

2026年6月18日 全8頁

投資信託へのプライベートアセットの組入れ

制度設計上の論点と欧州・長期投資ファンド（ELTIF）からの示唆

金融調査部 主任研究員 森 駿介
研究員 谷 京

[要約]

- 現在、政府において、プライベートアセットに投資する公募投資信託の新制度創設が検討されている模様である。本稿では、投資者保護と柔軟な制度設計という2点のバランスを探るべく、先行事例としての欧州長期投資ファンド（ELTIF）を取り上げる。
- ELTIF は、EU 域内の実体経済への長期投資促進が目的である。制度創設当初は、個人投資家の一部アクセス制限など厳格な投資者保護により普及は限定的だった。しかし、2024年から開始されたELTIF 2.0では、制度が柔軟化され、普及が進みつつある。
- 日本における制度設計上の論点としては、制度導入の政策目的（オルタナティブ投資の機会拡大か、国内実体経済への長期投資促進か）に加え、顧客適合性確保や流動性管理のあり方が挙げられる。

1. プライベートアセットを主軸とする公募投資信託の創設に向けた検討

近年、個人投資家が非上場株式等のプライベートアセットに投資できる機会を広げる動きが世界的に加速している。この背景には、スタートアップ企業への投資を促進するという政策目標に加えて、「オルタナティブ投資の民主化」というトレンドがある。

しかし、日本のプライベート市場は、プライマリー・セカンダリーともに未発達な状態が続いている。このような課題を背景に、日本証券業協会が2025年9月に公表した『[『スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会』報告書](#)』では、非上場株式の発行および流通における課題の一つに非上場株式を組み入れた公募投資信託の少なさが挙げられ、非流動性資産ファンドに関する規制の在り方の見直し・柔軟化が提言されている¹。さらに、報道によると、内閣官房に設置された「[新戦略策定のための資産運用立国推進分科会](#)」（2026年4月20日開催）

¹ 「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」の報告書については、谷京「[非上場株式の発行・流通を活性化する方策](#)」大和総研レポート、2025年10月29日、参照。

で共有された「金融戦略骨子（案）」（非公開）には、プライベートアセットに投資する公募投資信託の新制度創設が盛り込まれたとみられる²。

このように、日本においても「資産運用立国」の実現に向け、流動性の低いプライベートアセットを組み入れた公募投資信託の制度拡大が検討されている。制度の持続性を確保しつつ、普及を拡大させるには、**投資者保護**（流動性管理や価格の透明性、受益者間の平等性確保、適合性確保など）と**使い勝手の良い柔軟な制度設計**という2点のバランスが重要な課題となる。そこで本稿では、日本における従来の規制枠組みを整理した上で、プライベートアセットを組み入れた公募投資信託の先例として欧州長期投資ファンド（ELTIF）の概要を紹介する。

2. 国内における投資信託へのプライベートアセット等の組入れ状況

(1) 現行の規制枠組み

国内投資家が投資信託（投信）経由でプライベートアセットに投資する場合、①未上場株式等の一部組み入れる国内籍投信、②プライベートアセットに投資する外国籍投信に投資する国内籍投信（ファンド・オブ・ファンズ）、③プライベートアセットに投資する外国籍投信の3つのビークルが考えられる。その制度概要は図表1の通りである。

国内籍投信への未上場株式等の一部組入れには、資産運用業協会の自主規制規則により、15%の組入比率上限が設定されている。ただし、流動性確保のための措置や目論見書等での注意喚起など必要な措置を講じた場合は15%超の組入れも可能となっている。さらに、2026年4月には、未上場株式等の新たな組入れの停止や、組入比率適正化計画の作成・開示などの措置を講じれば、15%の組入比率上限の一時的な超過を容認する制度の見直しもなされている。

一方、プライベートアセットに投資する外国籍投信への投資や、そのような外国籍投信を組み入れる国内籍ファンド・オブ・ファンズの場合は、プライベートアセットや外国籍投信の組入比率について、特段の上限は設定されていない。当然、純資産総額の一部にしか未上場株式等を組み入れない投信に比べると、投資者保護の必要性は高い。そのため、組入れ資産の価格の透明性を確保するための措置や流動性確保が担保できる措置（例：流動性資産に係る投資方針が設定されているか確認）、受益者間の平等性に配慮するための措置（例：外国籍投信に解約制限や信託財産留保額などが設定されているか確認、国内籍投信に解約制限や信託財産留保額などを設定）が求められている。また、適合性・説明義務の観点でも、目論見書等や販売時にこれらの措置や投資に関するリスクの注意喚起を記載・説明することも求められている。

なお、2026年4月9日に、資産運用業協会は、流動性区分に基づくファンド分類と流動性管理ツール等の見直しに係る自主規制規則等の一部改正案を公表している。ここでは、①投信の保有資産の流動性区分に基づいて、高流動ファンド・低流動ファンド・非流動ファンドに分類

² 日本経済新聞 電子版「[未上場株軸の投信、政府が新制度検討 個人のスタートアップ投資促す](#)」2026年4月19日。

した上で、②低流動ファンド（低流動性資産³への投資比率が50%超）は「一定の流動性管理ツール」が常時適用可能な手段として整備されている場合に限り、日次の設定・解約を受付可能とする、③非流動ファンド（非流動性資産⁴への投資比率が30%超）は日次以外の頻度での解約申込の受付を基本とすること等が盛り込まれている。ここでいう、「一定の流動性管理ツール」としては、市場環境等に応じて変動する信託財産留保額の設定や、追加設定・一部解約の受付を一時停止するサスペンションが挙げられている。

図表1 プライベートアセットを組み入れる投資信託の制度概要

比較項目	国内籍投信		外国籍投信
	未上場株式等の一部組入れ	外国籍投信に投資するFoF（ファンド・オブ・ファンズ）	
投資対象	未上場株式、VCファンド等	米国非上場REIT/BDC（事業開発会社）、ELTIF等	プライベートクレジットファンド、非上場REIT/インフラファンド、PEファンド等
組入比率	原則15%以内	原則上限なし	
価格の透明性の確保	公正価値測定を用いて時価で評価	外国籍投信について、価格の透明性が確保され、その価格に基づき売却が可能か確認	価格の透明性が確保できているか確認（注3）
流動性確保が担保できる措置	商品特性に応じて、必要と認められる以下のような措置を講じた場合は、15%を超えて組入れ可能	・外国籍投信について、流動性確保が担保できる措置及び受益者に配慮するための措置が講じられているか確認	顧客の解約への対応が可能になるような流動性資産に係る投資方針が定められているか等を確認
受益者間の平等性に配慮するための措置	・解約制限などの措置を講じた上で、目論見書等に当該措置を記載 ・契約締結前の開示資料で投資に関するリスクの注意喚起	・組入れ外国籍投信の割合が国内籍投信の基準価額に相応の影響を与える場合、国内籍投信にて、以下の措置を講じる － 信託財産留保額の設定（注2） － 設定・解約頻度 ≤ 組入れ投信の時価算出頻度とする － 組入れ投信の換金に上限がある場合、国内籍投信でも解約制限を設けるべきか検討等	以下のような事項を確認 ・一定の解約制限が課されているか ・外国籍投信の設定・解約頻度が組入低流動性資産の時価の算出頻度を超えないようにされているか ・信託財産留保額が設定されているか
適合性・説明義務		・外国籍投信の現地における適合性基準も加味 ・目論見書等で流動性の確保が担保できる措置や受益者に配慮するための措置、投資に関するリスクの注意喚起を記載	販売時に以下の事項を説明 ・価格の透明性の確保に係る措置 ・流動性確保が担保できる措置及び受益者に配慮するための措置 ・投資に関するリスクの注意喚起
プロダクトガバナンス（注1）	想定顧客属性の特定と組成会社・販売会社間の情報連携		—

（注1）資産運用業協会の自主規制に基づくプロダクトガバナンスの取り組みについて記載。ただし、一部では、未上場株式等の組入比率が15%以内の投信についてはプロダクトガバナンスの取り組みの対象外との報道もある。

（注2）信託財産留保額は、投信の途中換金時に換金代金から差し引かれ、投信に残す財産のこと。

（注3）価格の透明性の確保手段としては、投資先の集団投資スキームの財務諸表が外部監査を受検したり、投資先の非上場株式の取得・譲渡に当たって第三者の提示する価値を用いたりする態勢が取られていることなどが挙げられる。

（出所）資産運用業協会、日本証券業協会、ファンド情報（格付投資情報センター）より大和総研作成

³ マーケットインパクトを考慮して売却可能日数が8営業日以上かかると合理的に判断される資産。

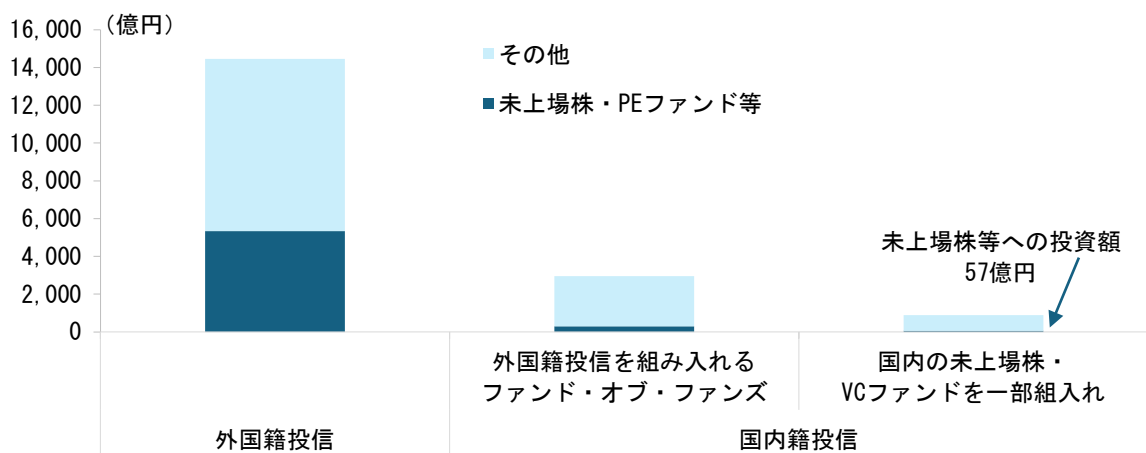
⁴ 売却可能日数が8営業日以上かかり、顕著なマーケットインパクトが生じると合理的に判断される資産。

(2) 投資信託経由でのプライベートアセットへの投資状況

プライベートアセットに投資する投信への国内投資家の投資状況は図表2の通りである。まず、残高ベースで見ると、ほとんどが外国籍投信への直接投資経由で保有されている。外国籍投信の残高のうち、未上場株を中心に投資するプライベートエクイティ（PE）ファンドが約37%を占める。ただし、PEファンドの投資先は主に米国の未上場株であり、国内スタートアップ向けの投資は限定的とみられる。

一方、国内籍投信を通じたプライベートアセットへの投資額は、プライベートアセットを組み入れる外国籍投信への投資額に比べると限定的である。未上場株やVCファンドを一部組入れる国内籍投信は、2026年4月末時点で3本である。未上場株等への投資額・組入比率は57億円・6.4%にとどまっている。組入比率が15%よりも低い一因として、組入比率上限の超過を避けるべく抑制的な運用となっていたことが挙げられる。

図表2 プライベートアセットに投資する投資信託の純資産残高（2026年4月末）



(注) 「外国籍投信」のうち「未上場株・VC等」については、未上場株中心に投資しているファンドのみ集計。マルチアセット型ファンドへの組入れ分は集計していない。

(出所) 日本証券業協会、各社開示資料より大和総研作成

3. 欧州における規制枠組み (ELTIF 2.0)

(1) 欧州長期投資ファンドの沿革

欧州連合 (EU) では、域内の実体経済に対する長期投資促進を目的として、2015年に「[欧州長期投資ファンド \(ELTIF: European Long-Term Investment Fund\)](#)」規則が採択された。ELTIFは、非上場株式や不動産、インフラといった長期・非流動性資産に特化したオルタナティブ投資ファンドとして設計された。また、ELTIFではEU域内のパスポート制度 (ある加盟国で認可されたファンドについて、他の加盟国でも追加認可なしに販売できる仕組み) によるクロスボーダー販売が可能であり、プロ投資家に加えてリテール投資家への販売も認められた。

しかし、ELTIF制度の市場浸透は限定的であった。ELTIFの認可は少数にとどまり、2021年時点での純資産総額も約24億ユーロにすぎなかった⁵。ELTIF制度が伸び悩んだ背景としては規制の厳格さ、とりわけリテール投資家に対する過度な参入障壁が挙げられる。具体的には、リテール投資家に対して最低1万ユーロの初期投資額が課されるとともに、金融資産が50万ユーロ以下の投資家については、ELTIFへの投資総額をポートフォリオ全体の10%以内に制限する要件も併せて適用されていた。さらに、ファンドの分散投資要件や適格資産の範囲に関する制限も厳しく、運用会社が柔軟な投資戦略を構築しにくい面があった。

こうした状況を受けて、欧州議会・理事会は2023年3月、[改正ELTIF規則 \(ELTIF 2.0\)](#) を採択した。同改正は、リテール投資家のアクセス制限を大幅に緩和し、より柔軟な商品設計を可能にするものであり、2024年1月10日から適用されている。2024年10月には規制技術基準(RTS)も発効し、実務面での運用枠組みが整備されたことで、ELTIF 2.0は本格的に始動した。

(2) ELTIF 2.0での主な変更点

ELTIF 2.0における重要な変更点の一つは、リテール投資家への販売要件の大幅な緩和である。先述の通り、従来のELTIFでは、リテール投資家に関して1万ユーロの最低投資額やポートフォリオの10%上限といった追加要件が課されていた。また、リテール投資家への販売に際しては、ファンドマネージャーと販売業者のどちらかが適合性評価および投資助言を行うことも求められていた。しかも、ELTIFの適合性評価は第2次金融商品市場指令(MiFID II)に基づくものと実質的に共通する内容であるにもかかわらず、追加的な実施を求められる可能性があるなど、規制の重複を生じさせていた。加えて、適合性評価後に提供すべきとされた「適切な投資助言」の内容や、MiFID II上の投資助言との関係も必ずしも明確ではなく、実務上の不確実性を残していた⁶。

他方、ELTIF 2.0ではこれらの数量的制限が撤廃され、投資者保護の枠組みは主としてMiFID IIに基づく適合性評価およびプロダクトガバナンスに整合化された。適合性評価自体はELTIF 2.0でも引き続き求められるが、その評価が否定的な結果であっても、投資家が当該結果の説明を受けたうえで明示的に購入の意思を表明した場合には、投資を行うことが可能とされている。これらの変更により、小口の資金しか持たないリテール投資家であっても、オルタナティブ資産への投資機会を容易に享受できるようになった。

ELTIF 2.0では、ファンドの投資対象となる適格資産の範囲も大幅に拡大された。具体的には、投資対象企業として認められる上場企業の時価総額基準が引き上げられたことで、中型上場企業への投資が可能となったほか、STS証券化商品⁷やEUグリーンボンドといった新たな資

⁵ European Union, “[REGULATION \(EU\) 2023/606 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 March 2023](#),” 2023/3/20.

⁶ AFG and Morgan Lewis, “[Practical guide to ELTIF 2.0](#),” 2025/1, p. 16.

⁷ STS証券化商品とは、EU証券化規則において定義される「シンプル (Simple) ・ 透明性 (Transparent) ・ 標準化 (Standardised)」の要件を満たす証券化商品を指す。

産クラスが追加された。また、他の投資ファンドへの投資を前提とするファンド・オブ・ファンズやマスター・フィーダー方式が認められるとともに、不動産やインフラを中心とした枠組みであった実物資産の定義も「本質的価値を有する資産」として拡張され、幅広い資産への投資が可能となった。さらに、ELTIF の運用制約としての集中投資・分散投資規制も緩和され、個別資産への投資上限が引き上げられるなどポートフォリオ構成の柔軟性が高められた。加えて、資金の借入れ（レバレッジ）に関しても、従来よりも柔軟な枠組みに見直され、リテール投資家向けおよびプロ投資家向けに応じた借入上限の緩和が行われた。これにより、ファンドの資金調達およびリスクテイクの柔軟性が拡大し、運用戦略全体の自由度が大きく向上している。

流動性管理の枠組みについても、重要な見直しが行われた。従来の ELTIF は、原則として償還が満期に限定されるクローズドエンド型を採用していた。他方、ELTIF 2.0 では、ファンドの長期投資と相反しない範囲で、適切な解約方針と流動性管理ツール（最低保有期間、解約通知期間、解約ゲート⁸など）を整備することを条件に、ファンド存続期間中の償還（途中解約）が認められるようになった。さらに、既存投資家の売却意向と新規投資家の購入意向を相対で一致させることにより、ファンドを解約することなく持分の移転を可能とするマッチング形式のセカンダリー取引メカニズムも導入された。ただし、現時点では大規模・恒常的な市場はまだ形成されていないとみられる。

図表 3 ELTIF と ELTIF 2.0 の比較

比較項目		ELTIF	ELTIF 2.0
投資対象の制限	対象資産	非上場株式・不動産・インフラが中心	中型上場株式・証券化商品・グリーンボンド等に拡大
	適格長期資産比率	70%以上	55%以上
適合性確保	リテール投資制約	最低 1 万ユーロ+10%上限	制限撤廃
	適合性評価	適合性評価+投資助言が必須	MiFID II に整合化、否定評価でも明示的な購入意思で投資可
	プロダクトガバナンス	限定的	MiFID II のプロダクトガバナンス規制を適用
流動性	流動性管理	クローズドエンド（満期償還）	条件付きで途中解約可能
	セカンダリー取引	なし	マッチングメカニズム

（出所）EU 規則などより大和総研作成

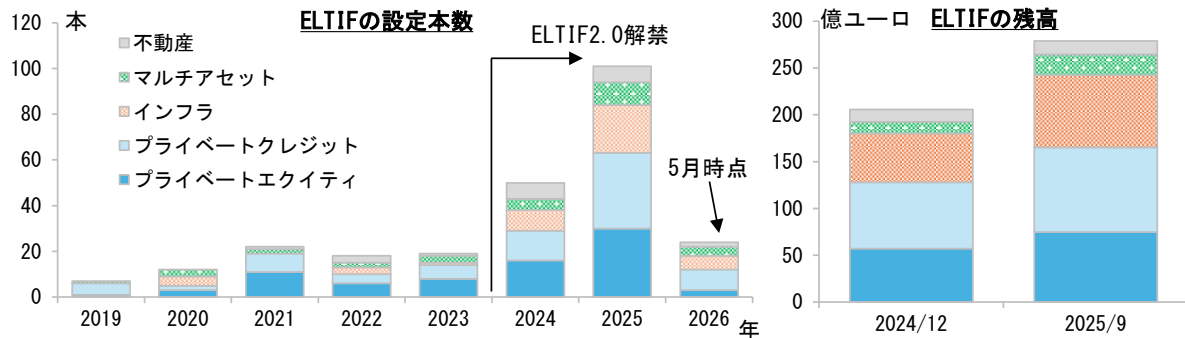
（3）ELTIF 2.0 市場の概況

ELTIF 2.0 の RTS が発効された 2024 年 10 月以降、欧州における ELTIF の設定本数は大きく増加しており、2025 年には 101 本の新規ファンドが設定された（図表 4）。直近残高では、プライベートクレジットが主要戦略となっており、次いでインフラやプライベートエクイティの残高

⁸ 一定期間における解約額に上限を設け、流動性リスクを管理する仕組み。

が大きい。また、単一のストラクチャーの中で複数の資産クラスへのエクスポージャーを提供するマルチアセット型の残高の伸び率は、他の戦略と比べて高い。この背景には、小規模なプライベートバンクやウェルスマネジメント会社が、単一戦略型の ELTIF をフルラインナップで構築することが困難なことがあるとみられる⁹。

図表 4 ELTIF の設定本数・残高



(出所) EFAMA、IPEM より大和総研作成

4. 日本への示唆

日本では現状、国内籍の公募投資信託においてプライベートアセットを組み入れた商品設計には一定の制約があるため、個人投資家によるオルタナティブ投資は主として外国籍投信やそれを活用したファンド・オブ・ファンズを通じて行われている。ELTIFのような制度は、こうした構造を見直し、国内籍ファンドを通じて未上場企業やインフラへの資金供給を行う枠組みを整備することにより、家計金融資産の長期投資への誘導と成長資金の供給を結び付け得る。一方で、単にオルタナティブ投資の機会拡大という観点に立てば、既存の外国籍投信を通じた投資でも代替可能であり、制度導入の政策目的をどこに置くかは重要な論点となる。

改正前の ELTIF では、最低投資額やポートフォリオ制限といった形式的な投資制約によってリテール投資家の参入を抑制していた。ELTIF 2.0 はそれらの制約を撤廃する一方、MiFID II に基づく適合性評価やプロダクトガバナンスに依拠することで、販売プロセスの規律を通じた投資者保護を図っている。すなわち、長期・非流動性資産へのリテール資金の流入を促すに当たり、投資家の属性に応じて商品アクセスを一律に制限するのではなく、販売業者・運用会社に対して適切な顧客属性把握と商品設計・販売管理を求めることにより、より柔軟な商品供給と投資者保護の両立を目指していると評価できる。

この点は、日本におけるオルタナティブ資産の個人投資家向け提供の在り方を検討する上で参考になる。日本でも金融商品取引法上の適合性原則や説明義務は存在するものの、MiFID II のプロダクトガバナンス規制のように、商品の設計段階から想定顧客層を明示し、その妥当性を継続的に検証する規律は、法令としては体系的に整備されていない。資産運用業協会の自

⁹ IPEM Community, “[Europe’s Evergreen Private Market Funds Boom: ELTIF’s Growth and the Shift Toward Multi-Asset Solutions](#),” 2026/5/14.

主規制等において類似の枠組みは一定程度取り入れられているが、例えば外国籍投信については、運用会社と国内販売会社との間で想定顧客属性の特定や商品設計情報の十分な連携が行われているとは限らない。今後、個人金融資産の長期運用先として非上場株式等へのアクセスを拡大しようとするならば、適合性評価の実効性確保や開示文書の標準化といった観点も含め、販売過程における顧客適合性確保の仕組みには改善の余地があると考えられる。

流動性管理の観点においても、ELTIF 2.0 は日本のファンド規制に再考を促す。日本では、公募投資信託は高い換金性を前提として制度設計されてきた一方、私募・オルタナティブ商品は流動性が乏しく、投資家層も限定されてきた。他方、ELTIF 2.0 は最低保有期間、解約通知期間、解約ゲート、償還上限、マッチング形式の持分移転などを組み合わせることで、非流動性資産を組み込んだファンドにおいても段階的な換金性を付与する仕組みを制度化した点に特徴がある。例えば、不動産やプライベートクレジットを主な投資対象とするファンドであっても、四半期ごとの解約受付と一定割合までの償還上限を組み合わせることで、資産の売却に要する時間と投資家の解約希望との調整を図るといった設計が可能となる。日本でも解約頻度の制限や繰延べといった対応も含め、一定の流動性管理が行われているものの、ELTIF 2.0 に見られるような段階的な換金性付与の仕組みは ELTIF に類似した制度を設計する場合の重要な検討課題となろう。

もちろん、ELTIF 2.0 の改革によって新たに生じたリスクもある。例えば、ELTIF 2.0 では適合性評価が維持されているとはいえ、評価結果が否定的であっても投資家の明示的同意により投資が可能とされている点は、投資者保護の実効性を弱めるおそれがある。また、非流動性資産を組み込んだファンドについて、条件付き途中解約やマッチング形式のセカンダリー取引メカニズムが導入されたとしても、それは必ずしも換金性を保証するわけではない。むしろ、一定の流動性が付与されることで、投資家に過度の流動性期待を生じさせることが懸念される。なお、2025 年には不動産に特化した ELTIF において、解約請求額が純資産価額の一定割合（10%）を超過したことを契機に、契約上の解約ゲートが発動され、償還が停止される事態が生じた¹⁰。EU 域内でも、ELTIF を含めたセミリキッド商品（主にプライベート資産に投資を行い、定期的に一部解約や購入ができる仕組みを持たせた投資商品）をリテール投資家に販売する際のミスセリング回避や説明義務の徹底の必要性を指摘する議論も出てきている¹¹。

以上を踏まえると、日本において長期・非流動性資産へのアクセス拡大を進めるにあたっては、単なる規制緩和にとどまらず、販売過程における実効的なガバナンスの確立と商品特性に見合った流動性管理手法の整備も不可欠である。投資者保護と成長資金の供給を両立させる、慎重かつ柔軟な法制度の設計が求められよう。

¹⁰ Alexander Straube, “[Real estate Eltif valued at €1.24bn suspends redemptions.](#),” 2026/2/9.

¹¹ Financial Times, “[Pushing private assets: are Europe’s investors at risk of a mis-selling scandal?](#),” 2026/5/11.