

買収ファンドの上場をめぐる

〜ブラックストーンのIPO〜

伊豆 久

はじめに

六月二日、ブラックストーン (The Blackstone Group L.P.) が、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場した。同社は、KKRやカーライルと並ぶ、米国の大手プライベート・エクイティ・ファンド運用会社として知られる。

プライベート・エクイティ (PE) は、投資家から私募形式で資金を集め、それを様々な企業に、支配権を行ってできるシェアで、数年程度のスパンで投資するファンドである。投資対象により、未上場の若い企業に投資する場合はベンチャーキャピタル、成熟した上場企業に (上場廃止も視野に) 投資する場合には買収ファンド、破綻 (懸念) 企業に投資する場合は再生ファンド (ハゲタカファンド) と呼ばれることもある。いずれかの分野に特化している PE が多いが、ブラックストーンのような大手になれば、多様な性格のファンドを同時に運用することも珍しくない。

私募形式で資金を調達するという点ではヘッジファンドと同じであるが、ヘッジファンドの投資対象は、上場している証券・商品や外為など流動性の高いものが中心で、未上場企業に投資したり支配権を行使したりはしな

い。投資期間が短いため、企業の経営権を掌握して収益構造を改善するといった時間を要することはできないからである。反対にP Eは時間をかけた投資をおこなうため、出資者に二年以上の解約禁止期間を設けるのが普通である。しかし、ブラックストーンのように、P Eファンドとヘッジファンドの両方を運用するファンドも存在する。

こうしたP Eが、ここ数年、活発な企業買収やそれに付随する巨額の資金調達によって市場の注目を集めているのであるが、私募ファンドであるため情報開示はなされず、その実態について一般に知られることはなかった。

それが今回、ブラックストーンは、上場を選択しビジネスの概要が公開されることとなった。また、今回の上場の際には、ファンド運用会社の免税措置に米国議会から批判が出たことや、中国が三〇億ドルの出資をしたことも注目を集めた。以下、ブラックストーンのSEC届出書(Form S-1) に拠りながら、同社の上場をめぐる話題を紹介することとしたい。

1 リミテッド・パートナーシップの上場

初めに確認しておく必要があるのは、今回上場したのは、ファンドそのものではなくファンドの運用会社であること、また上場された証券は株式ではなくリミテッド・パートナーシップのリミテッド・パートナーの持分(を表章する)ユニットだということである。

出資された資金のプールであるファンドを上場し、ファンドへの出資持分そのものが売買されるということもあるが(上場ファンド、ETF)、今回の場合、公開されたのはファンドではなく、ファンドを運用する会社の

持分である。したがって、ブラックストーンが運用するファンドそのものは、以前とかわらず私募ファンドである。

さらに、ファンドを運用するその事業体（ブラックストーン）の組織形態は、株式会社ではなく、リミテッド・パートナーシップ（LP）であるため、上場されたのは、株式会社ではなくLPの持分である。

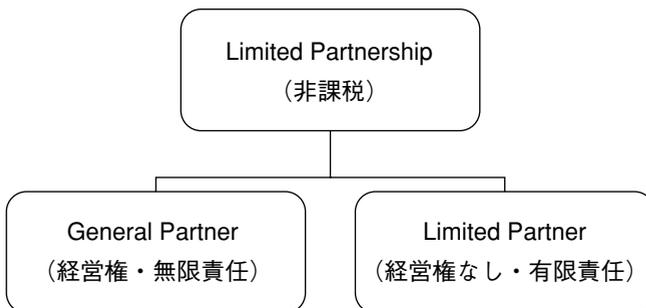
LPは、日本の組合に近い組織で、出資者は、業務を執行し無限責任を負うゼネラル・パートナーと、有限責任しか負わないかわりに経営権をもたないリミテッド・パートナーに分かれる。そして、損益が出資者にパススルーされることを前提に、LP段階では課税されず出資者レベルでのみ課税される、すなわち株式会社に適用される二重課税が免除されるというメリットがある。

ブラックストーンはこのLPという形態をとっており、上場されたのは、経営権をもたないリミテッド・パートナーの持分をあらわす証券なのである。経営権は、ブラックストーンのゼネラル・パートナーとなっている親会社を通じて現経営陣が一〇〇%保有したままである。

2 高額報酬・免税措置への批判

しかしながら、このLP組織のままでの上場に米国議会から厳しい批判が浴びせられ、上場直前の六月一四日には、上院財政委員会委員長らが、上場しているLPへの課税を強化する法案を提出した。⁽¹⁾

図1 リミテッド・パートナーシップと出資者



そもその原則からすれば、LPは出資者個人に大きく依存した、法人としての独立性の低い事業体であり、したがって公募や上場にはなじまない。公募・上場は、出資と経営が分離し法人としての独立性が高い株式会社の特権である。その一方で、LPは法人税を免除されるものの、株式会社は法人レベル（法人税）で課税された上で株主レベル（配当課税）でもう一度課税される。つまり、LPは、二重課税を避けられるものの上場できないのであり、上場するならば株式会社として二重課税に服するほかないのである。そこで、LPのまま上場した場合には、株式会社と同様に法人レベルでも課税するというのが原則なのである。

しかし、例外規程が設けられている。それは、石油・ガス・木材などの資源関係業種に属するLPと、収入の九〇%以上を金利や配当といった受動的な収益に依存しているLPの場合には、上場していても、二重課税を免除するというものである。

そこで現行法のままであれば、ブラックストーンも投資収益という受動的な収益が九〇%以上を占めるため、この例外措置が適用されて、上場後も法人レベルでの課税を免除されることになるのである。

これに対して議会から批判が相次いだ。

批判の第一は、最近のファンドの収益は受動的なものとはみなしがたいということである。ブラックストーンは、買収後の長期的な企業のリストラクチャリングを通して投資収益を上げるほか、資産管理業務やアドバイザー業務をおこなっており、それらは、法の想定している「受動的な投資収益」を大きく逸脱しているというわけである。

さらに、PEの運用会社はリターンの二割を成功報酬として受け取るのが一般的であり、後述のように、ブラックストーンの場合これが利益の多くを占めるのであるが、現状ではキャピタルゲインとして一五%課税される

にとどまっている。これに対して、最大三五%が適用される所得税の対象とすべきではないか、と指摘されているのである。

こうした議論の背景には、ファンド経営者・オーナーの巨額報酬への批判があるようである。今回の上場にもなう届出書で、ブラックストーンの創業・経営者であるシュワルツマン（CEO）、ピーターソン（元商務長官、元リーマン・ブラザーズCEO）両氏への昨年一年間の現金報酬が、それぞれ三億九八三〇万ドル、二億一二九〇万ドルであることが明らかとなり、儲けすぎ批判が広がっているのである。

ただ新聞報道によれば、財務省はファンドへの課税強化に消極的であるとされ、法案・議論の行方は未だ定かではない。

3 中国からの出資

ブラックストーン上場の際してのもう一つの大きな話題は、中国が外貨準備から三〇億ドルを出資したことがある。中国の外貨準備は、今年六月末で一兆三千億ドルを越えており、今まで米国の国債等の安全資産で保有されてきた。それをより効率的な運用のために、新たな運用専門機関を設立するとされ、その第一弾として、ブラックストーンへの出資がおこなわれたのである。

ただし、中国が買い入れたのは、上場された証券と同じくブラックストーンのリミテッド・パートナーシップで、議決権はない。取得価格は、公開価格の九五・五%とされたものの、中国の保有は全体の一〇%未満に限り、将来もそれ以上への買い増しは不可。また取得から四年間は売却できず、その後の売却も一年間に三分の一までと厳しい制限が付けられている。

これは、中国側から見れば、巨額の外貨準備を積極的に運用し始めたということであろう。外貨準備を原資に運用する政府系ファンドは珍しいものではない。アラブ首長国連邦のアブダビ投資庁やシンガポールのテマセクなどがよく知られているが、各国の運用額を合計すると二兆ドルを超え、ヘッジファンドの一兆五千億ドルを上回るとも言われる。そこに中国が加わったわけで、国際金融市場における新たなプレイヤーとして今後注目を集めることになるであろう。

米国では、中国から米国企業への投資には安全保障上の問題があるのではとの見方もあるが、先述のように、少なくとも今回の投資については議決権はともなわない。むしろ、今回の出資の発表（五月二〇日）が第二回米中戦略経済対話（五月二二～二三日）の直前であったことなどからすれば、人民元をめぐる駆け引きのなかで両国の現時点でのある種の均衡として実現した投資であろう。

4 ブラックストーンの収益構造

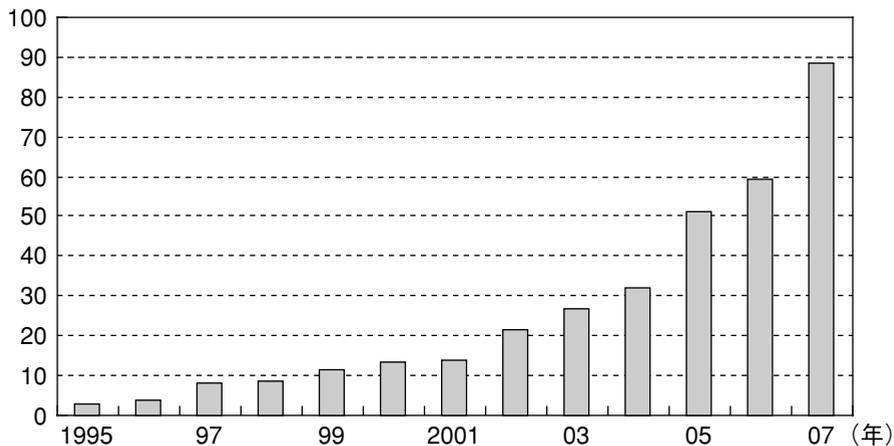
以上、IPOをめぐる話題を紹介してきたが、では、届出書によって明らかにされたブラックストーンのビジネスの中身は、どのようなものだろうか。

① 預かり資産

まず、運用額は（図2）、この二〇年間で二〇倍以上になり、現在では八八〇億ドルに達している（ちなみに、他の大手ファンドの運用資産は、KKRが五三四億ドル、カーライルが四六六億ドル）。ただし、これは機関投資家等からの預かり資産額であるから、実際のLBO案件ではこれに数倍の借入れが加わり、買収金額の合計は

図2 ブラックストーンの預かり資産

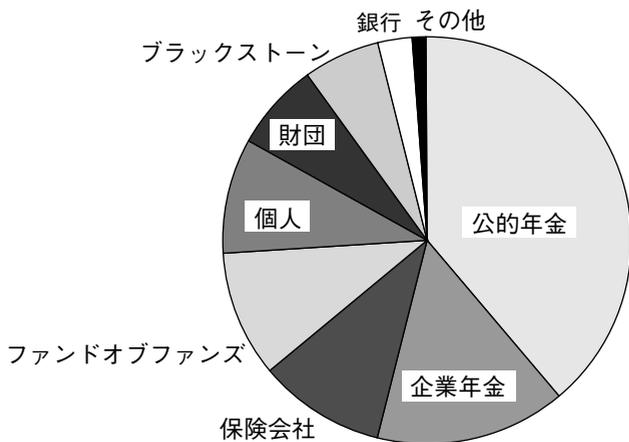
(10億ドル)



(注) 2007年は5月1日時点。

(出所) ブラックストーン届出書 (Form S-1) より作成。

図3 ブラックストーン・ファンドへの出資者



(出所) 図2に同じ。

はるかに大きくなる。

出資者を見てみよう。図3は、今年五月一日時点での、ブラックストーンが運用するファンドへの出資者の内訳である。一般に、PEなどには、個人富裕層からの出資が多いように言われるこ

とがあるが、実際には、公的年金、企業年金、保険、財団など伝統的な機関投資家がほとんどである。より高い運用利回りを求めて、また、新たな資産クラスを求めて、こうしたファンドへの投資を増加

させているのである（グラフ中の「ブラックストーン」は、会社が自らの資金を投資している四八億ドルを指す）。

運用するファンドは三つのグループに分けられている（表1）。

第一のグループは、合計で六本から成る会社買収ファンド（Corporate private equity funds）で（六本のファンド別の資金調達額は図4参照）、成熟企業へのLBO投資をおこなっている。例えば昨年には、米国半導体大手フリースケールを、ハイテク部門では過去最高のLBOとなる一七六億ドルで買収している。

二つめが、八本のファンドからなる不動産ファンドのグループ（Real estate opportunity funds）で、今年、三八七億ドルでエクイティオフィスプロパティを買収し、LBOの史上最高額をKKRのRJRNビスコ買収以来一八年ぶりに更新し話題を呼んだ。

三つ目が、同社が「市場性のあるオルタナティブ資産ファンド」（Marketable alternative asset funds）としているファンドグループで、先の二つが非公開化を伴うLBO型の投資ファンドであるのに対して、このグループは、流動性を維持しつつ市場での売買による収益を目指すタイプで、かつ、伝統的な証券投資（株式や投資適格債券へのロング投資）とは異なる投資をおこなうファンドである。ヘッジファンドとほぼ同じと考えてよいであろう。具体的には、他社が運用するヘッジファンドへの投資をおこなうファンド、資本・債務構成の様々なトランシェに投資するメザニンファンド、自社で運用するヘッジファンド、インドなど新興国への投資ファンドなどから成る。

表1にあるように、いずれのファンドグループの収益率も、手数料を引いたあとでも一〇%から三〇%程度あり、驚異的なパフォーマンスを誇っている。

表1 預かり資産の構成

預かり資産 (2007年5月1日、10億ドル)	設立	年率IRR (%) ¹	年率IRR (%) (手数料控除後) ²
Corporate private equity funds	33.08	1987	30.7
Real estate opportunity funds	19.95	1992	39.7
Marketable alternative asset funds	35.34		
Funds of hedge funds	20.03	1990	13.0
Mezzanine funds	1.51	1999	17.2
Senior debt vehicles	8.43	2002	23.6 ³
Distressed securities hedge fund	1.39	2005	11.5
Equity hedge fund	1.80	2006	26.1 ⁴
Closed-end mutual funds	2.18		
The India Fund		2005	30.1
The Asia Tigers Fund		2005	38.2
合計	88.37		

(1) 設立以来2007年3月31日までの収益率。

(2) 管理手数料、インセンティブ手数料、取引費用、ゼネラル・パートナー収益等を控除したリミテッド・パートナーに帰属する収益率。

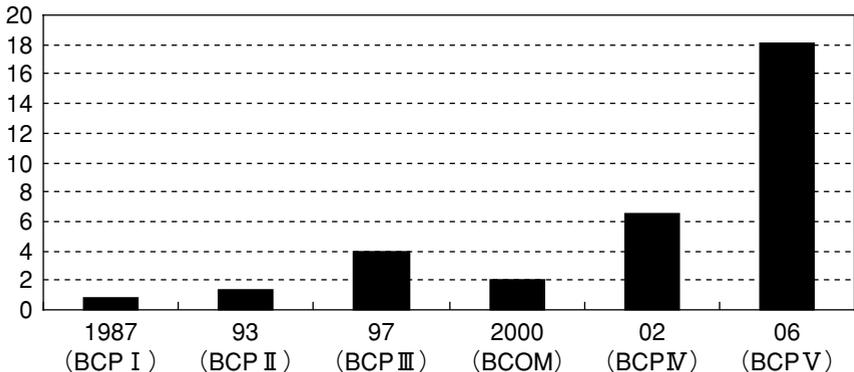
(3) equity tranchesのみ。

(4) 設立日 (2006年10月1日) から07年3月31日までの収益率。

(出所) 図2に同じ。

図4 Corporate private equity fundsの資金調達額

(10億ドル)



(注) BCP: ブラックストーン・キャピタル・パートナーズ・ファンド

BCOM: ブラックストーン・コミュニケーションズ・パートナーズ・ファンド

(出所) ブラックストーンのウェブサイト (www.blackstone.com) 資料より作成。

② 収益の構成

次に、こうしたファンドの運用からブラックストーン自身
がどのように利益をあげているのか見てみよう。

表2に示した損益計算書の収入項目のうち、「ファンドマネ
ジメント手数料」とは、預かり資産の一〇二％程度を受け取
るもので（料率はファンドごとに異なる）、〇六年度を例にと
ると、八億五千万ドルの収入は年度中預かり資産平残五五三
億ドルの一・五四％にあたる。「アドバイス手数料」とは、
M&A、リストラチャリング、子会社・部門の分割売却など
のアドバイスに対する手数料収入である。

しかしながら、図5が示すように、こうした手数料関連利
益がブラックストーンの利益全体に占める割合は非常に小さ
い。利益の多くは、ファンドのパフォーマンス手数料（投資
収入）から成り、昨年度の場合で、利益全体の七五％を占め
る。これは、プライベート・ファンドに一般的な報酬のあり
方で、リターンが一定水準（ファンドごとに異なるが七〜一
〇％程度）を上回った場合に、その二〇％をファンド運用者
が受け取るというものである。

表2 損益計算書

(1,000ドル)

	2002	2003	2004	2005	2006
ファンドマネジメント手数料	173,538	304,651	390,645	370,574	852,283
アドバイス手数料	141,613	119,410	108,356	120,137	256,914
金利その他	2,972	2,635	4,462	6,037	11,082
収入合計 (A)	318,123	426,696	503,463	496,748	1,120,279
被雇用者報酬	94,412	114,218	139,512	182,605	250,067
金利	13,418	13,834	16,239	23,830	36,932
設備費	20,064	23,575	29,551	30,763	35,862
その他管理費	37,614	44,222	48,576	56,650	86,534
ファンド費用	24,094	42,076	43,123	67,972	143,695
費用合計 (B)	189,602	237,925	277,001	361,820	553,090
$C = \text{収入}(A) - \text{費用}(B)$	128,521	188,771	226,462	134,928	567,189
投資損益 (D)	-438,684	3,537,268	6,214,519	5,142,530	7,587,296
他の出資者収益 (E)	-358,728	2,773,014	4,901,547	3,934,535	5,856,345
$F = D - E$	-79,956	764,254	1,312,972	1,207,995	1,730,951
利益合計 (=C+F)	48,565	953,025	1,539,434	1,342,923	2,298,140

(出所) 図2に同じ。

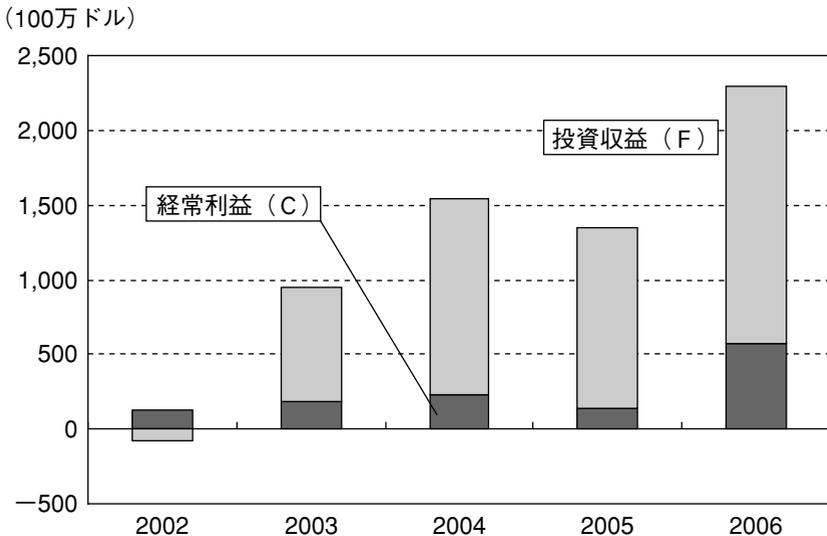
すなわち、ブラックストーンの収益の大半は、運用するファンドのパフォーマンスによって直接的に決まるのであり、同社は資産管理サービス会社というより投資家そのものとしての性格のほうが強いということになる。

5 プライベート・ファンド上場の目的

以上、ブラックストーンの上場をめぐる議論とビジネスの概要を紹介してきたが、今年に入ってから、二月にはヘッジファンドのフォートレス (Fortress Investment Group) が上場し、伝説的なPEと言ってもよいKKRも、上場を計画中である。自らプライベートであり、またLBOによって投資対象企業のプライベート化(上場廃止)を進めてきたこうしたファンドの相次ぐ公開は何を意味しているのだろうか。

それぞれの届出書に記された上場の理由は、表3の通りであるが、共通してあげられているのは、証券の発行という新たな資金調達(ルートの確保)と、株式交換・ストックオプションなど自社証券の(貨幣化)である。

図5 利益の推移



(注) C、Fは、表2参照。
(出所) 図2に同じ。

表3 ファンドの上場目的

ブラックストーン	フォートレス	KKR
<ul style="list-style-type: none"> ・新たな資金の調達 ・ブランド価値の向上 ・買収のための上場証券の利用 ・ストックオプションの採用 ・オーナーへの換金機会の提供 	<ul style="list-style-type: none"> ・ストックオプションの採用 ・投資家としての持続性の確保 ・新たな資金の調達 ・買収のための上場証券の利用 	<ul style="list-style-type: none"> ・ビジネスの拡大 ・新たな資金源の確保 ・買収のための上場証券の利用

(出所) 各社上場届出書より作成。

ファンドへの出資は、当然のことながら運用期間が終了すれば出資者に戻さなければならぬ期限付きの資金である。それが公募・上場によって永久資本を手にすることができ、投資戦略の幅が広がることになる。また、株式交換が可能となつて、同業他社の買収による規模の拡大など、その選択肢は一層拡大した。

しかしそれだけではないだろう。ブラックストーンが上場目的に記しているように持分の公開は創業者利得の実現でもある。そう考えると、ファンドの経営陣は、ファンドブームの頂点が近いことを感じたということかもしれない(ただし、KKRは、ブラックストーンへの批判を考慮してか、現在のオーナーはIPOで持分を一切売却しないと明記している)。最近、サブプライム市場の悪化からレバレッジドローンなど信用市場全体の環境悪化が伝えられている。投資家が信用リスクに慎重になり、資金調達に苦労するLBO案件が増えている。

大手ファンドの相次ぐ上場は、ファンドブームのさらなる拡大を期待させるが、逆に、そのピークが近いことを告げているのかもしれない。

注

(1) "Paucus-Grasley Bill Addresses Publicly Traded Partnerships" Committee on Finance News

Release, June 14, 2007 (<http://finance.senate.gov>).

(いずみ ひさし・客員研究員)