



MAPLES
GROUP

進化する日本の投資環境を探 る：プライベート・エクイテ ィ・ファンド

2024年9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。

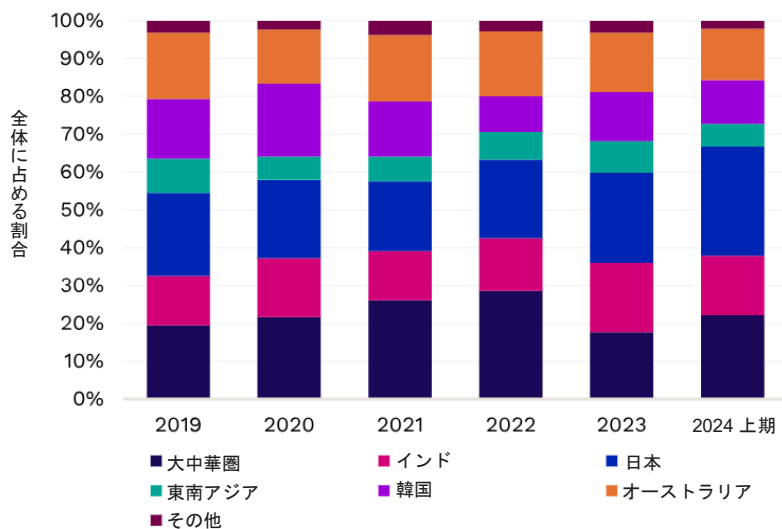
進化する日本の投資環境を探る： プライベート・エクイティ・ファンド

資産運用会社と投資家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、プライベート・エクイティ・ファンド¹およびケイマン諸島免税リミテッド・パートナーシップに着目します。

活況を呈する日本のPE市場

2023年以降、日本はアジア太平洋地域で最大かつ最も活発なプライベート・エクイティ（「PE」）市場となっています²（図1）。日本におけるPE関連の取引は昨年急増しましたが、これは豊富なターゲットの供給、低金利、円安の進行、コーポレート・ガバナンスの改善によって、日本がトレンドに逆行し、2023年にアジア太平洋地域で唯一成長を遂げた市場となったためです³。取引担当者は、今後は商談パイプラインが活発化すると予想しています⁴。

図1：アジア太平洋地域におけるプライベート・エクイティによるバイアウト取引（地域別）



出所：Preqin Pro

日本での取引を狙う投資家は増加しています。日本にオフィスを構え、最新のバイアウト／ターンアラウンド・ファンドを500億円以上保有するジェネラルパートナー（「GP」）の数は2012年から2024

¹本稿で使用する「プライベート・エクイティ」という用語は、非リテール型ファンド（通常はクローズドエンド型ファンド）を指します。これには、バイアウト・ファンド*、不動産ファンド、ベンチャー・キャピタル・ファンド、インフラ・ファンド、プライベート・クレジット／デット・ファンド、アクティビスト・ファンド、ファンド・オブ・ファンズが含まれます。

*Maples Group、日本史上最大の非公開化取引を行う JIP 主導のコンソーシアムについて JIP に助言（Maples Group Advises JIP on the JIP-led Consortium for The Largest Take-Private Deal in Japan's History）

²ペイン・アンド・カンパニーの「ジャパン・プライベート・エクイティ・レポート2024（Japan Private Equity Report 2024）」

³2024年3月25日付ブルームバーグの記事「日本のPE取引、23年に急増—低調なアジア太平洋と対照的—ペイン」

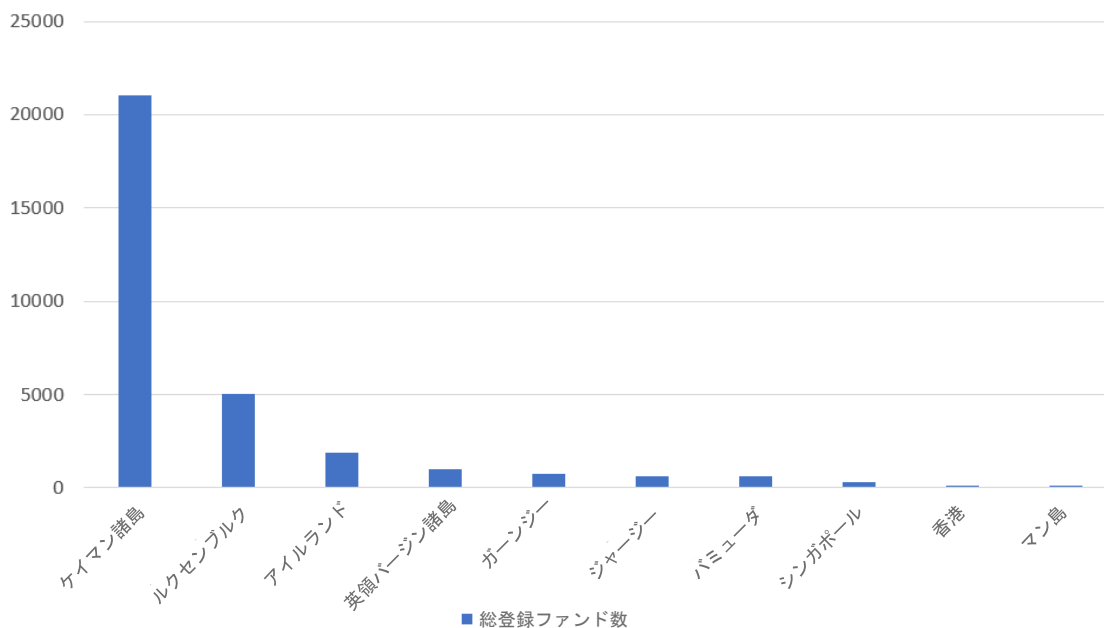
年にかけて倍増しており、同様の規模に成長する国内の GP も増えています。また、まだ日本の「現地」にはいないものの、より積極的な投資に明確な関心を示している外国人投資家も多数います⁵。さらに、PE は日本の大手リミテッドパートナー（「LP」）が好む戦略でもあります⁶。

日本におけるバイアウト向け資金調達の状況は、世界的な動向に逆行しています。世界では 2021 年にピークを迎え、その後減少していますが、日本のバイアウト・ファンドは 2023 年に 46 億米ドルを調達し、2022 年の合計額の 3 倍となりました⁷。資金調達の勢いは 2024 年も続き、2024 年第 2 四半期には人民元建て以外の通貨で運用されるアジア地域のファンドで日本がトップとなりました⁸。

ケイマン諸島の強み

資金調達を行う際には、信頼性が高く、十分に確立され、LP がよく知る投資ファンド設立法域を利用することが重要です。ケイマン諸島はオフショア投資ファンドの代表的な法域であり、世界で新たに設立される全オフショア・ファンドの約 80% がケイマン諸島に集中しています。

代表的なオフショア法域



出所：Preqin Pro

ケイマン諸島は以下のような多くの強みを持っていることから、投資ファンド業界の最前線に立っています。

- 投資家の認知度 - 資金調達を行う際に考慮すべき重要な要素。
- 税の中立性。
- 投資ファンド分野の専門知識と経験豊富な専門サービス業者。
- 経済的・政治的安定。
- 商業的かつ柔軟な法律。
- 十分に確立され、評判が高く、洗練された法制度。

⁵ペイン・アンド・カンパニーの「ジャパン・プライベート・エクイティ・レポート2024 (Japan Private Equity Report 2024)」

⁶2024年5月28日付Preqin First Closeニュースレター。

⁷2024年5月28日付Preqin First Closeニュースレター。

⁸2024年7月16日付Mergermarketの記事「アジアのプライベート・エクイティ 第2四半期の分析：日本とインドの人気の差が際立つ (Asia private equity 2Q analysis: Japan, India underscore their popularity)」

- 為替管理規制がない。
- ケイマン諸島は OECD の「ホワイトリスト」に掲載されている。

日本の投資はケイマン諸島を経由して流れている

ケイマン諸島は、日本の GP や LP が海外投資ファンドへの投資において選好する法域でもあります。現在、日本からの海外投資ファンドへの投資額のうち 3 分の 2 超（67.3%）がケイマン諸島に集中しています⁹。日本のケイマン諸島投資ファンド保有額は、2022 年末時点で 87.6 兆円に達しました。

| | 日本からの投資ファンドへのポートフォリオ投資額（10 億米ドル） | |
|----|----------------------------------|---------|
| 1 | ケイマン諸島 | \$604.2 |
| 2 | 米国 | \$129.1 |
| 3 | ルクセンブルク | \$74.7 |
| 4 | アイルランド | \$38.6 |
| 5 | バミューダ | \$14.5 |
| 6 | ジャージー | \$11.1 |
| 7 | フランス | \$7.2 |
| 8 | 豪州 | \$4 |
| 9 | 英国 | \$2 |
| 10 | シンガポール | \$1.9 |

出所：日本財務省、地域別ポートフォリオ投資状況（2022 年末）

PEファンド向け免税リミテッド・パートナーシップの利用

ケイマン諸島は、免税リミテッド・パートナーシップ（「ELP」）¹⁰、ユニット・トラスト、免税会社、有限責任会社、分別ポートフォリオ会社など、投資ファンドの組成に使用可能なさまざまなビークルを提供しています。ストラクチャーは、主に個別の投資ファンドとその投資家のニーズに基づいて選択されます。

ELP は、日本へのインバウンド投資やアウトバウンド投資のために設立されたファンドを含め、PE ファンドの組成に世界中で広く利用されています。ELP ストラクチャーは、一般的に日本の LP と世界の LP の両方を受け入れるために利用されています。PE ファンドの規模や要件、また LP の構成によっては、パラレル・ファンドやフィーダー・ファンドとして機能する複数の ELP が設立される場合があります（例えば、日本の投資家のみを対象とした ELP と海外投資家のみを対象とした ELP が設立されることも珍しくありません）。また、特定の LP 向けの共同投資ビークルとして複数の ELP が設立される場合もあります¹¹。

ELP は、契約の柔軟性や税務上の透明性が重要な要素となることが多い PE ファンドでの利用に最適です。

ELP は、ELP の事業活動を行う GP とパッシブ投資家である LP との間における契約上の取り決めとして

⁹2023年7月14日付Cayman Financeによる「日本の投資はケイマン諸島を経由して流れている（Japan's investment flows through the Cayman Islands）」

¹⁰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

¹¹十分な数の欧州投資家がいる場合には、欧州（ルクセンブルクやアイルランドなど）を拠点とし、欧州投資家のみを対象としたパラレル・ファンドやフィーダー・ファンドが設立されることもあります。本シリーズの次回の記事では、ルクセンブルクおよびアイルランドで利用可能なファンドの組成方法について探ります。

設立されます。ELPに関するケイマン諸島の法律はPE業界の要求に基づいて策定されており、一般的に寛容で、契約の自由を認めています。ELPの契約上の性質は、特定のLPに対するサイドレターの取り決めに関する条項といった、GPとLPの間で一般的に交わされるすべての典型的な条項や、キャピタル・コミットメントおよびキャピタル・コールの取り決め、免除条項や不履行条項、投資家の割り当てと分配、キャリード・インタレスト・ウォーターフォール、キャッチアップ条項およびその他手数料に関する取り決め、LP諮問委員会条項およびキーマン条項など、PEファンドのあらゆる主要条件に対応できる十分な柔軟性を備えています。

ELPはパートナーと異なる主体ではなく、独自の法人格を持ちません。ELPはそれ自体が法人格を持たないため、日本を含む国内税務上、一般的に税の透明性がある（または税務上「フロースルー」の立場にある）と見なされます。

ELPのLPは有限責任の保護を享受し、ELPのパートナーではない人物とELPの事業の遂行に参加しない限り、ELPの債務および義務に対して責任を負いません。

ELPのGPは、一般的に特別目的事業体（「SPV」）として設立されます。SPVは、ELPの資産が不足する場合に、ELPの債務および義務に対するGPの責任から投資マネージャーが保護されるという利点があります。GP SPVは、通常、投資マネージャーによって設立・管理されるため、投資マネージャーは第三者の関与なしにPEファンドを管理することができます。GP SPVは、多くの場合ケイマン諸島の免税会社として設立されますが、日本企業などの外国企業である場合もあります。

MAPLES GROUP

Maples and Calderは、日本国内および海外への投資を目的として設立されたファンドを含め、幅広いPEファンドについて助言を提供してきた広範かつ深い経験を有しています。Maples Groupは、PE業界の国内外の投資マネージャーと緊密に連携し、ケイマン諸島、英領バージン諸島、ルクセンブルク、アイルランドおよびジャージーの法規制に関する助言の提供から、独立取締役、ユニット・トラストの受託者、株式受託者の提供および数多くの法域における法人設立を含む、ファンド管理サービスやフィデューシャリー・サービスの提供まで、お客様に「ワンストップショップ」のソリューションを提供しています。

資金調達を検討されている方は、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。

連絡先

リーガル・サービス

香港

Sharon Yap

sharon.yap@maples.com

Aidan O'Regan

aidan.o'regan@maples.com

シンガポール

Nick Harrold

nick.harrold@maples.com

Costa Valtas

costa.valtas@maples.com

ケイマン諸島

Michael Richardson

michael.richardson@maples.com

Sheryl Dean

sheryl.dean@maples.com

ロンドン

Dan Beckett

dan.beckett@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

英領バージン諸島

Joanna Russell

joanna.russell@maples.com

ジャージー

Tim morgan

tim.morgan@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 9 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。