2026 年 11 月 11 日　全 8 頁

米国中間選挙で証券市場政策はどう変わるか

民主党の議会奪還でトランプ政権の規制緩和・反 ESG 政策にブレーキ

政策調査部　　主席研究員　　鈴木 裕

[要約]

■ 2026 年中間選挙で民主党による上下両院の奪還が確定したことで、第 2 次トランプ政権が進めてきた証券市場政策には強い政治的なブレーキがかかる。非財務情報開示を定める Regulation S-K の簡素化、四半期開示の緩和、気候関連開示規則や株主提案規則の廃止などについて、共和党が握る行政側が改革を進める一方、民主党が多数となる議会側が公聴会、予算、人事、監督等を通じて修正を迫る分割政府特有の対立が予想される。

■ とりわけ影響を受ける可能性が大きいのが、ESG、株主提案、議決権行使助言業者をめぐり共和党主導で進められている規制強化の行方である。共和党政権は、ESG 関連の株主提案を排除しやすくする政策に加え、株主提案制度そのものを縮小する改革を進めてきた。また、議決権行使助言業者に対しても、証券法、反トラスト法、企業年金法などの観点から規制・監督の強化を図ってきた。2027 年以降、民主党が多数を占める議会の下では、こうした政策を立法によって強化することは難しくなる。

■ ただし、2021 年のバイデン政権発足時のような ESG 政策への全面的な反転が直ちに起こるわけではない。共和党トランプ大統領の拒否権が大きな障壁となるため、当面の変化は、新たな民主党型規制の成立というよりも、共和党の反 ESG・規制緩和政策の進行速度を落とすこととなるだろう。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

共和党の敗北は何を変えるのか

2026 年の米国中間選挙で民主党が上下両院で多数党となることが確定した。2027 年以降、共和党の大統領と民主党が支配する議会が併存する以上、大規模な新法は成立しにくくなるだろう。しかし、議会による行政機関や金融業界への監督が強まる可能性は高い。

証券市場政策に関しては、気候変動関連開示をはじめとする企業の情報開示（ディスクロージャー）制度、株主提案制度、議決権行使関連の諸規制、ESG 投資など幅広い分野で共和党と民主党の政策は対立している。これらの政策は議会による立法だけでなく、証券取引委員会（SEC）、労働省（DOL）、司法省（DOJ）、連邦取引委員会（FTC）など行政機関による規則、解釈、執行方針を通じて進められているものも少なくない。このため、今後は、立法による共和党政策の強化が困難になる一方、民主党議会による行政機関への監督や政治的な牽制が強まり共和党政策の進捗にブレーキが踏まれるものと思われる。

企業の情報開示制度

第 2 次トランプ政権では、企業の情報開示制度の見直しが急ピッチで進められてきたが、民主党の政策とは少なからぬ相違がある。

SEC の Atkins 委員長は、非財務情報開示を規定する Regulation S-K について、40 年以上にわたって開示量が大幅に膨張した結果、投資判断等に重要ではない情報まで大量に開示されることで、重要な情報を埋没させる恐れがあるとの問題意識を示した [1]。膨らむ一方だった情報開示が、企業にとって過重な負担になっているだけでなく、重要な情報をかえって見えにくくしている懸念もあるとして、制度の見直しが進められてきたが、投資判断にとっての重要性をどのように考えるか、共和党と民主党の間には大きな相違がある。

情報開示制度に関する政策の注目点は次の 3 つだ。

第一は、四半期開示義務の緩和である。SEC は 2026 年 5 月、企業が四半期開示に代えて半期開示を選択できる規則改正案を公表した [2]。四半期開示を全面的に廃止するものではなく、企業は従来の四半期開示を継続することもできる。この政策には、企業経営における短期志向是正を図る目的がある。

四半期開示が企業や投資家を短期志向に陥らせているとする、いわゆる quarterly capitalism への批判は民主党にもあり、大統領候補だった Hillary Clinton 氏も 2015 年に問題提起していた [3]。したがって、民主党議会になったから半期開示案が当然に頓挫するとまではいえないものの、民主党の政策的な関心は開示頻度の緩和よりも企業行動の是正にある。バ

[1] SEC “Statement on Reforming Regulation S-K”（2026 年 1 月 13 日）
[2] SEC “SEC Proposes Amendments to Permit Optional Semiannual Reporting by Public Companies”（2026 年 5 月 5 日）
[3] 鈴木裕「機関投資家の短期志向と米国大統領選挙」（大和総研 なるほど金融『長期投資 VS 短期志向』第 14 回、2015 年 10 月 6 日）

イデン政権下では、自社株買いが企業経営における短期志向の表れであり、賃金上昇を阻み、成長投資の阻害要因となっているとして、自社株買いへの課税や自社株買いに関する情報開示の充実を進めてきた[4]。このような政策的な相違は、今後の四半期開示義務を撤廃する規則改正の行方に大きな影響を及ぼすものと思われる。

第二は、気候関連開示規則の廃止である。SEC は 2026 年 5 月、2024 年に採択された気候関連開示規則を全面的に撤廃する規則案を公表した[5]。現 SEC は、気候情報の重要性は企業ごとに異なるにもかかわらず一律の開示義務を課すことへの疑問、開示コスト、さらには SEC の法的権限そのものを問題視している。

ここは民主党との対立が最も鮮明になりそうだ。気候関連開示規則はバイデン政権下の 2024 年に採択されたが、訴訟を受けて適用が停止され、第 2 次トランプ政権下の 2026 年 5 月には規則全体の撤廃が提案された。今後、民主党議会は規則の廃止に反対し、廃止を提案した SEC の判断を厳しく追及するとみられる。

図表 1　米国気候関連開示規則の経緯

2024 年 3 月	SEC が気候関連開示規則を採択 気候リスク、対応戦略、財務影響の開示を義務化
2024 年中 （採択直後）	企業・州等から多数の訴訟提起 SEC は気候関連開示規則の適用を一時停止
2025 年 1 月	第 2 次トランプ政権発足
2025 年 3 月	SEC は気候関連開示規則をめぐる訴訟で規則を適法とする主張を取り下げ
2025 年 9 月	裁判所が SEC による規則の再検討等を待ち、訴訟の審理を一時停止
2026 年 5 月	SEC が気候関連開示規則の撤廃に向けた手続きを開始

（出所）脚注 5 資料等をもとに大和総研作成

第三は、非財務情報開示を定める Regulation S-K 全般のスリム化である。これについても民主党議会は、投資家にとって必要な情報まで削減されないかを追及すると考えられる。したがって、2027 年以降の開示政策は、開示コストと情報過多を問題視する現在の SEC と、投資家に必要な情報が失われることを警戒する民主党議会との対立の中で膠着することとなりそうだ。

株主提案制度

株主提案に関する今後の制度改正についても、中間選挙の影響は大きそうだ。

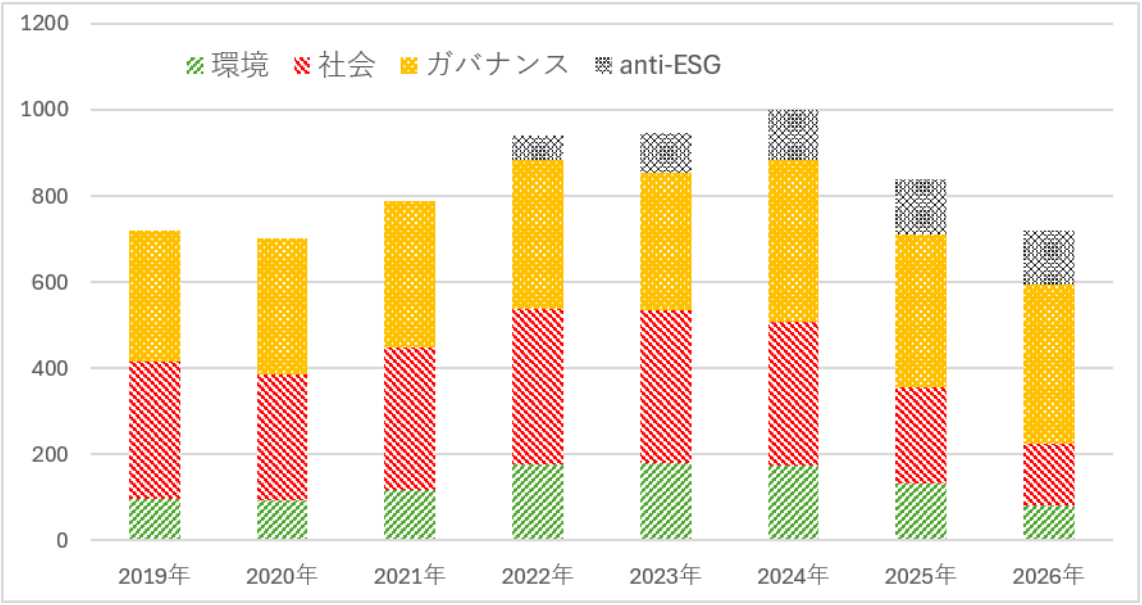
共和党政権での SEC は、環境・社会など ESG 関連を内容とする株主提案が企業に対してコスト要因になっていることに加え、株主総会を政治的対立の場としてしまっていることを問題視

[4] 鈴木裕「自社株買い課税で短期志向是正を図る米国」（大和総研 なるほど金融『長期投資 VS 短期志向』第 27 回、2022 年 8 月 19 日）
[5] SEC “SEC Proposes Rescission of Climate-Related Disclosure Rules”（2026 年 5 月 29 日）

し、株主提案を困難にする方向で政策を進めてきた。

バイデン政権時に変更された実務ガイドライン[6]は、環境問題や社会問題に関係する株主提案を広く許容するものであった。第2次トランプ政権発足直後の2025年2月にはSECがこれを再度変更し、環境・社会問題に関する株主提案を企業が排除しやすくした[7]。こうした政策対応もあって、バイデン政権下で増加した株主提案件数は、第2次トランプ政権下で減少に転じている【図表2】。さらに2026年9月には、株主提案制度を規定するSEC規則Rule 14a-8そのものの廃止を提案した[8]。株主提案の実体的制度設計は州会社法が担うべきで、連邦証券規制が事実上の株主提案権を創設することはSECの権限を超えるとの考えである。これにより、株主提案は各州の会社法と各社の定款等に従うことになるが、州法や各社定款等に株主提案の取扱いが明確に定められていない場合には、株主提案を行う機会が大幅に制約される可能性がある。

図表2　米国における株主提案の件数推移（提案数）



（注）集計対象は2021年まではS&P1500構成銘柄、2022年以降はRussell3000構成銘柄。

（出所）2024年-2026年はGeorgeson “A complete look at the 2026 Proxy season”（2026年9月30日）、2022年-2023年は同“A look back at the 2024 US proxy season”（2024年8月27日）、2019年-2021年は同“2021 Annual Corporate Governance Review”（2021年10月21日）をもとに大和総研作成

株主提案制度をめぐる政策は、政権交代ごとに揺れ動いてきた。民主党政権になると、環境・社会問題を内容とする株主提案を容易にする政策がとられる。これらの問題は、長期的には企業価値に影響を及ぼし得るものであり、株主の利害にかかわる以上、株主が経営に関与する手段としての株主提案の活用を進めるということだ。2027年からは民主党が両院を握るため、環境・社会問題に関する株主提案をさらに制限する政策の実現可能性は低下する。SECによる

[6] SEC “Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14L (CF)”（2021年11月3日）
[7] SEC “Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14M (CF)”（2025年2月12日）
[8] SEC “SEC Proposes Rescission of Shareholder Proposal Rule and Reforms to Proxy Solicitation Process”（2026年9月16日）

Rule 14a-8 廃止手続きが直ちに停止するわけではないが、民主党議会による公聴会、監督、予算審議、人事承認などを通じて政治的な牽制が強まると考えられる。

議決権行使助言業者規制

中間選挙によって、議決権行使助言業者への規制についても方向性が変わりそうだ。2025 年 12 月、トランプ大統領は議決権行使助言業者への規制強化を指示する大統領令を発出した [9]。そこでは、SEC、FTC、DOL に対して、利益相反、ESG・DEI 関連助言、受託者責任、競争政策など多方面からの検討を要求している。

2026 年 8 月には DOJ が、1987 年に議決権行使助言業者 ISS の事業について、当時の事実関係の下では反トラスト法上の措置を講じる意図がないことを示した Business Review Letter を撤回した [10]。1987 年の Letter 発出時とは異なり、現在の ISS が企業向けコンサルティングも提供するようになったことで利益相反が懸念されることや、ISS と同業の Glass Lewis の 2 社で議決権行使助言市場の 90%超を占めるとされる市場集中が問題視された。

しかし今後、議会は議決権行使助言業者への規制を強化しようとする動きを減速、さらには反転しようとするだろう。2020 年にも第 1 次トランプ政権の SEC が議決権行使助言業者規則を制定したものの、バイデン政権への交代後、2022 年には主要部分が撤廃されたという前例がある【図表 3】。

図表 3　SEC による議決権行使助言業者規制の経緯

第 1 次トランプ政権（2020 年 SEC 規則）	① 議決権行使助言業者に特定の利益相反がある場合は、これを開示する。 ② 議決権行使の助言内容を上場企業が知ることができるよう、議決権行使助言業者の顧客に配信するよりも前か遅くとも同時に上場企業に配信されるようにしなければならない。 ③ 上場企業が議決権行使助言に関する意見等を発した場合、合理的な期間内に顧客がその内容を知ることができるようにしなければならない。

（出所）“SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information”（2020 年 7 月 22 日）をもとに大和総研作成

⇩

バイデン政権（2022 年改正）	2020 年 SEC 規則の②③を撤廃

（出所）“SEC Adopts Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice”（2022 年 7 月 13 日）をもとに大和総研作成

共和党は、議決権行使助言業者の推奨が ESG 関連の株主提案に賛成推奨である場合が多く、これは企業行動を制約する可能性があることを問題視していた。一方、民主党は、ESG 関連株

[9] The White House “Protecting American Investors from Foreign-Owned and Politically-Motivated Proxy Advisors”（2025 年 12 月 11 日）
[10] DOJ “Justice Department Withdraws Business Review Letter Issued to Proxy Advisory Firm”（2026 年 8 月 5 日）

主提案に対する助言内容を理由として議決権行使助言業者を規制する政策には、共和党より慎重な立場をとると考えられる。2027 年以降、民主党が多数を占める議会である以上、議決権行使助言業者に対する規制強化の可能性は大きく後退したとみるべきだろう。

しかし、議決権行使助言業者の事業に影響を及ぼす要因は、規制動向にとどまらない。AI の急速な進展によって、膨大な株主総会議案を個々の機関投資家の方針に照らして分析するコストは大幅に低下する可能性があり、議決権行使助言に対価を支払う必要性は薄れている。議決権行使助言業者の賛否推奨情報は、機関投資家の議決権行使コストの節約に役立ってきたが、機関投資家が AI を活用して議案分析コストを大幅に引き下げられるようになれば、議決権行使助言業者から従来型の賛否推奨情報を購入する必要性は低下する。その場合、助言業者は、分析の中立性・客観性、判断ルールの設計、データの信頼性、検証可能性などを商品化して販売する方向にビジネスを転換することになると思われる。つまり、近年の議決権行使助言業の変革の原動力は、共和党の締め付け政策のみではない。政治環境が変化しても議決権行使助言業自体の変革は止まらないだろう[11]。

年金基金の ESG 投資

中間選挙による民主党の議会奪還は、ESG 投資政策にも大きな影響を及ぼすと考えられる。特に企業年金基金については、民主党と共和党の間で、基金の投資判断において ESG 要因を考慮することが受託者責任とどのように関わるかについて大きな見解の相違がある。

この問題は米国では長年にわたり政権交代の影響を強く受けてきた。企業年金基金の運用における ESG 要因の考慮について、DOL は、1994 年のクリントン政権ではこれを許容する方向を示し、2008 年のブッシュ政権では慎重化、オバマ政権では再び許容する方向、第 1 次トランプ政権では再び慎重化した。バイデン政権はトランプ政権が 2020 年に制定した ESG 要因の考慮を限定的にする規則の執行を 2021 年に停止し、2022 年の規則改正によって ESG 要因の考慮をより広く認めた。つまり、民主・共和両党の政権交代のたびに規則や解釈が変更されてきたのである。

2023 年には、共和党はバイデン政権の 2022 年規則を無効化する決議を提出し、民主党が多数だった上院でも民主党議員 2 人が共和党側に賛成したため、上下両院で可決された。しかし、これに対してバイデン大統領が拒否権を行使したため規則は維持された。

第 2 次トランプ政権は再度 ESG 投資に制限的な規制を設けようとしてきた。バイデン政権下の 2022 年規則を見直し、ESG 要因を考慮できる範囲を再び限定することが政策課題となった。2025 年には、この方向性がさらに明確になった。政権交代によって DOL 自身の 2022 年規則に関する立場が 180 度変わることになり、同規則をめぐる訴訟も一時停止された。今後は 2022 年規則を廃止し、第 1 次トランプ政権の 2020 年規則と同じ方向に戻すことが想定された。もっと

[11] 鈴木裕「AI が変える議決権行使助言業」（大和総研レポート、2026 年 5 月 13 日）

も、共和党にとって問題だったのは、こうした政策を規則として制定しても、次に民主党政権が成立すれば再び容易に反転され得ることである。そこで、第 2 次トランプ政権では、単なる行政規則ではなく、法律によって ESG 投資に制約をかけることを目指し、2025 年 4 月には共和党議員から“Protecting Prudent Investment of Retirement Savings Act (H.R.2988)”が提出された。同法案は、投資判断を原則として金銭的要因に基づかせる考え方を企業年金法に明記するもので、2026 年 1 月に下院を通過して上院に送付された。しかし、民主党が上院の多数を握る 2027 年の議会で成立の可能性は大幅に低下すると考えられる。

図表 4　企業年金基金における ESG 要因の扱い

1994 年解釈通知(クリントン)	同等性が確保されているのであれば ESG 投資を許容
2008 年解釈通知(ブッシュ)	同等性を検証した証跡の文書化
2015 年解釈通知(オバマ)	ESG 投資の許容を明確化、証跡文書化を撤廃
2018 年実務支援通知(トランプ) 2020 年規則(トランプ)	ESG 投資に関する注意喚起、金銭的利益を重視すべき 通知から「規則」へ格上げ
2021 年上記 2020 年規則施行停止(バイデン)	2020 年規則を執行停止、改正検討開始
2022 年規則改正(バイデン)	同等性が認められる余地を広く解する規則に改正
2023 年議会が 2022 年規則無効化決議(共和党)	上下両院で 2022 年規則改正の無効化を決議するが、バイデン大統領(当時)は拒否権を行使
2024 年-2025 年　ESG 投資禁止法の提案(共和党)	年金積立金運用において、金銭的なリスク・リターンとの関連を説明できない要因の考慮を強く制約する法案

(出所) DOL 資料等をもとに大和総研作成

一方で、ここでも民主党の勝利によってバイデン政権型の ESG 政策が直ちに復活するとも言えない。議会での立法による反 ESG 政策の恒久化は困難になったが、行政による反 ESG 政策はなお継続し得るという状態になる可能性が高い。

民主党議会は共和党の反 ESG 政策が法律として固定化することを阻止できるが、民主党の親 ESG 政策を法律化することもできないだろう。トランプ大統領に拒否権があるからだ。拒否権が行使された場合でも、上下両院で 3 分の 2 の賛成があれば再可決することは可能であるが、民主党がそこまで大勝したわけではない。今後は、議会における公聴会や行政機関への監督権限を通じて DOL や SEC の政策を追及することはできるので、反 ESG の流れに強いブレーキとはなるが、逆流するとまではいえなさそうだ。

2 年間は膠着状態か

共和党が敗北した今回の中間選挙を反 ESG 政策の終わりと評価するのはやや早計であろう。

第 2 次トランプ政権が 2025～26 年に構築した証券市場政策には、企業の情報開示制度の簡素化、株主提案制度の大幅な縮小、議決権行使助言業者への規制強化、企業年金基金の基金運用における受託者責任の再検討、といった政策があった。2027 年以降、民主党が上下両院を支配する以上、議決権行使助言業者を規制する新法や、反 ESG 政策を恒久化する立法は進めにくく

なる。一方で、SEC による Rule 14a-8 廃止や Regulation S-K 改革、DOJ・FTC の反トラスト法執行など、行政権限だけで相当程度進められる政策は継続し得る。

逆に民主党も、気候関連開示の復活や ESG 投資の積極的振興策を共和党大統領の下で容易に実現できるわけではない。したがって次の大統領選挙までの 2 年間の証券市場政策は、共和党政権・規制当局による市場規制改革に民主党議会がどれほど干渉するかと捉えるのが適切だろう。