

転機を迎えるプライベートエクイティ その実体と社会経済面の功罪

安岡 彰



CONTENTS

- I 競争力強化の道を探る米国資本市場
- II プライベートエクイティ (PE) の実態
- III PEに対する批判、規制と実際
- IV 転機を迎えるPE

要約

- 1 2001年の「9.11」テロ事件後の移民法の強化、2002年のSOX法（サーベンス・オクスリー法：企業改革法）の導入による企業統治費用の増大などから、米国では、ニューヨークを中心とした金融資本市場の国際競争力の低下を懸念する声が高まっている。2006年暮れから07年初にかけて、民間、公的団体から、米国市場の抱える問題点と、その打開策について提案した3つのレポートが発表された。
- 2 各レポートでは、米国金融資本市場の最大の課題として、SOX法による企業統治費用の増大とそれに伴う市場からの資本調達費用の上昇、プライベートエクイティファンド (PE) による公開企業の買収、上場廃止の増加などが指摘され、SOX法、移民法などの改正が急務になっていると説かれている。
- 3 企業の買収、リストラ、再生、再上場シナリオで収益を追求するPEに対しては、情報公開が少ないために欧州を中心に、労働組合、政治関係者からは「アセットストリッパー（資産の切り売り人）」、米国では「タックスチーター（税金逃れ）」など厳しい批判が増している。これに対しPE側は、雇用の増大等への貢献を調査したデータなどを発表し、批判への対応策に熱を入れている。
- 4 2007年2月、ついにニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場するPEが登場した。今後、運用資金の固定化や、課税強化への対抗策として、上場を指向するPEが増加することも予想されており、業界全体が大きな転機を迎えている。

I 競争力強化の道を探る 米国資本市場

1 大手ドイツ企業の上場廃止

「SPCs（特定目的会社）」を不正利用した損失隠しで2001年12月に破産したエンロンに続いて、同様の不正会計操作を行ったワールドコム、タイコインターナショナルの事件を背景に、2002年7月、SOX法（サーベンス・オクスリー法：企業改革法）が成立した。2007年からは、ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場する外国企業に対しても、同法の適用が始まった。

SOX法の重要なポイントは404条にあり、ここではSEC（米国証券取引委員会）に提出する「10K」と呼ばれる年次報告書に関し、「虚偽や記載漏れのないこと」「内部統制の有効性評価の開示」などを保証する経営者が署名した証明書の添付を義務づけている。

すでに成立から4年以上を経過したSOX法だが、同法の求める企業統治遵守に多大な費用がかかり、その点が米国企業から指摘されている。その平均費用は年間300万ドルにも達するといわれる。

ニューヨーク証券取引所に上場を維持していくうえでのこうした多大な企業内部統治費用や、SOX法に違反した場合の罰則（故意に行った不正な宣誓には罰金100万ドル以下、10年以下の禁固刑など）を嫌って、ニューヨーク証券取引所に上場する大手日本企業のなかにも、慎重にも慎重を期して2006年度決算を遅らせる企業も現れている。

そうしたなか、2007年3月下旬、ドイツ化学企業大手のSGLグループが、ニューヨーク証券取引所に上場するドイツ企業として初め

て、子会社であるSGLカーボンAGのADR（米国預託証券）を6月22日をもって上場廃止すると発表した。「ドイツ公開企業機構（The German Institute of Public Companies）」によると、ニューヨーク証券取引所に上場する14社のドイツ企業が、同様の計画を持っていると伝えている。

SGLグループは、1993年のダイムラー・ベンツに続き、1996年、ドイツ企業として2番目にニューヨーク証券取引所に上場した企業であり、今回の上場廃止決定の理由として、SOX法遵守のための費用に300万ユーロ（約400万ドル）が必要となった点を挙げている。

2 3つのレポート

SOX法による上場企業に対する内部統治の厳格化に加えて、2001年の「9.11」テロ事件後の移民法の強化による外国人労働者の入国規制などによって、ニューヨーク金融資本市場の国際競争力の低下を懸念する声が高まっている。その懸念を代表するのが以下の3つのレポートである。

(1) 「資本市場規制に関する委員会」 レポート

2006年11月、前ブッシュ政権の大統領経済諮問委員会委員長であったグレン・ハバード（Glenn Hubbard）氏やブルッキングス研究所会長であるジョン・ソントン（John Thornton）氏らで組織された「資本市場規制に関する委員会（Committee on Capital Markets Regulation）」は、「株主の権利を強化しつつ米国資本市場の競争力強化のための規制と訴訟の縮小に向けて」と題する中間レ

ポートを発表した。同レポートは、米国の証券取引所の競争力強化が必要な理由として、以下の点を指摘している。

- ①世界証券市場での米国証券取引所の「新規株式公開（以下IPO）」のシェア（金額ベース）は2000年には50%であったが、2005年にはわずか5%にまで低下した。また、投資銀行の助言、引受手数料の地域別シェアでも、米国のシェアは2005年には42%へ低下、その優位性は薄れ、代わって欧州の投資銀行が力をつけてきた（図1）。
- ②10大先進国市場での企業による資本調達額シェアは、1995年には米国証券取引所が41%を占めていたが、2006年には27.9%にまで低下した。
- ③上記の背景には、米国証券取引所での上場プレミアムが減少し、廉価な資本の調達が困難になったことが一因としてある。
- ④1980年にはほとんど存在すらしていなかったプライベートエクイティ・ファンド（起業・事業支援、企業買収・再生・再公開などを行うファンド、以下PE）に

よる上場企業の買収による上場廃止は2005年だけで2000億ドルを超えた。

- ⑤2003年以降、PEへの資金流入額は投資信託への資金流入額を超え、PEによる上場企業の買収額の増大によって、公開買い付け買収による上場廃止企業の時価総額は、公開買い付けによる企業買収総額の25%を超えた（図2）。
- ⑥こうしたPEの台頭と、彼らによる上場企業の上場廃止の劇的な増加は、上場企業に対する規制や、訴訟リスクに対する負担が大きいことの証左である。

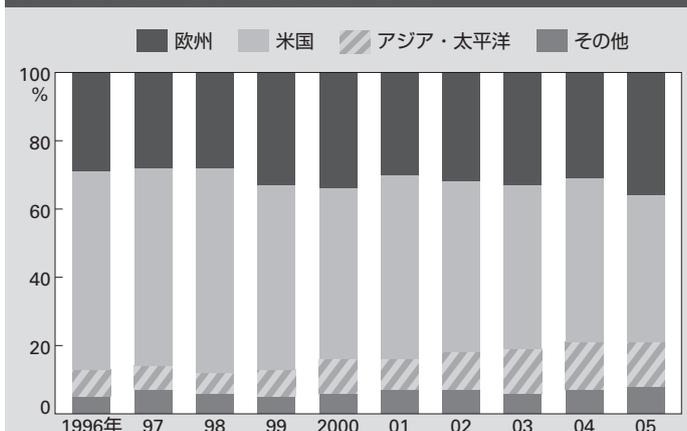
同レポートは、米国の証券市場が国際競争力を特に弱める背景となった規制の面として、SOX法404条の対応に、1企業平均で最初の1年に436万ドルもの費用が必要となったことを挙げている。また、証券法に基づく「集団代表訴訟」については、1995年の企業負担は1億5000万ドル程度であったが、2005年には35億ドルにまで急増し、上場企業の大きなリスクの一つになっていることが指摘された。

米国証券取引所の国際競争力の強化に向けて、同レポートは32項目に及ぶ詳細な対応策を実施することを推奨している。それらは以下の4点に大別できる。

①株主の権利の強化

- イ. 敵対的企業買収対応策である毒薬条項の導入などに関しては、特別の取締役会が株主の承認を得ることを条件とする。3カ月以内に株主の承認を得られない場合、条項は自動的に消滅する。
- ロ. 株主総会での議決に、大多数による決定形式ではなく、多数決による決定形式を導入する。

図1 投資銀行の助言、引受手数料の地域別シェア



出所) Committee on Capital Markets Regulation "Interim Report of The Committee on Capital Markets Regulation," November 30, 2006 (原出典: Dealogic) より作成

ハ. 会社に対する訴訟への対応のあり方を株主が選択する権利を与える。

ニ. SECは上記の事項を盛り込んだ規制を導入する。

②規制の導入方法

イ. SECとSROs（自主規制機関）は、新規の規制導入についてその対応費用と効用を分析することにより、具体的にリスクを検討する方法を導入すべきである。

ロ. SECは新規に導入した規制に関して定期的に検証し、その対応費用と効果が妥当なものであるかを確認する。

ハ. SECなどの公的な市場監視機関や司法機関、各州の証券監督機関は、全国一律に規制が実施されるべく協力する。

③刑事、民事訴追体系

イ. SEC規則「10b-5」にある企業に対する私的な訴追を可能とする理由をより明確にすべきである。企業に対する刑事訴追は、企業内全体の不正行為を糾弾する最後の手段と位置づけるべきである。

ロ. 訴追する公的機関は、被告企業の従業員に対する法律上の権利を脅かすことができないようにすべきである。

ハ. SECは企業の外部取締役がその責任を全うできるよう、財務報告書の内容に関する問題の責任は問わないこととする。

ニ. 議会は、「アーサーアンダーセン崩壊」のケースで経験したような悲劇的な損害から会計監査会社を守るため、欧州各国やEUで検討されているような救済措置の導入を検討する。

④SOX法

イ. SECは企業の内部統制と財務報告書双方についての、より妥当な具体的基準

を定める必要がある。

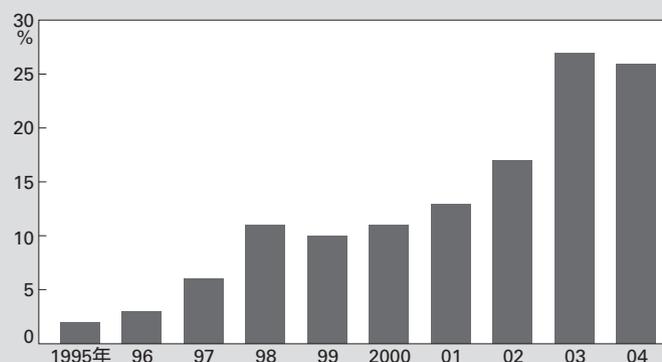
ロ. SECとPCAOB（公開会社会計監視委員会）は、SOX法404条の遵守の検査における会計監査者の役割と責任についての、より明確なガイダンスを採用すべきである。

ハ. 仮にSOX法404条が修正されたとして、それが依然として中小企業（時価総額で7500万ドル以下）に多大な負担となる場合、SECは議会に対してこうした中小企業に対する会計監査者による証明義務を免除するよう助言すべきである。

(2) 「マッキンゼー」レポート

2007年1月には、マイケル・ブルームバーグ（Michael Bloomberg）ニューヨーク市長とチャールズ・シューマー（Charles Schumer）民主党上院議員がスポンサーとなって、コンサルタント会社のマッキンゼー・アンド・カンパニーが作成した「ニューヨークと米国の世界的金融サービスにおける指導的地位を維持するために ("Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership")」と題するレポートが発表された。これは、世界の金融業界で働く

図2 公開買い付け買収における上場廃止企業の時価総額の比率



出所) Committee on Capital Markets Regulation "Interim Report of The Committee on Capital Markets Regulation," November 30, 2006 (原出典: Mergerstat Review) より作成

50名以上のCEO（最高経営責任者）とのインタビュー、30名を超えるCEOへの書面による質問、そしてインターネットによる275名の上級管理職の調査結果をまとめたもので、ニューヨーク金融市場の競争力の低下を以下のように指摘している。

第1に、2005年には欧州の投資銀行の「販売・売買取引収入」は、米国の投資銀行のそれを上回り、「投資銀行業務収入」面でもその差が縮小した（図3）。第2に、IPOのシ

ェアにおいても米国市場の優位性が衰えた（図4）。

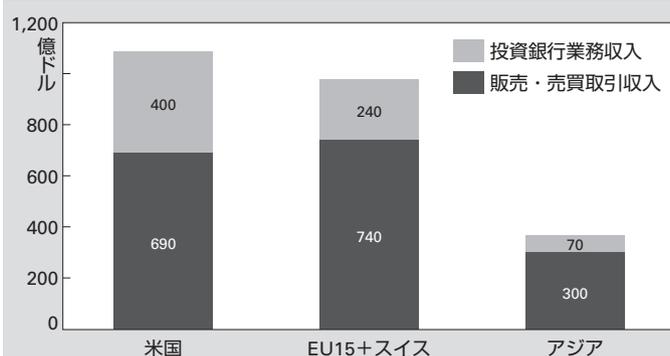
同レポートは、こうした米国の優位性の衰えと欧州市場の競争力の拡大の背景として、次の3点を調査結果として挙げている。

- ①人材の問題：2001年の「9.11」テロ事件以降の米国における移民法の強化によって、米国市民以外の外国人が、米国で教育を受けたり仕事に従事することが、非常に困難な状況となった。この結果、ニューヨークの金融市場では海外からの優秀な人材の流入が妨げられ、欧州市場に比べ競争力の低下をもたらした。
- ②法体系の問題：企業に対する集団訴訟を認める米国の法体系は、そうした訴訟がないロンドン金融市場に比べ、ニューヨーク金融市場をはじめとする米国金融市場全体の優位性を著しく奪っている。また、連邦法、州法が複雑に影響する米国の法体系は、そうした複合的な法体系が存在しない欧州に比べ、米国金融市場の競争力を削いでいる。
- ③規制の問題：2002年のSOX法、「バーゼルII（資産のリスクを勘案した自己資本規制）」の実施、そして外国企業に対する米国企業会計基準の強制適用など、こうした規制が、米国で活動する企業を、他国での活動に比べ不利な立場に追い込んでいる。

以上の米国金融市場の問題点に対して同レポートは以下の6つの短期的な対策を挙げている。

- ①SOX法、特にその404条の運用についてSEC並びにPCAOBは、運用面でのより明確なガイドラインを提示すべきこと。

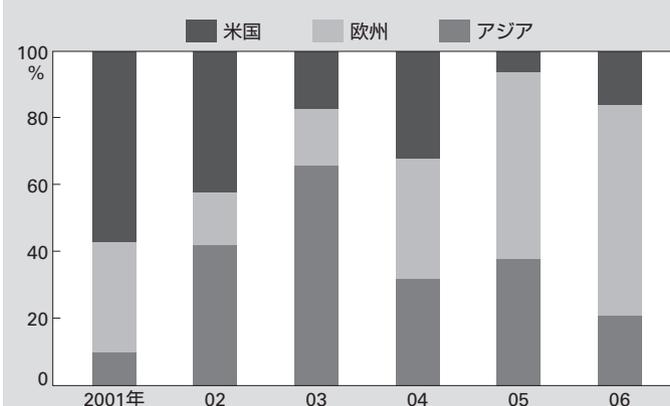
図3 米国、欧州、アジアの投資銀行の収入内訳（2005年）



注) EU15: アイルランド、イタリア、英国、オーストリア、オランダ、ギリシャ、スウェーデン、スペイン、デンマーク、ドイツ、フィンランド、フランス、ベルギー、ポルトガル、ルクセンブルク

出所) The City of New York Office of the Mayor, United States Senate "Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership," January 2007 (原出典: McKinsey Corporate and Investment Banking Revenues Survey) より作成

図4 IPOのシェアの推移（10億ドル以上のIPO）



注1) 2006年は11月2日までの計数

注2) IPO: 新規株式公開

出所) The City of New York Office of the Mayor, United States Senate "Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership," January 2007 (原出典: Dealogic) より作成

- ②SECは、企業に対して多難な証券関係の訴訟を減らすための規制を導入する、上場中小企業のSOX法404条対応負担をなくするため、SOX法の対象からそうした企業をはずす、などの措置を取ること。
- ③米国の金融市場は、SECなどさまざまな監督当局によって規制、監視される複雑な規制構造であるが、これを英国の「FSA（金融サービス機構）」のように一貫した規制の運用を図るため、各機関が協調、協力すべきであること。
- ④米国市民でない優秀な外国人の米国における活動を拡大するため、議会は移民法の改正を早急に検討すべきであること。
- ⑤SECは、米国企業会計基準に従った、国際財務報告基準を認知するよう検討すること。ただし、ニューヨーク証券取引所に上場する外国企業には適用を除外すること。
- ⑥バーゼルⅡの実施に伴う米国の銀行、金融界への影響を十分に分析し、米国の競争力が弱まることのないような措置をとること。

またそのほかにも、長期的な対策として、米国の金融市場の競争力強化と維持のために、構造的問題の発見、分析、検討、対応策を探る「金融市場の競争力に関する国家委員会（National Commission on Financial Market Competitiveness）」の創設や、米国金融機関設立関連規制の近代化、たとえば保険規制の連邦法による一元化などを提唱している。

(3) 「米国商工会議所」レポート

第3のレポートは、米国商工会議所の「21

世紀の米国資本市場規制に関する委員会（"Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century"）」が2007年3月に発表したものである。

本レポートでも、前記の2つのレポートと同様に米国資本市場の競争力低下を指摘しているが、対応策は他のレポートとかなり異なっており、以下の5点のユニークな対策を打ち出している。

- ①SOX法を証券取引法の一部として改正し、SECに対して、SOX法の実施のうえでの問題点を解決する権限を与えること。
- ②企業が、より長期的視点に立って経営体制を運営できるよう、EPS（1株利益）による企業の業績開示、および収益ガイダンス、特に四半期開示を取りやめ、年1回の通年EPS開示に改めるよう企業を説得すること。
- ③国内、国外の政策担当者は、過度に厳格な規制から会計監査会社を守るための施策を検討し、会計監査会社がパートナー以外から資本調達が可能となるようにすべきであること。
- ④退職年金プランのない従業員21名以上の企業に従事する全労働者を金融機関に紹介し、退職年金プランの導入促進を図ること。
- ⑤401(k)プラン（米国の確定拠出型年金の一つ）と似た新しい年金プランを導入し、企業、雇用者に年金プランへの出資を後押し、プランのポータビリティ（転職時などに持ち運びできる年金口座）を強化すること。

II プライベートエクイティ (PE) の実態

1 PEとは

米国資本市場の国際競争力強化を求める3つのレポート、なかでも一番目に取り上げた「資本市場規制に関する委員会」で強く指摘されたPEは、主に以下の4つの投資目的で設立された事業投資組合である。

- ①事業立ち上げを支援するファンド
- ②中小企業の事業支援を行うファンド
- ③財務的な困難に陥った企業を支援するファンド
- ④公開企業の事業買収、再生、再公開を目的とするファンド

①、②は世にいう「ベンチャーキャピタル・ファンド」だろう。③、④は、2005年以降、欧米で急速に事業を拡大している「バイアウト・ファンド」である。いずれにしてもPEの投資目的は、投資あるいは買収した企業の業績を向上させ、IPOや他企業への転売によって、当初の投資資金を上回る資金を回収し利益を上げることである。

ただし、PEの特殊な点は、その投資原資を一般の市場から広く調達するのではなく、

年金基金、財団法人、学校法人、保険会社等の一部の機関投資家や富裕層の個人投資家など、限られた投資家から私募形式で調達する点にある。このため、投資事業組合としてSECへの登録義務はなく、その事業内容についての詳細はあまり公表されていない。

実際、多くのPEは、米国特有の事業形態である「リミテッドパートナーシップ (有限責任事業組合)」と呼ばれる形をとっており、事業を実際に遂行する「ゼネラルパートナー」と、この事業への出資者で投資資金の範囲内で事業、納税責任が限られた「リミテッドパートナー」から成り立っている。

リミテッドパートナーの数は数名から数百名に及ぶことがある。もちろん、リミテッドパートナーは事業の所有権 (パートナーシップ) を他の投資家に売却することができる。パートナーシップ流通市場のブローカーであるアルメイダ・キャピタルによると、リミテッドパートナーの10人に1人 (10%) は流通市場からの投資家であるという。

投資収益は、ゼネラルパートナーとリミテッドパートナーが事業立ち上げ時に交わした契約に基づいて分配される。これを「デイストリビューション」と呼ぶ。事業の拡大に伴

表1 プライベートエクイティ (PE) の資金調達額

	ベンチャーキャピタル・ファンド		メザニンおよびバイアウト・ファンド		合計	
	ファンド数	金額	ファンド数	金額	ファンド数	金額
	1998年	297	31,351	185	74,065	482
1999年	459	61,911	172	70,500	631	132,411
2000年	635	106,082	160	76,729	795	182,811
2001年	305	37,961	117	44,685	422	82,646
2002年	172	3,820	86	24,831	258	28,652
2003年	146	10,708	91	28,953	237	39,661
2004年	203	18,557	139	51,236	342	69,794
2005年	214	28,002	178	96,087	392	124,089
2006年	200	28,597	138	102,941	338	131,537

出所) Thomson Venture Economics & National Venture Capital Associationの資料より作成

い追加資金が必要とゼネラルパートナーが判断した場合、既存のリミテッドパートナーに対してまず追加出資要請が行われる。これを「キャピタルコール」と呼ぶ。

キャピタルコールに応じないリミテッドパートナーがいた場合、ゼネラルパートナーは既存のリミテッドパートナーによるさらなる追加出資を認めたり、新規のリミテッドパートナーを募る。この場合、キャピタルコールに応じないリミテッドパートナーの事業、収益分配持ち分は低下することになる。

また、リミテッドパートナーからの追加出資ばかりでなく、金融機関からの借入れや債券発行などによる事業資金の調達も可能である。事業の終了時には、組合は解散、財産は売却され、残余資金がリミテッドパートナーへ返還されるのが普通である。

表1はPEの資金調達額を見たものである。IT（情報技術）バブル時の1998～2000年には、ベンチャーキャピタル・ファンド、メザニン・ファンド（ミドルリスク・ミドルリターンを投資対象とするファンド）およびバイアウト・ファンドともに多額の資金を集めたが、バブル崩壊とともに調達額が急減した。

金融緩和が進むなかで2005年以降は、メザニン・ファンドやバイアウト・ファンドの資金調達額が急増し、PEによる世を騒がすような大型企業の買収が目立つようになった。大手PEファンドを示したのが表2である。テキサス・パシフィック・グループ（TPG）の1000億ドルファンドを筆頭に、ブラックストーン・グループ、コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）、ベイン・キャピタル・パートナーズ、カーライル・グループと続く。

表2 大手PE（2006年末）

順位	PE名	ファンド額 (億ドル)	買収企業数
1	テキサス・パシフィック・グループ（TPG）	1,000	16
2	ブラックストーン・グループ	931	19
3	コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）	923	13
4	ベイン・キャピタル・パートナーズ	848	12
5	カーライル・グループ	718	32
6	トーマス・H・リー・パートナーズ	647	7
7	ゴールドマン・サックス・キャピタル・パートナーズ	558	6
8	アポロ・マネジメント	487	9
9	サーベラス・キャピタル・マネジメント	342	9
10	メリルリンチ・グローバル・プライベート・エクイティ	325	2
PEファンド合計		7,154	3,062

出所) *The Financial Times*, January 25, 2007 (原出典: Thomson Financial) より作成

表3 PEのM&Aランキング（2006年中^{注1}のM&A金額ベース）

	PE名	M&A金額 (億ドル)	件数
米国	ブラックストーン・グループ	853	12
	テキサス・パシフィック・グループ（TPG）	819	11
	ベイン・キャピタル・パートナーズ	747	9
	トーマス・H・リー・パートナーズ	534	6
	ゴールドマン・サックス	512	5
	カーライル・グループ	500	14
	アポロ・マネジメント	449	7
	コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）	445	3
	メリルリンチ・グローバル・プライベート・エクイティ	359	3
	サーベラス・キャピタル・マネジメント	286	4
	全M&A	4,026	1,157
欧州	コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）	275	5
	3iグループ	259	25
	アルプ・インベストメント	208	3
	エイベックス・パートナーズ	197	11
	ゴールドマン・サックス・インターナショナル	173	3
	カーライル・グループ	149	8
	シンベン	124	6
	ヘルマン&フリードマン	122	3
	コントラクトテッド・サービス	113	1
	トーマス・H・リー・パートナーズ	113	1
	全M&A	2,726	1,564

注1) 2006年12月20日までの計数

注2) M&A: 合併・買収

出所) *The Financial Times*, December 27, 2006 (原出典: Thomson Financial) より作成

これら5大ファンドの2006年（年初から12月20日まで）の企業買収数はそれぞれ2桁を超え、合計92社に及んでいる。前ページの表3にあるように、米国のみならず、欧州でもこれらの大手ファンドの企業買収が展開されている。また、従業員数などから見た5大ファンドは、ここ数年の大型買収によって、大企業並みの従業員と収入規模を誇るようになった（表4）。

こうした大手ファンドの特徴の一つは、政治家、大手企業の元経営者などをその経営陣に加えていることである（表5）。ブラックストーン・グループには、ポール・オニール（Paul O'Neill）元財務長官、カーライル・グループには、ジェームズ・ベーカー（James Baker）元国務長官、G. H. W. ブッシュ（G.

H. W. Bush）元大統領、ルイス・ガースナー（Louis Gerstner）元IBM CEOなどそうそうたる大物著名人が名を連ねている。こうした人脈や、優秀な実績を残した元経営者の手腕が、企業買収、企業建て直し事業の運営などの成功の裏に隠された秘密と考えられるだろう。

2 PEの運営

PEは、企業への投資、あるいは企業の買収後その企業を公開上場させたり、他の投資家や企業に転売することで収益を上げる。

また、上場企業を買収した場合は上場を廃止して、企業価値向上のための経営改革を進め、再上場あるいは他の企業、投資家への転売によって収益を上げる。そのためPEは、長期投資を主眼とした投資対象と考えられている。表6、7は、後述する業界第2位のブラックストーン・グループが公開を目指してSECへ申請した際の資料である。投資家すなわちリミテッドパートナーに年金基金、財団法人などが多いのにはそうした背景がある。

ゼネラルパートナーやリミテッドパートナーの収益は、買収、再生企業の売却、上場公

表4 PE、新しいコングロマリット

PE名	従業員数 (人)	年間収入 (億ドル)
カーライル・グループ	370,000	400
ブラックストーン・グループ	300,000	500
コールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR)	237,000	560
シルバー・レイク・パートナーズ	250,000	400
テキサス・パシフィック・グループ (TPG)	300,000	690

出所) Institutional Investor, March 2006より作成

表5 米国PEと著名人関係者

PE名	著名人関係者	旧職
オーロラ・キャピタル・グループ	ローレンス・A・ボシディ	元ハネウェルCEO
ブラックストーン・グループ	ポール・オニール	元財務長官
カーライル・グループ	ジェームズ・ベーカー G. H. W. ブッシュ ルイス・ガースナー ジョン・メージャー	元国務長官 元大統領 元IBM CEO 元英国首相
コールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR)	エドウィン・アーツ ジョージ・フィッシャー ジョー・W・フォーハンド	元P&G (プロクター・アンド・ギャンブル) CEO 元イーストマン・コダックCEO 元アクセンチュアCEO
クレイトン・ダビラー・アンド・ライス	ジャック・ウェルチ	元GE (ゼネラル・エレクトリック) CEO
D. E. ショー	ローレンス・サマーズ	元財務長官

注) CEO : 最高経営責任者

出所) Fortune, November 17, 2006より作成

開からの収益が一番大きなものとなるのはいうまでもない。それほど大きくはないが、買収企業の生むキャッシュフローも大切な収入源の一つである。

いずれ大きな収益を生むにしても、収益の還元が長期間なければ、年金基金、財団法人、富裕層の個人投資家にとって、PEに投資する魅力は半減してしまう。リミテッドパートナーに対する収益金の分配をわずかでも行うためには、買収企業の生む収益（いわゆる株主への配当金）は重要で、そのためPEは買収対象企業として、キャッシュフローの豊富な企業を選定する傾向が強いとされている。

ゼネラルパートナーの収益金の取り分は、通常「年間経営運営費（マネジメントフィー）」としてファンド総額の2%、それに企業再生、公開上場や他への売却による収益金「キャリドインタレスト（Carried Interest、以下キャリー）」の20%であることが多い（2,20のルール）。前述したように、PEに関する情報は非常に限られているが、たとえば2006年末で1000億ドルの運用資金を持つTPGの場合、経営運営費だけでも年間20億ドルに達するのである。

ところで、PEは「レバレッジド・バイアウト（以下LBO）」と呼ばれる手法で企業買収を行うことはよく知られている。LBOの場合、多額の買収資金は金融機関からの借入金、債券の発行など、すなわちレバレッジ（「てこ」の意味。少ない元金で大きく運用すること）を活用することになる。PEの多くは、通常、自己資金と同程度から2倍以上のレバレッジを取るといわれている。このレバレッジのなかに、PEから支払われる巨額の

手数料収入を目当てに投資銀行が編み出した2つの新しい資金調達手段が現れた。

第1は、投資銀行がパートナーシップそのものへ投資する融資形態である。2007年4月25日に発表された米国のコールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）などによる英国大手ドラッグストアチェーンであるアライアンス・ブーツの買収では、引受投資銀行となったバークレイズ・キャピタル、バンク・オブ・アメリカ、シティグループなど7銀行によって「ブリッジエクイティ（Bridge Equity）」と呼ばれる融資が行われた。

また2006年後半の大型買収となったブラックストーン・グループによるオフィス不動産投資信託のエクイティ・オフィス・プロパティーズ・トラストにおいては、自身の投資額32億ドルを上回る35億ドルものブリッジエク

表6 ブラックストーン・グループへの投資家

	金額（億ドル）	比率（%）
公的年金		39
企業年金		15
保険会社		10
個人		10
ファンド・オブ・ファンズ		9
財団		7
自社 ^注		7
銀行		3
合計	787	100

注）ブラックストーン自身の投資、2007年3月1日残高
出所）The Wall Street Journal, March 23, 2007（原出典：ブラックストーン・グループ）より作成

表7 ブラックストーン・グループのファンド内訳

	金額 （単位：億ドル）
企業買収ファンド	311
不動産ファンド	177
ファンド・オブ・ヘッジファンズ	171
シニアデット・ファンド	69
その他	59

出所）The Wall Street Journal, March 23, 2007（原出典：ブラックストーン・グループ）より作成

イティをゴールドマン・サックス、ベア・スターンズとバンク・オブ・アメリカの3行が引き受けた。

このブリッジエクイティは、買収が成功した場合、投資銀行は他の投資家にパートナーシップを売却することで回収できる。しかし、買収が不成功となったときには、PEから手数料こそ支払われるものの、パートナーシップの保有を続けなければならず、採算に十分見合う融資とはいえないと評価する銀行が多い。PEが顧客として非常に重要な地位になったことを示す投資銀行の融資商品といえるだろう。

第2は、「利払い条件変更可能な債券 (a payment-in-kind toggle note)」の登場である。これは、発行者に利息の支払いを延期、あるいは現金以外のもの、たとえば追加発行する債券などで支払うことのできるオプションが与えられた債券である。現金利払い延期のオプションが執行された場合には、その代償としてやや高めの利率を決めて発行条件に加えておく。

たとえば、表8にある発行例でのニーマン・マーカス・グループの場合、10年物は当初、年率9%で発行された。仮に発行者が利払いを償還まで延期する場合、利率は9.75%

に引き上げられることが条件として決められていた。大手PEにとっても、買収企業の再生に100%の確信を持つことは難しいことから、こうした債券の活用策が生まれたものと考えられる。

しかし、表8にあるように、すべての債券は投資適格以下の「ジャンクボンド」であることから、利払い変更可能な債券は、ヘッジファンドなど、投機的投資家の存在が可能にした資金調達手段との指摘がある。

こうした外部資金調達手段に加えて、最近では非上場化した企業の株式を既存の株主に売却を試みるPEが現れた。

2007年4月にKKRが高級オーディオ機器メーカーのハーマン・インターナショナル (Harman International、以下ハーマン) の買収、非上場化を行った際、KKRはハーマンの既存の株主に対して、次のような提案を行った。すなわち、KKRは希望する既存の株主から1株120ドル (買収時点の株価に対して17%のプレミアム価格) で買い付けを行うか、もしくは、既存の株主はそのままハーマンの株式を保有することを選べるというものであった。

後者を選択した場合には、既存の株主は非上場株式 (Stab Equity : スタップ・エクイ

表8 利払い条件変更可能な債券発行^{注1)}

会社名	業種	S&P格付	発行日	買収PE
アレリス・インターナショナル	金属・鉱業	B-	2006年12月13日	テキサス・パシフィック・グループ (TPG)
モーメンティブ・パフォーマンス・マテリアルズ	化学	B-	2006年11月29日	アポロ・マネジメント
フリースケール・セミコンダクタ	電気	B	2006年11月16日	ブラックストーン・グループ、カーライル・グループ他
HCA	医療	BB-	2006年11月9日	ベイン・キャピタル・パートナーズ、コールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR) 他
ニーマン・マーカス・グループ	小売	B-	2005年9月28日	テキサス・パシフィック・グループ (TPG)、ウォーバーグ・ピンカス

注1) a payment-in-kind toggle note

2) HCA : Healing Connections Association (米国の大手病院チェーン)、S&P : スタンダード・アンド・プアーズ
出所) *The Wall Street Journal*, February 21, 2007 (原出典 : S&P) より作成

ティ)を保有することとなり、上場株式に比べ非常に流動性の劣る店頭市場でしか、この株式を売却できなくなるのである。

しかし、KKRによる事業再生が成功し、ハーマンが再上場を果たした場合には、1株当たりでKKRが得るであろうこのディール(投資案件)での報酬と同じ、あるいは、既存株主の株式取得価格によっては、それ以上の投資成果が得られるというわけである。残念ながら、当時、どの程度の株主が後者を選んだかは不明である。

3 PEのパフォーマンス

表9は、欧州のPEの設立後の累積内部収益率を見たものである。ゼネラルパートナーへの非常に高い報酬にもかかわらず、収益率上位のPEの平均収益率は買収ファンド、ベンチャーファンドともに20%を超え、平均で29%の非常に高い収益実績を上げている。

しかし、中間値、下位平均値はかなり低く、下位平均値は大きな損失を出している。どうやらPEへの投資には、その投資実績を十分慎重に分析する必要がありそうである。投資実績の高い有名、大手ファンドが好まれる背景には、こうした点があるようだ。

好パフォーマンスを上げるPEの企業運営については、上場企業と比べて次のような3つのメリットが指摘されている。

- ①SOX法への対応など、企業統治のうえでの余分なコストや時間が不要である。
- ②四半期業績開示の必要性がないなど短期的な財務上の成果を上げるプレッシャーから解放され、長期的な視点で企業の業績向上策を実施することができる。
- ③経営陣が自ら出資者となることで、業績

向上のための経営インセンティブを高めることができる。

一方、米国のPEのパフォーマンスに関しては次のようなユニークな分析がある。

PEの投資内部収益率(ファンド運営者の受け取る手数料を含む)を、株式市場全体に投資した場合の収益率、すなわち市場指数である「S&P(スタンダード・アンド・プアーズ)500社」の収益率と比較した分析である。

表10は1980年から2001年間の分析結果を

	(単位：%)		
	上位平均値	中間値	下位平均値
買収ファンド	37.6	7.4	-10.2
ベンチャーファンド	23.5	-0.6	-20.4
全ファンド	29.1	0.3	-17.0

注) 創立後、2006年末までの累積内部収益率：年率換算
出所) The Financial Times, March 13, 2007 (原出典：Thomson Financial) より作成

	単純平均		
	全ファンド	ベンチャーキャピタル ・ファンド	バイアウト ・ファンド
IRR ^{注1} (中間値)	0.12	0.11	0.13
(平均値)	0.17	0.17	0.18
PME ^{注2} (中間値)	0.74	0.66	0.80
(平均値)	0.96	0.96	0.97
ファンド数	746	577	169

	ファンド規模での加重平均		
	全ファンド	ベンチャーキャピタル ・ファンド	バイアウト ・ファンド
IRR ^{注1} (中間値)	0.12	0.13	0.13
(平均値)	0.18	0.17	0.18
PME ^{注2} (中間値)	0.82	0.92	0.83
(平均値)	1.05	1.21	0.93
ファンド数	746	577	169

注1) IRR：年率投資内部収益率
2) PME (Public Market Equivalent)：S&P500社の収益率を市場全体の収益率と想定した場合のファンドの相対収益率。1を上回ればファンドの収益率の方が市場全体の収益率より高いことを表す指標
出所) Steve Kaplan, Antoinette Schoar "Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows," NBER, April 11, 2004

示したものである。同表内の「PME (Public Market Equivalent)」はS&P500社の収益率とファンドの収益率を比較した指標で、1を上回れば、ファンドの収益率の方が市場全体の収益率を上回ったことを示している。

すべてのファンドの内部投資収益率を単純平均した結果では、パイアウト・ファンドのPMEは平均値で0.97となり、市場全体の収益率とほぼ同じ水準となっている。すなわちパイアウト・ファンドの優位性は特になかったわけで、前述したように、非常に高額なパイアウト・ファンドの運営手数料を考慮すると、投資結果は市場インデックスに投資した方がはるかに好成績を得ることができたことを示している。同様の結果は、ファンド規模で加重平均をした数値にも表れており、パイアウト・ファンドが特に優れた運用成果を上げていたとは考えにくい。

III PEに対する批判、規制と実際

1 PEに対する批判と規制

米国や欧州では、ヘッジファンドやPEなどに対して、その閉鎖性や情報公開の低さなど、さまざまな批判がある。しかし米国では、従業員年金や公務員年金などがPEへの主要な投資家になっていることもあって、労働組合などの批判はあまり強くはない。

たとえば、「サービス従業員国際労働組合 (SEIU)」は2007年4月にPEに関する42ページのレポートを発表し、PEによるワーナーミュージック・グループやレンタカー会社のハーツの買収では雇用に悪影響が見られたが、ボーイングの部品工場の買収では雇用への好ましい効果もあったとしている。1兆ド

ルを誇るSEIUの年金基金はその5～10%をPEに投資していると見られることが、こうしたレポートの内容となったと考える向きもある。

しかし欧州では、PEに対して「アセットストリッパー (資産の切り売り人)」などとの批判が強い。これは2007年2月にドイツのフランクフルトで開かれたPEのセミナーで、会場に押し寄せた労働組合員が出席者に浴びせた言葉である。そうしたことから、欧州ではPEに対して、労働組合や政府関係者からは厳しい監視を求める声が高まっている。

欧州では、ヘッジファンドもPEも各国金融庁に登録され、情報開示も進んでいる。

英国のFSAは、ヘッジファンドやPEを個人投資家に販売することを禁止していたが、2007年4月にこうした「ファンドへ投資する投資信託 (いわゆるファンド・オブ・ファンズ)」への投資を2008年から認めることを決定した模様である。イタリア、フランス、ドイツなど他の主要な欧州各国では、同様の投資が個人投資家に認められているため、英国内の個人投資家の一部はすでに他国でこうしたファンドに投資していることがこの規制緩和の背景にある。

ただし、ヘッジファンドやPEへの投資比率は20%以下のファンド・オブ・ファンズに限られる。

一方、米国では、2005年2月にSECが、投資家 (リミテッドパートナー) 15名以上のヘッジファンドに対し、「1940年投資アドバイザー法」に基づいてSECへの登録を義務づけた。しかし、2006年後半に連邦控訴院はリミテッドパートナーシップ形態の事業投資組合のゼネラルパートナーとリミテッドパート

ナーの関係は、リミテッドパートナーの数とは無関係に1対1の関係であるとして、SECの規制を無効とした。

そのため、SECは2006年12月にヘッジファンドとPE（ベンチャーキャピタル・ファンドを除く）への投資が許される個人投資家、すなわち、証券会社がこうしたファンドを販売できる個人投資家に関する選定強化を行う規制案を発表し、2007年3月9日まで公開ヒアリングを行った。

1982年に導入された現在の規制では、ベンチャーキャピタル・ファンドを含むこうした私募ファンドの販売が許される個人投資家は、純資産が100万ドルもしくは過去2年間の年収が20万ドル以上（夫婦共稼ぎの場合は30万ドル以上）の投資家に限られるということになっている。新しい規制案では、これらの判定基準に加えて総投資資産の基準が追加され、250万ドル以上の投資資産を保有する個人投資家のみがヘッジファンドを含むPEに投資を許されることとされる。

仮にこの規制案が実際に導入されると、「ヘッジファンドやPEに投資できる個人投資家は、現在より88%減少する」とSECコミッショナーのポール・アトキンス（Paul Atkins）氏は推計している。すなわち、1982年の同規制導入時には米国の1.87%の世帯が許されたこうしたファンドへの投資は、現在、8.5%の世帯が投資可能となっているが、新しい規制の導入で、投資が許される世帯は再び1.29%にまで減少するとSECは試算しているのである。

一方、こうしたファンドの多くは、有価証券の売買管理、資金管理に「プライムブローカー」と呼ばれる投資銀行を活用している。

このため、SECとしてはこうしたウォールストリートの投資銀行の監視、検査を介して、間接的ながらヘッジファンドなどの運用に対する監視をすることが可能であるという判断があったと考えられている。

2 PEの経済効果

上場企業の上場廃止、短期的な収益回収のためのアセットstripping、経営効率化の手段として行われるリストラ・首切りなど、批判の多いPEではあるが、その経済的な効用について2つの分析がある。第1は、

表11 PEと単独IPOのパフォーマンス

年	PEによるIPO			単独IPO		
	件数	IRR ^{注1}	S&P 500社 ^{注2}	件数	IRR ^{注1}	S&P 500社 ^{注2}
1980	3	184.19	31.59	56	57.41	27.94
1981	1	-54.93	20.71	174	21.92	22.54
1982	0			65	11.60	45.23
1983	6	18.17	36.58	344	19.60	41.94
1984	2	65.63	75.62	185	30.13	65.75
1985	7	39.41	38.41	172	2.84	41.74
1986	18	51.79	31.00	337	5.57	30.02
1987	23	75.87	10.47	258	-10.54	14.12
1988	3	-64.42	38.79	121	12.72	38.34
1989	2	43.11	25.24	117	27.66	27.31
1990	8	50.26	29.23	94	23.78	31.43
1991	22	51.21	22.63	189	29.28	21.46
1992	64	53.08	19.71	245	19.81	23.88
1993	40	89.75	41.52	401	26.10	41.24
1994	26	61.44	65.88	313	56.62	73.22
1995	16	61.00	84.18	286	19.16	85.07
1996	25	46.95	86.64	428	8.09	85.92
1997	33	8.40	63.40	280	78.98	62.14
1998	26	13.67	18.09	180	28.09	19.60
1999	32	-36.09	-19.34	290	-38.80	-15.61
2000	29	-30.34	-33.74	186	-60.55	-31.93
2001	21	23.26	-6.87	54	40.45	-7.99
2002	21	82.28	15.29	66	60.58	24.07
平均値	18.61	57.87	31.19	210.48	20.46	33.37

注1) 上場後3年間の平均年率投資内部収益率
注2) 上場日から起算したS&P500社の平均年率収益率
出所) Jerry Cao, Josh Lerner "The Performance of Reverse Leveraged Buyouts," Harvard University and NBER, October 15, 2006より作成

新規公開企業への投資パフォーマンス（実績）に関する分析をしたものである。

前ページの表11は、PEによる新規公開企業への公開後3年間にわたる「年率投資内部収益率（IRR）」と単独で新規公開した企業への同様の収益率、それに市場全体に投資した場合の変数として、株価指数であるS&P500社の投資収益率を比べたものである。1980年から2002年の収益率の平均値は、PEによるIPOが単独IPOを35%以上上回り、またS&P500社に対しても25%以上上回っており、PEによる企業支援の効果が市場の高い評価を受けていたことがわかる。

第2は、PEが上場廃止した企業の雇用の変化を分析したもので、英国のマネジメント・バイアウト・センターが発表したものである。表12は、「MBO（現経営陣による企業買収）」後と、「MBI（外部経営者による企業買収）」後の同企業の雇用の変化を調査したものである。特に、MBOされた企業の雇用は、買収後1年目には雇用が減少するものの、2年目からは増加に転じ、4年目以降は年間20%を超える雇用の増加ペースを見せていた。

しかし、MBIされた企業では、1年目から10%以上の雇用の減少が始まり、5年目まで

雇用は増加に転じることはない。MBO、MBI双方の合計雇用の変化では、買収後3年目までは雇用の減少が続くが、4年目以降に急回復している。同調査では、MBO、MBIによる企業の非公開化は共に、企業の雇用に関する点についてはマイナスの経済効果は見られず、むしろ好影響を与える経済活動と強調している。

3 強まる逆風

前述のように、PEのゼネラルパートナーの収入源は2つある。一つは、ファンド総額の2%前後とされる年間運用手数料、もう一つは企業の買収後、再度の上場あるいは他への売却によるキャリーと呼ばれる株式のキャピタルゲインである。すでに、PEのファンド総額は7000億ドルに及び、活用している「レバレッジ（借入金）」を含めると、なんと2兆5000億ドルの経済活動を行っている。

また最近では、労働組合などが前述のようにアセットストリッパーと罵倒しているのに加え、「陰謀者」「自己拡大者」、さらには「タックスチーター（税金逃れ）」と批判する声が高まり、政府も無視できない状況になってきた。

特に、課税問題ではPEが多額のレバレッジを活用し、その金利が一般企業同様に損金扱いになっているばかりでなく、キャリーについても、これまで長期キャピタルゲイン課税扱いとされ、現在のところ15%の税率が適用されている。

この点について、「タックスカッター」として有名な上院財務委員会のチャールズ・グラスレー（Charles Grassley）共和党上院議員とマックス・バウカス（Max Baucus）民

表12 MBO、MBI後の雇用の変化

	経過年数（年）				
	1	2	3	4	5
MBO後の雇用の伸び（%）	-2.28	2.96	7.46	21.43	26.02
企業数	319	301	283	241	188
MBI後の雇用の伸び（%）	-10.22	-9.70	-11.10	-3.35	-5.02
企業数	120	112	104	87	59
上記平均雇用（%）	-6.01	-3.03	-1.23	11.78	13.61
企業数合計	439	413	387	328	247

注）MBI（Management Buy-in）：外部経営者による企業買収、MBO（Management Buy-out）：現経営陣員による企業買収
出所）The Financial Times, February 26, 2007（原出典：Centre for Management Buy-out Research）より作成

主党上院議員は、最近、ゼネラルパートナーの受け取るこのキャリアの20%への課税税率を、長期キャピタルゲイン税率の15%ではなく、通常の所得税率である35%にすべきだと主張し始めた。両上院議員は、この課税強化を財源として一般生活者への減税をねらっているといわれている。

こうした議会上院での議論に触発される形で、6月中旬には、本来税制に関する発議を議論すべき下院歳入委員会委員長であるニューヨーク州選出のチャールズ・ランゲル(Charles Rangel) 民主党議員が、上院同様にPEに対する課税強化について検討を始めることを明らかにした。

今のところ、下院案として、パートナーシップ形態での上場PEに対して、他の上場企業と同様に法人税を課するという案が浮上しつつある。また上院案では、既上場PEに対して5年間の課税猶予を行うとしていたが、下院案は新税導入後ただちにすべての上場パートナーシップPEに対して課税を行うというもので、より厳しい内容となっている。

こうした批判に加え、2007年に入って増加した複数のPEによる企業買収(クラブディール)に対して、米国税務省による調査が開始された。買収価格について、日本でいう「談合」が行われているのではないかという容疑である。また、後述のようにブラックストーン・グループがニューヨーク証券取引所への上場に向けた申請をSECに対して行った後の同年5月には、米労働総同盟産別会議(AFL・CIO)がSECに対して、「ブラックストーン・グループはSECの監督外に置かれ、上場しても企業統治が不十分である。そのため、ファンドを投資会社としてSECに登録さ

せるべきである」という内容の書簡を送った。このようにPEに対する風当たりは、ここに来て急速に強まりつつある。

こうした民間、政府の動きに対応すべく、米国では、PEが組織した政治圧力団体となる「PE協議団」が2007年初に立ち上がった。ビデオゲーム業界のロビイストとして敏腕を振るったダグラス・ローエンスタイン(Douglas Lowenstein) 氏を初代社長に迎え、政界への働きかけを強化している。

IV 転機を迎えるPE

1 人気が高まる上場SPACs

企業買収を目的とした「特定目的買収会社(SPACs)」の上場が2003年以降活発化し、すでに74社が上場、これまで5610億ドルの資金を調達している。表13は2004年以降のSPACsの上場数と資金調達額を表しており、メリルリンチなどの投資銀行の参入も加わって、年々増加傾向を強めている。2007年2月

表13 特別目的買収会社の上場数と資金調達額

	上場件数 (四半期)	上場件数 (年間)	調達金額 (億ドル)
2004年 第1四半期	3		
第2四半期	2		
第3四半期	4		
第4四半期	4	13	5
2005年 第1四半期	3		
第2四半期	6		
第3四半期	12		
第4四半期	8	29	21
2006年 第1四半期	12		
第2四半期	13		
第3四半期	6		
第4四半期	9	40	34
2007年 第1四半期 ^注	4		

注) 2007年1月末までの計数
出所) Fortune, February 19, 2007 (原出典: Dealogic)、The Wall Street Journal, February 1, 2007より作成

時点においても、56社が上場に向けてSECの許可を求めている。

これまでのところ、SPACsの上場を認めているのはアメリカン証券取引所（アメックス）だけだが、SPACsの盛況ぶりに刺激された他の証券取引所の動きに、SECは監視の目を光らせ始めている。

SPACsの活動は単純で、「会社発起人（スポンサー）」が、SECに会社登録をし、IPOを行う。SPACsは、通常18～24カ月間の猶予期間中に買収対象企業を選定し、買収を行う。この際、株主の80%以上の賛同が必要条件となる。仮に、スポンサーがこの株主条件を守ることができなければ、SPACsは解散され、IPO時に得た資金は、上場手数料などを差し引いた分が株主に返還されることになる。PEと同様の投資機会を得られる投資対象として、投資家規制のないSPACs人気は、このところ高まりつつある。

また、最近になって、いわゆる「144A証券」の発行も増加しつつある。144A証券とは「1933年証券法（The Securities Act of 1933）」で発行が認められた登録確定利付き証券であるが、取得できるのは以下の2種類

の投資家のみとされている。

第1は、「適格機関投資家購入者（Qualified Institutional Buyers）」で、証券投資額、あるいは管理証券額が1億ドル以上の機関投資家とされている。第2は、「機関認定投資家（Institutional Accredited Investors）」で、証券投資保有額が500万ドル以上の機関投資家である。そのためこの証券を購入できるのは機関投資家に限られ、銀行、保険会社、財団法人、年金基金、投資信託などが主な投資家となる。通常の取引所への上場による資金調達に比べ証券会社への手数料が少ないことに加え、SECへの登録の手続きやSOX法への対応コストも小さいことが、144A証券を発行する企業にとっての魅力となっている。

2006年には米国で史上初めて、144A証券の発行額が米国内三大証券取引所での上場企業の資金調達額を上回って、144A証券発行ブームが起こるまでになった。NASDAQ（米国店頭株式市場）はこの144A証券の電子取引市場の拡大に力を入れており、「ポータル取引システム（Portal Trading System）」の機能向上について、現在、SECに承認を求めている。

一方、ゴールドマン・サックスは、前述したスタップ・エクイティなど非上場株式の売買ニーズの増大に対応して、2007年5月23日に「GS TRUE（Tradable Unregistered Equity）」と名づけた電子取引市場の創設を発表した。そして、まず、ヘッジファンドであるオークツリー・キャピタル・マネジメント（Oaktree Capital Management）の発行した株式の15%にあたる8億8000万ドルの非上場株式の売買を開始した。メリルリンチやモルガン・スタンレーも同様の電子取引シス

表14 上場PE

	証券取引所	上場年月
RABキャピタル	ロンドン	2004年3月
アブソリュート・キャピタル・マネジメント	ロンドン	2006年3月
シャルルマーニュ・キャピタル	ロンドン	2006年4月
コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）	アムステルダム	2006年5月
APオルタナティブ・アセット	アムステルダム	2006年8月
ブルーベイ・アセット・マネジメント	ロンドン	2006年11月
ブザール・ガヴァダン	アムステルダム	2006年11月
マーシャルウェイス	ロンドン	2006年12月
フォートレス・インベストメント・グループ	ニューヨーク	2007年2月

出所) The Economists, January 27, 2007、The Financial Times, February 8, 2007より作成

テムを近々導入すると予想されている。

2 上場を目指すPE

SPACsなどの台頭に加え、民間、政府からの批判が高まり、2004年半ばからの連邦準備銀行による金融引き締めが続くなかで、PEの経営戦略には大きな転機が訪れている。PEの名に反して公開を目指すファンドが始めているのである。

2007年2月9日、1998年に設立され現在300億ドルの総運用資産を持つ中堅PEのフォートレス・インベストメント・グループがニューヨーク証券取引所に上場し、その9%の株式が販売された。欧州では、すでにいくつかのファンドが上場しているが(表14)、フォートレス・インベストメント・グループの例は、ヘッジファンドを含めて米国では初めてのファンドの上場である。

2007年3月22日には、PE業界で第2位の資産規模(2006年末時点)を誇るブラックス・トーン・グループも、SECに対して10%の株式公開のための登録申請書を提出した。さらに、同年4月に入ると業界第8位(同)のアポロ・マネジメントの株式公開が噂され始めている。

こうしたPEの経営戦略の変化の背景には、すでに示したような民間、政府からの圧力ばかりでなく、ウォールストリートの投資銀行によるPEビジネスへの参入(表15、16)がある。表17は、PE関連の収入で第2位の投資銀行であるゴールドマン・サックスの1999年と2006年の収入構成を比較したものである。自己取引、投資収入が急上昇し、収入の大半を占めるようになってきている。

PEの株式公開は、景気減速懸念の強まり

表15 10大銀行のPE関連収入(2006年中^{注1}の関連総収入^{注2})

銀行名	収入(百万ドル)	参入件数	収入シェア(%)
1 JPモルガン	967.2	324	8.8
2 ゴールドマン・サックス	858.6	223	7.8
3 クレディ・スイス	839.0	271	7.6
4 ドイチェバンク	718.6	213	6.5
5 シティコープ	718.2	235	6.5
6 モルガン・スタンレー	587.4	150	5.3
7 リーマン・ブラザーズ	534.4	178	4.9
8 メリルリンチ	481.2	202	4.4
9 バンク・オブ・アメリカ	454.5	221	4.1
10 UBS	441.3	201	4.0
上記合計	6,600.5	1,172 ^{注3}	60.0
総合計	10,996.4	2,196	100.0

注1) 2006年11月14日までの計数

注2) PEとのM&Aディールにおける債券、ローン、株式取引などからの総収入

注3) 件数の合計は、共同案件を含むため、実際の各社の件数合計を下回る
出所) The Banker, December 2006 (原出典: Dealogic) より作成

表16 大手投資銀行のPE

ファンド名	会社名	ファンド額 (単位: 億ドル)
GSキャピタル・パートナーズV	ゴールドマン・サックス・プライベート・エクイティ	85
ペアスターンズ・マーチャントバンキング・パートナーズIII	ペア・スターンズ・マーチャントバンキング	27
DLJマーチャントバンキング・パートナーズIV	クレディ・スイス・カスタマイズドファンド	21
CSFBストラテジック・パートナーズIII	クレディ・スイス・カスタマイズドファンド	19
シティグループ・インターナショナル・グロース・パートナーシップ	シティグループ・ベンチャーキャピタル・インターナショナル	17
リーマン・ブラザーズ Co-Inv	リーマン・ブラザーズ	16

出所) The Financial Times, January 8, 2007 (原出典: Private Equity Intelligence) より作成

表17 ゴールドマン・サックスの収入構成

	収入(単位: 億ドル)	
	1999年	2006年
自己取引、投資収入	57 (43%)	256 (68%)
投資銀行収入	44 (33%)	57 (15%)
資産運用収入	32 (24%)	64 (17%)
合計	133 (100%)	377 (100%)
従業員数(人)	15,361	26,467

出所) ゴールドマン・サックスの年次報告書、Forbes, January 29, 2007より作成

のなか、ビジネスがそろそろ最盛期を迎えたという判断や、ビジネス原資の固定化による企業買収、再生ビジネスの安定化を図る目的などがある。また、ブラックストーン・グループのように、創設者が高齢を理由にファンドで築いた財産の現金化をねらった動きと見る向きもある。

3 上場の与える影響

株式を公開することで、PEの活動面にどのような影響があるのだろうか。フォートレス・インベストメント・グループの場合は、株式会社としての公開であり、通常の上場企業と同様の情報開示、企業統治などの制約を受けることになった。

しかし、ブラックストーン・グループの場合は、「マスター・リミテッドパートナーシップ」と呼ばれる事業形態を採用し、米国外の企業がニューヨーク証券取引所に上場する場合に見られるADRにパートナーシップ証券を預託し、ADRを上場する。こうすることで、ブラックストーン・グループは、SECに対して四半期開示の義務を負うものの、他の上場企業とは異なり、取締役会メンバーとして過半数の「独立取締役」を指名する義務はなく、現経営陣4名に加えて3名の独立取締役を選ばすむ。

すなわち、現経営陣の経営権は充分維持できるし、「報酬委員会」を設ける必要もないのである。ADRの所有者の株主総会における投票権もさまざまな形で制限されることになる。たとえば、取締役の選定に関しての投票権はない。逆に、ADR所有者には、ブラックストーン・グループの経営陣やパートナーより優先した現金配当の先取り権が、2009

年末まで与えられる。

上場に向けた大きな課題の一つである四半期開示や配当金の支払いなど財務面については、SECへの登録申請書によると、2007年2月に再度認められた会計方法を適用する予定であるという。エンロン事件後、2002年にFASB（財務会計基準審議会）がいったんは廃止した「SFAS 159（財務会計基準書159号）」のオプション会計法を用いるのである。

つまり、これにより企業買収後、転売までの間に生まれると見込まれる利益（前述したキャリー）を前倒しで期間計上し、会計上の利益を計上できることになる。これはキャッシュフローのない利益だが、会計上は期間収益と見なされる。このキャリーの評価は四半期ごとに見直されるが、各期の収益安定化には大きく寄与する。

ただし、ゼネラルパートナーへの報酬部分については、今のところこの会計方法は適用されない。実際に、買収企業が売却され現金収入が発生した時点で、報酬が計算され支払われることとされている。経営陣、すなわちゼネラルパートナーにとっては、この会計手法を活用することで、上場によるキャリー部分の利益報酬に対して、長期キャピタルゲイン税率が適用されることになる。また、通常の上場企業などに課税されている法人税（税率は地方税を含めると40%を超える）も支払う必要がないのである。上場公開は、逆風強まるPE業界にとって、まさにミラクル・ソリューションとなるようである。

しかし、2007年6月初旬になって、SECの要請に従って再提出した上場申請届出書のなかで、ブラックストーン・グループはこのオプション会計の適用を当面断念した。この会

計手法が不採用となったことにより、当初発表された2006年の当期利益が5億9500万ドル、22%減少することとなった。

ワシントンでの課税強化議論、会計基準の変更などさまざまな逆風が強まるなかで、6月中旬、ブラックストーン・グループは、当初の公開予定を一週間早めて6月22日を上場公開日と決定、21日には、公開価格を公開予定価格上限の1ユニット（リミテッドパートナーシップとしての上場のため、こうした単位で呼ばれている）当たり31ドルとすることを決定した。

果たして、6月22日、ニューヨーク証券取引所ではブラックストーン・グループ株には予想をはるかに上回る買い付け人気が集まり、上場ユニット初値は36.55ドルと売り出し価格を18%も上回った。一時は38ドルまで上昇し、この日の終値は35.06ドルであった。米国企業の新規株式公開としては、2002年のIT（情報技術）バブル後5年ぶりの大型上場となり、公開時の資金調達額は41億3000万ドルと推定され、米国において史上6番目の規模となった。また、上場時の時価総額においては約400億ドルと、1999年に上場したゴールドマン・サックスの約250億ドルをしのぐ規模であった。後ろ向きの批判が高まるなかで、今回のブラックストーン・グループのIPOを大成功と見る向きが多いようであった。

こうしたブラックストーン・グループの上場方式が明らかになるなかで、ここにきて業界第1位のTPGまで上場するのではないかとの噂が出始めている。また、ブラックストーン・グループの公開成功直後には、業界第3位のKKRも6月21日、シティコープなど

をアドバイザーとする公開準備を始めると発表した。果たして、こうした上場公開によってPEへの批判や圧力をどの程度弱めることができるのか、今後が注目されるところである。

参考文献

- 1 Committee on Capital Markets Regulation “Interim Report of The Committee of Capital Markets Regulation” November 30, 2006
- 2 The City of New York Office of the Mayor, United States Senate “Sustaining New York’s and the US’ Global Financial Services Leadership” January 22, 2007
- 3 The U.S. Chamber of Commerce “Commission on The Regulation of U.S. Capital Markets in The 21st Century—Report and Recommendations” March 2007
- 4 Board of Governors of the Federal Reserve System, “The Economics of the Private Equity Market” December 1995
- 5 Securities and Exchange Commission, IA-2333 “Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers” December 7, 2004
- 6 Securities and Exchange Commission, IA-2576 “Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles; Accredited Investors in Certain Private Investment Vehicles” December 27, 2006
- 7 Steve Kaplan, Antoinette Schoar “Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows” NBER, April 11, 2004
- 8 Jerry Cao, Josh Lerner “The Performance of Reverse Leveraged Buyouts” Harvard University and NBER October 15, 2006

著者

安岡 彰（やすおかあきら）

研究理事

専門は金融資本市場分析、金融機関経営など