

トランプ政権下での プライベート・エクイティと労働運動

サミル・ソンティ

UNITE HERE 11 支部調査部・リサーチアナリスト

(萩原久美子 訳)

はじめに

プライベート・エクイティ (PE: private equity) は 21 世紀のグローバル経済において最も重要なアクターのひとつとなっている。だが、一般の労働者にとってその存在は遠い。単純に言えば、パブリック——公開株式ではなく、プライベート——未公開株式のことだ。ではこの PE をどうするのか。非上場企業を投資対象にして、資金を持っている人たちがその企業に資金を調達し、成功したときには企業を売却、あるいは手数料・報酬、繰り越し持ち分などとして投資を何倍もの利益で回収する。株式市場で上場した企業の株式を取得する場合は、PE ファンドが買収後、株式を非公開化して、経営に入り込む。パブリックに資金調達をする公開株式市場では情報公開が求められるが、プライベート・エクイティという形態では情報開示の義務がなくなる。資金運用を行う投資会社——つまり PE ファンドが何をしているのかを調べようとしても、情報はほとんど得られない。

Samir Sonti

UNITE HERE 11 支部調査部・リサーチアナリスト。博士 (歴史学)。専門はアメリカ現代史および経済政策史 (1930 年代から 1980 年代のインフレ政策)。UC サンタバーバラ校センター・フォー・ザ・スタディ・オブ・ワーク・レイバー・デモクラシー客員フェロー。

経済学者のアイリーン・アップルバウムとローズマリー・バットは PE ファンドが株式、債券といった伝統的な銀行システムの機能に代わる投資メカニズムであり、投資のための私的共同基金だと説明する¹。ファンドには年金基金、損保会社、政府系ファンドといった機関投資家が参画しており、ファンドマネジャーは企業買収にあたって一般に「レバレッジ」と呼ばれる巨額の借入れを行い、あらゆる経済部門に「資金調達」する。債務をフルに使って大きなリターンを狙うビジネスはリスクも大きい。

アメリカでは現在、1100 万人がこうした PE ファンドの資産運用のもとにある会社で雇用されている。民間企業の雇用者数ではウォルマートがトップだが、PE ファンド主要企業上位 5 社が所有する企業の従業員総数は全米第 2 の規模となっている。アメリカの PE ファンドは総額 2.5 兆ドルにおよぶ資産を所有していると言われ、これは年間総生産において世界第 6 位のカリフォルニアに匹敵する²。2017 年、日本のソフトバンクも 1000 億ドルに近い最大規模のファンドの立ち上げを発表したところだ³。

PE ファンドはすでに金融部門の一大産業となっており、アメリカのみならず全世界の労働者の暮らしや働き方に様々な影響を及ぼしている。ナショナルセンター AFL-CIO 傘下の組合員数を越える、これら労働者をどのように組織化できるのか。アメリカの労働組合は模索している。以下ではまず PE ファンドのアメリカでの展開を振り返り、その基本

的なビジネスモデルと現在の政策目標について検討する。この金融産業はトランプ政権とも関係が深い。この点を念頭に、現在の政治状況について触れ、労働運動の現状を述べたい。

PEファンド—アメリカでの展開

アメリカが1930年代のニューディール期に中央政府による金融部門の規制に乗り出したことはよく知られている。金融恐慌の引き金となった1920年代の銀行による投機的な投資行動に対し、フランクリン・ルーズベルト民主党政権は1933年の証券法、1934年の証券取引所法、1940年の投資会社法、投資顧問法など、その後、50年にわたって維持されることになる金融機関の統治枠組を整備した。消費者のなけなしの預金を無謀な投資家やブローカー、代理人の詐欺まがいの行為から保護することが目的だった⁴。

しかし、1970年代から2008年の金融危機に至る過程で、これら法律はシステマティックに解体、廃止されてきた。研究者がいうところの新自由主義の時代であり、一連の「規制緩和」の波が押し寄せる中で、PEファンドという産業が登場した⁵。

この産業は1980年代半ばから1990年代にかけて大きく成長することになるが、それを後押ししたのは金利である。金利がもたらす構造がひとつの要因となった。この産業は債務を基盤として成り立っており、過去30年間は歴史的に見ても低金利の時代で、企業に事業展開が可能のように思い切った借入れを促してきたわけだが、その低金利が継続できたのは1980年代半ば以降、先進国でインフレが起きなかったからだ。各国の中央銀行が1970年代のスタグフレーションに対して緊縮財政で対応した結果、労働者の集団的交渉力は弱まるとともに、低金利、低失業時にあっても、インフレが抑制されてきた。日本では長引く経済の低迷期に成長したデフレ世代がすでに成人を迎えている。

そんな長い低金利の時代の中で、機関投資家は低金利商品ではなく、よりリターンのできる金融資産を探すようになる。そこで、PEファンドは高リター

ンを約束し、機関投資家を惹きつけていった。低金利政策はPEファンドにとって二重においしい話だった。低金利で大規模な借入れをして、大規模な「投資」をする。それによって高リターンを望む機関投資家を惹きつけ、さらに資金がファンドに流れ込むというわけだ。

こうしてPEファンドは金融部門で最大の影響力を持つに至った。2008年の金融恐慌以降、PEファンドの影響力が弱化するのではないかという見方もあったが、結果的にはその勢いは止まらず、成長を続けた。金融恐慌を受け、連邦準備制度理事會が決定したゼロ金利政策によって、皮肉なことにファンドはさらなる拡大のチャンスを得たからだ。現在、この業界の競争は厳しく、市場の約6割がアメリカに集中している。この傾向をどう規制するのか、しないのか。金利政策の継承も含め、トランプ政権下での金融政策が注目される理由だ。

PEファンドの従来型ビジネスモデルと企業責任

非公開株は「ファンド」があつて初めて機能する。PEファンドは通常は株式会社の形態を取らず、パートナーシップ（組合）の形を取る。法的にはファンドマネジャーとして運用を管理する「無限責任組合員（ゼネラル・パートナー）」と、資金を拠出する「有限責任組合員（リミテッド・パートナー）」によって構成される。「無限責任組合員」がファンドマネジャーとして、年金基金などの機関投資家に対して「有限責任組合員」に資本コミットメントを呼びかけることで成立する（この時点で出資金の拠出を行う必要はない）。「無限責任組合員」がファンドの運用に関するすべての意志決定を保持しており、利益配分はファンド全体の収益の、通常、2割をいわゆる「成功報酬」として受け取ることになっている。一方、「有限責任組合員」には収益の何パーセントかを配分する契約を結んでいる。

一般的に、PEファンドは一件につき5年から7年でそのライフサイクルを終える。その間、「有限責任組合員」はファンドマネジャーとして運用を管理

する「無限責任組合員」に資金を投入するが、多くの場合、ファンドの利益がどんな取引の結果によるものかについてはほとんど知ることはない。

PEファンドは対象企業の資産や収益を担保に金融機関から買収資金を借り入れる、いわゆるレバレッジ・バイアウト(LBO)を通じて会社・資産を買収する。投資額全体に含まれる自己資本に対して負債額の割合が高ければ、少ない額で利益率を高めるので、収益が何倍にも増える。しかしながら、負債への依存は本質的なリスクを抱えることになり、その結果、原資産の価値が下落した場合は破産という結果も待ち受ける。

だが、ここで重要なのは、そのリスクを「無限責任組合員」が引き受けているわけではないという点だ。通常、ファンドマネジャーは資金調達した際の負債を買収した会社に押しつける。例えば小売企業を買収したとしよう。買収にあたってPEファンドはその会社株式や資産を担保にして資金調達をし、負債を抱える。しかし、買収後はその負債分を買収した企業に移転し、PEファンドの経営方針のもとで企業がその債務を返済するのだ。PEファンドはその企業の製品、サービス、労働者に投資をしているわけではないので、ファンドの経営方針は収益を上げるためにある。強引な従業員のリストラや賃金などコストカットによる財政再建、それに異議を申し立てる組合潰しが進められる。その結果や責任を問われてもPEファンドは自らを株主だと主張し、使用者責任を回避する。企業の収益が上がれば、ファンドは5-7年後にその会社を別のファンドに売却するなどして便益を得る。もし買収した企業がうまくいかなければ、企業は倒産する。PEファンド側は株式を失うだけで、結果的には一連の買収のついでを支払うのは債権者とその企業の従業員だ⁶。

PEの新たなビジネスモデル —公共サービスの買収

2008年の金融危機以降、PEファンドは、従来のLBOを中心とするビジネスモデルから新たな展開を見せている。PEファンドは人々の暮らしに直

接関係する基本公共財を買収し、公共財をファンドが長期的に利潤が得る源泉とみなすようになっている。公共事業の買収は2016年上半期のバイアウトの18%、額にしてこれまでで最も多い530億ドル規模に膨らんでいるという。

その主要な投資先としてまず挙げられるのは住宅だ。PEファンドは今やアメリカ最大の住宅不動産の所有者である。金融危機に際して、1990年代、2000年代に家を購入した何百万人が返済不能になったローンとともに家を手放し、銀行側は差し押さえた住宅をもとの価格の何十分の一でたたき売った。それを購入したのが巨額の資金を機関投資家から集めるPEファンドだった。ファンドが購入した住宅は今、持ち家には手が届かない人たちの借家として市場に出されている。この10年、アメリカの賃貸料は急上昇しており、住宅ストックを持つ会社にとって、住宅賃貸市場はまさにぬれ手に粟となっている⁷。

公共サービスの民営化にも大きな影響力を持っている。経済不況の中で、自治体の税収は減少し、厳しい財政状況にある。資金繰りに困り、自治体が水道、消防や救急システムといった公共事業を売却し始めている。ニューヨークタイムズ紙は2016年、PEファンドに水道システムを売却し、民営化した自治体での水道料金ははねあがっていることを明らかにしている⁸。PEファンドがどの程度まで公共サービスに食い込んでいるのか。本格的な研究を待たなくてはならないが、全米の自治体の多くが財政難に直面しており、この状況が継続すれば、公共サービスがトランプ政権の下で勢いづくPEファンドの手中に収められていくのは必至だ。

PEファンドと政治

主要なPEファンドの役員とトランプ政権とは極めて緊密な関係を持っている。商務長官ウィルバー・ロスも、教育長官ベッツィ・ DeVosもPEファンドの役員で、いずれもPEを通じて巨万の富を形成した人物だ。PEファンドとトランプ政権が協力関係にあることは言うまでもない。

この両者の利害を結びつけるのが課税の問題だ。現在、これらPEファンドは一般企業と異なり法人税の対象ではない。現在の税制では、PEファンドは起業家の投資行動によって得られるキャピタル・ゲインについて課税が行われるに過ぎない。これは法人税率よりも低い。というも歴史的にキャピタル・ゲインは起業にともなう投資リスクを引き受ける投資家へのインセンティブであり、雇用の創出と関係していると理論的には考えられてきたからだ。

しかし、それは過去の話となり、現在、ファンドマネジャーはそうしたリスクを担わなくなっている。投資のための資金は年金基金や損保会社などの機関投資家からやってくる。PEファンドの役員はファンドに対して自分の資金をほとんど拠出していない。しかも、先述したように、PEファンドは買収した会社にファンドが資金調達として借り入れた負債の返済を押しつけている。

そのため、他の企業と同様にPEファンドにも法人税を、また他の企業の役員と同様にPEファンドの役員にも課税すべきであるという議論は根強い。現状ではPEファンドは税金の抜け道で利益を得ていることを意味し、民主党はこれらの税金の抜け道をなくすべきだと求めてきた。これに対し、PEファンドは様々なロビー活動によってこの既得権を守ろうとしてきた。トランプ政権の税制改革案でもキャピタル・ゲインへの課税率は現状維持の方向にある。

加えて、アメリカの債権者には税制上の優遇措置がある。債務の利払いは様々な税控除の対象となるため、資金調達を巨額の債務によって行っているPEファンドは、利子税控除をうまく利用しているのだ。

プライベート・エクイティという産業は新自由主義時代に作り上げられた規制緩和の申し子であり、金融の規制緩和を推し進めている。もしPEファンドがどんな風に債務を利用しているかなど、運用の透明性を高める法が整備されたとしたら、このビジネスモデルは立ちゆかない。一方、トランプ政権は雇用創出を力説するが、上述したように雇用の面でも大きな影響力を持つPEファンドはこれまでむしろリストラによる雇用削減に貢献してきた。トラン

プ政権で経済政策のアドバイザーとなっているステーブ・シュワルツマンはPEファンド・ブラックストーングループのトップだが、この点での発言はまだない。

まとめ

アメリカは今、雇用、住居、基本的な公共サービスのいずれにおいても、その実質的なオーナーとなっているPEファンドの影響下にあり、働く人たちの暮らしはそれと切り離して考えられないところまで来ている。トランプ政権のもとで、その影響力は益々強まるだろう。このつかみどころのない巨大なビジネスに、いかなるアプローチ、対抗ができるのか。労働運動にとって差し迫った課題だ。

私たちUNITE HERE（縫製・繊維労組・ホテル・レストラン従業員組合）はアパレル製造・流通業および、ホテル、フード・サービス、空港などホスピタリティ産業の労働者で作る労働組合だ。そのうちUNITE HERE 11支部はロサンゼルスを拠点に、南カリフォルニアとアリゾナ州をカバーし、ホスピタリティ産業で働く約2万5000人を束ねている。

今ホテルの多くはPEファンドの所有、管理の下にある。たとえばPEファンドのブラックストーン・グループは全米最大のホテル所有者だ。我々は労使関係や労働紛争の解決などの実績を分析し、雇用や労働に社会的責任を持つとするPEファンドのリストを2015年から毎年、開示し、機関投資家に対してよりよい投資を呼びかけている（訳注：表1）。

組合員とともにPEファンドについて考え、その投資活動の影響を受けるコミュニティや労働者と連携している。今年は証券取引委員会にPEファンドのグリーンオーク不動産への調査を要請している。PEファンドが買収した高級リゾートホテルでは、従業員が組織化の正当性を訴えるとともに、賃金カットとその未払い分の支払いを求める裁判へと動いている。強大な力を持つ産業とわたり合える勢力を形成するためには、投資家をはじめとする社会的な声も味方につけながら、産業やコミュニティ横断的につながっていくことにあると考えている。■

《注》

- 1 Eileen Applebaum and Rosemary Batt, *Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street* (New York: Russell Sage Foundation, 2014). および “A Primer on Private Equity at Work: Management, Employment, and Sustainability,” *Center for Economic Policy and Research* (2012), available at: <http://cepr.net/documents/publications/private-equity-2012-02.pdf>.
- 2 企業規模についてはワシントン DC を拠点とする PE ロビイスト団体アメリカ投資委員会 (<http://www.investmentcouncil.org/>) を参照。
- 3 <http://www.businessinsider.com/softbank-vision-fund-raises-93-billion-2017-5>
- 4 前同 Applebaum and Batt, “A Primer on Private Equity at Work” を参照。
- 5 Judith Stein, *Pivotal Decade: How the United States Traded Factories for Finance in the 1970s* (New Haven: Yale University Press, 2010) を参照。
- 6 以下参照。 Matt Townsend et al, “America’s ‘Retail Apocalypse’ Is Really Just Beginning,” Bloomberg, available at: <https://www.bloomberg.com/graphics/2017-retail-debt/>
- 7 https://www.nytimes.com/2016/06/27/business/dealbook/private-equity-housing-missteps.html?_r=0
- 8 <https://www.nytimes.com/2016/12/24/business/dealbook/private-equity-water.html>

訳注： 表1 UNITE HERE 責任あるPEファンドリスト(2017)

協力的な労使関係を構築し、 責任ある対応ができる PE ファンドマネジャー	職場の問題解決に非協力的で、 責任ある対応をしない PE ファンドマネジャー
AFL-CIO 住宅／建物投資	AEW キャピタル・マジメント
アンジェロ・ゴードン	アルマナック不動産投資
ブラックストーン・グループ	ブルックフィールド・アセットマネジメント
CIM グループ	CBRE
GEM・リアリティ	コーナーストーン・RE・アドバイザーズ
HEI ホテル&リゾート	グリーンオーク不動産
インターコンチネンタル不動産	KSL キャピタル
ケネディ・ウィルソン・コス	レナード・グリーン&パートナーズ
ロックポイント・グループ	ローン・スター・ファンド
UBS 不動産	オークツリー・キャピタル
ウェストブルック・パートナーズ	PCCP LLC
ウィールロック・ストリート	プルーデンシャル
	TPG キャピタル
	トゥルー・ノース
	ウォルトン・ストリート・キャピタル
	ユカイパ・コス