Skadden

Investment Management Alert

2026年9月15日

本書の検討事項についてご質問がございましたら、最終ページに記載の弁護士までご連絡いただくか、普段お取引いただいているスキャデンの担当者にご連絡ください。

本書は、Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP およびその提携事務所が、研修および情報提供のみを目的として提供するものであり、法的助言を意図するものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。本書は、適用州法に基づき広告とみなされます。

One Manhattan West
New York, NY 10001
212.735.3000

42/F, Edinburgh Tower, The Landmark
15 Queen's Road Central, Hong Kong
852.3740.4700

106-6037
東京都港区六本木1-6-1、泉
ガーデンタワー37階
81.3.3568.2600

ファンド経費：日本のPE・VCファンドでの費用計上のアプローチの違いに迫る

エグゼクティブ・サマリー

- **最新動向:** 日本の経済産業省は2025年6月に「日本モデルLPA」を改訂し、よりグローバル基準に沿うようファンドの経費に関する規定を大幅に拡充した。これには、取引不成立費用や中止費用、サブスクリプション・ライン・ファシリティ費用などの項目が含まれる。
- **問題意識:** 世界の資本が引き続き日本のPE・VC市場に流入する中で、日本のGPはファンド経費の配分について方針や手順を定める必要性が高まってきた。これは、費用のガバナンス不全によって、LPからの疑義や懸念、評判の失墜、場合によっては規制違反といった深刻なリスクにさらされる可能性があるためである。
- **今後の対応:** 日本のGPは、費用配分の問題が、法的な面かつビジネス面において実務に影響を及ぼすガバナンス上の課題としての重要性をますます増していることを認識し、それに応じて組織的な知見と健全な実務運用を構築することが求められる。

はじめに：日本のGPが直面する状況の変化

日本のファンド運用会社にとって、特定の費用項目を、運用を担当するプライベート・エクイティ（PE）やベンチャーキャピタル（VC）ファンドの費用として計上すべきか（あるいはすべきでないか）を判断することは非常に悩ましい問題となっている。日本の国内ファンド市場では、特定の費用に関して、ファンドの経費（ファンドの投資家が負担するもの）として扱うのか、あるいは、ファンドのジェネラル・パートナー（GP）の経費（GP が運用報酬やその他の収入源から負担するもの。例えば、GP の取締役に支払う報酬がこれに含まれる。）として扱うという判断実務に関して長い歴史と伝統がある。 こうした慣習に基づき、日本の国内ファンドの規約文書では、一定の一般原則を列挙するのみで詳細については細かい定めがないことが多い。

一方、グローバルな運用会社は、世界的な基準に従ってファンド経費の配分を行っており、かかる基準は、長年にわたる数知れないGP・LP間の議論や（米国証券取引委員会（SEC）を含む）監督規制当局による調査や執行措置を通じて得られた厳しい教訓によって形作られたものである。特にSECは、ファンド文書の定めに鑑みて、ファンド経費の配分について承認が得られていない、開示されていない、あるいは不適切であった場合、主要なPEスポンサーを厳しく処分してきた。 そのため、グローバルファンドのガバナンス文書には、ファンド経費として何が認められ、何が認められないかについて、数ページにもわたる規定が盛り込まれていることが多く、さらに、グローバルファンドマネージャーでは、こうした費用を処理しコンプライアンスを確保するための包括的な内部方針や手続きを採用していることが多い。

© Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. All rights reserved.

ファンド経費：日本のPE・VCファンドでの費用計上のアプローチの違いに迫る

日本のPE・VC市場がますます多くのグローバル資本と注目を集める中、日本のファンド運用会社においては、国内のファンド市場とグローバルファンド市場におけるファンド経費の計上慣行の違いを理解し、その違いに適切に対応できる内部ガバナンス方針を採用する必要性が高まっている。

ファンド経費に関するコンプライアンス：2段階で取り組む課題

ファンドの経費に関するコンプライアンスには2つの段階がある。1つ目は開示に関するもので、リミテッド・パートナーシップ契約（LPA）において、ファンド（最終的にはリミテッド・パートナー（LP））に請求可能な経費が明確かつ十分に規定されているか否かが問われ、2つ目は実務上の問題で、GPが実際にLPAの規定に従って運営を行っているかどうかが問われる。 SECによる一連の執行措置から、規制当局がLPAの規定内容とGPの行動との間の乖離を厳密に注視するようになったことが見て取れ、その結果LPらがファンドの費用配分についてデューディリジェンスを目的とした質問を呈するようにもなった。また、GPが実際のコンプライアンス状況を検証し徹底するための手順を整備していることも非常に重要である。

ファンドマネージャーは、その双方を十分に理解したうえで、自社のシステムが適用法に準拠しかつ世界的な投資家の期待に沿うものであることを確保しなければならない。以下、この2段階の取組みについて順を追って解説する。

第I部 - 詳細なLPAの開示は「めんどうなもの」ではなく「防御策」である

オフショア・ファンドのLPA：詳細かつ極めてきめ細かなモデル

オフショア・ファンドのLPAにおける典型的なファンド経費条項は、3ページ、時にはそれ以上に及び、ファンドの投資、運営、報告、ガバナンス、清算など、数十もの個別のカテゴリーにまたがる内容となっている。その細かさを示す例として、日本の国内ファンドのLPAでは投資関連費用が単にファンド経費として記載されているのに対し、オフショア・ファンドのLPAでは通常、項目ごとに細分化された費用の長いリストが記載されている。以下の例を参照されたい：

日本国内ファンドのLPA:

- 組合財産の取得、投資先事業者等における合併、株式交換、株式移転、会社分割、事業提携その他の組織再編行為、並びに、組合財産の処分等に要する費用（事業調査に係る弁護士、公認会計士、税理士その他の専門家に対する報酬を含む。）

オフショア・ファンドのLPA:

すべての「投資費用」には以下を含むがこれらに限定されない：(i) ポートフォリオ企業に対する投資（直接もしくは特定の投資ビークル（継続ファンドを含む）を通じて行われる特定の潜在的な投資を含む）および／またはその持分、一時的な投資並びにブリッジファイナンスのソーシング、構築、組成、交渉、入札、成約、取得、引受、資金調達、借り換え、デューデリジェンス（定期刊行物の購読、データベースおよび／または調査サービスの契約を含む）、 ヘッジング、管理、維持、監視、開発、所有、運営、保有、評価、再編（単一投資ビークルおよび／または特定投資ビークルを通じたものを含む）、取引、上場もしくは非公開化、売却もしくは売却の提案、清算、 解散またはその他の処分の結果として生じる、これに関連する、伴う、または起因して発生しもしくは負担された手数料、費用、利息およびその他の経費ならびにその他の債務または義務（これには、財務アドバイザリー手数料、 価格設定および評価（鑑定を含む）、 銀行手数料、投資銀行業務、預金、同意、すべての中止費用、投資機会の獲得に際して発生したアドバイザーおよび第三者への特別報酬、借入（関連する利息費用を含む）ならびに旅費（およびこれに関連して発生した食事、宿泊、接待費）を含み、かかる発掘、取得、資金調達、借り換え、ヘッジング、売却その他の処分もしくは前述のその他の活動、または借入れが完了したか否かを問わない。）、 (ii) あらゆる投資または投資の提案に関連する、法務、税務、会計、監査、出張、コンサルタント、財務、その他の専門家、独立取締役に対する手数料および諸経費、ならびに仲介および登録に関する手数料および諸経費（ただし（買収コストの一部として資本化されているか否かを問わず）ポートフォリオ企業から償還されないものに限り 、いずれの場合も、GPが定める当該当事者（および投資またはポートフォリオ企業にサービスを提供しまたはそれらを支援するサービスプロバイダー）が負担した実費の償還を含む）、ならびに (iii) 投資機会の獲得のために発生した、またはファンド、その運営主体、その他の子会社もしくは関連ポートフォリオ企業に対してあるいはそれらに関してサービスを提供するコンサルタント、アドバイザーおよび第三者に対して支払われる特別報酬（これには、特に(a) 産業上、地政学的またはその他の運営上の問題に関するデューデリジェンスまたは分析の実施、および (b) 当該主体に関連する業務改善イニシアチブならびに当該イニシアチブの開発および実施に関連する潜在的な投資に関するものが含まれる）。

ファンド経費：日本のPE・VCファンドでの費用計上のアプローチの違いに迫る

オフショア・ファンドのLPAにおける詳細度を示すその他の例としては、以下のような一見して明白でない領域に及ぶものもある：

- 規制遵守に関する手数料および届出費用（例：様式D、様式ADVなど）
- ファンド・アドミニストレーター、カストディアン、独立取締役、またはコンプライアンス担当者の報酬
- ファンドの投資に関連するLPAおよびサイドレターの条項の解釈および遵守に関する費用
- 最終的に成立に至らなかった共同投資（および共同投資家）に要した費用
- GPの従業員のポートフォリオ企業に対する助言の提供に関連する、またはその過程で発生した特定の費用

このような詳細な記載をするようになったのは、過去10年間にわたってSECがファンド費用の割当てを注視しこれに関連する強制執行措置を行ってきたことの直接的な結果である。2010年代初頭以降、SECは次々に大手PEファンド運用会社を摘発しており、これらはLPAで明確に認められていなかった経費に関するものであった。下記はその一例である。

- 2015年、ある大手PEファンド運用会社は、取引不成立費用のうち共同出資者の負担分を共同出資者に配分しなかったとして、約2,900万ドルの支払いを命じられた。その結果、ファンドのLPらは、LPAで開示されていなかった均衡を欠く多額な負担金を支払うことになった。
- 2018年、別の大手PEファンド運用会社は、自身の従業員らの報酬に関して、かかる従業員らがファンド業務とは無関係な業務も行っており、LPAではファンド業務に起因する費用部分のみが支払い対象とされていたにもかかわらず、その報酬の全額をファンドに請求したとして、約270万ドルの罰金を科された。
- 2021年、ある著名なインフラファンド運用会社は、LPAで義務付けられているとおりにポートフォリオ企業への手数料の相殺を適用しなかったとして、450万ドルの罰金を科された。
- 2022年、エネルギー分野の大手ファンド運用会社は、共同投資家との別途の取決めにより、LPAに基づく適切な開示・配分がなされていないクレジットファシリティ費用をファンドに負担させていたとして、100万ドルの罰金を支払い、さらに330万ドルをファンドに自主的に返還した。
- 近年においては、SECは規制対象を中規模および中小規模のファンド運用会社にも拡大し目を光らせている。

これらの執行措置には、ある共通の原則がある。すなわち、LPAに明示的に費用を開示していない場合、規制当局が後日その費用をLPに請求できるかどうかを争う可能性を生じさせるということだ。その結果、米国のスポンサーは、LPAに明示的に記載のない費用配分について疑義を生じさせるリスクを避けるべく、想定しうる限り多くの費用項目を事前に列挙するなど、自らを守るために広範な開示を行うようになっている。

実務における費用配分の複雑さを示す具体例については、本書に添付の付録を参照されたい。

日本国内ファンドのLPA：より簡素なモデル

前述の通り、日本国内ファンドのLPAは、オフショア・ファンドのLPAとは異なるアプローチを取る傾向にある。例えば、日本の経済産業省が発行する日本モデルLPAに規定されているファンド経費に関する条項は、オフショア・ファンドのものと比較して非常に短いが、日本モデルLPAは政府機関によって規定されたものであるため、多くの日本のPE・VCスポンサーは、カスタマイズを最小限に抑え、日本モデルLPAをほぼそのまま採用している。 さらに、日本モデルLPAに規定がない領域について、一部のGPは、言及されていない経費項目を自ら負担したり、当該領域の経費水準を極めて低く設定したり、あるいは、慎重を期してそのようなコストを計上すべき場合であってもかかる費用を一切計上しないことがある。

特に、その他の変更の中でも、2025年6月に行われた日本モデルLPAの改訂において、グローバルスタンダードにより適合するようファンド経費に関する条項が大幅に拡充されており、改訂後の条項には、取引不成立や中止に伴う費用、サブスクリプション・ライン・ファシリティの費用など、より詳細な項目が含まれるようになった。こうした変更が実際にどのような影響をもたらすかはまだ不明であるが、日本の GP にとって、拡大された条項の各項目に至る根拠を理解し、これを一貫した社内慣行に反映させるための組織的知見を構築することが差し迫った課題となっている。

第2部 - 真のコンプライアンスは内部統制にかかっている

たとえ入念にLPAを作成したとしても目標は半分しか達成していない。実際のコンプライアンスには、明確な配分ルールと、それを一貫して実施するために必要な内部統制を組み合わせた包括的な経費配分方針が不可欠である。実際には、グローバルなPE・VCファンドの運用会社は、通常以下の項目の大半またはすべてを含む内部システムを備えている。

- **複数の者による検証:** ある人物（Cレベル幹部やプロジェクトにおける最高レベルの投資専門家など、またはそのグループ）が経費項目全体の承認を担当し、別の人物（社内法務チームや経理チームのメンバーなど、またはそのグループ）が、経費の精算前にその証明書類の検証を行い、さらに、場合によっては、第三の担当者（財務チームや経理責任者など、又はそのグループ）が実際の支払いを処理するなど、承認、支払指示および実際の支払いを一人の担当者が行うことがないようにする。

ファンド経費：日本のPE・VCファンドでの費用計上のアプローチの違いに迫る

- **特定のプロジェクトコード:** 1つ以上のファンドまたは特定の案件に配分されるすべての外部経費について、経費が発生した後合理的に速やかに、その経費を特定のプロジェクトコード（例えば、既存のポートフォリオ企業、投資候補先、LPまたはLPACの会議、ファンドアドミニストレーションなど）に紐付けることをポリシー上義務付けるべきである。
- **出張、接待、および贈答品に関する経費の限度額の設定および文書化:** これらは業務上の目的と個人的な利益を区別するのが最も難しいカテゴリーであるため、厳格な指針において、各請求ごとに主たる業務上の目的を具体的に明記し、適切な経費／プロジェクトコードを付し、正確な経費の内容、経費を裏付ける領収書や電子メールなどの証拠書面を添付することを義務付け、さらに経費項目の詳細なサブカテゴリー（例：会食、贈答品、航空運賃、宿泊費）ごとに明確な金額上限を設定すべきである。 証拠書面や明確な上限額について厳格な要件を定めていなければ、個人的な経費を正当な業務経費として計上するような偽装が見過ごされ、何年も放置されることになりかねない。.
- **定期的な抜き打ち検査、年次の認証および定期的な研修:** 財務チームやコンプライアンスチームなどの特定チームが、定期的な抜き打ち検査を実施するとともに、経費の配分が社内指針に準拠していることを確認するために毎年スタッフの業務認証を行うべきであり、虚偽の認証が行われた場合は重大な懲戒事案として扱うべきである。また、関連する全従業員がベストプラクティスに関する最新情報を把握できるよう定期的な研修を実施するとともに、関係者が質問できる場を設けるべきである。

日本のGPにおいては、内部統制が権限の階層構造を形式的になぞる形で構築されており、権限の分離が不十分である場合が多い。例えば、会社のCEOや上級投資担当マネージング・ディレクターが、内部プロジェクトコードが手続き上承認を受けていない経費を計上してファンドにその経費の払い戻しを求めることが可能とされていたり、別の例では、ある経費項目が業務目的と私的な目的の両方を兼ねている場合に、比例配分された部分のみではなくその経費の全額がファンドの経費として扱われることもある。

最近、 2026年7月の報道 で、ある著名な日本のPEファンドが、数千万円にものぼる業務経費の不正使用の疑いで上級投資担当者を対象に調査を開始したこと、およびこのPEファンドマネージャーによる2026年の次期ファンドの立ち上げが延期される見通しであることが報道された。経費配分慣行の整備が遅れている日本市場でのコンプライアンスリスクは、もはや単なる仮定の話ではなく、実績のある企業においてもすでに現実のものとなっている。こうしたコンプライアンスリスクを放置すれば、日本のGPはLPからの疑義や懸念、評判の失墜、場合によっては規制違反といった深刻なリスクにさらされることになる。

社内指針を適切に策定し、ファンド運用チームが手続きを監視できるよう権限を与えることは、正しい方向に向けた重要な一歩である。しかし、結局のところ、正式な指針書やこれに盛り込まれた内部統制は、全社員が実際に遵守し実行して初めて効果を発揮するものである。 日本のGPは、2016年にSECによる大手PEファンドマネージャーに対する厳しい処分案件から教訓を学ぶことができる。この事例では、企業が社内で正式に書面で定めた方針に実務上違反してしまう様をより如実に示している。

上記のSECの事例では、スポンサーのシニアパートナーが数年にわたり、個人的な経費を正当な業務経費として繰り返し不正に計上し、身だしなみの手入れやレジャー目的の旅行を、顧客との打ち合わせ、チームディナー、ネットワーキングの機会などと偽って計上していた。 ある時は、スーパーボウルを観戦する週末旅行をネットワーキングの機会として特定の案件プロジェクトコードに計上したが、後に、かかる旅行は当該ポートフォリオ企業に関連する業務とは一切関係なかった旨裁判所に認定されている。またある時は、ブラジル旅行にかかる1万ドルを超える航空運賃、ホテル代、送迎サービス費用を特定のポートフォリオ企業のプロジェクトコードに計上したが、そのポートフォリオ企業のCEOは、この訪問を「完全な社交目的」と説明していた。 スポンサーには詳細な書面による指針が存在し、シニアパートナーの不正行為も明白であったにもかかわらず、裁判所は、かかる指針書の遵守を確保し、従業員が確実にその指針を認識し理解するための効果的な研修を行う責任をスポンサー自身が負っていたとの判断を下した。

上記の事例は、行動を伴わずに形式的な指針書を口先で遵守するだけでは不十分であることを改めて示している。企業にとっては、役職や地位に関係なく、全従業員が指針の内容および違反した場合の処分について把握しているようなコンプライアンス文化を構築することが極めて重要である。

まとめ

日本のPE・VC市場へのグローバル資本の流入が続く中、優良な日本のGPは、ファンドへの費用計上に関する開示やプロセスについて、国際基準への準拠を確保すべく常に適応することがますます求められている。こうした背景を踏まえ、日本のGPは、費用配分が法的にも商業的にもリアルな影響を及ぼすますます重要なガバナンス課題であることを認識し、それに応じて組織的な知見とグッドプラクティスを構築することが求められる。スキャデンでは、LPAに基づく必須の開示事項に関する助言の提供や、正式な書面による指針の策定など、グローバルな機関投資家に求められる経費配分に関する諸問題について、日本のクライアントに日常的に助言を行っている。

ファンド経費：日本のPE・VCファンドでの費用計上のアプローチの違いに迫る

付録

具体例：複数のファンドおよび共同投資家間における費用配分

前提条件: AA CapitalはFund IIIおよびFund IVの運用を行っている。

- Fund IIIは、ポートフォリオ企業Xに対し1,000円の少数株主投資を行った。3年後、ポートフォリオ企業Xは新たな資金調達ラウンドを実施している。AA Capitalには追加で300円を投資する権利があるが、同社の業績は好調であり、AA Capitalはこのラウンドに500円投資したいと考えている。
- Fund IIIの投資期間は終了しており、AA Capitalは現在、Fund IVから投資を行っている。AA Capitalは、資金のリサイクルを通じてFund IIIから300円全額投資することを検討したが、資金の可用性から、最終的にはFund IIIから150円、Fund IVから150円を投資した。
- また、AA Capitalは、このラウンドに共同投資家も参加させた。当初の話し合いでは、総額500円の配分のうち最大400円を共同投資家に割り当てる予定だったが、共同投資家は最終的に200円のみ投資した。
- AA Capitalは、当該共同投資家（および投資を行わなかったその他の共同投資家候補ら）との協議に関連して15円の費用を、また、ポートフォリオ企業Xへの500円の投資手続きに関連して10円の費用を計上した。したがって、AA Capitalは、本投資および共同投資のプロセスに関連して、合計255円の費用を計上した。

AA Capitalは、これらの費用を共同投資家、Fund III、Fund IVの間で、また該当する場合はGPも加えた当事者間で、どのように配分すべきだろうか。

選択肢1: 共同投資家は、500円の総出資額の40％を出資したため、理想的には15円＋40％×10円＝19円を負担すべきである。この場合、Fund IIIは3円、Fund IVは3円負担することになる。

しかし、共同投資家との交渉において、双方にとって納得のいく理由により、共同投資家の負担額の上限を10円とすることで合意された。例えば、15円の一部は、最終的に投資しなかった他の潜在的な共同投資家に関する手続きに要した費用であった可能性がある。

選択肢2: 共同投資家が10円負担し、Fund IIIが7.5円、Fund IVが7.5円負担する。このアプローチは市場で頻繁に採用される。

選択肢3: 共同投資家が10円負担し、Fund IIIが11.5円、Fund IVが3.5円負担する。 事実関係によっては、超過費用15円の大部分がFund IIIの当初投資額1,000円に関連するものであった場合、Fund IIIが超過費用の最大76.7％（1,150円／1,500円）を負担することが合理的となる場合がある。Fund IIIがポートフォリオ企業Xの少数株主ではなく支配的地位にある場合にその可能性はより高まる。

選択肢4: 共同投資家が10円負担し、Fund IIIが5円、Fund IVが10円負担する。このアプローチでは、Fund IVが共同投資にかかる超過費用5円全額を負担することになる。 事実関係によっては（特に、共同投資家全員が潜在的にFund IVのLPである場合には）Fund IVの特典としてそのLPのために共同投資の機会を創出したと考えればFund IVがこれを負担すべきと考えることは合理的である。これは、実際の結果としてFund IVが150円ではなく350円を投資していたと考えれば、特に当てはまる。

選択肢5: 共同投資家が10円負担し、GPであるAA Capitalが5円、Fund IIIが5円、Fund IVが5円負担する。このアプローチでは、AA Capitalが共同投資にかかる超過費用5円全額を負担することになる。この配分方法は可能ではあるものの、実質的に取引不成立コストをGPに負担させることになり、LPのために共同投資の機会を創出しようとするGPの意欲を低下させかねない。このアプローチは、従来日本の国内市場で採用されてきたものであり、一部のGPが共同投資を希望する国際的な投資家に対して慎重な姿勢を示す理由の一つとなっている可能性がある。

上記のとおり、こうした費用の配分には少なくとも5つの一般的なアプローチが存在する。オフショア・ファンドのLPAでは上記いずれの選択肢も認められるが、ファンドマネージャーは、運用するファンド間でこうした費用を配分するための明確な内部ガイドラインを策定する必要がある。

ファンド経費：日本のPE・VCファンドでの費用計上のアプローチの違いに迫る

連絡先

Geoffrey Chan
香港オフィスパートナー
852.3740.4880
geoffrey.chan@skadden.com

熊木明
弁護士・東京オフィスパートナー
81.3.3568.2448
akira.kumaki@skadden.com

Brian Wong
香港オフィスカウンセル
852.3740.4719
brian.wong@skadden.com

Xinnuo Zhao
香港オフィス外国法事務弁護士
（ニューヨーク州）
852.3740.4779
xinnuo.zhao@skadden.com