

米国DC市場で プライベート資産の投資機会促進

米トランプ政権は、DC市場で加入者がプライベート資産にアクセスしやすくする方針を打ち出し、規制の整備に取り組んでいる。専門家が資産配分を管理するターゲットデートファンドなどを通じた投資を想定しており、個人が新しい資産クラスの恩恵を享受できるよい機会となる可能性がある。

DC市場のプライベート資産へのアクセス 拡大の方針を明確にしたトランプ政権

近年、富裕層など個人投資家をターゲットとする、プライベート資産¹⁾に投資する投信（プライベート資産投信）の提供が世界的に拡大している。その中心である米国の資産残高²⁾は4,930億ドル（約78兆円）に達した。そうした中、米トランプ政権は昨年8月大統領令³⁾で、確定拠出年金（DC）で加入者がプライベート資産にアクセスしやすくするために規制を整備する方針を公表し、注目を集めた。現在、方針に沿って取り組みを進めている。

そもそもトランプ政権はなぜDCのプライベート資産へのアクセス拡大が必要だと考えたのか。背景として2つの市場構造の変化をレポート⁴⁾で指摘している。

1つは、米国で上場企業数が減少する一方、非上場企業の存在感が高まったこと。非上場企業には上場企業より潜在的に高い成長力を持つところが多いが、DCを含むリテール投資家はそうした企業への投資機会を制限されていると考える。もう1つは、企業年金の主役が確定給付年金（DB）からDCに移ってきたこと。DCは資産規模でDBを追い越すまで成長したが、DBと比べてプライベート資産への投資は非常に限定的だった。レポートでは、2024年にはDBはオルタナ資産を約3割保有していたが、DCは0.1%だったとしている。

トランプ政権はこうした市場構造の変化を踏まえ、DCの加入者が積み立てている資産の一部にプライベート資産を組み入れることで、より高いリターンや分散効果が期待できると主張する。株式と債券のポートフォリオで株式の一部を非上場株式に置き換えることでシャープレシオが改善するシミュレーション結果も示した。

プライベート資産の提供に伴う 受託者の義務を明確化

米国では今のところ大半の企業がDCでプライベート資産投信の選択肢を提供していない。その理由の1つは、受託者責任の違反で訴訟を提起されるリスクへの懸念である。そこで大統領令では、こうした懸念を払拭するため、①プライベート資産を含む「資産配分ファンド」⁵⁾（ターゲットデートファンド（TDF）など）を提供する際に受託者が踏むべき手続きの明確化と、②そうしたファンドを提供するか受託者が判断する際に果たすべき義務を明確にする規則やガイダンスの提案、を労働省に求めた。

①については、プライベート資産に投資するメリットと高いコストを比較考量するための基準の導入を求めている。②は、訴訟を回避するためのセーフハーバーとなり得るものだが、過去の労働省のガイダンス⁶⁾を参考にすると、たとえば受託者は自身が必要な意思決定できるスキルなどを有しているか、加入者が十分に情報を提供されているか、の確認を厳格に求められる可能性がある。

労働省はすでに規則案を策定し、1月14日に行政管理予算局（OMB）の情報・規制局に提出したと報道されている。OMBの承認後、正式に規則が提案される予定だ。

トランプ政権の施策でもう1つ注目されるのが、DCの受託者責任をめぐる訴訟について、原告が訴訟を提起するハードルを高くして根拠の薄弱な訴訟を減らそうとする試みである⁷⁾。記録管理手数料の過大、運用パフォーマンスの劣後を主張する多くの訴訟で、主張に用いたデータや比較対象の選択が不適切だったと指摘される。

具体的には、トランプ政権は昨年末から係争中のいく

NOTE

- 1) プライベートエクイティ (PE)、プライベートクレジット、不動産、インフラなどが含まれる。
- 2) 通常の投信のように日次ではなく四半期に一度などに解約を制限される、「セミリキッド型」投信の2025年第3四半期末の計数。(Kephart et al, "Semiliquid Funds: Top Vehicles, Asset Classes, and Managers" (Morningstar, 2026年1月30日))
- 3) Executive Order 14330, "Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors" (2025年8月7日)
- 4) The Council of Economic Adviser (Executive Office of the President of the United States), "Retail Access to Alternative Invest via Defined Contribution Plans" (2025年8月)
- 5) 個人向けの一任勘定 (マネジドアカウント) も対象となると見られる。
- 6) 米労働省従業員給付保障局の情報書簡 (2020年6月3日)。
- 7) こうした訴訟では訴えの段階で却下されなければ原告は和解金を引き出せる可能性が高いため、大企業をターゲットとする訴訟が多発している。
- 8) Anderson v. Intel Corporation Investment Policy Committee (連邦最高裁で審理申立中)
- 9) Parker-Hannifin Corporation v. Johnson (連邦最高裁で審理申立中)
- 10) たとえば民主党のウォーレン議員らは昨年10月、大統領令への懸念を示す書簡を労働省長官らに送付した。
- 11) US Securities and Exchanges Commission, "Observations from Examinations of Investment Advisers Managing Private Funds" (2020年6月23日)
- 12) Investment Company Institute, 2025, 「日本における、ターゲット・デット・ファンドの成長余力」。

つかの案件に対して、訴えに必要な事実要件の厳格化を求める企業寄りの意見書を連邦最高裁などに提出している。こうした意見書は、裁判所の判断に影響を及ぼすものと考えられる。

現在、DCにプライベート資産を組み入れたTDFが受託者責任に違反するかを争っている裁判では、下級審で訴えを退けられた原告が最高裁に審理請求をしており、その行方が注目されている (インテル事件⁸⁾)。米政府はよく似た論点の裁判⁹⁾で、提訴に厳格な事実要件を求める意見書を提出しており、インテル事件の判断にも影響を与える可能性がある。

プライベート資産提供の課題

一方で、DCを含めたリテール投資家のプライベート資産へのアクセス拡大を推進するトランプ政権の方針には、慎重論も根強い¹⁰⁾。

流動性が低く加入者が緊急時などに引き出せない可能性があること、手数料が一般にDCで提供されている投信に比べて高いことが懸念材料として指摘される。

と同時に、DCで加入者が間接的に投資するプライベート資産の運用会社の運営への懸念も強い。過去の証券取引委員会 (SEC) の調査¹¹⁾では、特定の顧客を優遇する利益相反について十分に開示していない、資産の評価方法や手数料が開示内容と整合的でない、といった問題が指摘されており、退職プランが不利な価格でプライベート資産を購入させられる可能性が懸念されている。

とはいえ、トランプ政権が目指すDCでのプライベート資産提供の構想では、個人に対して一から個別のプライベート資産を吟味して投資判断を求めているわけでは

ない。2つのガードレールが設けられている。

1つは、前述のように、TDFなど資産配分ファンドを通じたアクセスのみが想定されていること。加入者はプライベート資産への適切な資産配分を専門家に任せることが可能だ。流動性への懸念も、上場株式など流動性の高い資産が組み入れられているので比較的小さい。

米国のDCではTDFの存在感が大きい。代表的なDCの401 (k) プランではTDFが全資産の38%を占め、デフォルト商品を設定する401 (k) プランの85%がTDFをデフォルト選択肢としている¹²⁾。デフォルト選択肢にプライベート資産を組み入れたTDFが増えれば、多くの加入者が自動的にプライベート資産に投資することになる。

もう1つは、DCでは従業員退職所得保障法 (ERISA) 上の受託者が、専門家の運用する商品进行评估、選択、監視することを義務付けられていること。トランプ政権が準備を進めている規制案では、プライベート資産を提供する際に受託者が遵守すべき手続きや義務が整備される。

プライベート資産の流動性リスクや価格評価の不透明性を完全に克服するのは難しいが、DCではプラン受託者と専門のファンドマネジャーが加入者の投資を助ける重要な役割を果たすだろう。

プライベート資産への投資にあたっては、加入者が十分にその特性を理解することが不可欠だ。加えて規制環境が整えば、DCは個人が新しい資産クラスの恩恵を受けやすい機会となる可能性があるのではないかと。

Writer's Profile



國見 和史 Kazushi Kunimi

金融イノベーション研究部
契約研究員
専門は海外金融制度調査
focus@nri.co.jp