



MAPLES
GROUP

進化する日本の投資環境を探る： 資産運用会社に訪れた好機

2024年5月

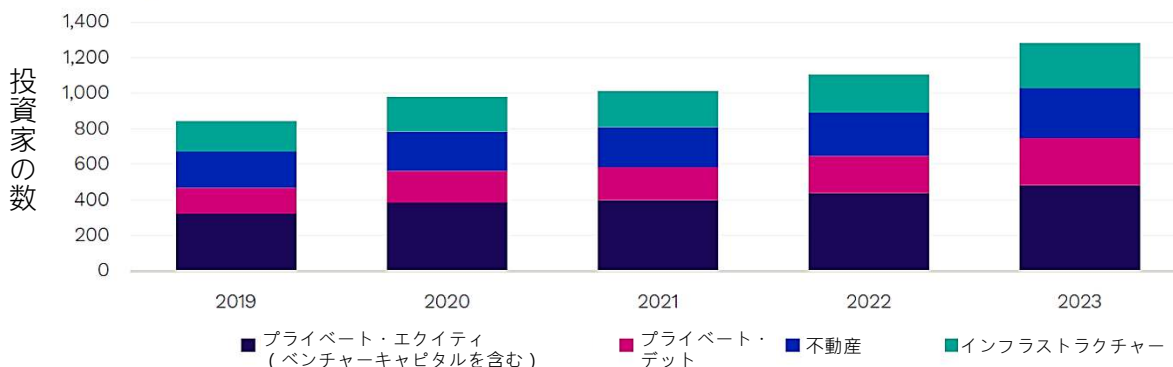
本書はあくまでご参考のために英語で公表されたものを日本語に翻訳したものです。本書の正式言語は英語であり、その内容・解釈について差異が生じた場合には、英語版が優先します。

進化する日本の投資環境を探る： 資産運用会社に訪れた好機

資産運用会社が日本で得られる機会について分析する一連の記事の一部です。本稿では、日本の機関投資家およびリテール投資家が提供する機会に着目します。

日本の投資家は、プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、インフラストラクチャー、不動産、およびその他のオルタナティブ資産クラスへのエクスポージャー（総称して「オルタナティブ投資」）を徐々に拡大させています。

図 1.1：日本の投資家によるオルタナティブ投資の活発化
資産クラス別に見た日本を拠点とする投資家の数



*投資家は、積極的に投資を行っている資産クラスごとに集計されています。

出所：Preqin Pro

オルタナティブ投資への移行には、日本のインフレ再燃、利上げ局面、人口減少との関連など、さまざまな要因が複合的に影響を及ぼしています。

現在の状況と課題

Prequin社のデータによれば、日本籍のプライベート・キャピタル・ファンドの運用資産総額は2023年6月時点で1,150億米ドルとなっています¹。この数字は、外国資本を含んでいますが、日本の年金基金資産の約4%にすぎません²。この割合は、日本を拠点とするすべての投資家の投資ニーズを満たすには不十分であるため、こうした投資家が米国、欧州、その他地域の国際的な運用会社に資産を配分する要因となっています。

リテール投資家と政府のイニシアチブ

2023年6月現在、日本の家計金融資産は約14兆米ドルであり、その半分が現預金として保有されています³。全く対照的に、同様の流動資産が米国の家計金融資産に占める割合はわずか13%にすぎません⁴。

日本政府は家計の資産所得倍増を目指しており、個人向け非課税投資制度であるNippon Individual Savings Account (「NISA」)を通じて積極的に投資を推進しています。日本証券業協会の報告によれば、2024年2月に開設された新NISA口座の数は50万を超え、口座数が急増しています⁵。

最近、NISAポートフォリオにおいて投資信託への非上場株式の組み入れが認められたことから、個人投資家によるオルタナティブ資産への投資が増加すると予想されます。Maples Groupのアジア部門では、最近、ブラックストーン・リアルエーステート・インカム・トラスト (「BREIT」)、ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド (「BCRED」)、ブラックストーン・プライベート・エクイティ・ファンド・ストラテジーズ (「BXPE」) など、Blackstoneの旗艦ファンドに投資する複数のケイマン諸島ユニット・トラストの日本での公募に関して助言を行いました。日本の多額の家計貯蓄は、国内外の資産運用会社に新たな可能性をもたらします。

機関投資家と市場のダイナミクス

日本の機関投資家の間でオルタナティブ投資への関心が高まっていることから、しばらくの間、運用会社には大きな好機が訪れています。また近年、日本の機関投資家と資産クラスが多様化が進み、国際的な資産運用会社からの注目が高まっています。Blackstone、Brookfield、Apollo、KKRなどの著名な米国企業は、すでに日本での存在感を確立しています。

日本の急速な高齢化は、年金基金や生命保険会社といった機関投資家をオルタナティブ投資へとさらに駆り立てるでしょう。現在、日本の人口の29.1%が65歳以上ですが、この割合は2040年までに34.8%を上回ると予測されています⁶。

日本の投資家が利用する投資ビークルの種類

日本の投資家は幅広い地域に及ぶ多種多様な投資ビークルを利用しており、ケイマン諸島は、日本の投資家による海外投資ファンドへの投資において、3分の2以上 (67.3%) の市場シェアを占めています⁷。ユニット・トラストと免税リミテッド・パートナーシップ (「ELP」) は、日本の投資家がケイマン諸島ファンドに投資する際の選択肢となる投資ストラクチャーです。各ストラクチャーには、異なるニーズに適した明確な強みがあります。ELPは、ELPの事業活動を行うジェネラルパートナーと受動的な投資家であるリミテッドパートナーとの間における契約上の取り決めとして設立され、特に契約の柔軟性や税の透明性が最重要とされる状況に適しています。この分野では、プライベート・エクイティ市場からの要求に応じて法律の制定が公表されました。この法律は、全体として、ジェネラルパートナーとリミテッドパートナー間で交渉されるさまざまな条件に対応できる柔軟性を十分に備えています。さらに、多くの場合、ジェネラルパートナーは資産運用会社によって設立された特別目的事業体であるため、資産運用会社は第三者の関与なしにELPを管理することができます。オルタナティブ投資

¹資金調達ガイド：日本からの資金調達2024

² <https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/index.htm>

³ <https://asia.nikkei.com/Economy/Japan-households-financial-assets-hit-record-14tn-on-stock-rally>

⁴2023年12月14日付けFinancial Timesの記事「日本の伝説的貯蓄家は株式市場ブームを巻き起こすことができるか (Can Japan's Legendary

Savers Spark a Stock Market Boom) 」

⁵2024年4月8日付けFinancial Timesの記事「日本は遂に「正常な」経済に戻るのか? (Is Japan finally becoming a 'normal' economy?) 」

⁶国立社会保障・人口問題研究所

⁷日本財務省、地域別ポートフォリオ投資状況 (2022年末)

への関心の急拡大によって新しいユニット・トラスト投資ビークルであるプライベート・エクイティ型ユニット・トラスト（詳細は以下に記載）が設立され、市場では複数の機関投資家の間で非常に人気が高まっています。多くの場合、プライベート・エクイティ型ユニット・トラストは、国際的な資産運用会社のリミテッド・パートナーシップ投資ファンドに投資を行い、両ビークルの強みを活かした多層的な投資戦略を構築します。

また、日本は、ルクセンブルクとアイルランドの公募ファンド（特にUCITS）を多く利用しています。この傾向は、高齢化が進むにつれて拡大すると予想されます。日本の機関投資家は欧州でのオルタナティブ投資を拡大させ、ルクセンブルク、アイルランド、ジャージーのファンド構造をますます好むようになってきました。多くの日本の大手機関投資家が、これらの地域でファンド・ビークルを設立しており、この傾向は継続するものと思われる。

プライベート・エクイティ型ユニット・トラストの増加

機関投資家のオルタナティブ投資への関心が急速に高まっていることで、「プライベート・エクイティ型」ユニット・トラスト（PE型ユニット・トラスト）の利用が急速に進んでいます。このような、多くの日本の機関投資家に好まれるケイマン諸島のユニット・トラストは、キャピタル・コール条項や投資家の不履行条項といったプライベート・エクイティ・ファンドの特徴を体現しています。PE型ユニット・トラスト・ストラクチャーは、オルタナティブ投資へのエクスポージャーを求める投資家に対し、以下を含む複数のメリットを提供します（ただし必ずしもこれらに限定されません）。

- (a) 投資家の認知度：ケイマン諸島のユニット・トラストは、複雑な投資戦略にアクセスする手段として日本の投資家に定着した人気のあるビークルです。
- (b) 税制優遇措置：投資家は、多くの場合、このストラクチャーにより日本で証券投資信託の税制優遇を受けることができます。
- (c) オフバランスシート：会計上、PE型ユニット・トラストはオフバランスシートとみなされるため、連結処理する必

要がありません。

- (d) 円ヘッジ：多くの日本の投資家は、外貨建てオルタナティブ投資による外貨エクスポージャーに対してヘッジをかけることを望んでいます。PE型ユニット・トラスト・ストラクチャーは、実現利益・未実現利益をいずれも分配し、現在の純資産総額をヘッジ用に提供することでこれを促進しています。これは、運用資産を現金化するまで利益や損失が認識されず、ヘッジ活動が遅れる可能性のあるリミテッド・パートナー・ストラクチャーとは対照的です。

結論

Maples Groupのジャパニーズ・ファンド部門では、業界の大手企業や市場の新規参入者に対し、日本の投資家を対象としたケイマン諸島、ルクセンブルク、アイルランド、ジャージーの各ファンドの構造化・設立について助言とファンド・サービスを提供しています。これらのファンド設立については、通常ご連絡をいただいているMaples Group担当者または本書記載の担当者までお問い合わせください。

本書は法律上または税務上の個別の助言を目的とせず、そのようなものとして依拠されるべきものでもありません。ストラクチャーの選択は、多くの場合、投資家の状況を含むさまざまな要因により決定されます。

連絡先

リーガル・サービス

シンガポール

Nick Harrold
nick.harrold@maples.com

Costa Valtas
costa.valtas@maples.com

ロンドン

Dan Beckett
dan.beckett@maples.com

香港

Sharon Yap
sharon.yap@maples.com

Aidan O'Regan
aidan.o'regan@maples.com

ケイマン諸島

Michael Richardson
michael.richardson@maples.com

Sheryl Dean
sheryl.dean@maples.com

ルクセンブルク

Johan Terblanche
johan.terblanche@maples.com

アイルランド

Ian Conlon
ian.conlon@maples.com

ファンド・サービス

香港

Eastern Fong
eastern.fong@maples.com

ケイマン諸島

Abali Hoilett
abali.hoilett@maples.com

2024年5月
© MAPLES GROUP

本書は、Maples Group のお客様や専門家の方々に一般的な情報のみを提供することを目的としています。本書の内容は、網羅的なものではなく、また法的な助言を行うものでもありません。