米国確定拠出型年金における オルタナティブ投資を促進する大統領令

橋口　達

▌要　約▐

1. ドナルド・トランプ大統領は 2025 年 8 月 7 日、「401(k)プラン投資家によるオルタナティブ資産へのアクセスの民主化」と称する大統領令（以下、8 月 7 日大統領令）に署名した。労働省に対して、雇用主がプライベート・エクイティなどのオルタナティブ資産を含むファンドを確定拠出型年金（DC）プランで採用する際の受託者としてのプロセスを明確化することで、より多くの米国民がオルタナティブ投資の恩恵を享受できるようにする狙いがある。
2. 8 月 7 日大統領令は、米国証券取引委員会（SEC）に対しても、DC プランにおけるオルタナティブ資産の投資を促進するよう指示している。SEC は、DC プランでの私募ファンド投資に係る要件の見直しを通じて、加入者によるオルタナティブ投資を後押しする可能性がある。
3. 8 月 7 日大統領令におけるオルタナティブ資産には、デジタル資産も含まれている。デジタル資産市場を推進していこうとする現政権の取り組みの一環としても位置付けられる。
4. 8 月 7 日大統領令は、資産運用会社による、プライベート・エクイティやプライベート・デット、暗号資産などのオルタナティブ資産を組み込んだ DC プラン向けターゲット・デート・ファンド等の商品開発のさらなる活性化と、オルタナティブ投資の民主化につながる可能性がある。日本においても、DC における運用高度化についての議論が進む中、8 月 7 日大統領令を受け、米国 DC 市場がどのように変化していくかは、注視していくべきであろう。

野村資本市場研究所　関連論文等

・橋口達「米国 401(k)プラン加入者の現状と増加する 401(k)ミリオネア」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号。
・橋口達「トランプ新政権で注目される暗号通貨規制の方向性―規制の明確化を図る FIT21 法案を中心に―」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号。

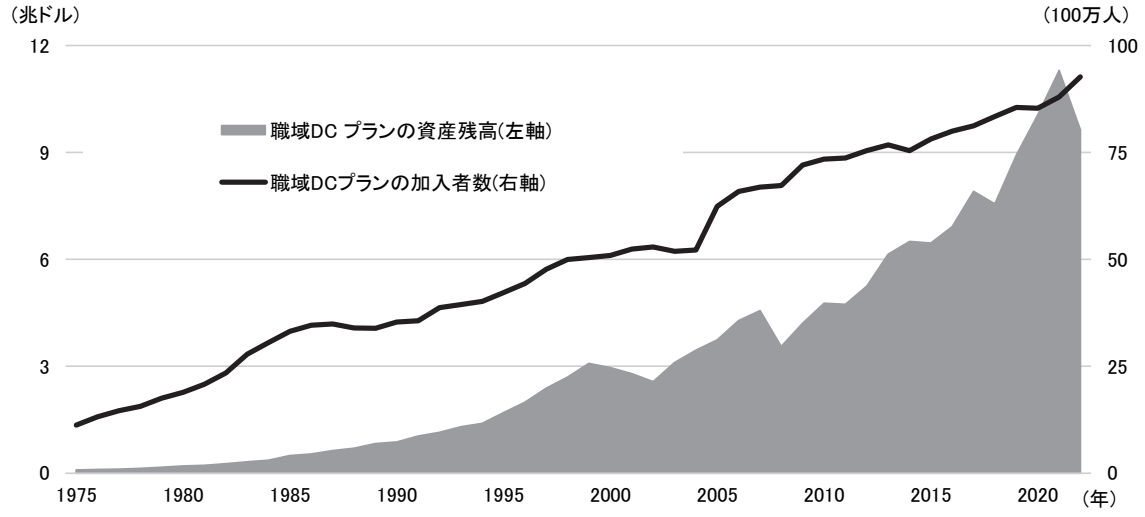
Ⅰ 確定拠出型年金でのオルタナティブ投資を促進する大統領令

ドナルド・トランプ大統領は 2025 年 8 月 7 日、「401(k)プラン投資家によるオルタナティブ資産へのアクセスの民主化（Democratizing Access To Alternative Assets For 401(k) Investors）」と称する大統領令（以下、8 月 7 日大統領令）に署名した[1]。米国の確定拠出型年金（以下、DC）プランにおけるオルタナティブ投資を促進する内容である。

米国では、401(k)プランを代表とする DC プランが、多くの国民の資産形成を支えている。労働省によれば、2022 年末時点で、職域 DC プランの資産残高は約 9.6 兆ドル、加入者数は約 9,200 万人となっている（図表 1）。足元では、401(k)プラン内の資産が 100 万ドルを超える、401(k)ミリオネアといわれる個人も珍しくなくなっている[2]。

大きな資産規模と加入者数を誇る DC プランを巡っては、オルタナティブ運用業界が積極的に参入しようとしてきた。しかし、DC プランのスポンサーたる雇用主が、どのような手順を踏めば、低い流動性、高水準の手数料等の特性を有するプライベート・エクイティ等を商品ラインナップに組み入れても、1974 年従業員退職所得保障法（ERISA）の受託者責任に反しないとされるかが不明確なために、商品ラインナップに採用してこなかったと指摘される[3]。そこで、8 月 7 日大統領令は、労働長官に対して DC プランにおけるプライベート・エクイティやプライベート・デット、デジタル資産といったオルタナティブ資産への投資について、雇用主の受託者責任を明確にするよう命じることで、より多くの米国民がオルタナティブ資産への投資による恩恵を享受することを目指している。

図表 1　職域 DC プランの資産残高と加入者数の推移



（出所）米労働省より野村資本市場研究所作成

[1] The White House, “DEMOCRATIZING ACCESS TO ALTERNATIVE ASSETS FOR 401(K) INVESTORS,” August 7, 2025.
[2] 詳細は、橋口達「米国 401(k)プラン加入者の現状と増加する 401(k)ミリオネア」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号を参照。
[3] Committee on Capital Market Regulation, “EXPANDING OPPORTUNITIES FOR U.S. INVESTORS AND RETIREES: PRIVATE MARKETS,” August 7, 2025.

Ⅱ 大統領令の背景と受託者責任を巡る方針の変遷

8 月 7 日大統領令は、富裕層や公的年金基金に加入する政府職員がオルタナティブ資産に投資できる一方で、民間の職域 DC プランに加入する 9,000 万人以上の米国民は、直接ないし退職プランを通じてであってもオルタナティブ資産への投資を通じた成長機会や分散投資の恩恵を享受できていないと指摘する。

そこで、8月7日大統領令は、DCプランの受託者が、オルタナティブ資産への投資を含むファンドへのアクセスがプラン加入者及び受益者にとって、リスク調整後リターンを高める機会をもたらすと判断した場合には、退職に向けた資産形成を行うあらゆる者が、当該ファンドにアクセスできるようにすべきことを政府方針として掲げた。

ここでいうオルタナティブ資産には、プライベート・エクイティやプライベート・デット[4]等の公開市場で取引されていない資産、不動産の持分や不動産を担保とする債務証券、デジタル資産に投資する投資ビークルの持分、コモディティ、インフラ開発に資金提供するプロジェクトの持分、ライフタイム・インカム投資戦略[5]、が該当する。

ERISA は確定給付型年金（DB）プランや DC プランにおいて投資が認められる、ないし禁じられる資産を規定しているわけではない。しかし、雇用主が、伝統的資産よりも手数料水準が高く流動性の低いオルタナティブ資産を職域 DC プランの商品ラインナップに採用する場合、受託者責任を果たしていると言えるのか、ということが度々議論されてきた。また、パフォーマンスの悪化で加入者から訴訟を提起され、係争が長引くこともあった。この結果、多くの雇用主は、職域 DC プランでのオルタナティブ投資の提供を控えてきた。

第 1 次トランプ政権下（2017 年 1 月～2021 年 1 月）における労働省の従業員福利厚生保障庁（EBSA）が 2020 年 6 月 3 日に発出した通知書（Information Letter、以下「2020 年レター」）[6]は、DC プランによるプライベート・エクイティ投資について、伝統的資産と比較してより複雑な投資戦略、より長期の投資期間、より複雑かつ高額な手数料を伴う傾向があり、流動性も低く、バリュエーションも難しいとする。そのうえで、雇用主が 401(k) プランにおいて、プライベート・エクイティが組み込まれたアセット・アロケーション・ファンド（ターゲット・デート・ファンド、ターゲット・リスク・ファンド、バランス型ファンド。以下、PE 組入ファンド）を運用商品のラインナップに入れることについて、責任あるプラン受託者として考慮すべき点を挙げた。

考慮すべき点としては、①PE 組入ファンドを商品ラインナップに追加することが、加入者にとって、複数年にわたる手数料控除後の期待リターンを考慮したうえで、適切な分

4 プライベート・デット・ファンドの詳細は、岡田功太・橋口達「拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場－銀行融資の代替と資産運用業の新展開－」『野村資本市場クォータリー』2024 年夏号を参照。

5 ライフタイム・インカム投資戦略とは、一般的に、退職年齢が近づくにつれ、ポートフォリオの一部を年金保険等に配分していくことで、加入者の資産取り崩しを支援する投資戦略を指す。詳細は、野村紀子「成熟期に向かう米国職域 DC プランのイノベーション－資産取り崩しの不安をいかに解消するか－」『野村資本市場クォータリー』2024 年秋号を参照。

6 Department of Labor Employee Benefits Security Administration, “Information Letter 06-03-2020,” June 3, 2020.

散投資を提供するものか、②PE 組入ファンドがプラン受託者により監視されているか、或いは、当該ファンドを効果的に運用する能力や経験を備えた専門家により運用されているか、③PE 組入ファンドが、コストや複雑性、低流動性といった特性を踏まえて、プライベート・エクイティへの投資配分を制限しているか、④PE 組入ファンドが、加入者のプロファイル（通常の退職年齢や想定離職率等）に適しているか、などが挙げられた。すなわち、2020 年レターは、雇用主が DC プランのデフォルト（初期設定）商品としてプライベート・エクイティ投資を組み入れたターゲット・デート・ファンド等を採用しただけでは、受託者責任を問われることはないことを明確にしたわけである[7]。

一方、バイデン政権下（2021 年 1 月～2025 年 1 月）の EBSA は 2021 年 12 月 21 日、2020 年レターの内容を補足するべく、DC プランの商品ラインナップにおけるプライベート・エクイティ投資に関する補足説明（Supplement Statement、以下「2021 年補足レター」）を公表した[8]。

2021 年補足レターは、2020 年レターについて、DC プランにおけるプライベート・エクイティ投資を是認・推奨するものではなく、むしろプライベート・エクイティ投資が伝統的な資産よりも複雑で投資期間が長く、流動性が低い傾向があることを指摘しているとした。そのうえで、2021 年補足レターは、小規模な職域 DC プラン・スポンサーは、DC プランにおけるプライベート・エクイティ投資の妥当性を評価するだけの専門性を有していない可能性が高いと指摘するなど、実質的に DC プランにおける PE 組入ファンドの採用を牽制する内容であった。

2020 年レター並びに 2021 年補足レターは、法的拘束力のある規制やガイダンスではないものの、労働省の見解を示すものとして、雇用主や市場関係者から重要視されてきた。バイデン政権下で発出された 2021 年補足レターは、トランプ政権下の 2020 年レターを否定する内容ではなかったものの、DC プランにおける PE 組入ファンドの採用を妨げてきたものと指摘されている[9]。

Ⅲ　大統領令の概要と私募ファンド、デジタル資産への影響

8 月 7 日大統領令は、職域 DC プランにおいて、雇用主がオルタナティブ資産への投資を含むアセット・アロケーション・ファンド（以下、オルタナティブ資産組入ファンド）を加入者に提供することを促進し、また、オルタナティブ投資の裾野を広げることを目的に、労働長官及び米国証券取引委員会（SEC）に対して、図表 2 の通り命じている。

7　米労働省が 2007 年に策定した適格デフォルト投資選択肢に係る規則（以下、QDIA 規則）では、企業年金を提供する雇用主がターゲット・デート・ファンドを含む適格なデフォルト商品を選定した場合、雇用主は受託者としての責任を問われないというセーフ・ハーバーが設けられた。詳細は、野村亜紀子「米国 401(k)プランのデフォルト（初期設定）商品に関する規則改正」『資本市場クォータリー』2008 年冬号を参照。

8　Department of Labor Employee Benefits Security Administration, “U.S. Department of Labor Supplement Statement on Private Equity in Defined Contribution Plan Designated Investment Alternatives,” December 21, 2021.

9　Chris Cumming, “Private Equity Wants Government Help for a Final Push Into 401(k) Plans,” *Wall Street Journal*, July 9, 2025.

図表 2　8 月 7 日大統領令が当局に指示する内容

- 労働長官は 180 日以内に、ERISA に基づく受託者責任に関して、オルタナティブ資産組入ファンドを加入者に提供することに関連する労働省の過去及び現在のガイダンスを再調査しなければならない。再調査の際、労働長官は、2021 年レターを撤回すべきか否かを検討する
- 労働長官は 180 日以内に、ERISA の下でオルタナティブ資産組入ファンドを提供する際、受託者としての適切な手続きに関する労働省の見解を明確化するよう追求しなければならない。その際、受託者は、より高い長期的リターンとより広範な分散投資の追求という目的と、より高い費用とのバランスを慎重に検証するために用いる基準を特定する
- 労働長官は 180 日以内に、ERISA において受託者がオルタナティブ資産組入ファンドをプラン加入者に提供するか否かを決定する際に負う責任を明確化するためのセーフ・ハーバーを含む規則、規制又はガイダンスを提案しなければならない
- 労働長官は、本大統領令の遂行にあたり、プラン加入者に投資機会を提供する際に受託者が最善の判断を行う能力を制約するような、ERISA に基づく訴訟を抑制し得る措置を優先しなければならない
- 労働長官は、本大統領令の遂行にあたり、財務長官、SEC 及びその他の連邦当局と協議し、本大統領令の遂行に必要な措置を講じる必要がある。これには関連する連邦当局の規制変更も含まれる
- SEC は、労働長官と協議の上、DC プラン加入者によるオルタナティブ資産への投資を促進する方法を検討しなければならない。これには、本大統領令の政策目的の達成のため、自衛力認定投資家、適格購入者のステータスに関連する SEC 現行規制及びガイダンスの改正も含まれる

（出所）8 月 7 日大統領令より野村資本市場研究所作成

8 月 7 日大統領令を受け、ロリ・チャベスデレマー労働長官[10]は、180 日以内に、2021 年補足レターを撤回すべきか再検討したり、雇用主が職域 DC プランにおいて、オルタナティブ資産組入ファンドを運用商品ラインナップに含める際の受託者としてのプロセスを明確化するための規則又はガイダンスを提案することになる。早速、EBSA は 2025 年 8 月 12 日、2020 年レターの効力を妨げたとして、2021 年補足レターを撤回した[11]。

また、8 月 7 日大統領令で注目されるのが、SEC に対しても、DC プラン加入者によるオルタナティブ資産への投資を促す方法を検討するよう命じている点である。米国では、プライベート・エクイティやプライベート・デットなどオルタナティブ資産に投資するファンドは、私募ファンドの形態で組成されることが多い。私募ファンドとは、1940 年投資会社法が定義する、①自衛力認定投資家[12]などの受益者数が 100 人以下等の要件を満たすファンド、②私募で適格購入者[13]のみに保有される等の要件を満たすファンド、を指す[14]。

[10] チャベスデレマー労働長官は、2023～2025 年にかけて連邦下院議員を務めた人物であり、トランプ大統領の指名と連邦議会上院での承認を経て、2025 年 3 月に労働長官に就任した。

[11] Department of Labor Employee Benefits Security Administration, “US Department of Labor rescinds 2021 supplemental statement on alternative assets in 401(k) plans,” August 12, 2025.

[12] 正確には、自衛力認定投資家とは、私募ファンドが発行する株式などの私募証券に投資可能な者を指す。自衛力認定投資家は法人と個人に大別され、個人が自衛力認定投資家になるには、単独、又は配偶者（ないし配偶者と同等な関係にある同居者）と合算した純資産が 100 万ドル超などの金銭的基準や特定の専門性基準のいずれかを満たす必要がある。

[13] 適格購入者には、配偶者との共同保有も含めて 500 万ドル以上の投資資産を持つ個人などが該当する。

[14] ①は 1940 年投資会社法の第 3 条(c)(1)が定義しており、②は同法の第 3 条(c)(7)が定義する。

SEC は、DC プランの選択肢として私募ファンドが提示される場合、私募ファンドを保有したい加入者は自衛力認定投資家や適格購入者といった投資家要件を満たす必要があるとしてきた[15]。これらの要件を満たす加入者は少なく、また受託者やレコードキーパーも、個々の加入者が投資家要件を充足しているか確認する方法を有していない。こうした背景から、各資産運用会社は、DC プラン加入者に私募ファンドへの直接的なアクセスを提供するよりも、ターゲット・デート・ファンド等を通じてオルタナティブ資産にも分散投資できるようにすることに焦点を当ててきた。

また、SEC は、ターゲット・デート・ファンド等を通じた間接的なアクセスの場合も、当該ファンドの 50%超が私募ファンドで構成される場合は、私募ファンドの要件が、プランレベルではなく加入者レベルで適用されるという認識を示してきた[16]。8 月 7 日大統領令を受けて、SEC が、加入者レベルで私募ファンドの投資家要件を充足していなくても、DC プランを通じて私募ファンドの保有を認めるようにすることも考えられる[17]。

8 月 7 日大統領令におけるオルタナティブ資産には、プライベート・エクイティだけでなく、デジタル資産が入った点も注目される。バイデン政権下の労働省 EBSA は 2022 年 3 月 10 日、401(k)プランの雇用主に対して、暗号資産を投資選択肢に加える際に細心の注意を払わなければいけないとする警告を出した[18]。これは当時、401(k)サービス・プロバイダーのフォー・アス・オールがコインベース・グローバルとの提携を発表するなど、401(k)プランでの暗号資産投資の機運が高まっていた一方、民主党議員を中心に暗号資産への批判が高まる中での対応であった。

同警告は、401(k)プランにおける暗号資産投資を禁止したわけではないが、プラン加入者が暗号資産投資に興味があったとしても、雇用主が商品ラインナップに加えない理由とされてきた[19]。トランプ政権下の EBSA は 2025 年 5 月、暗号資産を DC プランの投資選択肢とすることが適切とする受託者の決定について支持も反対もしないという従前の中立的姿勢を改めて確認するとして、同警告を撤回した。

トランプ政権は、2024 年 11 月の大統領・連邦議会選挙以前から、暗号資産への支持を積極的に打ち出してきた。大統領就任直後の 2025 年 1 月 23 日には、『デジタル金融テクノロジーにおける米国のリーダーシップを強固にする（Strengthen American Leadership in Digital Financial Technology）』と称する大統領令を発出した[20]。同大統領令では、デジタル資産業界は、米国のイノベーションと経済成長、国際的リーダーシップにおいて重要な

[15] 以下、本段落は、Faegre Drinker, “Presidential Order Instructs Regulators to Help Facilitate 401(k) Access to Alternative Asset Investments, Including Private Equity and Private Credit,” August 11, 2025 を参照。

[16] 厳密には、SEC は、ノー・アクション・レターの発行を通じて、50%以下が私募ファンドで構成される等の要件を満たす DC プランの運用商品については、私募ファンドの要件が加入者レベルでは適用されない旨を示してきた（K&L Gates, “Private Equity in 401(k) Plans – A Trillion Dollar Opportunity?” June 17, 2020）。

[17] 前掲脚注 15 を参照。

[18] Department of Labor Employee Benefits Security Administration, “401(k) Plan Investments in ‘Cryptocurrencies’,” March 10, 2022.

[19] Pillsbury, “U.S. Department of Labor Withdraws 2022 Crypto Guidance—What It Means for 401(k) Plan Fiduciaries,” June 12, 2025.

[20] Executive Order 14178, “Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology,” January 23, 2025.

ため、デジタル資産やブロックチェーンの責任ある成長を支援することが政府方針であることが示された。8 月 7 日大統領令は、デジタル資産を DC プランに組み入れやすくすることで、暗号資産市場を米国として推進していこうとする現政権の取り組みの一環としても位置付けられよう。

Ⅳ おわりに

DC プランにおけるオルタナティブ投資については、批判の声もないわけではない。しばしば指摘されるのが、流動性の問題である。401(k)プランの加入者の中には、経済的に困窮するなどして、自身の 401(k)プラン資産を取り崩す必要に迫られる者も存在する。例えば、ボストン大学退職研究センターの設立者であるアリシア・マンネル氏は、401(k)ファンドの資産全額を引き出す加入者にとって、ターゲット・デート・ファンド等の 10%や 20%がプライベート・エクイティに投資されているだけでも引き出しの障害になる、と主張する[21]。8 月 7 日大統領令を受け、今後、こうした運営上、実務上の課題に関する議論が深化していくものと考えられる。

他方、資産運用会社は、数十年前から、オルタナティブ資産を DC プランに取り入れようと試みてきたが[22]、2025 年に入り、その動きはさらに活発になった。トランプ政権発足以降、ブラックロックやゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、ブルー・アウル、アポロといった資産運用会社が参入の意向を示している[23]。例えばブラックロックは、プライベート・エクイティやプライベート・クレジットに 5～20%程度を配分する DC プラン向けのターゲット・デート・ファンドの提供を、2026 年前半にも開始する予定である[24]。公的基金などの機関投資家は、既にプライベート資産に多額の投資をしているため、オルタナティブ運用会社は、新たな成長源を個人投資家に求めており、DC プラン市場への参入はその一環といえる。

8 月 7 日大統領令は、資産運用会社による、プライベート・エクイティやプライベート・デット、暗号資産などのオルタナティブ資産を組み込んだターゲット・デート・ファンド等の商品開発のさらなる活性化と、オルタナティブ投資の民主化につながる可能性がある。日本においても、確定拠出年金（企業型 DC、iDeCo）における運用の高度化に向けた議論が進む中、8 月 7 日大統領令を受け、米国 DC 市場がどのように変化していくかは、注視していくべきであろう。

---

21 James Van Bramer, “Emergency 401(k) Withdrawals Are Rising. Could Private Equity Slow the Flow?” *Plansponsor*, July 31, 2025.

22 詳細は、野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォータリー』2006 年秋号を参照。

23 ブルー・アウルについては、橋口達「米国プライベート・デット・ファンド市場で注目されるアセット・ベースド・ファイナンス」『野村資本市場クォータリー』2025 年夏号を参照。

24 ターゲット・デート・ファンドの提供にあたっては、コレクティブ・インベストメント・トラスト（CIT）の大手サービス・プロバイダーであるグレート・グレイと提携する予定である。CIT の詳細は、岡田功太・中村美江奈「米国 401(k)プランで普及する CIT 型のターゲット・デート・ファンド」『野村資本市場クォータリー』2024 年冬号を参照。