

プライベートアセットへの投資に関する論点整理シリーズ プライベートアセットへの投資に関する市場動向等の整理

はじめに

日本政府は「資産運用立国」の実現を重要な経済政策の柱に据え、「成長と分配の好循環」を資本市場を通じて実現することを目指しています。金融庁が 2023 年 12 月に公表した「資産運用立国実現プラン」では、家計・アセットオーナー・資産運用会社・投資先企業から成るインベストメントチェーン全体を改革対象と位置付け、資産運用業が日本経済の成長を支える「第 4 の柱」となることへの期待が明確に示されました。

同プランでは、成長資金の供給と運用対象の多様化が主要な政策テーマとして掲げられています。この「運用対象の多様化」の文脈において、近年急速に存在感を高めているのがプライベートアセット（非上場株式、プライベートデット、不動産、インフラ等）です。資産運用立国実現プランでは、ベンチャーキャピタル向けプリンシプルの策定、非上場有価証券のセカンダリー市場活性化、非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進などが明記され、プライベートアセットが公的に政策対象として位置付けられました。

また、金融庁が 2025 年 6 月に公表した「資産運用サービスの高度化に向けたプロGRESSレポート 2025」では、資産運用会社に対し、伝統資産に加えてオルタナティブ資産を含む多様な投資機会を適切に提供するための運用能力、リスク管理、プロダクトガバナンスの高度化が強く求められています。これは、単に新たな投資対象を取り扱うというレベルにとどまらず、評価手法、流動性管理、情報開示、投資家への説明責任を含めた運用体制全体の高度化が求められているものと理解できます。さらに、2026 年 7 月に公表された「資産運用サービスの高度化に向けたプロGRESSレポート 2026」（以下、2026 年版プロGRESSレポート）では、家計やアセットオーナーの最善の利益の実現に向け、資産運用業務・資産管理業務の高度化や、プライベートエクイティ（PE）ファンドを含むオルタナティブ投資への対応が重要な論点として取り上げられています。加えて、同月に策定された「成長投資を促進するための金融戦略－資産運用立国のアップグレード－」（以下、資産運用立国アップグレード）では、17 の戦略分野等への成長投資や日本企業の事業再構築・再編を金融面から支えるため、官民金融機関による成長資金の供給、PE ファンド・ベンチャーキャピタル（VC）の健全な発展、個人投資家への多様な投資機会の提供、アセットオーナーの機能向上が掲げられています。

こうした政策動向は、日本の運用会社にとって大きな機会である一方、同時に構造的な課題も突きつけています。プライベートアセットは、流動性の制約、時価評価の難しさ、長期運用を前提としたガバナンス設計など、従来の上場株式・債券とは異なる特性を有しています。そのため、商品設計、ファンドストラクチャー、アセットオーナーとの役割分担を含め、運用会社には新たな専門性と説明力が求められる局面に入ったと言えます。

本シリーズではまず、資産運用立国実現プランの主な施策の進捗状況をおさらいするとともに、各国におけるプライベートアセットへの投資を活性化する取り組みについて理解することで、今後の方向性を占います。また、資産運用立国アップグレードやプロGRESSレポートで取り上げられている事項の深堀りや、プライベートアセットへ投資するファンドの組成・運用に関するポイント（時価評価、流動性管理など）、会計上の論点なども考察する予定です。

資産運用立国実現プランの主な施策の進捗状況と今後の方向性

資産運用立国実現プランでは、家計・アセットオーナー・資産運用会社・投資先企業から成るインベストメントチェーン全体の機能向上を通じて、家計の資金を成長投資へつなげることが目指されています。2026 年版プロGRESSレポートおよび資産運用立国アップグレードでは、この方向性をさらに進め、成長資金の供給、資産運用業務・資産管理業務の高度化、アセットオーナーの機能向上、投資家への多様な投資機会の提供が改めて重要な論点として示されています。

プライベートアセットとの関係では、単に非上場株式やインフラ等を投資対象に加えることにとどまらず、成長資金の供給先としての PE ファンド・VC、長期資金の出し手としての年金・保険等のアセットオーナー、商品を組成・管理する資産運用会社、販売会社を通じて投資する個人投資家を一体として捉える必要があります。主な論点を整理すると、以下のとおりです。

論点	これまでの施策・論点	2026 年のアップグレードで強調された方向性
金融機関・市場の機能強化	- VC 向けプリンスiplの策定 - 非上場有価証券のセカンダリー取引活性化 - 投資型クラウドファンディング等による資金調達手段の拡充 - 非上場株式の投資信託への組み入れ	- 官民金融機関による資金供給・成長支援機能の強化 17 の戦略分野等への成長投資を促進 - 日本政策投資銀行 (DBJ)・産業革新投資機構 (JIC) 等による投融資方針の整理 - PE ファンド・VC の健全な発展の促進 - 個人投資家への多様な投資商品の提供
アセットオーナーの機能向上	- 年金・保険等のアセットオーナーの運用高度化が課題 - 長期資金を成長投資へ結び付けるための運用力向上が課題	- アセットオーナーの機能向上 - 公的アセットオーナーや企業年金の運用力向上 - 受益者の最善利益の追求
資産運用サービスの高度化	- プログレスレポート2025で、運用能力、リスク管理、プロダクトガバナンスの高度化を指摘 - 評価手法、流動性管理、情報開示、説明責任が課題	- 資産運用サービスの高度化 - 銀行による外国資産運用会社の買収の容易化 - 資産運用会社や信託銀行の業務効率化・合理化
家計の安定的な資産形成の促進	- 家計の安定的な資産形成の促進が課題 - NISA・iDeCo 等を通じた長期・分散・積立投資の普及が課題	- 加入者目線に立った DC 制度の改善 - NISA の普及・定着 - 金融経済教育の推進

プライベートアセットは、成長資金供給を担う重要な手段の一つとして位置付けられており、PE ファンド・VC 市場の発展や投資機会の多様化を通じて、日本経済の成長と資産形成の好循環を実現することが期待されています。

プライベートアセットの投資に関するグローバルの動向

米国、欧州、英国を含む世界各国において、プライベートアセットへの投資を促進する取り組みが進んでいます。機関投資家等のプロ投資家だけでなく、個人の資金も導入していく流れがあり、成長産業やイノベーション、脱炭素社会の実現のために資金を取り入れ、さらには個人の多様な資産へのアクセスを拡大させ、リターン向上につなげることが期待されています。

1. 政府の投資促進策

成長企業やインフラ等への長期資金供給を促すため、政府主導の政策パッケージや年金制度改革を通じて、プライベートアセットへの投資の拡大を後押ししています。特に DC 年金では、加入者保護を前提に、デフォルトファンドや受託者責任の枠組みの中で非流動性資産をどのように組み込むかが論点となります。

米国	欧州	英国
401k 等の確定拠出年金におけるオルタナティブ資産へのアクセス拡大を検討 - オルタナティブ資産を含む投資選択肢の選定に関するエリサ法上の慎重	- 貯蓄投資同盟の下で、家計の貯蓄を生産的投資へ結び付ける取組みを推進 - 年金制度改革、プライベート企業のエグジット支援、機関投資家による	- 年金制度改革を通じて、DC 年金等からプライベートアセットへの投資を促進する動きがみられる - マンションハウス合意(確定拠出年金の最大手 17 社が、主要デフォルトファンドの 10%をプライベートマー

重義務について、セーフハーバーを含む改正規則案が公表された	株式投資の促進等が検討されている	ケットに投資し、そのうち 5%を英国に投資する旨の合意)において、主要デフォルトファンドにおけるプライベートマーケットへ投資比率の引き上げが掲げられている LTAF は、DC 年金や ISA を通じて、長期性資産へのアクセスを広げるファンド制度として位置付けられている
-------------------------------	------------------	---

2. ファンド制度(ファンドの枠組み)

非流動性資産への投資を個人投資家や年金資金へ広げる上では、長期性資産に適したファンドの枠組みが重要となります。欧州では ELTIF (European Long-Term Investment Funds)、英国では LTAF (Long-Term Asset Fund) がその代表例であり、いずれも投資家区分、販売ルール、流動性管理、情報開示を組み合わせることで制度設計されています。一方、米国では ELTIF や LTAF のような専用制度は存在しないものの、認定投資家制度を前提とした私募ファンドに加え、BDC (Business Development Company)、インターバルファンド、テnder オファーファンド等を通じて個人投資家のアクセスが拡大しています。各国の制度設計は異なるものの、非流動性資産への投資機会を拡大する一方で、投資家保護の観点から、投資家の属性に応じた販売規制、適合性確認、流動性管理、情報開示を組み合わせることが共通の方向性となっています。

	米国	欧州	英国
主な枠組み	- ELTIF や LTAF に相当する単一の長期投資ファンド制度は存在しない - 私募ファンド、BDC、インターバルファンド、テnder オファーファンド等を通じてアクセスを提供	- ELTIF が、長期性資産(非流動性資産)への投資に適したファンドの代表例 - ELTIF 2.0(2023 年改正)により、投資対象・運用制限・販売ルール等が見直され、リテール投資家への提供を促進	- LTAF が、長期性資産への投資に適したファンドの代表例 - LTAF の販売対象がマスマーケットの個人投資家、自主選択型 DC 年金、SIPP (Self-Invested Personal Pension) 等へ拡大された(2024 年改正)
想定投資家	私募ファンドは認定投資家を中心に展開	- リテール投資家を含む幅広い投資家への提供を想定 - 投資家区分に応じて、販売時の確認・情報提供等を組み合わせる設計	- プロ投資家、DC 年金、一定の個人投資家を念頭に制度整備 2026 年 4 月から LTAF は株式型 ISA および Junior ISA で保有可能な投資対象とされた
販売ルール・投資家保護	認定投資家制度や私募規制 (Regulation D)により、直接アクセスできる投資家を限定	- 投資家区分に応じた販売ルール・適合性確認・情報提供を実施 - 長期投資・非流動性に関する投資家保護 - 非流動性資産の特性を踏まえ、リスク説明や投資家へ開示	- 投資家区分に応じた販売ルール・適合性確認・情報提供を実施(リテール投資家に対して、助言無しで販売する場合の制限) - 長期投資・非流動性に関する投資家保護 - 非流動性資産の特性を踏まえ、リスク説明や投資家へ開示
解約構造・流動性管理	商品類型ごとに設計が異なる	原則クローズドエンド型、オープンエンド型(四半期以上の解約を想定し、最大解約割合を規制)を容認	90 日の事前解約通知とオープンエンド型(1 カ月以上の解約頻度)を要求

グローバルの動向が日本へ与える示唆

上記のグローバルの動向は、日本が進めている資産運用立国の実現に向けて示唆を与える内容となっています。例えば日本においては、ELTIF や LTAF のような長期性投資に適したファンドの枠組みが存在しないため、長期資金を取り込むためにはこれらの枠組みを参考に、日本版の長期投資に適したファンドの枠組みを導入することが考えられます。また、英国を中心に DC 年金に長期性資金を取り込むために、年金制度改革等が進んでおり、その中で LTAF を利用する流れもあります。英国では DC 年金は自動加入制度を採用し、デフォルトアレンジメントを設定することが要求されており、DC 年金への長期性資産の取り込みが進んでいます。

日本においては自動加入制度はなく、プライベートアセットへの投資も主として機関投資家を中心に行われています。一方で、欧州の ELTIF や英国の LTAF では、投資家保護を確保しつつ個人投資家にも長期性資産へのアクセスを提供するため、投資家区分に応じた販売規制、適合性確認、情報提供、流動性管理等の枠組みが整備されています。金融庁においても、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資する投資信託の枠組みに関して、ELTIF や LTAF を中心に欧州・英国の制度を調査しており、今後はファンドの枠組みそのものだけでなく、どのような投資家を対象とし、どのような投資家保護措置を講じるべきかという観点も含めて議論が進む可能性があります。その意味では、日本におけるプライベートアセット市場の拡大に向けては、商品制度と投資家区分・販売ルールを一体的に検討していくことが重要になると考えられます。

金融庁は、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みに関して、PwC Japan 有限責任監査法人に欧州や英国における規制体系等の調査を委託し、2026 年 7 月に報告書が公表されました。

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20260724-3/20260724-3.html>

本報告書においては、①英国の投資家区分を参考に、LTAF を含む制限付きマスマーケット投資の販売につき、リテール投資家の全財産の 10% 以内に抑えることでリテール投資家の投資分散を図ること、②非流動性資産への投資に特化したファンドを新設すること、③企業型 DC から非流動性資産への投資に特化した新たなラベルのファンドへの資金流入を促進するため、DC 年金の自動加入制度、デフォルトファンド導入することなどを提言しています。

おわりに

プライベートアセットへの投資は、日本企業の成長、個人の金融資産からのリターン向上、老後資金の確保、機関投資家における分散投資、資産運用会社における収益性の向上等のさまざまな観点から非常に重要なテーマになっている。今後は以下のようなテーマについて取り上げる予定です。

- ・ ファンドの枠組みの検討
- ・ ベンチャー投資に関する議論
- ・ 会計上の論点
- ・ ファンド投資に関するリスク管理のポイント
- ・ オルタナティブ投資に関する特有のリスク管理（流動性リスク等）

また、PwC グローバルネットワークからも、プライベートアセットへの投資に関連する Thought Leadership が多数公表されており、日本の運用会社へ示唆があると思われるものについて紹介していくことを予定しています。

PwC Japan 有限責任監査法人金融事業部 資産運用グループでは、資産運用会社に対し、以下のようなさまざまな観点からプライベートアセットへの投資に関連するサポートを提供しています。

- ・ 会計アドバイザー
- ・ 金融規制アドバイザー
- ・ 商品組成にあたっての論点整理
- ・ バックオフィスのサポート
- ・ リスク管理の高度化（ファンド投資）
- ・ プロダクトガバナンスの高度化のサポート

内容にご質問などございましたら、以下のお問い合わせフォームからご連絡いただければと思います。文中の意見にわたる部分は筆者の私見であることを申し添えます。

PwC Japan 有限責任監査法人
金融事業部 資産運用グループ
ディレクター 若本 裕介

PwC Japan 有限責任監査法人

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 1 番 1 号 大手町パークビルディング

お問い合わせ: <https://www.pwc.com/jp/ja/ja-contact.html>

本資料は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本資料の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本資料に含まれる情報は正確性または完全性を、(明示的にも暗示的にも) 表明あるいは保証するものではありません。また、本資料に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかったことによって発生した結果について、PwC Japan 有限責任監査法人、およびメンバーファーム、職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

© 2026 PricewaterhouseCoopers Japan LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.