

JSRI Discussion Paper Series

No.2025-01

「トランプ 2 次政権下のアメリカ資本市場規制」

理事・主席研究員 若園 智明

January 2025

Japan Securities Research Institute

本稿は、2025年1月22日に執筆している。

本稿をバージョンアップさせたコラムを『証券レビュー』第65巻第5号（2025年5月刊行）に掲載する予定である。

一、はじめに

昨年11月の選挙の結果、第47代合衆国大統領にドナルド・トランプが選出されるとともに、連邦議会の両院においても共和党が過半数の議席を占めた（注1）。本年1月からのトランプ2次政権ならびに第119回連邦議会において、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、1次政権時（2017年1月から2021年1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政策の宣言（アジェンダ）を参照して、2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、ゲイリー・ゲンスラー委員長の下で規制・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（2024年3月最終規則化）のように強い反発を受ける規制行動も多かった。昨年末の時点で、SECは企業・業界団体や共和党系の州などとの間で9つの訴訟を抱えている。

本稿執筆時点で、トランプ2次政権で予想される資本市場規制としては、①年金等によるESG投資の抑制、②暗号資産規制の明確化、③米連邦取引委員会（FTC）によるM&A承認基準の緩和、④自社株買いに対する課税（買付金額の1%）の撤廃などが予想されている。これらの他、後述するトランプ大統領や共和党のアジェンダをみると、金融や資本市場の監督を担う連邦機関の効率化や、スタートアップ企業育成に関連する事項も有力な候補として挙げることができる。

続く第2節で、トランプ1次政権時代を回顧し、第3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まとめる。

二、トランプ1次政権と資本市場

最初に、1次政権時のアメリカ資本市場をふり返ってみよう。

(1) ユニコーン企業の勃興

トランプが第45代合衆国大統領に就任した直後である2017年1月23日のS&P500の終値は2,265.20ポイントであり、退任時（2021年1月20日）に同値は3,851.85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、4年間の株価上昇率は70%を超え、バイデン時代の約56%を上回っている。単純に株価だけを比較すれば、1次政権時代のアメリカ資本市場はバイデン時代よりも評価できよう。

この時代のアメリカ資本市場をふり返ってみると、評価額が10億ドルを超える未公開企業を指す「ユニコーン企業」の勃興が最も印象的であった。米証券取引所の上場企業数が伸び悩む一方で²⁾、未公開企業（スタートアップ企業）の増進は注目され、これらの育成を渴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、2016年末時点で米国内のユニコーン企業数は約90社であったが、2020年末時点では約250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（ネット専門証券会社）やエアビーアンドビー社（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社は変わらず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100億ドル超）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（2023年11月にチャプター11を申請）、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1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米証券取引委員会（SEC）が公表した主な最終規則をみてみよう。

（2）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2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45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）。

この内、大統領令13771は新たな規制の制定において発生するコストの相殺を各連邦機関に要求している。また、大統領令13772が提示する7つのコア原則には、退職に向けた資産形成の促進（原則1）、規制の影響分析の厳格化（原則3）、効率的かつ効果的な規制（原則6）、規制当局の説明責任（原則7）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令覚書（プレジデンシャル・メモランダム、2017年2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と考えられる。ただし、これらはトランプ大統領の私的信条と言うよりも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。

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

(3) 米証券取引委員会（SEC）の最終規則

この期間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）³⁾。当時の SEC 委員長はジェイ・クレイトンである（在任期間は 2017 年 5 月から 2020 年 12 月）。

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。

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。しかしながらこの新規制は、2010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託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、2018年から2021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2021年がピークとなり、その後は減少傾向となっている点は興味深い⁴⁾。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1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、2017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1つである投資者保護を實踐すべく強い規制態度で望んでいる。

それでは、本年1月20日に発足したトランプ2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2次政権を占う上で、大統領選挙期間中に複数の材料が提示されている。第1はトランプ自身が表明したアジェンダであり、第2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47）

アジェンダ47とは、ドナルド・トランプ自身が出演する46本のビデオメッセージであり、2022年12月から動画の公開が始まった⁵⁾。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して、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、1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47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、ほとんど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や暗号資産に対する寛容な態度をみせていたが、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 46 項目のアジェンダの 1 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」(2023 年 2 月 25 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。

資本市場規制の観点から注意すべきは、行政改革に関連する事項ではないか。アジェンダ 47 では連邦教育省の廃止を宣言しているが、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 11 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。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 (FED) へ一元化の構想を示している。

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があるだろう。SEC と CFTC の統合はかつて盛んに論じられていた。

(この他、暗号資産に関する大統領令を出すとの報道がある。)

(2) 共和党のアジェンダ

繰り返しになるが、1 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見える。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 47 とは別に、共和党は政党のアジェンダとして「2024 年 共和党の綱領 アメリカを再び偉大に! (全 10 章)」を公表している。全体的にアジェンダ 47 と似通った内容であるが、その第 1 章と第 3 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 3 章の第 5 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) の創設に反対する一方で、デジタル資産に対する政府機関の監視や管理に否定的であり、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、資本市場を対象とする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 1 月に公表した「第 119 回連邦議会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 1)、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 に透明性と改革を要求 (事項 3)、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 4)、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 8) などが、今後の委員会活動として注視すべきであろう。

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	強靱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.

特に事項3「資本へのアクセスを拡大」は、昨年9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119回連邦議会で再提出されることが予想され、重要である。この他、バイデン前政権時代に共和党議員が主導で提案した主要な法案を図表4でまとめている。

図表4 バイデン前政権時代に共和党議員が主導で提案した主な法案

1.	自衛力認定投資家の定義見直し法 (H.R.1579、2023年6月下院通過)
2.	資本へのアクセス拡充法 (H.R.2799、2024年3月下院通過) (スタートアップ企業の成長支援) (レギュレーションAやレギュレーションCFの見直し) (自衛力認定投資家の定義の緩和)
3.	21世紀金融革新・技術法 (H.R.4763、2024年5月下院通過) (暗号資産の監督権限)
4.	ウォーク政策からアメリカ人の投資を守る法 (H.R.5339、2024年9月下院通過) (年金等によるESG投資に制約)

(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2025」を公表している⁶⁾。ただし、ドナルド・トラン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 900 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）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 1 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：アトキンス新委員長

昨年の 12 月に、ドナルド・トランプは元 SEC 委員のポール・アトキンスを次の SEC 委員長に任命している。本稿が掲載される『証券レビュー』5 月号が出版される頃に、SEC は新委員長の体制となっているであろう。

本稿の執筆時点で、まだ連邦議会上院委員会でのアトキンス候補に対する指名公聴会は開催されていないが、SEC 委員時代にレギュレーション NMS（ナショナル・マーケット・システム）へ反対票を投じた際の声明などをみても、規制の効率性や規制制定時の費用便益分析を重視することが予想される。また、スタートアップ企業の育成促進にかかわる政策が早々に検討されることも予想され、その一方で、ゲンスラー体制での規制的試みの幾つかは白紙に戻されるであろう。

1 月 21 日に SEC のマーク・ウエダ委員長代理が暗号資産の包括的かつ明確な規制フレームワークを進展させる目的でタスクフォースを設置することを表明した。このタスクフォースは、暗号資産の母と呼ばれるヘスター・ピアース委員が先導する。バイデン前政権時代には、特に連邦議会上院の民主党議員が強固に反対をした暗号資産やデジタル資産に関する規制のフレームワークも、トランプ 2 次政権時に整備されることが期待される。

「注」

1) 大統領選挙の結果はドナルド・トランプが 312 票に対してカマラ・ハリスが 226 票。連邦議会選挙の上院の結果は、共和党が 53 人に対して民主党が 47 人（無所属の 1 人を含む）。下院は共和党が 219 人に対して民主党が 215 人（空席が 1）。（下院議会には、この他に non-voting member が 6 席ある。）

2) アメリカの上場企業数は、1996 年のピーク時の 8,090 社から 2017 年末時点で約 3,500 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 2021 年に 1,007 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 600 社以上が含まれている。

3) この期間の SEC の規制行動は、若園 (2018a)、若園 (2018b)、若園 (2020)、若園 (2021a)、若園 (2021b) で分析対象としている。合わせて参照願いたい。

4) キングスクラウド社の報告によれば、2018 年の調達額はレギュレーション A が約 800 万ドル、レギュレーション CF が約 7,500 万ドルに過ぎなかったが、2021 年はレギュレーション A で約 5 億 4,000 万ドル、レギュレーション CF で約 5 億ドルが調達されている。2021 年から減少傾向となり、2024 年はレギュレーション A による調達は約 2 億 4,000 万ドル、レギュレーション CF が約 3 億 4,000 万ドルの調達となっている。

5) アジェンダ 47 は、ドナルド・トランプが大統領に復帰した際に第 47 代合衆国大統領となることから名付けられた。

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

「参考文献」

鈴木 裕 (2024) 「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)

若園智明 (2018a) 「トランプ時代の米国金融規制：マクロプルーデンスを巡る議論」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 103 号、1-19 頁。

若園智明 (2018b) 「トランプ時代の米国金融規制：ボルカー・ルールの見直し」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 104 号、1-18 頁。

若園智明 (2020) 「Token Offering を巡る SEC の規制的対応」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 112 号、1-20 頁。

若園智明 (2021a) 「米国における私募市場へのアクセス改善：小口募集取引規制の見直し」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 115 号、3-20 頁。

若園智明 (2021b) 「米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 116 号、17-37 頁。