

## 上場を果たしたブラックストーン

岩谷 賢伸

### ■ 要 約 ■

1. 2007年6月22日、米国大手プライベート・エクイティ・ファームのブラックストーンが、ニューヨーク証券取引所に上場し、合計77.5億ドル（9300億円）を調達した。
2. 上場で獲得する永久資本の柔軟な活用、収益源多様化のための戦略的 M&A、株式型報酬の活用による優秀な人材の確保、パートナー持分の現金化と事業承継などが上場の狙いである。
3. ブラックストーンは、パートナーシップ形態での上場を選択したことにより、法人課税を免除されたり、創業パートナーに権限を集中したり、取引所のガバナンス規制を回避したりしている。
4. ブラックストーンの上場を契機として、PEファームの税制が問題視され、上院には上場 PEファームに法人課税免除を適用しない法案が、下院には PEファーム等のファンド・マネージャーに対する成功報酬を総合課税の対象とする法案がそれぞれ提出された。
5. 創業パートナーの独裁を許す同社の組織構造は、コーポレート・ガバナンスの面では脆弱で、投資家は留意が必要である。
6. 同社のケースで、パートナーシップ形態での上場が SECのお墨付きを得たことから、今後、大手の PEファームの上場が続く可能性がある。PEファームの上場が相次げば、公開市場において一つのセクターを形成し、競争は更に激しくなる。その結果、中小以下の PEファームは淘汰され、業界の寡占化が進む可能性がある。

## I はじめに

2007年6月22日、米国大手プライベート・エクイティ・ファーム（以下 PEファーム）のブラックストーンが、ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場した（ティッカー：BX）。企業買収を専門に手がけるバイアウト・ファンドが市場での存在感を高め「ウォール街の新たな帝王」と呼ばれるようになる中で、最大手のブラックストーンの上場は、米国内外の資本市場関係者から大きな注目を集めた。その一方で、会計上、税制上

の取扱いなどを巡って数々の論議を巻き起こした案件でもある。本稿では、ブラックストーンの上場について、その背景、狙い、ユニークな形態などについて述べることにする。

## II 上場を果たしたブラックストーン

### 1. 総合オルタナティブ運用会社となったブラックストーン

ブラックストーンは、1985年に共にリーマン・ブラザーズ出身であるピーター・ピーターソン氏とステファン・シュワルツマン氏によって設立された PE ファームで、当初は資産規模わずか 40 万ドル (4800 万円)<sup>1</sup>、スタッフは創業パートナー 2 人を含めて 4 名という非常に小さなパートナーシップであった。だが、現在は、884 億ドル (約 10.6 兆円) もの資産を運用し、約 770 人の従業員を擁し、ニューヨーク、アトランタ、ボストン、シカゴ、ダラス、ロサンゼルス、サンフランシスコ、ロンドン、パリ、ムンバイ、香港に投資拠点を持つ巨大な PE ファームに成長している。運用資産は、相次ぐ大型ファンドの組成により、ここ数年急激に伸びている (図表 1)。

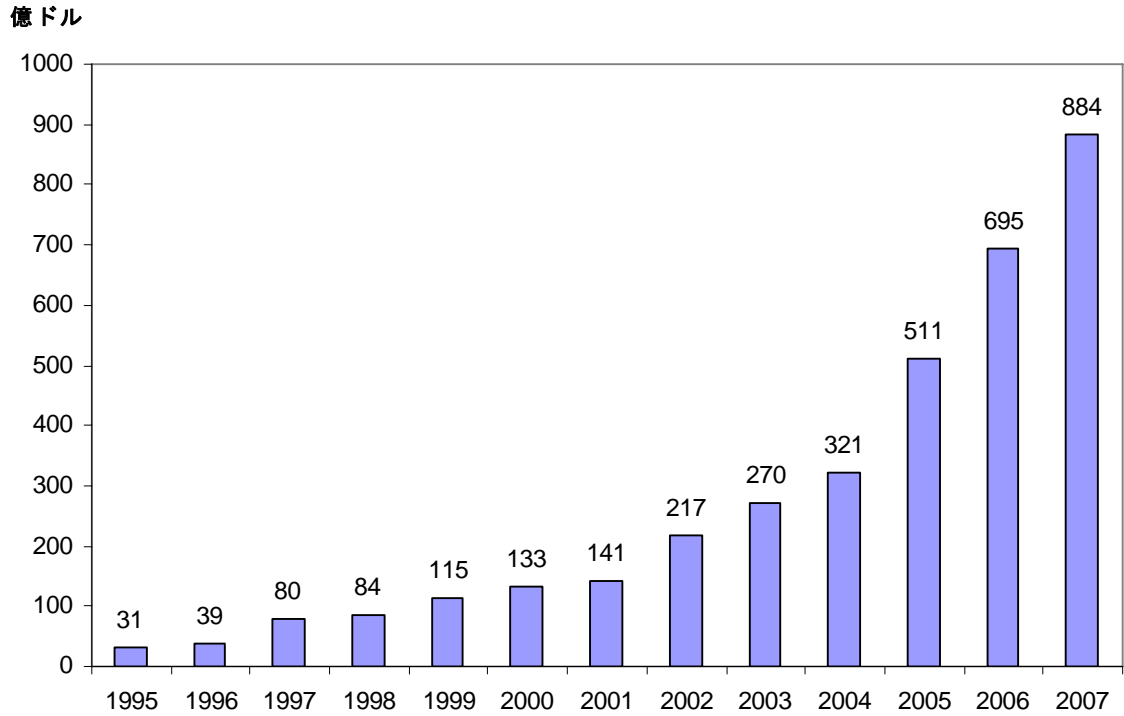
同社は、バイアウト・ファンドや不動産ファンドの運用で有名である。2006 年には、米国最大のオフィスビル REIT エクイティ・オフィス・プロパティーズ<sup>2</sup>や半導体メーカーのリースケール・セミコンダクターの買収等を手がけた。また、2007 年に入ってから、約 180 億ドル (約 2.2 兆円) のバイアウト・ファンド (Blackstone Capital Partners V LP) をクローズしている。一方で、バイアウト、不動産以外のオルタナティブ投資も積極的に手がけて、投資事業の領域を拡大するとともに、財務アドバイザー業務にも携わっている。事業セグメントは、①バイアウト・ファンド (Corporate private equity funds : 運用資産 331 億ドル)、②不動産ファンド (Real estate opportunity funds : 運用資産 200 億ドル)、③市場性オルタナティブ資産ファンド<sup>3</sup> (Marketable alternative asset funds : 運用資産 353 億ドル)、④財務アドバイザーの 4 つで、ファンド別の運用資産の割合は図表 2 の通りである。バイアウト・ファンドが約 4 割を占めるが、不動産ファンド、ファンド・オブ・ヘッジファンドもそれぞれ 2 割以上を占める。創業から 20 年を経て、ブラックストーンは、総合オルタナティブ運用会社に変貌を遂げたのである。

<sup>1</sup> 1 ドル 120 円で計算。

<sup>2</sup> エクイティ・オフィス・プロパティーズの買収に関して、詳しくは、関雄太「ブラックストーンによるエクイティ・オフィス買収発表と REIT の非公開化」『資本市場クォーターリー』2007 年春号参照。

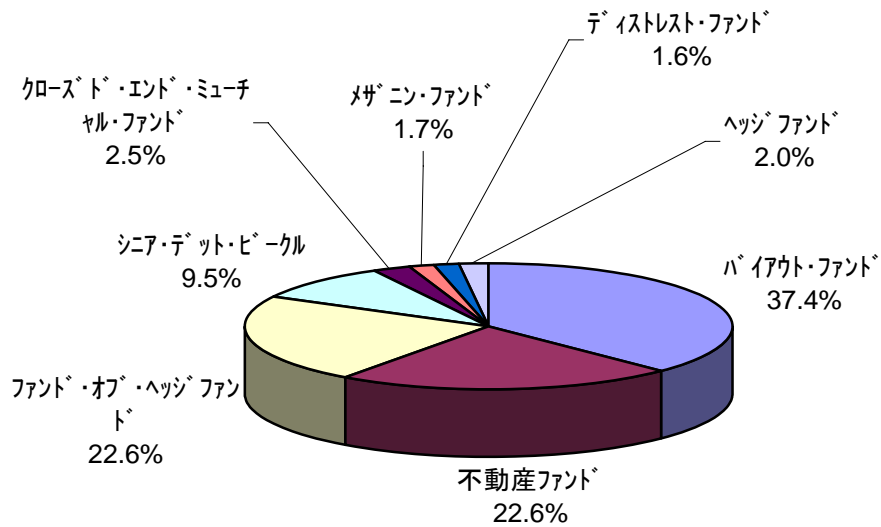
<sup>3</sup> この事業セグメントには、ファンド・オブ・ヘッジファンド、メザニン・ファンド、シニア・デット・ピークル、ディストレスト・セキュリティーズ・ヘッジファンド、エクイティ・ヘッジファンド、クローズドエンド・ミューチャルファンドが含まれる。

図表 1 ブラックストーンの運用資産額



(注) 2007年は5月1日現在。それ以外の年は年末の値。  
 (出所) ブラックストーン・グループ目論見書より野村資本市場研究所作成

図表 2 ブラックストーンの運用資産内訳



(注) 2007年5月1日現在  
 (出所) ブラックストーン・グループ目論見書より野村資本市場研究所作成

## 2. 収益構成

ブラックストーン収益の大部分は資産運用ビジネスに拠っている。そして、同ビジネスからの収益は2種類に分類できる。一つは、ファンドの運用資産の1~2%に当たる年間の運用報酬で、運用資産額に応じて増加する。もう一つは、投資の超過利益の約20%に当たる成功報酬（キャリド・インタレスト）で、運用報酬に比べて変動が大きい。

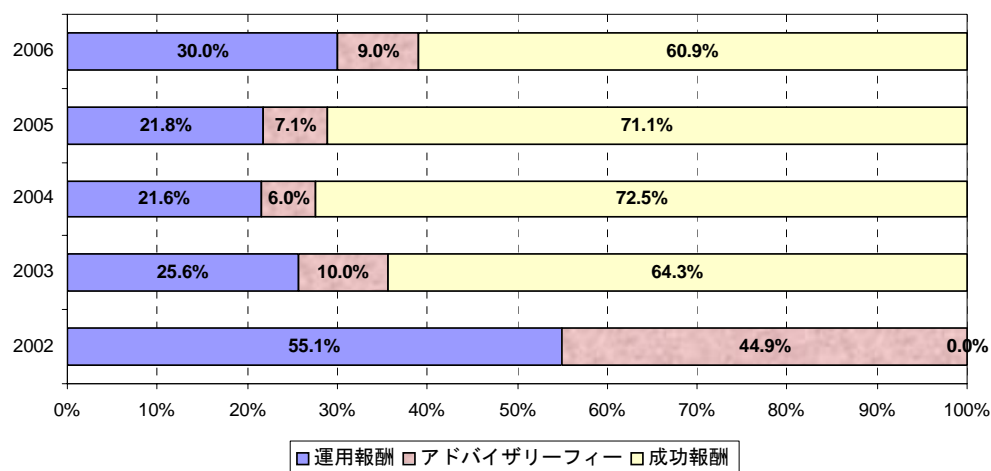
図表3は、投資銀行業務のアドバイザー・フィーを含めたブラックストーンの収益構成である。成功報酬は、運用するファンドのポートフォリオ企業（証券）を時価評価して算出した投資収益の一部（約20%）で、過去4年間、収益全体の6割から7割を占める。だが、成功報酬の占める割合は常に安定的であるわけではなく、米国で株価が底を打った2002年は、投資収益がマイナスであった。つまり、同社の収益は、成功報酬への依存度が高いため、好・不況の循環的な影響を受けやすいと言える。加えて、多くの投資資産が非上場であるために投資収益の正確な計算が難しいことも相俟って、同社のバリュエーションは非常に複雑になる。（《参考》ブラックストーン・グループの貸借対照表と損益計算書。文末参照。）

## 3. 上場の背景

ブラックストーンがこのタイミングを選んで上場を行うに至ったのには、いくつかの背景がある。

第一に、米国でバイアウト・ファンドやヘッジファンドの運用を手がけるフォートレス・インベストメント・グループ（以下フォートレス）が2007年2月に行ったNYSE上場の成功である。フォートレスは、米国初のPEファームの上場として注目されたが、公

図表3 ブラックストーンの収益構成



(注) 2002年の成功報酬部分はゼロであるため、グロスの運用報酬とアドバイザー・フィーの合計を全体の収益として、収益構成を算出した。

(出所) ブラックストーン・グループ目論見書より野村資本市場研究所作成

募株式数のおよそ 20 倍の応募があり、公募価格はレンジ上限の 1 株 18.5 ドルに決まるとともに、初値は公募価格から 89% 上昇した。PE ファームの株式が、投資家に高い需要があることが証明され、ブラックストーンが上場に動くきっかけになったと言われる。

第二に、株式市場が好調で、バイアウト・ファンド及びヘッジファンドが隆盛する現在が、上場及びパートナー持分の現金化のベストのタイミングであるという判断である。ブラックストーン以外にも、PE ファームやヘッジファンドのパートナーが、持分を現金化する動きが最近目立っている。例えば、2007 年 5 月 21 日、オークツリー・キャピタルは、ゴールドマン・サックスが新たに設立した未公開株式取引システム（GS Tradable Unregistered Equity OTC Market）へ登録し、発行済株式 15% の売出しで 8.8 億ドル（約 1060 億円）を調達した<sup>4</sup>。また、アポロ・マネジメントの持分 10% の売却<sup>5</sup>、TPG の持分 20% の年金基金等への私募売出し<sup>6</sup>、ヘッジファンドの AQR キャピタルの IPO<sup>7</sup>などが観測記事として伝えられている。これらは裏を返せば、PE ファーム自身が、バイアウトやヘッジファンドのブームがピークを迎えているという認識を持っている証左である。

第三に、ファンドの成功報酬に対する税制上の取扱いが変更になる恐れである。PE ファームやヘッジファンドは、通常パートナーシップ形態を採り、パートナー・レベルの課税となる。現在の米国の税制では、ジェネラル・パートナーに対する成功報酬は、長期のキャピタル・ゲインとして 15% の軽減税率が適用され、総合課税の対象にならない（対象になる場合最高 35% の税率が適用される）<sup>8</sup>。だが、PE 業界及びヘッジファンド業界の規模が近年拡大し、同業界からの税収が無視しえなくなっていること、また、ヘッジファンドのマネージャーや PE ファームのパートナーの多額の報酬金額が公になる中で、彼らに軽減税率が適用されていることに対する世論の批判が高まっていることなどを背景に、ファンドの成功報酬の総合課税化の議論が高まっていた。税制の変更は、企業のバリュエーションに負の影響を与えるため、その前に駆け込み上場を計ったのではないかという指摘もある<sup>9</sup>。

## 4. 上場の概要

ブラックストーンは、リミテッド・パートナーシップ（以下 LP）の形態で上場するため、株式ではなく、パートナーシップの持分証券（コモン・ユニット）を発行する。IPO

<sup>4</sup> “Oaktree to try a new twist for share sale”, *Wall Street Journal*, May 10, 2007; “Goldman takes ‘private’ equity to a new level”, *Wall Street Journal*, May 24, 2007

<sup>5</sup> “Apollo explores sale of 10% stake in a private deal”, *Wall Street Journal*, April 5, 2007

<sup>6</sup> “TPG considers selling 20% stake, with pension-fund twist”, *Wall Street Journal*, May 1, 2007

<sup>7</sup> “AMG’s hedge fund bet could be winner – An ipo of AQR capital may boost value of stake to as much as \$5.5 billion”, *Wall Street Journal*, May 2, 2007

<sup>8</sup> マネジメント・フィーは総合課税の対象となるが、コロラド大学ロースクールの Victor Fleischer 教授の論文 “Two and Twenty: taxing partnership profits in private equity funds”, *Legal Studies Research Paper Series*, March 2006 によれば、多くのファンドが、マネジメント・フィーを成功報酬に転換するテクニックを用いて、軽減税率を享受しているという。

<sup>9</sup> “Blackstone’s IPO Buzz”, *IDD*, March 26, 2007

時には、発行済ユニット全体の 14.1%に当たる 1.53 億ユニット（オーバー・アロットメントの 200 万ユニット含む）を発行した。同時に、中国政府の外貨準備運用会社（Beijing Wonderful Investments）が、30 億ドル分の無議決権持分証券を IPO 価格の 95.5%で引き受けた（9.4%の持分）<sup>10</sup>。公募価格のレンジは 1 ユニット 29~31 ドルであったが、中東、アジア、欧州など海外の投資家を中心に強い需要があり、公募価格は上限の 31 ドルで決まった。その結果、IPO と中国外貨準備運用会社の投資を併せて 77.5 億ドル（9300 億円）を調達し、公募価格を元に計算した時価総額は、約 340 億ドル（約 4 兆円）に達した。調達資金のうち 45.7 億ドル（約 5500 億円）は、創業パートナー、その他のシニア・マネージング・ディレクター及び大株主である AIG の持分の現金化に、残りは借入金の返済やファンド・ビジネスへの投資などに使われる。株価は、取引初日（6 月 22 日）には終値 35.06 ドルと、公募価格から 13.1%上昇した。だが、その後の下落で、株価は公募価格近辺を推移している。ちなみに、引受証券会社は、6 社の主幹事を含む 17 社に上った。

## 5. 上場の狙い

上場目論見書の中で述べられているブラックストーンの上場理由（図表 4）を元に、同社の上場の狙いを分析する。

### 1) 永久資本の柔軟な活用

ブラックストーンの上場は、バイアウト・ファンドなどを運営する PE ファーム自体の上場であり、2006 年に見られた KKR やアポロ・マネジメントによるバイアウト・ファンドの上場とはその意図が異なる。バイアウト・ファンド上場の最大の狙いは、ファンドの運用期間終了後に投資家に返還する必要のない永久資本を獲得し、新

図表 4 ブラックストーンの上場理由

- ❖ 公開市場という新たな資金調達源へのアクセスを獲得し、バイアウトなど現存のファンド・ビジネスに投資することに加えて、現在のビジネスを補完する新たな投資ビジネスの開拓に活用する。
- ❖ 会社のブランド価値を高める。
- ❖ 将来的な戦略的 M&A のための買収対価を多様化する（エクイティ・カレンシー）。
- ❖ 優秀な人材の獲得・維持のための株式型インセンティブ報酬制度を構築する。
- ❖ 既存のパートナーシップ持分の保有者に価値実現の機会を与える。

（出所）ブラックストーン・グループ目論見書より野村資本市場研究所作成

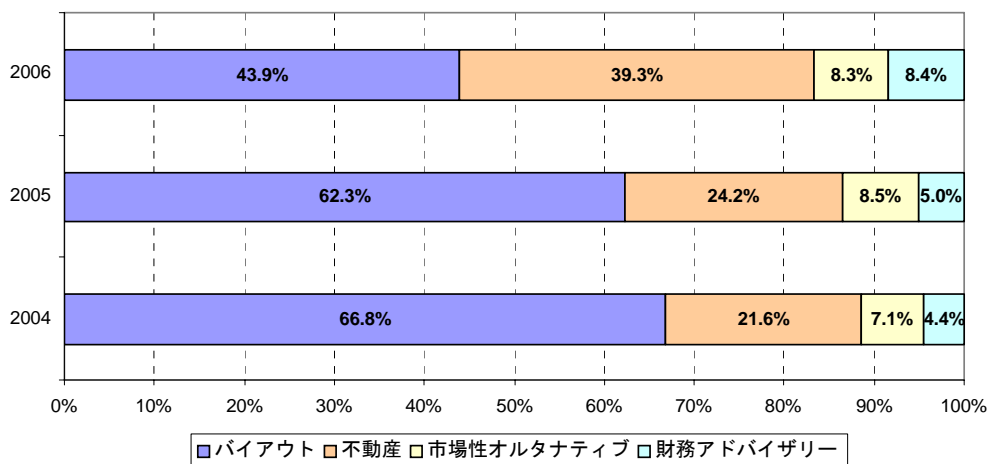
<sup>10</sup> 中国政府は 1.2 兆ドルに及ぶ外貨準備金の投資リターンを上げるために運用会社を設立し、ブラックストーンは最初の投資先となる予定である。運用会社は最低 4 年間同持分証券を保有し、その後は 3 年間に渡って 3 分の 1 ずつ売却可能となる。

規のファンド募集にかかる膨大な労力を省くことであり、また、将来のバイアウト低迷期などにファンドが集まらないリスクを回避することであった<sup>11</sup>。一方、PEファーム自体の上場では、ファンドの募集コストの削減という点では、その効果は薄いですが、その代わりに、上場で獲得した永久資本及び将来エクイティファイナンスで調達する資金は、バイアウトなどの既存のビジネスの強化に加えて、新規の運用ビジネスの立ち上げや、戦略的な M&A にも活用することができ、より柔軟性が高いといえる。

## 2) 収益源多様化のための戦略的 M&A

ブラックストーンは創業以来、バイアウトを事業の柱としてきたが、ファンド・オブ・ヘッジファンド事業は 1990 年、不動産ファンド事業は 1992 年、メザニン・ファンド事業は 1999 年にそれぞれ開始し、最近では 2005 年にディストレスト・ファンド事業とクローズド・エンド・ミューチュアル・ファンド事業を始めるなど、一貫して収益源の多様化に努めてきた。その結果、バイアウト・ファンドからの収益と不動産ファンドからの収益は、近年均衡してきている（図表 5）。だが、その他のビジネスの収益への貢献はまだ 2 割に満たない。現在のバイアウト・ブームは、近い将来いずれ終焉することが予想されるため、更なる収益源の多様化が課題となる。そこで、上場を契機に、株式交換も活用して資産運用会社、REIT、投資銀行などを買収し、ビジネスを拡げていく可能性がある。

図表 5 ブラックストーンのセグメント別収益構成



(出所) ブラックストーン・グループ目論見書より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> KKR のファンドなどバイアウト・ファンドの上場については、岩谷賢伸「注目を集めるバイアウト・ファンドの上場」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。

### 3) 株式型報酬の活用による優秀な人材の確保

PE ファームにとって優秀な人材を確保することは、業界で生き残っていくための最重要課題の一つである。上場ユニットを用いた様々な株式型報酬は、他の非上場 PE ファームに対する大きなアドバンテージとなる。実際ブラックストーンは、IPO 時に、シニア・マネージング・ディレクター以外の全ての従業員に対して、譲渡制限期間を定めたリストラクテッド・コモン・ユニットを付与した。これらは、将来に渡って権利確定していき、コモン・ユニット又は、現金で決済される。

### 4) パートナー持分の現金化と事業承継

PE ファームは、多くの場合、数人のパートナーで事業を立ち上げて拡大してきているため、創業パートナーが多くの持分を保有している。将来、彼らの持分を現金化し、事業承継を円滑に行うために、パートナーシップ持分を上場しておくのは一つの方法である。ブラックストーンにおいても、2 人の創業パートナーが多くの持分を保有していた。高齢のピーターソン氏（80 歳）は 2008 年末までに引退することが決まっており、彼の持分を現金化する必要があった。IPO で、ピーターソン氏が 19.2 億ドル（約 2300 億円）、シュワルツマン氏が 6.84 億ドル（約 820 億円）を手にした（図表 6）。その上で、シュワルツマン氏は、IPO 後も約 23%の持分を保持している。また、シュワルツマン氏は、ハミルトン・ジェームス氏（社長兼 COO、取締役）を、自らの後継者として推薦している。

### 5) 中国市場への進出

これは上場理由には書かれていないが、上場時の中国外貨準備運用会社からの出資受け入れには、中国市場進出の足がかりとする狙いがあると思われる。ブラックストーンのファンドの地域別投資構成を見ると、米国及びカナダが約 8 割、欧州が約 2

図表 6 ブラックストーン経営陣のキャッシュアウトと残りの持分

	IPO時のキャッシュアウト (百万ドル)	残りの持分	
		割合	億ドル
S.シュワルツマン (会長兼CEO)	684	23.3%	78.1
P.ピーターソン (シニア・チェアマン)	1920	4.2%	14.0
H.ジェームス (社長兼COO)	191	4.9%	16.3
J.ヒル (副会長)	22.9	1.7%	5.6
M.バグリッシ (CFO)	13.8	0.7%	2.4
その他7名	-	35.5%	119.1

(注) 残りの持分の金額は、公募価格の 31 ドルを元に算出。

(出所) ブラックストーン・グループ目論見書より野村資本市場研究所作成



割となっており、アジアその他の地域の比率は 1%に満たない。今後は、地理的にも更なる多様化を図っていくことが重要で、中国は有望な市場の一つである。近年、欧米のバイアウト・ファンドは、中国企業を対象にしたバイアウト案件にも積極的に取り組んでいるが、中国政府は国家戦略的産業を外資に支配されることに関して慎重になっており、案件を進めるのには時間がかかることも多い<sup>12</sup>。政府との関係を強化することにより、中国でのバイアウト等の案件進行の円滑化が期待できる<sup>13</sup>。

## 6. 異質な上場会社

ブラックストーンは、上場目論見書の中で、「我々は（他の上場会社とは）異なる種類の上場会社になるつもりだ。」と宣言している。その内容を見ると、確かに普通の上場会社とは異なるユニークな特色を多く持つことがわかる<sup>14</sup>。

### 1) ショートターミニズムの排除宣言

同社は、上場後も短期的な収益目標の達成ではなく、長期的な成長に重きを置いてビジネスを運営するとしている。シュワルツマン氏は以前より投資家のショートターミニズム（短期収益追求主義）を批判しており、自らが上場企業となってもそれには屈しないという姿勢を示している。上場目論見書でも、長期保有の投資家のみならず、投資を奨励している。

### 2) 二つの投資家グループ間の利益相反回避

同社は上場によって、運用するファンドの投資家に加えて、新たに会社のユニットホルダーも投資家として抱えることになる。その結果、ファンドの投資家とユニットホルダーとの間に利益相反が生じる懸念がある。例えば、当期の利益を増やすためにファンドの投資先のエグジットを急ぐことは、ユニットホルダーにとっては望ましいかもしれないが、ファンドのリターンを最大化という観点からはファンドの投資家にとって望ましくないといったケースが想定される。この点について、同社は、上場後も、運用するファンドの投資家の利益を優先するとしている。なぜなら、ファンド投資家の利益の最大化が、長期的にはユニットホルダーの利益につながると考えるからである。利益相反が生じるようなケースで、どちらの投資グループの利益を優先する

<sup>12</sup> 例えば、カーライルは、2005年10月に中国国有企業の徐工集団工程機械（建設機械メーカー）を買収（85%の持分取得）することで合意に至ったが、現在、まだ政府の認可が降りていないばかりか、45%のマイノリティ投資に最終的にはなる可能性が高い。

<sup>13</sup> “Blackstone weighs investment in Chinese chemistry company”, *Wall Street Journal*, July 3, 2007 では、ブラックストーンが中国政府保有の化学会社チャイナ・ナショナル・ブルースターに出資する可能性が早速報じられている。

<sup>14</sup> 本文で紹介する以外に、財務レバレッジの積極的な活用、幹部社員に対するゴールデン・パラシュートの未使用、従業員全員への株式型報酬の活用、積極的な慈善活動なども、普通の上場会社とは異なる点として挙げている。また、これは上場の過程で取り下げられたが、将来発生するファンドの成功報酬の価値を時価評価して、企業の買収直後から損益計算書に計上する革新的な会計手法の採用を検討していた。

か予め明確にすることで、将来生じうる問題を回避しようという意図が窺われる。

### 3) マスター・リミテッド・パートナーシップの活用

#### (1) マスター・リミテッド・パートナーシップとは

マスター・リミテッド・パートナーシップ (以下 MLPs) とは、パートナーシップの持分証券 (コモン・ユニット) が上場され、市場で取引されている LP である。LP は、上場すると通常税制上は会社 (C コーポレーション) として扱われ、35%程度の法人課税がなされるが<sup>15</sup>、グロス収入の 90%以上を受動的な収入に拠っているパートナーシップは、上場後も税制上 LP として扱われ、法人課税を免除される。受動的な収入に含まれるのは、①金利、②配当、③不動産賃貸料、④鉱物・天然資源の実地探査、開発、採掘又は製造、処理、精製、運搬、マーケティングから得た収入、⑤資本資産の売却・処分から得たキャピタル・ゲインなどである<sup>16</sup>。

米国では、2007年6月1日現在、77のLP (又は LLC) が MLPs となっており、そのほとんどはキャッシュフローの安定した石油・ガス・石炭などのエネルギー関連企業である<sup>17</sup>。金融関連では、資産運用会社のアライアンス・バーンスタイン・ホールディング LP とフォートレス・インベストメント・グループ LLC が該当するが、例外的な存在である。

#### (2) ブラックストーンによる MLPs の活用

ブラックストーンは、非上場のパートナーシップ形態の下で、創業パートナーとシニア・マネジメントによる中央集権的な組織構造を採ってきたことが、同社の成長と高いパフォーマンスを支えてきたと分析し、今回、パートナーシップ形態での上場を選択した。

上場時のブラックストーンは複雑な組織構造を持つ (図表 7)。上場したブラックストーン・グループ LP (以下上場 LP) は、上場時には、IPO の投資家と中国外貨準備運用会社が全て保有する。上場 LP は持株会社であり、100%子会社の 4 つのジェネラル・パートナー (GP) を通して、運用報酬や成功報酬など、ブラックストーン・グループ全体の収益を担う 5 つの LP 群<sup>18</sup> (上場目論見書ではブラックストーン・ホールディングスと呼ばれている) を支配し、約 2 割の持分を保有する。残りの約 8 割の持分は、創業パートナーを含むシニア・マネージング・ディレクターと AIG などの上場前の投資家が保有する。創業パートナーを含む上場前の投資家持分は、定められた権利確定期間に応じて、徐々に上場 LP のコモン・ユニットと交換される<sup>19</sup>。

<sup>15</sup> 内国歳入法第 7704 条(a)

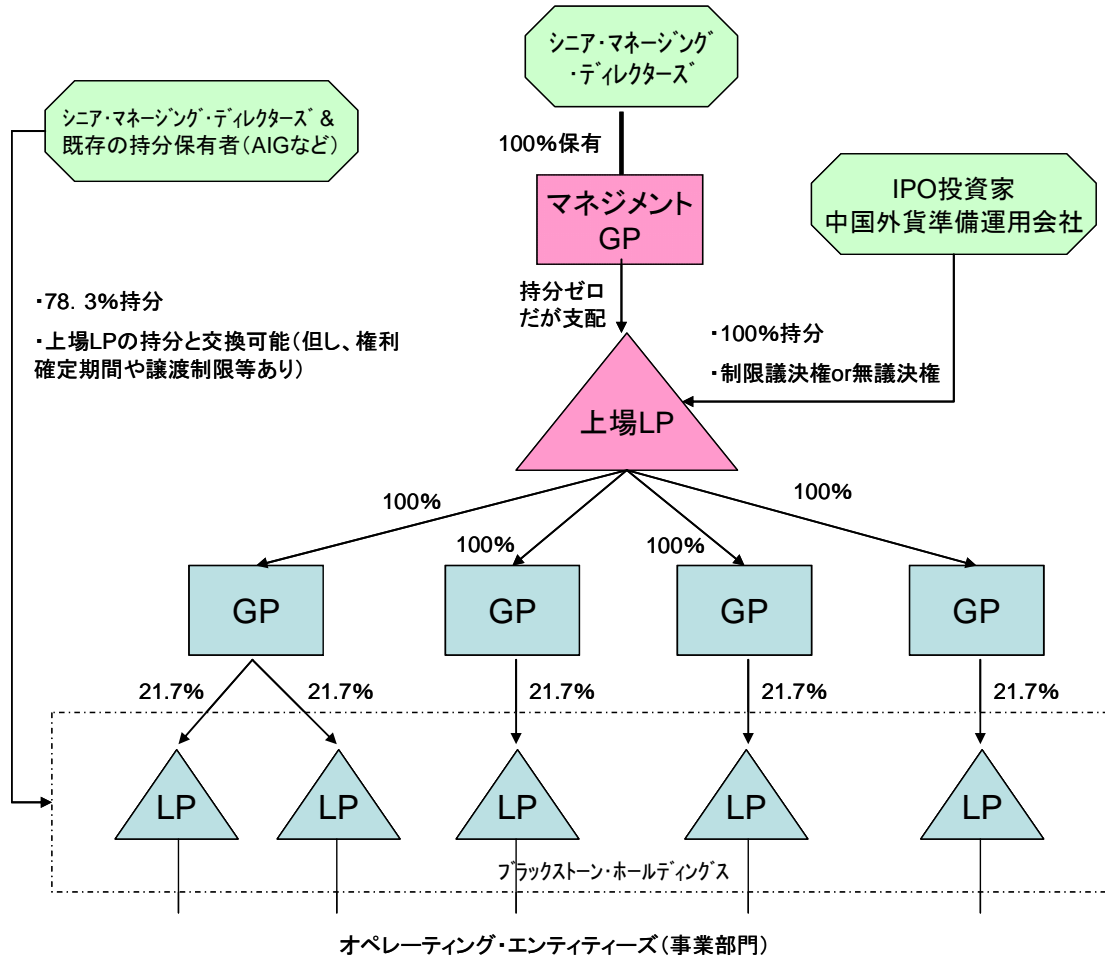
<sup>16</sup> 内国歳入法第 7704 条(c)

<sup>17</sup> National Association of Public Traded Partnership より。77 社中 66 社がエネルギー関連企業。

<sup>18</sup> 上場目論見書では、この 5 つの LP 群の下に全てのオペレーティング・エンティティーズ (ファンド運用などの事業部門) があるという説明のみで、実際に、その下の組織がどうなっているかは不明である。

<sup>19</sup> 例えば、ピーターソン氏や AIG の持分は上場と同時に権利確定する。シュワルツマン氏の持分は上場時に 25%のみ権利確定し、その後 4 年間に渡って権利確定していく。

図表 7 上場時のブラックストーンの組織構造



(出所) ブラックストーン・グループ目論見書より野村資本市場研究所作成

ブラックストーンが MLPs に該当する根拠は、この複雑な組織構造に拠っている。すなわち、上場 LP の 100% 子会社の 4 つの GP が、ブラックストーンのビジネスから上がってくる収益をプールし、配当というかたちで親会社である上場 LP に分配しているのである。その結果、本来ならば受動的な収入に分類されない収入が、配当というかたちで受動的な収入に変換される。また、ファンドからの成功報酬は、資産売却によるキャピタル・ゲインの範疇に入るので、受動的な収入に含まれる。

ブラックストーンは、1934 年証券取引所法に基づく継続開示義務やサーベンス・オクスリー法の内部統制義務などには服するが、MLPs の採用によって、ジェネラル・パートナーに権限を集中したり、取引所のガバナンス規制を回避したりしている<sup>20</sup>。

<sup>20</sup> 加えて、ブラックストーンは、1940 年投資会社法の規制も回避している。1940 年法上の投資会社とされると、SEC 登録及び年次報告が義務付けられるとともに、運営及び管理（運用報酬、コーポレート・ガバナンス、資本構成等）に様々な制約が加えられる。1000 万人の労働者を構成員とする米国労働組合の連合組織 AFL-CIO（アメリカ労働総同盟・産業別組合会議）は、SEC に対して、ブラックストーンによる投資会社規制回避は投資家保護の観点から問題であるという趣旨の書簡を送ったが、主張は受け容れられなかった。

### (3) ジェネラル・パートナーへの権限集中

ブラックストーンのアシスタント・マネージング・ディレクターによって保有されるジェネラル・パートナー（ブラックストーン・グループ・マネジメンツ LLC とブラックストーン・パートナーズ LLC、以下マネジメンツ GP）は、上場 LP の経済的持分は保有しないが、支配する関係にある。上場 LP のユニットホルダーの権利関係は、マネジメンツ GP と上場 LP 間のパートナーシップ契約によって定められ、普通の上場企業の株主の権利に比べてかなり制限されている<sup>21</sup>。

第一に、上場 LP の運営はマネジメンツ GP が全て行うことになっている。第二に、マネジメンツ GP の取締役の選解任権は二人の創業パートナーが持ち、ユニットホルダーに投票権はない。ユニットホルダーが議決権を行使できるのは、一部の事項に限られている上、議決権行使には 20% のキャップが付いている（中国外貨準備運用会社の持分には議決権がない）。

### (4) ニューヨーク証券取引所のコーポレート・ガバナンス規則の回避

MLPs に対するニューヨーク証券取引所のコーポレート・ガバナンス規制は、普通の上場会社に対する規制に比べて緩い<sup>22</sup>。例えば、①取締役の過半数が独立取締役でなくてもよい、②指名委員会、コーポレート・ガバナンス委員会、報酬委員会の構成員が独立取締役でなくてもよい、といった点が挙げられる。これらの規定を利用して、ブラックストーンは、マネジメンツ GP の取締役 7 名のうち 3 名のみを独立取締役にし、役員報酬は創業パートナー 2 人が決めることとしている<sup>23</sup>。加えて、同社は、年次株主総会開催の義務がないことも上場目論見書で述べている。

## III 相次ぎ提出された PE ファームに関する税制改正法案

### 1. MLPs の税制改正法案

ブラックストーンに対するパートナーシップ課税の継続適用に関しては、金融サービスを営む上場企業の中で、PE ファームが税制上有利な扱いを受けるのは不公平だという批判や、ファンドの運用から得られる収入は受動的な収入に当たらないという批判が相次いだ。それを受けて、2007 年 6 月 14 日、上院財政委員会のマックス・ボークス委員長（民主党）とチャック・グラスリー議員（共和党）は、上場パートナーシップの税制改正法案を議会に提出した（S. 1624）。巷で「ブラックストーン法案」と呼ばれるこの法案

<sup>21</sup> ブラックストーン・グループ LP が準拠するデラウェア州のリミテッド・パートナーシップ法によれば、パートナーシップ契約によって GP が LP に対して負う信託義務（Fiduciary Duty）を制限できる。

<sup>22</sup> NYSE Listed Company Manual 303A.00

<sup>23</sup> 独立取締役には、ブライアン・マルルーニー氏（元カナダ首相）、ウィリアム・パレット氏（元デロイト・トウシュ・トーマツ CEO）、ジェイコブ・ロスチャイルド卿の 3 人が就任する。

は、MLPs への例外規定を、直接又は間接的に投資顧問もしくは資産運用サービスから収入を得るパートナーシップには適用せず、法人課税することを定めている<sup>24</sup>。法律改正が実現すると、パートナーシップ形態を採る上場資産運用会社、PE ファームが影響を受ける。具体的には、既に上場しているアライアンス・バーンスタインとフォートレス、そして、法案提出当時上場準備に入っていたブラックストーンが、新たに法人課税の対象になると考えられる。ただし、2012 年までの 5 年間は、①既上場パートナーシップと、②2007 年 6 月 14 日までに上場申請の登録を行ったパートナーシップへの法人課税が猶予されるため、3 社が法人課税されるのは 2012 年以降となる。だが、今後上場申請を行う PE ファームには、上場時から法人課税が適用される。

同法案に対しては、5 年間の猶予期間は長すぎるという意見が相次ぎ、ボークス委員長は「期間の短縮を検討する」と述べている。また、そもそも猶予期間を設定するのは、今後上場申請を行う PE ファームの取扱いに比べて不公平である、という意見もある。一方で、ポールソン財務長官は、税制は特定の業界を標的にするべきではない、と法案に反対している。

## 2. 成功報酬に関する税制改正法案

2007 年 6 月 22 日、下院歳入委員会のチャールズ・ランゲル委員長、同金融委員会のバーニー・フランク委員長を含む 14 名の民主党議員が、PE ファンド、ヘッジファンド、ベンチャー・キャピタル・ファンド等のマネージャーに対する成功報酬を、総合課税の対象とする税制改正法案を議会に提出した (H.R.2834)<sup>25</sup>。こちらの法案は、対象となる主体がブラックストーン法案に比べてはるかに広いことから、成立すれば、ファンド業界全体に大きな影響を及ぼす。ロバート・ルービン元財務長官 (現シティグループ経営執行委員会会長) は、以前から成功報酬の総合課税化を支持していた。一方、PE ファームの業界団体であるプライベート・エクイティ・カウンシルは、法案に反対の立場を取っている。反対の論拠には、総合課税化は、リスク・キャピタルの供与を担うファンド・マネージャーの意欲を削ぎ、経済の活性化を損なうといった点が挙げられている。また、増税に後ろ向きなブッシュ大統領も反対すると見られている。PE ファームやヘッジファンドは、大統領候補者を含む有力議員に多額の献金をしており、ロビー活動が活発に行われるであろう。

<sup>24</sup> 法律の文言上は、内国歳入法第 7704 条(c)に(4)を追加する構成になっている。

<sup>25</sup> ちなみに、英国でもファンドの成功報酬に適用される低い税率に対して、米国同様多くの批判がされており、税制改正を求める声が上がっている。ニコラス・ファーガソン SVG キャピタル (英国 PE ファーム) 会長は、「高額報酬を得ている PE ファームのエグゼクティブが、掃除婦や他の低所得者よりも低い税率を適用されていることが、正しいわけがない。」と述べた。

## IV 上場の評価と今後の展望

### 1. 上場の評価

今回のブラックストーンの上場は、同社自身が指摘する通り、“異質な”ものであり、多くの議論、批判を巻き起こした。

まず、LP という組織形態での上場については、経営の安定性を確保し、一部のユニットホルダーからの短期収益追求のプレッシャーを排しながら、公開市場での資金調達や株式型報酬の活用といった上場のメリットを享受できる点で、同社にとっては非常に画期的である。だが、投資家にとっては、注意を要する銘柄であるといえよう。創業パートナーの独裁を許す組織構造は、コーポレート・ガバナンスの面では脆弱であり、業績の低迷や何らかのスキandal等が生じた際に、深刻な問題に発展する恐れがあるからである。パートナーシップ課税の継続適用に関しても、子会社 GP を間に入れるという複層的な構造を採ることで可能にしたものであり、制度の抜け穴を利用している感が否めない。GP や LP を複雑に組み合わせた構造自体も、上場を契機にパートナーシップ形態から会社形態に改組し、組織の透明性を増したゴールドマン・サックスなどの投資銀行に比べて、わかりにくく、秘密のベールに包まれた部分が多い。

次に、二つの投資家グループ間の利益相反を回避するために、ファンドの投資家の利益を優先することについては、会社の持分の約 8 割を創業パートナーを含む内部関係者が握っている現状では、ユニットホルダーの利益を優先するインセンティブが強く働く恐れがある。

### 2. 今後の展望

#### 1) PE ファームのフィー構造は変わるか

ブラックストーンの上場は、現在の「運用報酬 2%、成功報酬 20%」という PE 業界のフィー構造に影響をもたらす可能性がある。上場により、同社は、年次報告書や四半期報告書などの継続開示義務に服する。従来、PE ファームの活動やファンドの運用状況、フィー体系などは一般に公開されていなかったが、情報開示によってそれらが詳しくわかるようになると、ファンドの投資家からフィーの低下圧力がかかる可能性がある。それによって同社がフィーを引き下げることがあれば、他の PE ファームへも波及し、PE 業界全体の収益性が低下するだろう。現状のフィー構造がいつまで維持可能かどうか注目される。

#### 2) PE ファームの IPO は続くか

ブラックストーンのケースで、MLPs の活用が SEC のお墨付きを得たことから、今後、大手の PE ファームを中心に、更に IPO が続くことが予想される。早くも 2007

年7月3日、ブラックストーンのライバルである KKR が、SEC に IPO の登録を行った。KKR もブラックストーンと同じく MLPs 形態を採用しているが、上場時に、創業パートナーなど既存の保有者が持分の現金化を行わないこと、取締役の過半数は独立取締役とすることなどを謳っており、ブラックストーンが受けたような世間からの批判をかわそうとしている。

KKR の他にも、カーライル、アポロ・マネジメント、TPG などの大手 PE ファームが上場を検討しているとされるが、上場パートナーシップの税制改正法案の審議の行方や、ブラックストーンの株価推移によっては、上場を断念する PE ファームが出てくる可能性もある。新たに上場を目指す PE ファームが、ブラックストーンと同じ MLPs 形態で上場するのか、また、同様のガバナンス構造を採用するのかが今後の注目点となろう。

### 3) PE 業界の構造変化は起こるか

大手の PE ファームがブラックストーンに続いて次々に上場していった場合、従来、何となく存在した PE 業界というものが、公開市場において一つのセクターを形成するようになり、各社間の競争は更に激しくなると思われる。その中で、ファンドのパフォーマンスが芳しくない中小以下の PE ファームは徐々に淘汰され、PE 業界の寡占化が進む可能性がある。

さらに、上場した PE ファームが他の金融機関を買収したり、新規の資産運用ビジネスに進出したり、投資銀行業務を拡大することによって、従来以上に資産運用部門を持つ大手投資銀行とのビジネスの重複が広がる可能性がある。一方で、大手投資銀行は、バイアウト・ファンドや他のオルタナティブ投資関連ビジネスを近年強化している。PE ファームと投資銀行は、従来の顧客とサービスの提供者という関係から、今後、競合関係の色合いを強めていくのではないだろうか。

## 《参考》ブラックストーン・グループの貸借対照表と損益計算書

### ＜連結貸借対照表＞

			(百万ドル)	
	2006	2005	2006	2005
＜資産の部＞				
現金及び現金同等物	940	450		
投資（時価）	31264	20073		
売掛金	656	169		
その他	1031	430		
<b>資産合計</b>	<b>33891</b>	<b>21121</b>		
＜負債・資本の部＞				
負債			2373	2083
連結体の非支配持分			28795	17213
資本			2723	1825
<b>負債・資本合計</b>			<b>33891</b>	<b>21121</b>

（注）連結体の非支配持分（Non-controlling Interests in Consolidated Entities）は、運用するファンドのポートフォリオ企業等の連結体のうち、上場LPに属さない部分（ファンドの投資家に属する部分）である。

### ＜連結損益計算書＞

	(百万ドル)				
	2006	2005	2004	2003	2002
＜収益＞					
運用報酬	852	371	391	305	174
アドバイザー・フィー	257	120	108	119	142
金利その他	11	6	4	3	3
<b>収益合計(1)</b>	<b>1,120</b>	<b>497</b>	<b>503</b>	<b>427</b>	<b>318</b>
＜費用＞					
人件費	250	183	140	114	94
金利	37	24	16	14	13
一般管理費その他	122	87	78	68	58
ファンド費用	144	68	43	42	24
<b>費用合計(2)</b>	<b>553</b>	<b>362</b>	<b>277</b>	<b>238</b>	<b>190</b>
＜その他収入＞					
投資活動からの純損益(3)	7,587	5,143	6,215	3,537	(439)
連結体の損益の非支配持分(4)	5,856	3,935	4,902	2,773	(359)
<b>税引前利益 (1)-(2)+(3)-(4)</b>	<b>2,298</b>	<b>1,343</b>	<b>1,539</b>	<b>953</b>	<b>49</b>
所得税	32	12	16	12	9
<b>純利益</b>	<b>2,266</b>	<b>1,331</b>	<b>1,523</b>	<b>941</b>	<b>39</b>

（注）連結体の損益の非支配持分（Non-controlling Interests in Income of Consolidated Entities）は、単純化して言えば、投資活動からの純損益のうち、ファンドの投資家に属する部分である。