

一般社団法人 投資信託協会
広報部 調査広報室 調査広報室レポート

プライベートアセットの投資信託への組入

－プライベートアセットの民主化－

<目次>

1. 資産運用立国構想とプライベートアセット
2. 米国の現状
 - 2.1. インターバルファンド
 - 2.2. テンダーオファーファンド
 - 2.3. ビジネス・デベロップメント・カンパニー
3. プライベートアセットの民主化をめぐる最近の米国の議論
 - 3.1. 「15%ルール」に関する議論
 - 3.2. プライベートアセットを 401(k)に組み込む議論
4. 欧州におけるプライベートアセットの民主化
 - 4.1. 欧州 ELTIF2
 - 4.2. 英国 LTAF の概要
5. 日本における現状
 - 5.1. 未上場株式に 15%まで投資する投資信託
 - 5.2. 海外のプライベートアセットに投資する外国籍投資信託
 - 5.3. 日本における今後の課題

2026年3月17日

一般社団法人 投資信託協会 広報部 調査広報室
グローバル・リサーチ・オフィサー 清水 毅

1. 資産運用立国構想とプライベートアセット

2023年12月に政府より公表された、「資産運用立国実現プラン」（以下、「立国プラン」）においては、「我が国の家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されること」が重要とされている。「立国プラン」の3.「資産運用業・アセットオーナーシップ改革」においては、3.1.「スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進」のために、「非上場有価証券の流通を促進するための規制緩和」を求めている。また、3.2.「オルタナティブ投資やサステナブル投資などを含めた運用対象の多様化」においては、「投資信託への非上場株式の組入れ」を可能とすることを求めている。

上記、「立国プラン」を受けて、金融庁は「2025事務年度 金融行政方針」の「1 (2) ②)プロの投資家等による非上場株式のプライマリー・セカンダリー双方の取引を促進」において、投資信託等を通じた非上場株式投資を活性化するため、投資信託協会の自主規制規則の緩和を求めている。

グローバル市場においては、上場株式、債券に加えて非上場株式への投資、プライベートクレジットへの投資市場が拡大する中で、個人投資家にも当該投資に関する果実を享受すべきすなわち「プライベートアセット投資の民主化」が実行されてきた。

このように、政府・当局の要請および業界からの投資ニーズの汲み取りもあり、投資信託協会・運用業界は、投資信託への非上場株式の組み入れについて議論を続けてきた。このレポートにおいては、米国・欧州で議論が続いているプライベートアセットの民主化の状況を紹介しつつ、日本における課題について考えてみたい。

2. プライベートアセットを組み入れた投資ファンド－米国の現状

2.1. インターバルファンド

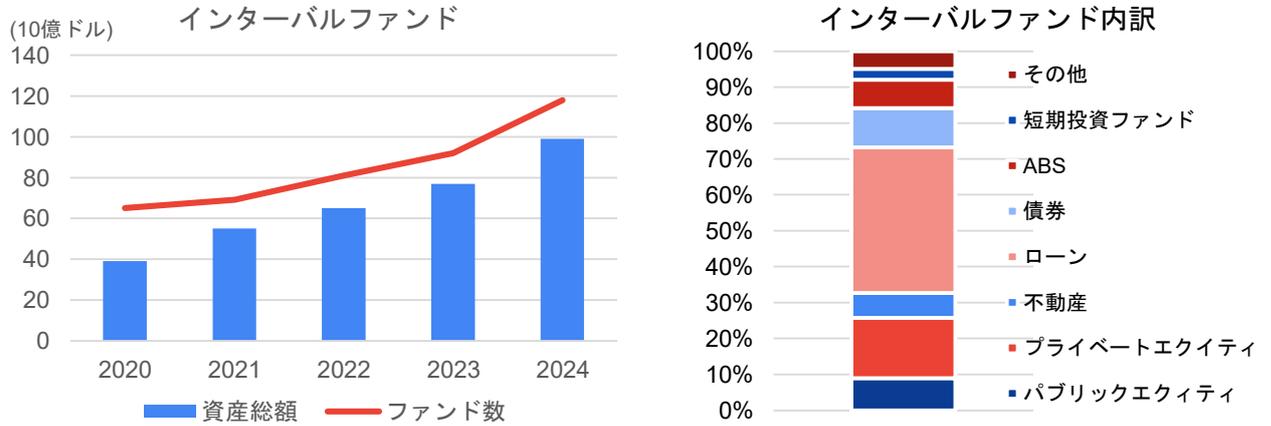
インターバルファンドは、伝統的なクローズド・エンド・ファンド（以下、「CEF」）とは異なり、新規株式公開（IPO）後も継続的に純資産価値（NAV）で持分を買い取ることが認められているファンドである。多くのインターバルファンドは、流通市場（取引所への上場）を通じた流動性を提供せず、1940年法のSECルールに従い、定期的なNAVでの買い取りを行うことで、ファンドの保有者に売却機会を提供する。一部には上場しているものもあるが、これらも同ルールに基づき定期的なNAVでの買い取りを継続している。また、非上場のインターバルファンドには、一定の収入や資産、投資基準を満たす「適格投資家」のみが保有できるものもある。2024年末時点で、インターバルファンドは118本、総資産は990億ドル（約15兆円¹）であった。

インターバルファンドは、毎日価格が設定され継続的に販売される点でオープンエンド型投資信託（「ミューチュアルファンド」）に似ているが、解約はいつでも可能ではなく、あらかじめ設定された間隔（例：四半期、半年、1年ごと）でファンドが買い取りを行う。2024

¹ このレポートにおいては、2025年12月末のレートを参考に、簡便的に1米ドル=155円、1ユーロ=160円で換算している

年には、インターバルファンドの91%が3ヶ月ごとの買い取り方針を採用していた。(以上、ICI「Investment Company Fact Book 2025（以下、「ICFB25）」より）

<図表 1.1>

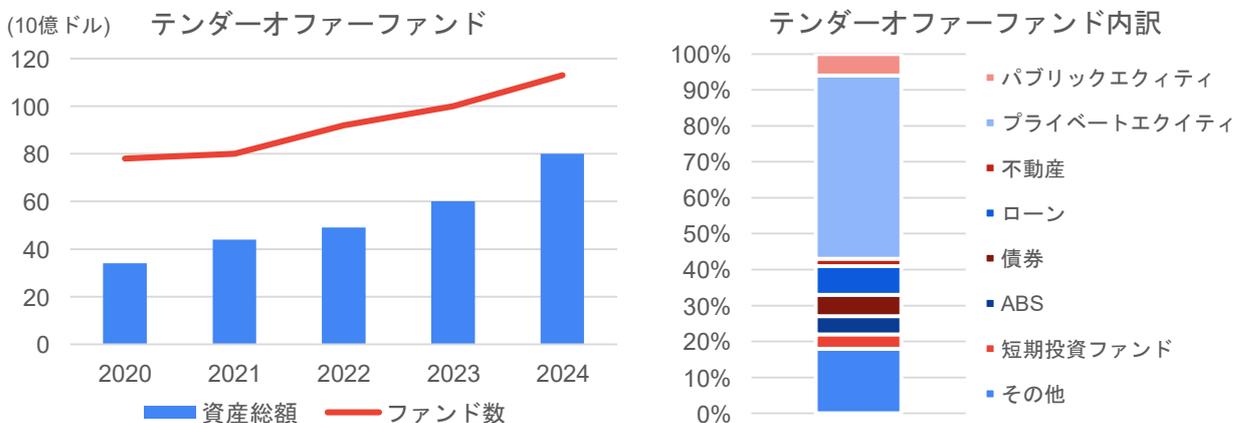


出所：ICFB25

インターバルファンドは、伝統的な CEF（主に公的市場の証券を保有）とは異なり、プライベートアセットや他のオルタナティブに投資する傾向がある。2024 年末時点で、資産の60%がローン、資産担保証券、ハイイールド債などの負債（デット）中心の証券に投資されている。特にプライベートクレジットへの需要が近年の成長を支えている。これらの専門的な戦略や投資対象から、非上場 CEF は一般的に富裕層の投資家に販売される傾向があり、最低投資額が高く設定されていることも少なくない。2024 年には、インターバルファンドの資産の44%が、初期投資最低額 100 万ドル以上のシェアクラスで占められていた。（「ICFB25」より）

2.2. テンダーオファーファンド

<図表 2.2>



出所：ICFB25

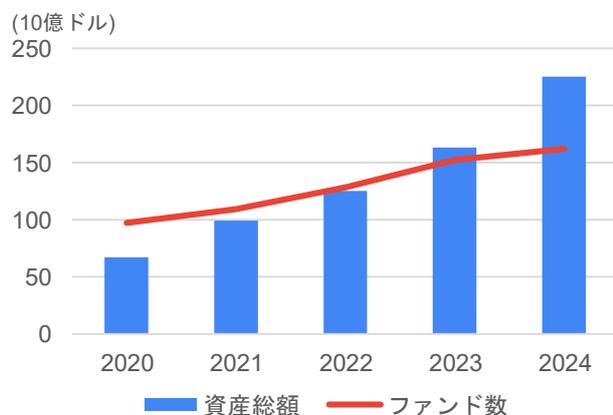
テンダーオファーファンドは一般的に非上場で、NAV での継続的な持分買い取りが認められている。インターバルファンドと同様に、認定投資家や適格投資家のみ販売されるものもある。インターバルファンドとの違いは、株式の買い取りが義務的なスケジュールではなく、ファンド側の裁量による「公開買付（テンダーオファー）」を通じて行われる点である。買い取りの回数や数量に決まったスケジュールはなく、2～3年に1回という頻度の低いものから、四半期ごとなど定期的に行うものまで様々である。2024年末時点で、公開買付型ファンドは113本、総資産は800億ドル（約12兆円）であった（以上「ICFB25」より）。

テンダーオファーファンドについても、伝統的なCEFとは異なり、プライベートアセットや他のオルタナティブに投資する傾向がある。2024年末時点で、資産の51%がプライベートエクイティや他のプライベートファンドへの投資に集中している。一般的にプライベート投資における投資家の流動性は限られているため、テンダーオファーファンドは投資家がプライベートアセットへアクセスしやすくするための有用な器となっている。（「ICFB25」より）

2.3. ビジネス・デベロップメント・カンパニー

ビジネス・デベロップメント・カンパニー（以下、「BDC」）は他のCEFとは異なり、1940年投資会社法に基づき登録されるのではなく、同法の特定の規定に基づいて設定されたファンドである。主に、金融機関等からの融資が困難な中小企業、新興企業、経営再建中の企業に投資・融資を行う。BDCは、資産の少なくとも70%を米国内の未公開企業、または時価総額2億5,000万ドル以下の米国内上場企業に投資・融資する必要がある。2024年末現在、BDCは162本あり、純資産総額は2,250億ドル（約35兆円）であった。

<図表 2.3> BDC



出所：ICFB25

BDCには上場型と非上場型があり、非上場型はさらに「非取引型」と「プライベート型」に分けられる。プライベート型は通常、適格投資家のみ販売され、上場（IPO）やポートフォリオの清算といったイベント（通常5～10年後）まで、投資家がファンドの持分を現金化する機会は限られている。BDCの総資産の約90%以上が融資（ローン）で構成されている。BDC市場全体のポートフォリオのうち、約95%以上が「優先担保付融資（Senior Secured Debt）」などの融資形態である。具体的には、第一順位担保付ローンがその大半を占めている。（Houlihan Lokey「BDC Monitor (2025)」より）

3. プライベートアセットの民主化をめぐる最近の米国の議論

米国のファンド業界は、従来は機関投資家や富裕層に限定されていたプライベートアセットへの個人投資家のアクセス拡大を政策的に支持している。これは「規制されたファンド（ミューチュアルファンドや CEF）」を通じて安全にアクセスできるようにすべきだという立場と理解している。業界は、これまでの規制や市場慣行が個人投資家をプライベートマーケットへアクセスすることを困難にしてきたと指摘し、規制緩和や新たな投資ファンド構造の導入を求めてきた。

3.1. 「15%ルール」に関する議論

従前より米国証券取引委員会（以下、「SEC」）のスタッフ見解として、登録済み CEF（オープンエンドファンドではない（筆者注））がポートフォリオの 15% を超えてプライベートファンドに投資する場合、厳しい販売制限がかかるという慣行があった。具体的には、米 SEC のスタッフが約 2002 年からの慣行として、CEF が資産の 15% 以上をプライベートファンドに投資する場合、その販売を「認定投資家（accredited investor）」のみに限定、最低投資額を \$25,000 以上に設定といった販売制限を課してきた。これらはスタッフの審査プロセス中の要請（インフォーマルな方針）として機能してきた。2025 年 5 月に SEC の委員長が公の場で発言し、SEC スタッフはもはや登録 CEF がプライベートファンド投資について 15% 制限を守ることを要求しないと明言した。これは、1) 15% という制限の事実上の撤廃、2) それに伴う販売制限（認定投資家限定・最低投資額）の撤回となる。

さらに、2025 年 8 月、SEC 投資管理部門は Accounting and Disclosure Information 2025-16 (ADI 2025-16) を公表し、スタッフが登録 CEF の申請審査で 15% 制限や認定投資家・最低投資額要請をしない旨を明確に記載した。これにより、スタッフ方針の変更が業界に伝えられた。

3.2. プライベートアセットを 401(k) に組み込む議論

プライベート市場投資を 401(k) などの個人退職口座に組み入れることについて、業界内外で議論されてきた。資産運用業界は、退職資産におけるオルタナティブ戦略の「民主化」を政策提言に含めている。これには SEC や労働省（以下、「DOL」）への方針提案が含まれている。

2025 年 8 月、「大統領令」（Executive Order: Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors）が出され、DOL と SEC に対して、プライベートアセットを 401(k) などの確定拠出年金（DC プラン）に組み入れるための規制・ガイダンスの見直しを行うよう指示された。

大統領令は出たものの、以下のような課題があるとされている。

1) 訴訟リスクと受託者責任（ERISA の壁）

米国資産運用業界および ICI が最も懸念し、議論の対象としているのが、ERISA（従業員退職所得保障法）に基づく受託者責任と、それに伴う訴訟リスクと考えられる。プランスポ

ンサー(企業)は、加入者のために「保守的に」資産を選定する義務がある(「Duty of Prudence <保守的義務>」)。プライベートアセットは一般的に運用報酬等が高く流動性が低いため、将来パフォーマンスが悪化した際に加入者から「なぜこのようなリスクの高い資産を選んだのか」と訴訟を起こされるリスクをスポンサーは恐れている。ICIは、DOLが明確な「セーフハーバー(免責ルール)」を設けない限り、企業が自発的に組み入れることは難しいと指摘している。(ICI「Implementing the Executive Order on Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors」より)

2) 流動性と値付け(バリュエーション)の課題

401(k)は加入者が毎日残高を確認し、時にはスイッチング(資産の入れ替え)を行う「デイリー・リクイディティ(毎日換金)」が前提の仕組みである。プライベートアセットは通常、四半期に一度しか評価されない。毎日値動きがある投資信託の中に、評価が動かない資産が入り込むことで、退出する加入者と残る加入者の間で不公平が生じる懸念がある。ICIは、直接プライベートアセットを組み込むのではなく、「1940年投資会社法に基づく規制されたファンド(例えばBDCやインターバルファンドなど)」を介して間接的に組み込むことが、現時点での現実的な解決策であると強調している。(ICI「How '40 Act Funds Can Safely Open Private Markets to Main Street」より)

4. 欧州におけるプライベートアセットの民主化

4.1. 欧州 ELTIF2.0

European Long-Term Investment Fund(「ELTIF 2.0」)は、EU域内のインフラや非上場企業などの実体経済への長期投資を促進し、個人投資家にプライベートアセットへのアクセスを提供するために創設された。特徴としては、一つのEU加盟国で承認されれば、他のEU加盟国の投資家に販売できる「パスポート」が与えられたことである。旧制度が普及しなかったため、2024年1月より以下の通り規制が緩和された。

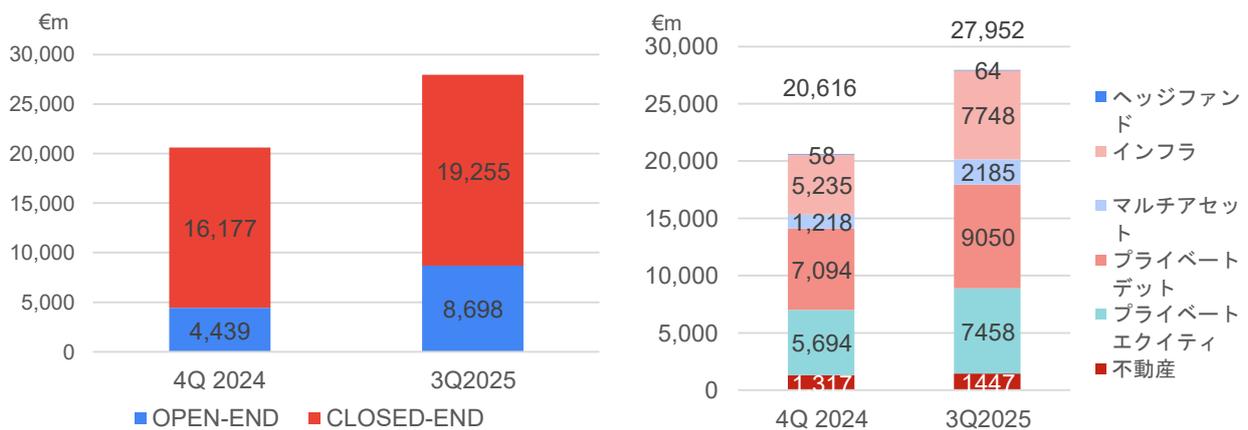
- 1) 投資対象の拡大：投資適格資産の範囲が広がり、ファンドオブファンズやマスターフィーダー構造が可能になった。
- 2) 流動性の向上：制限付きの償還(買い戻し)メカニズムが導入され、オープンエンド型の運用が可能になった(ただし、償還には上限やロックアップ期間の設定が必要)。
- 3) 最低投資額の撤廃：以前あった個人投資家向けの最低投資額が撤廃され、よりアクセスしやすくなった。

2024年1月に施行された「ELTIF 2.0」により、市場は急拡大している。2024年末で、ELTIF 2.0の残高は、210億ユーロ(約3.2兆円)にのぼり、2023年末の136億ユーロから、1年間で約47%増加した。(以上、EFAMA「FACT BOOK 2025」より)

クローズド・エンド型とオープンエンド型の両方の構造を包含するELTIF市場は、2025年第3四半期末までに約280億ユーロ(約4.5兆円)に達した。このうち、87億ユーロがオープンエンド型ELTIFにあり、残りがクローズド・エンド型ELTIFとなっている。2024年第4四半期から2025年第3四半期の間に、マルチアセットELTIFが79%と最も急速な

成長を見せ、次いでインフラ (+48%)、プライベート・エクイティ (+31%) となった。プライベート・デットも 28% という顕著な成長を記録した。マルチアセットとインフラ戦略が ELTIF の増加を牽引している。2025 年第 3 四半期までに 110 の運用会社によって 224 の ELTIF が設定された。これらのうち、オープンエンド型 ELTIF は 75 であり、そのかなりの割合が 2025 年に設定された。(以上、EFAMA「Asset Management Report 2025」より)

<図表 4.1> ELTIF AUM



出所：EFAMA「Asset Management Report 2025」

4.2. 英国 LTAF の概要

英国の Long-Term Asset Fund (以下、「LTAF」) は、英国の金融行動監視機構 (FCA) が 2021 年に導入した、プライベートアセットへの投資に特化した制限付きのオープンエンド型ファンドの枠組みである。LTAF は、以前は主に機関投資家しかアクセスできなかったプライベートアセットに対し、確定拠出年金 (DC 年金) や個人投資家が投資できるようにすることを目的としている。投資対象については、原則として資産の 50% 以上を非公開株、インフラ、不動産などの長期・低流動性資産に投資する必要がある。LTAF の構造はオープンエンド型であるが、資産の流動性と整合させるため、「最低 90 日間の解約通知期間」を設けることが義務付けられている (毎日解約することはできない)。主なターゲットは、当初は DC 年金基金のデフォルトファンドでの利用を想定していたが、2023 年の規制緩和により、一般の個人投資家 (一部制限あり) への販売も可能になった。(LTAF の残高情報については、2025 年 12 月末現在、英国投資協会等より公表されているものはない。)

5. 日本における現状

5.1. 未上場株式に 15% まで投資する投資信託

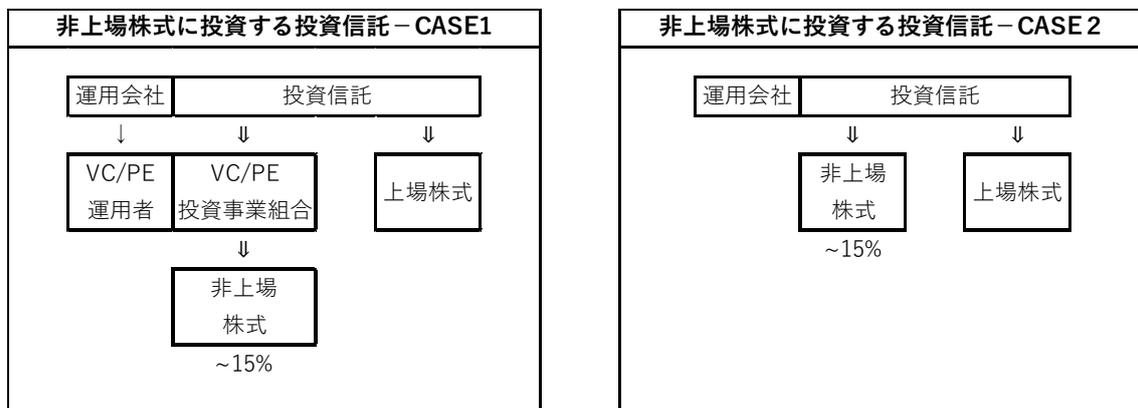
「立国プラン」からの提言を踏まえ、投資信託協会では、公募投資信託がスタートアップ等の未上場企業への円滑な資金供給や投資家への多様な投資機会の提供に資するよう、自主規制委員会下の運用専門委員会において「未上場株式に投資する投資信託」について議論

してきた。投資信託財産への未上場株式の組入れについては原則として投資信託財産の純資産総額の 15%を上限とすることや未上場株式の評価については公正価値測定による時価評価により実施する旨等を定めた。当該改正は 2023 年 12 月に実施された（規則改正の適用は 2024 年 2 月）。具体的には、『投資信託等の運用に関する規則』第 11 条（投資制限）において、未上場株式に関する制限が明確化された。第 1 項（組入れ上限）では、「委託会社は、証券投資信託（公募投資信託に限る）において、発行価格または時価を適切に算定することが困難な有価証券として細則で定めるもの（＝未上場株式等）を投資信託財産に組み入れる場合、その合計額が、信託財産の純資産総額の 15%を超えて運用することとなってはならない。」としている。同じく第 11 条の 2（未上場株式等を組み入れる際の管理体制等）においては、運用会社が守るべき以下のプロセスを定めている。

- 1) 事前審査（デューデリジェンス）：未上場株式を組み入れる際には、発行体の財務状況、事業計画、発行条件、および公正価値の算定の妥当性について、あらかじめ十分な調査・審査を行わなければならない。
- 2) 適切な評価の確保：第 30 条（評価に関する規定への参照）に基づき、公正な価格で評価を行うための体制を整備すること。
- 3) 流動性の管理：当該資産の組入れが、投資信託の解約（償還）に応じるための流動性に支障を及ぼさないことを確認し、継続的にモニタリングすること。

上記の改正を受けて、2024 年に 3 社の運用会社が未上場株式に投資する投資信託の公募販売を開始している。

<図表 5.1>

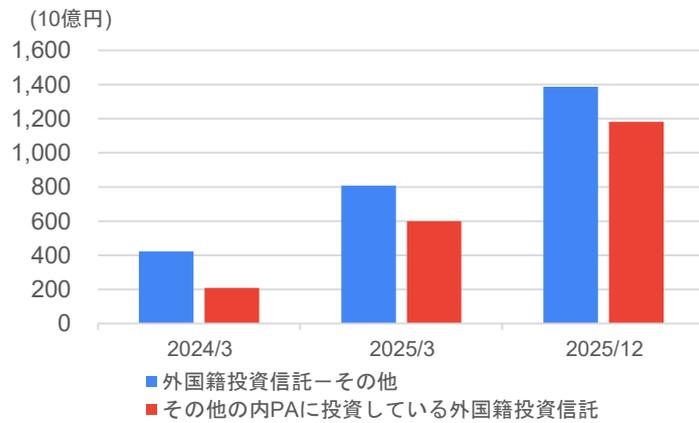


5.2. 海外のプライベートアセットに投資する外国籍投資信託

日本国内籍投資信託ではないが、日本の証券会社において、**海外のプライベートアセットに投資するファンドに投資する外国籍投資信託**が販売されている。当該外国籍投資信託は、実質的には、海外のプライベートアセットを運用する大手 PE 会社が運用するケースがほとんどであり、当該外国籍投資信託の要件や、販売基準は、日本証券業協会が定める「外国証券の取引に関する規則」等にて規定されている。外国籍投資信託の販売残高は、日本証券業

協会が公表しているが、その他の中から筆者が推定した海外プライベートアセットに投資する外国籍投信の残高は、2100 億円（2024 年 3 月末）から 5600 億円（2025 年 3 月末）さらに 1 兆 1800 億円（2025 年 12 月末）と大きく伸びている。当該外国籍投資信託は、海外に設置されているプライベートアセットに投資するファンドにほぼ全額投資するものであるが、毎日売買ができる訳ではなく、解約を申し込んでから実際の解約まで 2 か月超かかることになっていて、また、四半期後との解約の割合等についても制限がついている。

<図表 5.2>PA に投資している外国籍投資信託 資産総額



出所：日本証券業協会「外国投信運用成績一覧表」より筆者集計（推定）

5.3. 日本における今後の課題

日本の投資信託で、他の会社の株式の 50%超を取得することは、法令で禁止されているため、バイアウト系のプライベートファンドに 100%投資する投資信託を設置するためには法令改正が必要である。すでに、外国の会社に投資するバイアウト系のプライベートファンドに 100%投資する外国籍投資信託は、機関投資家向けファンドとの平行投資となっている。日本において一般投資家のバイアウト系 PE 投資を投資信託で行うためには「投資信託」の器の目的・要件等について根本的に議論する必要があると考える。

PE 以外のプライベート・デットやインフラ資産、不動産に投資するファンドについて 1) 「投資信託」が相応しいか、2) 既存の他のビークルを利用すべきか、3) ELTIF のように新しいファンド制度が必要かは、慎重に議論すべきと考える。米国、欧州、英国で、個人投資家に販売されているファンドは、完全なオープンエンド型ファンドではなくセミリキッドである。

米国及び欧州での議論と類似するが、以下のような課題が考えられる。

- 1) 毎日「基準価額」を計算して日々設定・解約が行われる「投資信託」の仕組みが、プライベートアセットに適するか？
- 2) 1) のためには、投資先の公正価値が適切に計算される必要があるが、非上場株式は原則簿価±減損で評価すべきという会計基準・会計慣行できた日本において、オープンエンド型投信の設定・解約に使用される非上場株式、不動産、インフラ等の公正価値を適切に計算できる体制・システムを構築できるかという論点がある。また、プライベートアセットのセカンダリー市場の整備も望まれる。

- 3) 個々の運用会社においてファンドの流動性管理を適切に行う必要があり、その実効性を担保する新たな規制も必要と考えられる。
- 4) 投資信託は幅広く一般の投資家に販売されていて、かつ、プライベートアセット投資については、流動性その他の新たなリスクも加わるので、リスク特性にあわせた販売に関する新たな規制・自主規制を考慮する必要がある。
- 5) 投資信託は証券会社だけでなく、銀行および他の金融機関において幅広く販売されるので、プライベートアセットについて説明できる人材の教育が必要となる。
- 6) いつでも換金できる投資信託に慣れた一般投資家に、1) 2) 3) のリスクについて、投資家の十分な理解と、さらなる金融リテラシーの向上が求められる。

日本の「投資信託」は、多くの人に利用されていて、税務上の利点もあり、販売会社のシステムも整備されているので、可能であれば日本の「投資信託」でプライベートアセットの民主化を進めたいという議論も理解できる。しかしながら上記の課題については、慎重に検討する必要があり、市場性のある有価証券に投資する「投資信託」と別枠の「投資信託」制度を作るか、欧州の ELTIF・LTAF のように新しい「ファンド」の制度を作ることも考慮すべきであると筆者は考える。

<図表 5.3>

米国	日本	欧州	ファンドの性質
ミューチュアル・ファンド	公募投資信託	UCIT	市場性のある有価証券に投資 毎日設定解約（売買）できる
BDC／インターバルファンド等	日本版LTIF	ELTIF	プライベートアセットに投資 個人投資家を（も）対象 一定の期間ごとに売買できる

※本文中、意見に関する部分は、本協会の公式意見ではなく、筆者の個人的な見解である。

(問い合わせ先)
 一般社団法人 投資信託協会
 広報部 調査広報室
 03-5614-8455
jita-research@toushin.or.jp