、この大統領令の対象に独立規制行政庁が含まれていることは法的にも疑問であるが、ドナルド・トランプの姿勢に変化はないことは確認できよう。

⑶ 米証券取引委員会（ＳＥＣ）の最終規則

一次政権時代に米資本市場の監督当局であるＳＥＣが定めた主な最終規則をみてみよう（図表２）。当時のＳＥＣ委員長はジェイ・クレイトンである（在任期間は二〇一七年五月から二〇二〇年一二月）。

これらの中で最も注目すべきは、レギュレーションＢＩ（ベスト・インタレスト）であろう。この新たな規制は、ブローカー・ディーラーの推奨行為にも受託者責任を求めている。しかしなが

図表２　クレイトンSEC委員長時代に採択された主な最終規則

2018年７月	レギュレーションATSの見直し
2018年11月	登録投資会社の報告の近代化
2018年12月	NMSの取引手数料パイロット・プログラム
2018年12月	レギュレーション A（小規模私募）の規則改正
2019年６月	レギュレーションBI（ベスト・インタレスト）
2019年６月	フォームCRSの見直し（Reg.BI を受けた追加開示）
2019年８月	レギュレーション S-Kの見直し （企業開示の簡素化、MD&A開示の見直し等）
2020年４月	対象決済機関の定義の見直し
2020年７月	議決権行使助言会社に関する規則の見直し
2020年８月	自衛力認定投資家の定義見直し
2020年９月	内部告発者プログラムの見直し
2020年11月	ETFや投資信託のデリバティブ利用に関する見直し
2020年11月	小規模私募に関する包括的な見直し （レギュレーションAやクラウドファンディング）
2020年12月	NMSの相場・取引情報の収集等にかかる近代化

（注）SEC単独の規則のみ。

らこの新規制は、二〇一〇年のドッド・フランク法がブローカー・ディーラーに対して投資アドバイザーと同様の行動規範と信認義務を課すことを求めていたことを考慮すると、相当にマイルドな（現実的な）規制内容となっている。

この他の最終規則では、小規模私募の要件や、私募に応じることが可能な自衛力認定投資家（プロ投資家）の定義の見直しにも注目すべきである。

キングスクラウド社の調査によると、小規模私募を定めるレギュレーションAとレギュレーションCF（クラウドファンディング）による調達は、二〇一八年から二〇二一年にかけて急速に伸びていた。しかしながら、これら小規模私募による調達は二〇二一年がピークとなり、その後は減少傾向となっている点が興味深い(3)。クレイトン委員長時代のSECの規制対応は、スタートアップ

企業の調達行為を容易とし、現在のアメリカにおける隆盛の礎にもなっていたと言えよう。

このようにトランプ一次政権時において、SECによる厳格な規制の適用は少なく、むしろ資本市場の活性化を促す活動が目立っていた。ただし、二〇一七年夏頃より急速に増加したイニシャル・コイン・オファリング（ICO）に対しては、SECが掲げる使命の一つである投資者保護を実践すべく強い規制態度で臨んでいる。

それでは、本年一月二〇日に発足したトランプ二次政権は、資本市場規制をどのように位置づけているのであろうか。

三、トランプと共和党のアジェンダ

トランプ二次政権の資本市場規制を考えるにあたり、先に大統領選挙期間中に提示されていた複数の材料をみてみよう。第一はトランプ自身が表明したアジェンダであり、第二は共和党が公開したアジェンダである。これらに加えて、保守系シンクタンクからも政策提言が公開されている。

(1) トランプ候補のアジェンダ(アジェンダ四七)

アジェンダ四七とは、ドナルド・トランプ自身が出演する四六本のビデオメッセージであり、二〇二二年一二月から動画の公開が始まった。それぞれの項目で大統領再選後の政策を語っている。ただし、これらショートメッセージは概要を述べるだけであり、その政策が必要とされる根拠や政策の実効性などに関する理論的（理性的）な説明は欠如している。この点で、トランプ大統領自身の思考や行動パターンは、一次政権時から大きな変化はないと推測される。このアジェンダ四七

は、①経済・エネルギー政策、②不法移民対策、③外交・安全保障政策、④行政改革、などから構成されており、不法移民の強制送還や国境管理の厳格化、メキシコや中国に対する関税等々、その多くは従来からの主張の繰り返しに過ぎない。

トランプ自身は、大統領選挙期間中にビットコインなどの暗号資産に対する寛容な態度を示しており、最初に述べた大統領令を公表しているが、金融・資本市場に関しては特に具体的な構想等を示してはいない。ただし、この四六項目のアジェンダの一つである「急進左派のＥＳＧ投資から米国人を守るために先頭に立ち続ける」（二〇二三年二月二五日公開）においては、バイデン政権時代の労働省の政策を批判し、４０１(k)、年金、退職口座におけるＥＳＧ投資の禁止を掲げている。

これも私見ではあるが、資本市場規制からみて注意すべきは行政改革に関連する事項ではないか。アジェンダ四七では連邦教育省の廃止を宣言しているが（現時点で職員が半減されている）、このような連邦機関の効率化を求める考えには注意が必要である。昨年一一月の大統領選挙後に、トランプ次期大統領は政府助言機関として政府効率化省（ＤＯＧＥ）の設立を公表し、同省のトップにイーロン・マスクを指名している（ただし、本稿執筆時点で公式なトップはグリーソン長官代行）。マスクは、連邦預金公社（ＦＤＩＣ）の廃止（機能を財務省へ移管）や、通貨監督庁（ＯＣＣ）等の監督機能を連邦準備制度理事会（ＦＲＢ）へ一元化する構想を示している。この他、一次政権時にも実施されたが、消費者金融保護庁（ＣＦＰＢ）の機能は停止されている。

このような連邦機関の効率化は、資本市場（証券）監督を担うＳＥＣと商品市場を担当する米商

品先物取引委員会（ＣＦＴＣ）との統合へと波及する可能性もあろう。ＳＥＣとＣＦＴＣの統合はかつて盛んに論じられていた。

(2) 共和党のアジェンダ

繰り返しになるが、一次政権時の資本市場規制は共和党の方針に則って執行されていたようにみえる。この点を踏まえて、今回の選挙期間中に共和党が掲げたアジェンダと、上院の銀行・住宅・都市問題委員会で多数党（共和党）が公表した委員会の優先事項をみてみよう。

前掲のアジェンダ四七とは別に、共和党は政党のアジェンダとして「二〇二四年 共和党の綱領 アメリカを再び偉大に！（全一〇章）」を公表している。全体的にアジェンダ四七と似通った内容であるが、その第一章と第三章において規制に対する態度を表しており、過度な規制を見直すとともに、当局に規制作成の透明性を強く求めている。また、第三章の第五節「チャンピオン・イノベーション」では、中央銀行デジタル通貨（ＣＢＤＣ）の発行に反対する一方で、デジタル資産に対しては国民が同資産を自由に取引する権利を持つべきであるとも述べている。

より具体的な共和党（連邦議会）の取組みとして、金融・資本市場の専門委員会の表明をみてみよう。

図表3は、上院銀行・住宅・都市問題委員会のティム・スコット委員長が本年一月に公表した「第一一九会期における委員会の優先事項」である。資本市場規制の観点から、①国民に対する金融リテラシーの推進、過剰な金融規制の抑制、連邦法による規制の費用便益分析（事項一）、②起業家や中小企業の資本アクセスを拡大し、個人投資家の投資機会を拡大、ＳＥＣに透明性と改革を

図表３　スコット委員長が表明した委員会の優先事項

事項１	金融包摂と機会の促進
事項２	手頃な価格の住宅を責任を持って推進
事項３	資本へのアクセスを拡大
事項４	デジタル資産のフレームワークの開発
事項５	経済国家安全保障の保護
事項６	強靭で回復力のあるコミュニティと保険市場
事項７	インフラ革新を促進するために地方団体を支援
事項８	連邦機関の監視

〔出所〕 Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Majority Press Releases, January 15 2025.

要求（事項三）、③デジタル資産の取引・保管に関する規制枠組みの構築（事項四）、④金融を監督する連邦機関に対する厳格な監視と説明責任の追及（事項八）などが、今後の委員会活動として注視すべきであろう。

特に事項三「資本へのアクセスを拡大」は、昨年の九月にスコット上院議員がスポンサーとなり提出された「アメリカのメインストリートを強化する法（法案番号S.5139）」の内容そのものである。この法案は第一一九会期で再提出されることが予想され、重要である。同法案の構成は図表４を参照願いたい。

(3) 保守系シンクタンクの政策提言

今回の選挙期間中に、保守系の著名シンクタンクであるヘリテージ財団が「プロジェクト二〇二五」を公表している。[4] ただし、ドナルド・トラン

図表４　「アメリカのメインストリートを強化する法」の主な項目

Sec.101	JOBS法の新興成長企業（EGC）の定義を緩和
Sec.102	年間50万ドル以下のマイクロ・オファリングを33年証券法の登録除外取引に追加
Sec.105	年間50万ドル以下のクラウドファンディングで要求される財務情報の簡素化
Sec.107	ファインダー（Finder）等のブローカー・ディーラー登録におけるセーフハーバー
Sec.201	自衛力認定投資家（プロ投資家）の定義の拡大
Sec.203	SECによる個人投資家の資本市場への参加状況、資本市場に関する教育等の調査
Sec.204	SECはクローズドエンド型会社によるプライベートファンド証券への投資を妨げてはならない
Sec.301	SECによる個人投資家向け財務諸表の可読性に関する調査
Sec.303	SECによる証券市場に関する経済データの公表
Sec.304	SECとFINRA（自主規制機関）によるIPO手数料に関する調査
Sec.305	発行体による株主提案の除外要件の緩和
Sec.401	SEC委員長の連邦議会における定期証言を義務化
Sec.403	SECの規制策定時のコスト・ベネフィット分析を厳格化

プはこの政策提言を公式には認めていないため、本稿では補完的な資料として参照するに留める。

この九〇〇頁を超える提言書は、個別の省庁ごとに取り組むべき事項とともに、対応する連邦議会の行動を挙げている。

ＳＥＣに対しては、気候変動リスクの開示規制を例に挙げ高コストな規制の撤廃を提言するとともに、①スタートアップ企業の資本調達を促進させるべく小規模私募規制の見直し、②自衛力認定投資家（プロ投資家）の定義見直し、③小規模募集の登録除外、④Ｐ to Ｐレンディングを連邦および州の証券法の適用外に、などを求めている。

この他に目を引いた提言は、ＳＥＣが監督する金融取引業規制機構（ＦＩＮＲＡ、証券業の自主規制機関）および公開会社会計監督委員会（ＰＣＡＯＢ）を廃止して、その機能をＳＥＣへ移管する提言である。

このような資本市場や規制における経済的な効率性の追求は共和党（保守系）の伝統的な信条であり、スタートアップ企業の育成の必要性はトランプ一次政権時から共通する問題意識であろう。

この項目ではＣＳＲ、ＥＳＧ、ＳＲＩ、多様性や持続可能性などを用いてＳＥＣがビジネスの目的を再定義することに、連邦議会は反対すべきと記している。

四、まとめにかえて：ＳＥＣの規制行動の変化

四月九日の上院本会議で、ポール・アトキンスが新たなＳＥＣ委員に選出された（委員長に就任予定）。三月二七日に上院委員会で開催された指名公聴会でアトキンスは、デジタル資産に関する規制の整備とともに、規制制定時の費用便益分析や効率的な規制の重要性について述べている。

本稿の本文執筆時点では、マーク・ウエダ委員がＳＥＣの委員長代行を担っており、彼の言動はトランプ二次政権下でのＳＥＣの方向性を明確に示している。

ＳＥＣが一月二一日に設置を表明した暗号資産に関するタスクフォースは、デジタル資産の包括的な規制フレームワークを進展させることを目的とするが、最初に述べた大統領令と整合的な活動となる。

ウエダ委員長代行の言動で顕著であるのは、バイデン前政権時代にＳＥＣが採択した規則に対する大幅な見直しであろう。

昨年三月に最終規則化された気候変動リスクの開示規則に対しては、本稿執筆時点において第八巡回区連邦控訴裁判所で裁判中であり規則の執行が差し止められているが、三月二七日の委員会で

ＳＥＣが裁判における同規則の擁護を行わないことが決議された。同規則についてウエダ委員長代行は「重大な欠陥があり、資本市場と経済に重大な損害を与える可能性がある」と批判しており、事実上の規則撤廃となる。また、昨年一一月にテキサス州北部地区連邦地裁が無効と判断した、米国債を高頻度で取引するヘッジファンド等をブローカー・ディーラーとして登録させる規則について、ウエダ委員長代行は控訴の取り下げを表明している。

さらには、株主総会における株主提案の取扱いに関してもバイデン政権時代の方針を覆している。バイデン政権時代にＳＥＣは、発行体の通常業務に関する提案や事業にとって経済的に重要ではない提案であっても、広範な社会的影響や倫理的な関心に関連する提案であれば総会議案からの除外を差し止める指針を出していた。これは、株主が望む環境や多様性への対応を発行体に促す目的があったが、ＳＥＣはこの指針自体を二月に撤回した。（ただし、これらのＳＥＣの方針の変更は、民主党系のクレンショウ委員により強く批判されている。）

この他ウエダ委員長代行は、クラウドファンディングの利便性向上や、中小規模企業の資本アクセスの改善について、ＳＥＣ内に設置された独立委員会で検討するよう要請し、ＳＥＣのスタッフにも規制の見直しを指示している。

このようにバイデン前政権時代の揺り戻しとともに、トランプ大統領や共和党が望むスタートアップ企業の資本へのアクセス向上への積極的な取り組みがみられる。

（注）

(1) 大統領選挙の結果はドナルド・トランプが三一二票に対

してカマラ・ハリスが二二六票。連邦議会選挙の上院の結果は、共和党が五三人に対して民主党が四七人（無所属の一人を含む）。下院は共和党が二一九人に対して民主党が二一五人（空席が一）。（下院議会には、この他に non-voting member が六席ある。）

(2) アメリカの上場企業数は、一九九六年のピーク時の八、〇九〇社から二〇一七年末時点で約三、五〇〇社まで減少していた。これは新規上場数の低迷とともに、M&Aにより上場を廃止する企業の増加が原因である。新規上場数は二〇二一年に一、〇〇七件と急増したが、この数字にはSPAC（特別買収目的会社）を用いて上場した六〇〇社以上が含まれている。

(3) キングスクラウド社の報告によれば、二〇一八年の調達額はレギュレーションAが約八〇〇万ドル、レギュレーションCFが約七、五〇〇万ドルに過ぎなかったが、二〇二一年はレギュレーションAで約五億四、〇〇〇万ドル、レギュレーションCFで約五億ドルが調達されている。二〇二一年から減少傾向となり、二〇二四年はレギュレーションAによる調達は約二億四、〇〇〇万ドル、レギュレーションCFが約三億四、〇〇〇万ドルの調達となっている。

(4) 正式名称は、Mandate for Leadership. The Conservative Promise, Project2025(Presidential Transition Project)。

（参考文献）

鈴木　裕（二〇二四）「トランプ2.0で激変する米国ESG投資政策」大和総研。
(https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20241107_024726.html)

（わかそのちあき・当研究所理事・主席研究員）