

米国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの構造

わが国では、最近、いわゆる企業再生ファンドが次々に組成されるなど、伝統的な証券投資とは異なる形態の投資ファンドに対する関心が高まっている。一方、米国では、未公開株式に投資する、いわゆるプライベート・エクイティ（PE）を始めとする様々なオルタナティブ投資が、機関投資家や一部の個人投資家によって盛んに行われている。PE投資を可能にする投資ファンドは、パートナーシップによる組成を基本としながら、二重課税の排除と投資家の有限責任性の確保を可能にする構造となっている。

1. 米国 PE 投資ファンドの一般的なストラクチャー

米国には、PE投資やPEファンドを特別に取り上げて直接的に規制する法令は存在しない。一般投資家から広く資金を集めて有価証券や商品先物に投資を行うファンドに対しては、1940年投資会社法や商品取引所法による登録義務等の規制が及ぼされるし、ファンドに対する持分権を公募（public offerings）によって販売すれば、1933年証券法による登録義務を課せられる場合もある。しかし、PEファンドは、そうした規制を課されることのないよう、設計、運営されるのが通例である。

一般に、PEファンドが有効に機能するためには、次のような特性を備えていることが求められる。なお、①、②はPE投資ファンドに限らず全ての投資ファンドに求められる特性であり、③、④がPE固有のものであると言えよう。

①二重課税の排除

第一に、ファンドそれ自体が課税対象となつてはいけない。そうでなければ、ファンドの運用によって生じた投資利益に対して、ファンド段階と投資家段階で二重に課税が行われ、その分だけ投資収益が減少してしまうからである。

②投資家の有限責任性

投資家が投資元本を超えて損失を被る可能性を排除するために、投資家の有限責任性を確立することが求められる。

③制約・規制の排除

PEはその性格上、様々な投資先に対し様々な手法で投資を行う。例えば投資先は創業間もないベンチャー企業であったり、或いは公開会社や再建途上の不振企業などのケースも

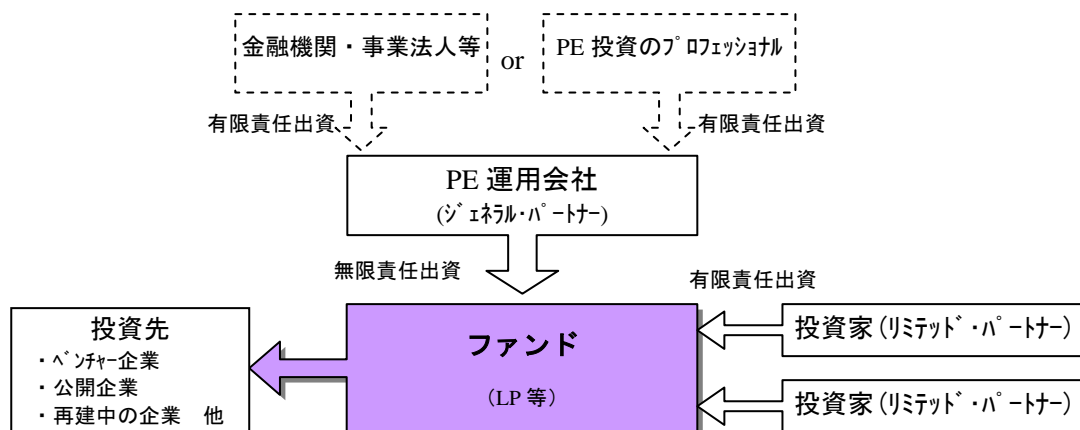
ある。また、投資先企業の価値向上のために、単なる投資家という域を越えてその経営に深く関与することも多い。このように、型にはまらない自由な投資であることが PE 投資の本質であり、ファンドはそれを妨げるような制約を受けるものであってはならない。

④柔軟な利益分配方法の設定

PE ファンドでは、投資家の投資元本早期回収ニーズ（不確実なキャッシュ・フローを可能な限り早く回収するため）と、運用会社の成功報酬獲得ニーズ（専門スキルに対する対価）の双方を満たすために、投資元本相当額+ α までは優先的に投資家に利益分配を行った上で、その後の利益の一定部分をスポンサーが成功報酬として受け取る等、変則的に分配方法を定めているのが通例である。このように、出資比率にとらわれずに利益分配が自由にできる機能が求められる。

以上のような理由から、米国の PE 投資で用いられる典型的なストラクチャーは、次のようなものとなっている（図表 1）。

図表 1 米国 PE 投資の典型的なストラクチャー



（出所）James M. Schell, *Private Equity Funds—Business Structure and Operations*—等をもとに野村総合研究所作成

ファンドには、一般にリミテッド・パートナーシップ（LP；1 名以上の無限責任パートナーと、1 名以上の有限責任パートナーからなる組織であり、それ自体が課税対象とならない。次章参照。）が用いられる。

米国には、大手金融機関や事業法人等の系列 PE 運用会社も存在するが、多くは PE 投資の専門家が個人的に集まって設立された独立系の PE 運用会社である。運用会社は、ファンド（LP）の無限責任パートナー（ジェネラル・パートナー）としてその業務執行（投資判断、投資管理）にあたる。なお、運用会社そのものの組織形態は、株式会社や後述するリ

ミテッド・ライアビリティ・カンパニー（LLC）をとることで、その出資者個人が無限責任を負わない仕組みとなっているケースが多い。

一方、投資家はファンドの有限責任パートナー（リミテッド・パートナー）として投資に参加する。

2. 内国歳入法上のパートナーシップ

1) パートナーシップとは

米国の内国歳入法上、営利事業体は、課税上の取り扱いを巡って、パートナーシップと法人（株式会社）とに分類される。パートナーシップは、「事業や金融取引を営むシンジケート・グループ、プール、ジョイント・ベンチャー、非法人組織（unincorporated organization）」と定義されている¹。

その代表的なものは図表2のとおりである。ジェネラル・パートナーシップ（GP）、リミテッド・パートナーシップ（LP）、リミテッド・ライアビリティ・パートナーシップ（LLP）など「パートナーシップ」と呼ばれる組織に加え、わが国では「会社」として理解されることの多いリミテッド・ライアビリティ・カンパニー（LLC）も含まれる。

なお、一定の要件を満たした法人（株式会社）も、課税においてパートナーシップと同様の取り扱いを受けることができる（S法人）。

図表2 米国の内国歳入法上の主なパートナーシップ

	GP	LLP	LP	LLC	S法人 ^(注)
構成員(出資者)の責任	無限責任	限定有限責任 (原則無限責任) とする州が多い。	無限責任 (ジェネラル・パートナー) 有限責任 (リミテッド・パートナー)	有限責任	有限責任
構成員の制約	なし	特定の専門資格保有者に限る州あり。	なし	なし	米国に居住する自然人、トラスト、財団。
構成員数	2名以上	2名以上	2名以上	2名以上	1名以上75名以下
業務内容の制約	なし	特定の専門業務用途に限定する州あり。	なし	金融・保険業務を禁じる州あり。	金融・保険業務を禁じる州あり。
設立・運営	負担小	負担小	負担小	負担小	負担大
経営・利益分配の柔軟性	高い	高い	高い	高い	低い
その他特徴	わが国の任意組合に類似。	90年以降に普及した比較的新しい制度。	わが国の投資事業有限責任組合に類似。	90年以降に普及した比較的新しい制度。	株式会社の特例。要件が厳しい。

(注) S法人は、パートナーシップではなく法人（株式会社）である。但し、課税においてはパートナーシップと同様の取り扱いを受けるため、比較の見地から表に加えた。

¹ Internal Revenue Code(以下、IRC) Subtitle A, Chapter 1, Subchapter K, § 761.

(出所) 野村総合研究所

パートナーシップは、もともと、持分の流動性が乏しく、所有と経営が一致した小規模な集団事業を行うための器として作られた汎用的な制度である。このような「閉鎖的」かつ「人的な」組織の特徴から、以下のような機能が与えられている。

①それ自身が課税対象とはならず、出資者の段階で課税される

パートナーシップは、連邦所得税が課されず（二重課税の回避）、所得、利得、損失、控除の各項目をそのまま、その性質を保ったまま出資者に配賦し（パートナーシップ課税、若しくはパス・スルー課税）、この配賦を受けた出資者の段階で課税がなされる。これは、パートナーシップでは、その閉鎖性、所有と経営の一致から、資産の移動というよりも構成員（＝出資者）の人的貢献により収益が生み出されているという認識に立ち、出資者の段階で課税を行うことが実態に即しているという考え方によるものである²。

②組織運営・利益分配の自由度が高い

パートナーシップは、設立手続が極めて簡便であることに加え、業務内容や、経営・組織運営の方法、利益分配の方法を内部規定（パートナーシップ契約等）により自由に決めることができる。

2) PE ファンドとしてのパートナーシップの利用状況

図表2にあるように、パートナーシップには幾つかの種類がある中で、実際にPE投資のファンドとして用いられるのは、ほとんどがLPであり、一部でLLCが見られるくらいである。その理由は以下のとおりである。

(1) ジェネラル・パートナーシップ (GP)

GPは、2名以上の無限責任パートナーから構成され、わが国の任意組合に類似した事業体である。設立・運営の手間は軽く、その用途等にも制約はなく、利益分配の柔軟性も有しているが、投資家の有限責任性が確保されない（無限責任パートナーとして参加）点が最大の欠点である。このため、投資ファンドに利用されることはほとんどない。

(2) リミテッド・ライアビリティ・パートナーシップ (LLP)

LLPは、GPの改良版であり、パートナー全員に有限責任性を付与したものである。しかしながら、以下の理由から、投資ファンドとして使われることはほとんどない。

第一に、必ずしも十分な有限責任性が保証されているわけではないということがある。州によってはパートナーに完全な有限責任性を付与しているところもあるが、あるパート

² 持分が公開市場で取引される等、パートナーシップの閉鎖性が認められない場合には、パートナーシップ課税は適用されない（IRC § 7704(a)）。

ナーの不法行為から生じた債務について他の構成員が個人的責任を負わないという限りにおいて有限責任性を認め、通常の契約上の債務については無限責任とする州も少なからず存在する。

第二に、使途を弁護士、会計士、医師等の特定の専門家組織に限定している州が存在する。LLP はそもそも、1980 年代後半に、貯蓄貸付組合（S&L）の相次ぐ破綻から会計士や弁護士（当時はほとんどが GP を利用していた）に対する訴訟が頻発したことを契機に作られた制度であり、その名残が尾を引いているためである。

（３）リミテッド・パートナーシップ（LP）

LP は 1 名以上のジェネラル・パートナー（無限責任；経営権保有）と、1 名以上のリミテッド・パートナー（有限責任；経営権なし）からなり、わが国の投資事業有限責任組合制度に類似した事業体である。GP 同様、設立・運営の手間は軽く、その使途にも制約はなく、利益分配の柔軟性も有している。投資家はリミテッド・パートナーとして投資に参加することにより、有限責任性を確保できる。また、PE 運用会社が無限責任のジェネラル・パートナーとなることにより、運用会社と投資家との間に利害の一致をもたらす効果もあるとされる（ファンドに損失が発生するのを極力避けようとするインセンティブが働く）。このような理由から、LP は PE ファンドに向けたものとされ、早くからルール整備が進んだパートナーシップであったこともあり、現在、PE ファンドの大宗を占めるものとなっている。

（４）リミテッド・ライアビリティ・カンパニー（LLC）

LLC は通常、2 名以上の有限責任社員からなる³。全ての社員に有限責任を認めるパートナーシップであり、機能の面では最も整備が進んでいるものである。普及したのは 1990 年以降と、比較的新しい制度であるが、ビジネスを行うための器として、近年急速に広まっており、先述のように、PE 運用会社の中にも LLC 形態をとるものが多い。経営権は社員全員が保有するが、内部規定（業務契約）で定めれば、LP 同様に、一定の者に限ることも可能である。

しかしながら、LLC の PE ファンドへの利用は、現状では少数にとどまっている。PE 投資ファンドに必要な要件を満たすことは LP でも可能であり、且つ、LP が古くからある制度で使い慣れているということから、敢えて LP から LLC にかえるインセンティブが働いていないためであると思われる。

³ 現在は、マサチューセッツ州を除く全ての州で、1 名のメンバーからなる LLC を設立することも可能である。

(5) パートナーシップ課税の株式会社 (S 法人⁴)

株式会社 (C 法人) のうち一定の要件を満たすものは、申請を行うことによって S 法人となり、パートナーシップ課税の適用を受けることができる。構成員 (株主) 全員の有限責任性が最大の魅力であるが、①構成員 (株主) の要件に制約が多いこと (米国人及び米国に永住権を有する自然人等に限られ、法人等が構成員となることができない)、②設立・運営の手間がやや複雑であること (株式会社ゆえのデメリット)、③分配の柔軟性に乏しいこと (出資比率に応じた分配以外できない上、1 種類の株式しか発行できない) から、PE ファンドに使われることはまずない。

3. パートナーシップ以外の器を用いる場合の問題点

1940 年投資会社法の規制を受ける証券投資信託のように、多数の投資家から資金を募り、かつ持分証券に高い流動性を持たせることを意図したファンドは、投資家の有限責任性を確保しながら流動性を備えることができる株式会社や事業信託 (business trust) 等を器として用いることが多い。

但し、これらの器は、一般に法人税を課されるため、実際には、例えば規制投資会社 (RIC ; Regulated Investment Company) の場合、インカム・ゲインの 90%以上を投資家へ配当するといった内国歳入法上の要件を満たすことで、二重課税を回避している。REIT 等についても、同じように、内国歳入法上の特例を受けることで二重課税が回避される。このため、投資内容や配当方法の制約を受けることになるが、この種のファンドでは、持分を広く流通させることができるというメリットが重視されるので、そうした制約は問題視されていない。

一方、証券化取引においても、株式会社、事業信託から LLC 等に至るまで、幅広い選択肢が用いられるが、投資信託の場合と同じように、法人形態を利用するケースでは、二重課税を排除するための特例に関する要件⁵を満たすことが求められる。

これに対して、PE 投資ファンドの場合、投資の自由度を確保するためには、投資会社法や内国歳入法の規制を受けるわけにはいかず、株式会社や事業信託が器として用いられることは、ほとんどあり得ない。例えば、RIC では、①総資産の 50%以上が、現金及びそれに準ずる資産と有価証券 (ある一つの会社の株式が RIC の総資産の 5%を超えたり、ある一つの会社の発行済議決権株式の 10%以上を保有しているような場合は、当該株式をこの計算上カウントできない) でなければならず、②RIC の総資産の 25%以上を一つの発行者の

⁴ その名称は IRS Subtitle A, Chapter 1 の Subchapter S において定められていることに由来する。通常の株式会社は同 Subchapter C に定めがあることから、C 法人と呼ばれる。

⁵ 不動産モーゲージ投資導管 (REMIC ; Real Estate Mortgage Investment Conduit) や、金融資産証券化投資信託 (FASIT ; Financial Asset Securitization Investment Trust) がある。

有価証券に投資してはならない等の制限を受けてしまう⁶。また、ファンドに独立取締役を置くことが求められるなど、コストや手間がかかる点も問題視されるのである。

4. わが国への示唆

わが国においても、いわゆるオルタナティブ投資を可能にするさまざまなファンドの仕組みが整備されてきている。しかし、米国のように、パートナーシップの仕組みを活かした自由な商品設計が行われるのではなく、投資事業有限責任組合はベンチャー投資向けのもの、とか、証券化の器には資産流動化法上の特定目的会社（SPC）・特定目的信託（SPT）とか、或いは投資信託には投資信託法上の投資信託・投資法人というように、それぞれの業法によって利用する事業体が決められている、縦割りの制度になっている（図表3）。

最近でも、1998年にベンチャー投資に用途を限定して作られた投資事業有限責任組合制度について、昨今の産業再生に対する議論の高まりの中で、2003年4月に「産業活力再生特別措置法の下で事業再構築計画の認定（2008年3月末期限）を受けた企業について、投資事業有限責任組合の新たな投資対象として認める」とする法改正が行われるなど、制約の多い縦割り型の法制度が維持されている。

わが国においても、今後、ファンドを用いた金融取引がますます多様化していくことが想定される。多様化する投資家ニーズに応え得る機動的な制度設計を可能にするためには、米国のように、二重課税を排除しつつ、有限責任性を確保できる一般的な仕組みを確立することが求められるのではなかろうか。

図表3 わが国の様々な投資ファンド制度^(注)

	信託型	会社型	組合理
資産運用型	投資信託法に基づくもの 投資信託	投資法人	投資事業有限責任組合
中間型	信託	株式会社・有限会社	任意組合・匿名組合
資産流動化型	資産流動化法に基づくもの 特定目的信託	特定目的会社	

(注) 網掛けは二重課税回避の仕組みを持つもの。

(出所) 中小企業庁資料より野村総合研究所作成

(安達 毅)

⁶ IRC § 851(b)(3)