

米国当局、プライベート市場への投資奨励

401k の PE ファンド運用解禁、銀行のレバレッジドローンの基準緩和

ニューヨークリサーチセンター

主任研究員

鈴木 利光

[要約]

- 2025 年の米国金融市场を振り返ると、大きな話題の一つとなっていたのが、プライベート市場への投資熱の高まりである。民間の調査によると、プライベートクレジットの市場規模は、2024 年末時点で 3.5 兆ドルに上り、前年（3.0 兆ドル）から 17% 増加したという。
- もっとも、こうした市場規模の拡大にもかかわらず、個人投資家の大半が、プライベート市場への投資ができない状況にあるという。
- そこで、第二次トランプ政権は、規制緩和により、分散投資や長期的なリターン期待の観点から、プライベート市場へのアクセスを拡大している。
- 具体的には、401k の PE ファンド運用解禁、ファンドの「15%ルール」撤廃、銀行によるレバレッジドローンの基準緩和を実現している。
- また、これらとは別に、プライベート市場へのアクセスが可能な「適格投資家」の範囲拡大を上院で審議している。
- 2008 年の金融危機がすでに証明している通り、プライベート市場でレバレッジを拡大することのリスクは極めて高い。
- ここで問題となるのは、プライベート市場の資産は、データが乏しく、バリュエーションが極めて困難という点である。その価格の不透明さが、とりわけ市場のストレス時に買い手不在を招き、流動性の枯渇をもたらす最大の要因となる。
- 現状よりも頻繁なバリュエーションが可能となれば、401k のスポンサー企業が実際にプライベート市場の資産を投資対象として採用することが容易になるだろう。

1. 第二次トランプ政権、プライベート市場への投資奨励へ

2025 年の米国金融市场を振り返ると、大きな話題の一つとなっていたのが、プライベート市場¹への投資熱の高まりである。

民間の調査によると、プライベートクレジット²の市場規模、すなわち運用資産総額 (AUM) は、2024 年末時点で 3.5 兆ドルに上り、前年 (3.0 兆ドル) から 17% 増加したという³。また、米国証券取引委員会 (SEC) のデータによると、プライベートファンド (私募ファンド) の AUM は、2024 年末時点で 30.9 兆ドルに上り、2014 年末時点 (11.6 兆ドル) から 3 倍近くに増加している⁴。

こうした市場規模の拡大を受けて、2025 年 1 月に発足した第二次トランプ政権は、主に個人の資産形成にプライベート市場への投資を取り込むため、規制緩和によりプライベート市場へのアクセスを拡大している。

本稿では、2025 年 8 月の大統領令を受けた米国労働省 (DOL) と SEC の動向、下院を通過した通称 ‘INVEST Act’ の概要、そして連邦預金保険公社 (FDIC) と通貨監督庁 (OCC) による「レバレッジドローン」の基準緩和の概要を紹介する。

2. 個人投資家によるプライベート市場へのアクセス拡大

2025 年 8 月 7 日、第二次トランプ政権は、「DEMOCRATIZING ACCESS TO ALTERNATIVE ASSETS FOR 401(K) INVESTORS」と題する大統領令（以下、単に「大統領令」）を公表している。

大統領令によると、米国人の 9,000 万人超が、401k⁵をはじめとする確定拠出年金制度に加入しているが、その大半が、プライベート市場への投資ができない状況にあるという。第二次トランプ政権は、プライベート市場の成長にかんがみ、分散投資や長期的なリターン期待の観点から、こうした制約的な状況は望ましくないとしている。

そこで、大統領令は、DOL と SEC に対し、それぞれ、こうした制約的な状況の要因となっている規制の見直しを指示している。とりわけ DOL に対しては、180 日以内（2026 年 2 月上旬まで）に、米国の従業員退職所得保障法 (ERISA 法)⁶の改正の要否を含め、401k の投資対象にプライベート市場の資産を組み入れる際のフィデューシャリーデューティー（受託者責任）を明

¹ 本稿で「プライベート市場」という場合、株式、債券その他の金融商品のうち、非上場のものを指す。

² 投資ファンドなどの専門的なノンバンク金融機関が企業等に融資することをいう。2008 年の金融危機直後は、こうしたノンバンクによる融資は「シャドーバンキング」と呼ばれていたが、今では「プライベートクレジット」と呼ばれている（‘Wall Street’s New ‘Shadow Banks’ Are on a Tear. They Want Your Money.’ (THE WALL STREET JOURNAL, 2025/5/16)）。かつての「シャドーバンキング」については、[拙稿大和総研レポート「『シャドーバンキングシステム』に対する規制の議論」\(2012/2/1\)](#) を参照されたい。

³ ‘Financing the Economy 2025’ (Alternative Credit Council/Houlihan Lokey, 2025/12/9)

⁴ ‘Investment Adviser Statistics Form ADV Data, period ending December 2024’ (SEC, 2025/4/30)

⁵ 内国歳入法 401 条 k 項を根拠とする企業年金制度をいう。米国の代表的な確定拠出年金制度にあたる。

⁶ Employee Retirement Income Security Act of 1974

確化することを求めている。

3. 401k の PE ファンド運用解禁

従来、ファイデューシャリーデューティーの観点から、401k の投資対象にプライベートエクイティ（PE）を組み入れることを事実上禁止していたと解釈できるのが、2021 年 12 月 21 日に DOL が公表した、「DOL2021 補足説明」（‘U.S. Department of Labor Supplement Statement on Private Equity in Defined Contribution Plan Designated Investment Alternatives’）である⁷。

DOL は、大統領令を受けて、2025 年 8 月 12 日、この DOL2021 補足説明を撤廃した⁸。

大統領令、及び DOL2021 補足説明の撤廃は、PE ファンドの関心を 401k に向かわせている。民間の調査によると、調査対象となった PE ファンドの 61%が、実際に 401k プラン向け商品の開発に着手しているという（2025 年 9 月末時点）⁹。

4. ファンドの「15%ルール」撤廃

2002 年以降、SEC スタッフは、運用資産の 15%以上をプライベートファンドに投資するクローズドエンド型ファンドに対して、その販売を「適格投資家」（accredited investor）に限定し、かつ、最低初期投資額を 2.5 万ドル以上とすることを非公式に要求していた（以下、15%ルール）。

「適格投資家」とは、個人の場合、純資産 100 万ドル超、年収 20 万ドル以上（配偶者合算の場合は 30 万ドル以上）、又は「一定の証券ライセンス」（後述 5. 参照）保有のいずれかを満たす者をいう¹⁰。

15%ルールの運用により、多くの個人投資家が、ヘッジファンドや PE ファンドのようなプライベートファンドに投資するクローズドエンド型ファンドにアクセスできなかつたという¹¹。

SEC は、大統領令を受けて、2025 年 8 月 15 日、15%ルールを撤廃した¹²。

⁷ ‘plan-level fiduciaries of small, individual account plans are not likely suited to evaluate the use of PE investments in designated investment alternatives in individual account plans.’ (DOL2021 補足説明)

⁸ ‘US Department of Labor rescinds 2021 supplemental statement on alternative assets in 401(k) plans’ (DOL, 2025/8/12)

⁹ ‘Private equity US market insights and trends’ (Ernst & Young, 2025/11/3)

¹⁰ Securities Act of 1933、Regulation D、Rule 501(a)

¹¹ ‘Prepared Remarks Before SEC Speaks’ (SEC, 2025/5/19)

¹² ‘ADI 2025-16 – Registered Closed-End Funds of Private Funds’ (SEC, 2025/8/15)

5. 「適格投資家」の範囲拡大（案）

2025年12月11日、米国連邦議会下院は、「Incentivizing New Ventures and Economic Strength Through Capital Formation Act of 2025」（以下、「INVEST Act」）を可決した¹³。

個人投資家がプライベート市場にアクセスするためには、「適格投資家」の要件を満たす必要がある¹⁴。「適格投資家」とは、前述の通り（4. 参照）、個人の場合、純資産100万ドル超、年収20万ドル以上（配偶者合算の場合は30万ドル以上）、又は「一定の証券ライセンス」保有のいずれかを満たす者をいう。

この要件を満たす個人投資家は、極めて少数である。年収の要件についていようと、米国労働統計局（BLS）の統計によれば、米国人の平均年収は67,920ドル、年収中央値は49,500ドルであり、20万ドルには遠く及ばない¹⁵。民間の調査によると、こうした厳格な「適格投資家」の要件により、プライベート市場へのアクセスが認められている個人投資家は、全体の12.6%に限られるという¹⁶。

「一定の証券ライセンス」とは、米国金融取引業規制機構（FINRA）が実施する、証券・投資アドバイザー業務に必要な「適格性試験」（Qualification Exams）のうち、「Series 7」（General Securities Representative Exam）、「Series 65」（Uniform Investment Adviser Law Exam）及び「Series 82」（Private Securities Offerings Representative Exam）をいう。個人投資家は、これらの証券ライセンスのうちいずれか一つ以上を保有することによって、純資産や年収の要件を満たさずとも、「適格投資家」として認められる。この要件は、純資産や年収の要件だけでは個人が「適格投資家」になることが極めて困難であると判断したSECが、定義を拡大すべく、2020年8月に追加している¹⁷。もっとも、これも民間の調査によると、この「一定の証券ライセンス」保有によって「適格投資家」に認定されている個人投資家は、全体の0.01%にとどまるという¹⁸。

そこで、「INVEST Act」は、プライベート市場にアクセス可能な「適格投資家」の範囲を拡大すべく、その要件に「SECが認定する証券ライセンス」保有を追加する旨提案している。

仮に「INVEST Act」が上院でも可決され、正式に成立した場合、この「SECが認定する証券ライセンス」は、現行の「一定の証券ライセンス」（「Series 7」、「Series 65」及び「Series 82」）よりも平易なものとなることが予想される。

¹³ 「INVEST Act」は、2025年12月15日、米国連邦議会上院に送られている。

¹⁴ Securities Act of 1933、Regulation D

¹⁵ 2025年4月2日公表（2024年5月時点）

¹⁶ 「It's Time to End the Accredited Investor Standard」（CATO INSTITUTE、2025/11/24）

¹⁷ 「SEC Modernizes the Accredited Investor Definition」（SEC、2020/8/26）

¹⁸ 「The INVEST Act: Does It Accomplish Its Private Market Goals?」（CATO INSTITUTE、2025/12/19）

6. 銀行によるレバレッジドローンの基準緩和

2025年12月5日、FDICとOCCは、預金取扱金融機関（銀行）による‘leveraged lending’（以下、「レバレッジドローン」）の基準を緩和する「FDIC・OCC共同声明」（‘Interagency Statement on OCC and FDIC Withdrawal from the Interagency Leveraged Lending Guidance Issuances’）を公表した。

「レバレッジドローン」とは、（グローバルな定義はないものの、概ね、）相対的に信用力の低い企業（例えば、投資適格未満の低格付け企業）への融資をいう。銀行がレバレッジドローンを組成する場合は、一般的に、シンジケートローンの形態をとる。また、レバレッジドローンは、これを束ねて証券化したローン担保証券（CLO）としての流通を伴うことが多い¹⁹。

米国のレバレッジドローンの残高は、2002年頃から2008年の金融危機まで急増し、危機後に減少したものの、またすぐに増加し、危機時の残高（6,000億ドル前後）をゆうに超えている（2018年末時点で1.1兆ドル前後）²⁰。こうした状況にかんがみ、連邦準備制度理事会（FRB）・FDIC・OCCは、2013年3月21日に「2013ガイダンス」（‘Interagency Guidance on Leveraged Lending’）を、2014年11月7日に「2014FAQ」（‘Frequently Asked Questions for Implementing March 2013 Interagency Guidance on Leveraged Lending’）を公表した。

2013ガイダンスは、銀行がレバレッジドローンを組成する際のガイダンスであり、概ね、図表1のような内容を含んでいた。

また、2014FAQは、CLO保有を通じた間接的なレバレッジドローン市場への参加であっても、2013ガイダンスの適用対象となることとしていた²¹。

FDIC・OCC共同声明によると、2013ガイダンスと2014FAQは過度に制約的かつ広範であり、投資適格の企業への融資でさえ捕捉されるという意図せざる影響をもたらした。結果として、2013ガイダンスと2014FAQは、銀行によるレバレッジドローン市場への参加を著しく困難にし、この市場におけるノンバンク金融機関の台頭を促し、プライベートクレジットの市場規模拡大に寄与したという。

FDIC・OCC共同声明は、規制の乏しいノンバンク金融機関の台頭を憂慮し、銀行によるレバレッジドローン市場へのアクセスを拡大すべく、2013ガイダンスと2014FAQを撤廃した。そのうえで、「レバレッジドローン」の定義を各々の銀行が設定し、信用リスク及び流動性リスクを適切に管理することを求めている。

¹⁹ レバレッジドローンとCLOの関連性については、[拙稿大和総研レポート「CLO、ノンバンク保有にスピルオーバー懸念」（2020/3/31）](#)を参照されたい。

²⁰ ‘Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations’（Financial Stability Board, 2019/12/19）、Graph 2

²¹ 2014FAQ、Q24

図表1 2013 ガイダンス（撤廃済み）の概要

レバレッジドローンの定義
以下のいずれかに該当する融資
<ul style="list-style-type: none"> ● (ファンド経由の場合) 貸付金が企業買収又は資本配分に用いられる融資 ● 有利子負債/EBITDA 倍率^(※1)が4倍超、又はシニア負債/EBITDA 倍率^(※2)が3倍超の企業に対する融資 ● 負債純資産比率^(※3)が高く、市場で高レバレッジであると認識されている企業に対する融資 ● 貸付後のレバレッジ水準が業界標準を大きく上回ることになる企業に対する融資
健全なリスク管理態勢の確立
レバレッジドローンについての
<ul style="list-style-type: none"> ● リスクアペタイト方針の確立 ● 適切な与信限度額の設定 ● 健全な承認プロセス、モニタリングプロセスの確立
厳密な引受基準の確立
<ul style="list-style-type: none"> ● レバレッジドローンの引受(実行)に際して、キャッシュフロー、アモチゼーション(分割返済)、財務制限条項(コベナンツ)、担保管理等を厳密に策定 ● 有利子負債/EBITDA 倍率^(※1)が6倍超の企業に対するレバレッジドローンは、望ましくない
現実的なリスク評価基準の確立
シニア負債(有担保)の全額、もしくは総負債の半額を「5年から7年以内」に返済することができない企業に対するレバレッジドローンは、リスクが高い
ストレステスト
定期的なストレステストの実施(マクロ経済、市場環境の変動がレバレッジドローンの回収可能性にもたらす潜在的な影響)

(※1) 'Total Debt to EBITDA ratio' をいう。'EBITDA' (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization)は、「利払い前・税引き前・減価償却前利益」をいう。

(※2) 'Senior Debt to EBITDA ratio' をいう。

(※3) 'Debt to Net Worth Ratio' をいう。

(出所) 2013 ガイダンスを参考に大和総研作成

7. 最大のネックはバリュエーションの乏しさ

2008年金融危機がすでに証明している通り、プライベート市場でレバレッジを拡大することのリスクは極めて高い。

ここで問題となるのは、プライベート市場の資産は、データが乏しく、バリュエーションが極めて困難という点である。その価格の不透明さが、とりわけ市場のストレス時に買い手不在を招き、流動性の枯渇をもたらす最大の要因となる。

現状よりも頻繁なバリュエーションが可能となれば、401kのスポンサー企業が実際にプライベート市場の資産を投資対象として採用することが容易になるだろう²²。

なお、DOL副長官のソンダリング氏は、2026年1月7日に催されたラウンドテーブルにて、「ERISA法の抜本的な改正は予定していない」としつつも、大統領令に従い、401kの投資対象にプライベート市場の商品を組み入れる際のフィデューシャリーデューティーを明確化する新たな

²² 'More private markets managers are ready to romance DC plans in 2026, but sponsors will play hard to get' (Pensions & Investments、2025/12/23)

なガイダンスを設けることを確約した²³。もっとも、このガイダンスが、プライベート市場の資産のバリュエーションの頻度を高めることに資するものとなるのかどうかは、現時点では定かではない。

以上

²³ ‘Private Markets Roundtable Series Part 2: Liquidity and Transparency’ (Securities Industry and Financial Markets Association, 2026/1/7)