

Board 3.0 (取締役会 3.0) : 上場企業がプライベート・エクイティ

(以下「PE 投資」) のガバナンスモデルから学ぶべきもの *

執筆者 : Ronald J. Gilson (コロンビア大学及びスタンフォード大学) 及び Jeffrey N. Gordon (コロンビア大学) **

翻訳者 : みさき投資株式会社 佐藤広章・槇野尚・中神康議

監訳者 : 一橋大学名誉教授 宍戸善一

* 本稿は、「Board 3.0: An Introduction,” 74 The Business Lawyer 351 2019」の改訂稿である。

** 我々は、コロンビア大学ロースクールの Blue Sky Lunch の際に Advisory Board of the Millstein Center for Global Governance and Corporate Ownership から寄せられたコメントと、2015 年の Pileggi Lecture の際に寄せられたコメントに感謝の意を表したい。特に、インタビューに応じた PE 投資関係者の率直さ、そして貴重な時間を割いてくれた点に感謝の意を表したい。

本稿では、我々が「Board 3.0」と名付けた上場企業の取締役会の新たなモデルを提唱する。今日主流であるような上場企業の取締役会モデル（本稿では「Board 2.0」と呼ぶ）は、およそ 40 年前に開始された組織に関する実験の成就した姿であり、綻びを見せていたそれ以前の組織形態に取って代わることに成功した。我々が「モニタリング・ボード」（監督機能に重点を置いた取締役会）とも呼ぶ Board 2.0 では、非常勤の「独立（independent）」取締役が多数派を占めている。こうした独立取締役には「独立性」が要求されているにもかかわらず、情報源をその企業の経営陣に大きく依存し、取締役会の経営実績を判断する主要を株価に頼り、その影響を受けてきた。このように情報面において不利な立場に置かれていることが主な要因となり、才能のある成功した人々で構成される取締役会であっても、企業経営陣を効果的に監督できないパターンが繰り返し見られる。しかしながら、企業が経営見通しを誤り、又は法令に違反した場合の政策対応は、「既存の取締役会により多くのものを求める」という、ありきたりで不十分なものであった。すなわち、会計スキャンダル後に成立した 2003 年の Sarbanes-Oxley 法も、金融危機後に制定された 2008 年の Dodd-Frank 法も、これまでに最も悪質かつ大きな損害を生んだその監督モデルの構造的な不備自体を見直すことなく、取締役会により多くの責務を課した。

現在の Board 2.0 モデルには二つの重大な問題があると見られる。第一に、取締役会の規模を柔軟に適合させづらいことから、大手上場企業の規模拡大と複雑さの増大に効果的に対処することが難しい点。第二に、競合への情報流出を恐れて十分な開示がなされず、そのために株価にその企業の将来性が十分に反映されていない状況では、株価をシグナルとしたモニタリングが困難になり、取締役会に対する信頼感が損なわれてしまう点である。

1. **取締役会規模に関する問題：** モニタリング・ボードの場合、監督すべき企業の範囲及び規模の変化に合わせて取締役会を拡大することが極めて困難である。モニタリング・ボードに関する金字塔である Melvin Eisenberg の著作が出版された 1976 年当時の J.P Morgan & Co. を例に取り¹、次に現在の JP Morgan Chase（以下では両社を合わせて「JPM」と総称する）と比較したい。同社の企業規模、（デリバティブ商品や市場の爆発的拡大を含む）同社が活動する市場の複雑さ、同社の事業の成功と法令遵守を同時に求めるコンプライアンス上の要請、そして今日の国際的な資本市場及び金融商品を理解するために要求されるスキルといったもの全てが、1976 年以来、飛躍的に増大している。図 1 に示すとおりこの 40 年間における JP Morgan Chase の純営業収益、従業員数、事業を展開する国の数の驚異的な伸びは、現在の同社の取締役会が監督しなければならない事業の規模、複雑性、規制面の負

¹ Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Little, Brown and Company, 1976.

担の大きさを示している²。

JPMorgan Chase : 1976年から2019年まで

	1976年	2019年	増加率 (%)
純営業収益	18 億米ドル	1,156 億米ドル	6,422%
従業員数	9662	256,981	2,659%
国の数	16	100	625%

この間、JPM の取締役会は、政界、規制当局、投資家からの圧力に対応すべく、モニタリング・ボードを採用するための自己変革を進めた。小規模な取締役会の方が経営の監督に適しているという当時の通説を踏まえ、取締役会が極めて大規模なアドバイザリー・ボード（助言機能に重点を置いた取締役会）からコンパクトなモニタリング・ボードへと移行し、それに伴って取締役の数も1975年の24名から2002年には11名ないしは12名に急減した³。その後の取締役会の規模は、JPM による一連の大規模な合併⁴に伴う「社会問題」に対処するための一時的な拡大を除けばそれほど変化していない。この期間の終わり頃には、CEOを除いた全ての取締役が「独立」取締役となっていた。

JPM の業績は多くの銀行を上回っていたものの、同社でさえ、リスク管理の失敗から逃れることはできなかった。中でも世間を騒がせたのが「ロンドンの鯨」事件（2012年）であり、その際に同行は62億米ドル規模の巨額損失を被った。同行では、少なくとも当初、リスク管理の名の下に行ったポートフォリオのヘッジ行為の結果であるとしてこれを正当化したものの、こうした説明には現在も疑いの目が向けられている⁵。取締役会による監督に成功していると見られていた状態から経営危機へという突然の暗転を経験したのはJPM だけではなかった。例えば、Wells Fargo の場合、優れた経営陣と取締役会が備わっているとの評判だったが、金融危機から抜け出して間もなく、顧客への組織的な不正行為による破壊的

² 1976年から2017年にかけて行われた以下の大型買収がこの規模拡大を後押しした。J.P. Morgan & Co.とChase Manhattanが2000年に合併し（JP MorganとChaseとが合併する前にChemical Bankが1991年にManufacturers Hanoverと合併しており、Chase Manhattanが1996年にChemical Bankと合併していた）、2004年にBank Oneを買収（し、その際にJPMorganの現在のCEOであるJamie Dimonを獲得）し、金融危機後における破綻した金融機関を対象とする救済策の一環として2008年にBear Stearns及びWashington Mutualを買収した。

³ David Yermack, “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,” 40 *Journal of Financial Economics* 185, 1996 を参照。

⁴ 脚注2で触れたBank OneとJPMCの合併。

⁵ Arwin G. Zeissler, Daisuke Ikeda, and Andrew Metrick, “JPMorgan Chase London Whale: Risky Business” (*Yale Program on Financial Stability Case Study* 2014-2AV1, March 11, 2015) (<https://ssrn.com/abstract=2577827> で確認できる) を参照。

な経営危機に見舞われた⁶。連邦準備制度理事会は、同社の経営幹部及び取締役の完全な入替えを求め、コーポレート・ガバナンスとリスク管理の改善を迫るための強硬手段として同行の総資産の規模に制限を課した⁷。

このような「逸脱」が定期的に発生している点を考慮すると、現行のモニタリング・ボードを新たなビジネス環境に適合させるのは簡単ではないように思われる。取締役会の機能を低下させずに取締役の数を増やす方法はないうえに、テーマ別の委員会を追加すれば、取締役の時間と技術的専門性を活用することには役立っても、取締役会内部に縦割りの構造が生まれかねない。社外取締役がこれまでよりも多くの時間をかけ、経営監督に深く関与するという処方箋もあるが、こうした方策は必然的に取締役報酬の大幅な増額につながり、取締役の会社/経営陣からの独立性と衝突するとみなされてきた。

2. **監督能力の限界に関する問題**： 現在、新たな取締役会モデルが必要とされるビジネス上の問題は、特に次の二つの潮流の相互作用により生み出されている。一つは、大手上場企業の大半において株式の過半数が機関投資家に所有されるという劇的な所有構造の変化であり、もう一つは資本市場における新たな形態の投資家、すなわちアクティビスト・ヘッジファンドの台頭である。これら二つの潮流の結果、最も大きな上場企業（及びその経営陣）でさえ、現在では、かなりの割合で経営陣の戦略的ビジョン又は業務遂行能力に異議を唱えるアクティビストによる前例のない規模の委任状争奪戦にさらされている⁸。また重要なのは、現在の取締役会モデルに存在する幾つかの著しい制約により、実績と正しい動機を持つ取締役であっても、その大半が次の三つの理由により身動きが取れなくなっていることである。すなわち、取締役が「情報不足(thinly informed)」であり、「リソース不足(under resourced)」であり、「意欲の限界(boundedly motivated)」を抱えているためである。現在の取締役会モデルの取締役は、こうした不利な立場に置かれているため、経営陣に対抗してアクティビストが提案するもっともらしい事業ビジョンから経営陣を守るのに力不足である。その結果、機関投資家は、取締役会に経営陣の戦略の評価を委ねるのではなく、自ら議決権行使を通じて、アクティビストと経営陣の対立を解決する立場に置かれることがますます多くなっている。こうした対立は、現経営陣がその企業の株価を引き上げることができなかつた場合、又はライバル企業の株価上昇幅に肩を並べることができなかつた場合に引き起こされることが多い。経営陣は、特に競争上の理由により戦略を全面的に開示できない場合など、価値創造の尺度としての株価には限界があると反論(単なる正当化であることも多いが)する。、経営

⁶ 例えば、Hearing before the Senate Banking, Housing, and Urban Affairs Committee (Questioning of Chair and CEO John Stumpf) 2016 WLNR 28620531, September 20, 2016 を参照。

⁷ “In the Matter of Wells Fargo & Co.,” Cease and Desist Order, Feb 2, 2018 (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/enf20180202a1.pdf> で確認できる)。また、John Armour et al., “Board Compliance,” 104 *Minnesota Law Review*, 1191, 1193-94, 2020 も参照。

⁸ Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Re-valuation of Governance Rights,” 113 *Columbia Law Review* 863, 2013 に以上の足跡を見ることができる。

陣に、重要な長期投資を追求するために必要な短期的な収益を犠牲にする能力がないかその意欲がないため、自らを経営陣の「友達」だと称するアクティビストによる圧力は企業価値を破壊する結果となっている。

我々の目標は、取締役会の新たなモデルを構築することである。新たなモデルにおける取締役会は、豊富な情報とリソースを有し高い意欲を持った取締役が十分な数存在し、特に重要な局面において、経営陣の戦略と業務遂行スキルを効果的に監督できるものである。

今日の上場企業が直面する課題は、モニタリング・ボードの出現以降に起きた劇的な変化に効果的に対応し、株式所有の再集中に伴う株主による戦略への厳しい注文を含め、これまでとは根本的に異なるビジネス環境においても取締役会が機能する条件を整えることである。その際には、短期利益を追求する市場の近視眼的傾向と、経営陣の「遠視」傾向、すなわち「長期」の美名の下に経営陣が失敗した戦略に固執する傾向との対立を調整するのに適した方法が必要となる。我々の目標は、取締役会の新たなモデルを構築することである。新たなモデルにおける取締役会は、豊富な情報とリソースを有し高い意欲を持った取締役が十分な数存在し、特に重要な局面において、経営陣の戦略と業務遂行スキルを効果的に監督できるものである。我々が志向する Board 3.0 の取締役は、現行の取締役会モデルとは異なり、必要に応じて、機関投資家に向かって説得力を持って経営陣を擁護するか、さもなければ、取締役会が検討に値すると認めたアクティビストの提案を、経営陣が真剣に検討するよう説得力を持って主張できる存在である。そのような、豊富な情報と支援を受けた意欲的な取締役は、経営の失敗による損失が株主と経済全体のいずれにとっても深刻な、金融機関などの極めて複雑な企業の間で特に需要が高まるだろう。

本稿では、新たなモデルが対処すべき課題及び挑戦はどのようなもので、新たな構造がどのようにしてそれらに対処できるのかをさらに詳細に説明する。Board 3.0 を構想するにあたっては、プライベート・エクイティ (PE) 投資におけるガバナンスの取り組みから多くのヒントと刺激を得た。PE 傘下の企業では、PE ファンド自らがリターンに対して高いインセンティブを持ち、またそのインセンティブが企業にも共有されていることから、上場企業とは異なる取締役会及び取締役による関与を生み出している。それに伴い、生産性及び価値の大幅な増大が生じ、その点が高い評価を得ている。一部の PE 投資における取締役会のガバナンスに存在する特徴を、状況に合わせて修正した上で、上場企業に移植することが新たな

出発点となる。現在の上場企業の取締役会モデルは決してコーポレート・ガバナンスの「歴史の終着点」ではない。上場企業は、事業を展開する市場の急激な変化に合わせてガバナンスを発展させなければならないことは論を俟たない。なぜならば、1970年代以降に発展した、非公開株式市場、ベンチャーキャピタル、PE投資の分野は、代替的な取締役会モデルを効果的に利用してきた。我々の目標は、これらの分野に見られるガバナンスをめぐる実験的精神のいくばくかを上場企業にもたらすことである。

最も重要なのは、より信頼の置ける Board3.0 モデルは、多くの上場企業が直面している情報の非対称性から生じる深刻なチャレンジのいくつかを解決できることである。ここで、企業が競争の激しい市場における先発者としての優位性を維持しようとするものの、投資家が自社の戦略を「理解」できないために市場から大幅に過小評価されているとも感じているケースについて考えてみたい。こう感じることは決して珍しいものではなく、市場や産業に大きな変化が生じていることを考えればよくあることとも言える。そのような状況において自社の戦略計画を全面的に開示することは、競争上の優位性を弱め、イノベーションによるレント（超過利潤）を消散させるため、長期株主にとっておよそ利益にならない。一方で、市場は十分に開示されていない計画の価値を全面的に織り込むことはできないため、その企業がアクティビストからの圧力を跳ね返せず、したがって経営陣が次善の戦略を選ぶよう迫られる結果になる可能性がある。他方で、市場がその企業の戦略について十分に理解しており、むしろ、その戦略が次善の策に過ぎないことを経営陣が「認識」していないことこそが問題だ、という場合もある。

Board 3.0 は、相反する 2 つの力—短期利益を追求するあまり過小投資を招く市場の圧力と、経営陣が失敗した戦略に固執し過剰投資してしまう傾向—の間で現実的なバランスをとる意欲と能力を機関投資家に示し、納得させることにより、このジレンマに対処できる可能性がある。このような、いわゆる株式市場を志向した経営の「近視眼的傾向」と、我々が呼ぶところの経営陣の「遠視的傾向」における緊張関係は、上場企業に深く根差したものである。Board 3.0 であれば、複数議決権株の発行や株式の非公開化など、前記二つの傾向のいずれかにのみ焦点を当てた、経営陣の視野狭窄が貧弱な戦略的選択を招く危険性のあるような極端な解に至らずに済む方法で、こうした緊張関係を緩和できる。

Board 2.0 の台頭

上場企業の現在の取締役会モデルは、1970年代の学術的理論に端を発し、それが後に企業法務分野のエリート弁護士達やデラウェア州の裁判所の間で広まったものである。この「Board 2.0」モデルにおける取締役会の主たる任務は、株主構成が分散し、所有と経営が分離した企業における経営者のパフォーマンスを「監督」することだと考えられる。このような所有構造の分散化は、業績や企業行動の監督に「合理的に無関心な」株主を生むことが予想された。このため、広く分散した所有権を補完するためには、株主に代わって企業経営者

を効果的に監督する取締役会が必要だと考えられた。このような Board 2.0 モデルでは、取締役会は「独立」取締役、すなわち、その企業に経済的に従属せず CEO の経済的支配下でない取締役の数によって占められることが求められる。最低限でも、そのような独立取締役が取締役会の過半数を占める必要があり、できれば CEO 以外の全員が独立取締役であるような取締役会が理想とされた。

モニタリング・ボードの前に存在したのが Board 1.0、すなわちアドバイザー・ボードというモデルであった。このモデルでは、取締役が CEO のチームの一員であり、他の企業の執行役員（「インサイダー」）、信頼における CEO の友人たち、そして通常は同社の社外法律事務所、取引銀行、又はその投資銀行と結びついた「関係者」が取締役に就任した⁹。Board 1.0 は、上場企業の実務取締役会の従来型モデルであり、これが 1950 年代及び 1960 年代における主流なモデルであったことは間違いない。

しかし、このモデルは、特に以下の 3 点から、経営上の不正行為を抑制できない点が批判にさらされた。第一に、崩壊するまでは正真正銘の優良銘柄であった Penn Central の倒産は、Board 1.0 モデルが、企業のビジネス上の課題を認識できない取締役会を生みかねないことを示した。当時の調査結果によれば、自社の業務に対する取締役の関心が衰えつつあることが示されていた¹⁰。第二に、当時多くなっていたコングロマリット型の合併は、経営者が効果的に経営できる規模を超える巨大企業を生み出した。そのような状況下では、経営陣が巨大な企業帝国の形成へと向かう動きを取締役が抑え切れなかった¹¹。コングロマリットにおいては、会計実務の操作によって見かけ上の「利益」が捻出されることがあるが、多くの場合、取締役会はそのような「経済の論理」を見過ごすこととなった。¹²第三に、1970 年代のいわゆる「疑わしい支払（questionable payments）」スキャンダルでは、多くの企業が、米国国内で選挙資金の違法献金を行い、海外で賄賂を渡したことが認定され（又は先手を打ってこれを自白し）たが、Board 1.0 の取締役が経営陣の違法な行為を抑制するどころか察知する

⁹ Jeffrey N. Gordon, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices,” 59 *Stanford Law Review* 1465, 2007 にこの展開の跡を見ることができる。

¹⁰ 例えば、Myles L. Mace, *Directors: Myth and Reality*, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1971。

¹¹ かつては最も経営が優れたコングロマリットとして定評のあった General Electric の現在の苦境が問題を浮き彫りにしている。かつての高みから現在の苦境へと至る同社の歴史を追った Thomas Gryta & Ted Mann による記事、“GE Powered the American Century—Then It Burned Out,” *Wall Street Journal*, Dec. 14, 2018 (<https://www.wsj.com/articles/ge-powered-the-american-century-then-it-burned-out-11544796010>) を参照。

¹² 例えば、Peter Steiner, *Mergers: Motives, Effects, Policies* 103–19, University of Michigan Press, 1975 を参照。同書は、合併が持分「プーリング」会計手法により利益を生み出し、企業の見かけの成長率を高めることで株価を押し上げる可能性があることを示している。パーチェス法とプーリング法による会計慣行によりアナリストの評価がゆがめられる危険性を事例に当てはめた Patrick Hopkins, Richard Houston & Michael Peters, “Purchase, Polling and Equity Analysts’ Valuation Judgments,” 75 *Accounting Review* 257, 2000 を参照。

責任さえ自覚せず、あてにならないことが白日の下に晒された¹³。

Board 1.0 モデルの失敗は、それに代わる Board 2.0、すなわち独立取締役で構成されるモニタリング・ボードの形成を促した。1970年代から2000年代にかけ、このモデルが次の三つの側面から強化された。第一に、取締役会に要求される姿が、独立取締役が過半数を占めればよいというものから、CEOを除いてほぼ独立取締役のみで構成されなければならないというものに変化した。第二に、経済的な「独立性」の基準がますます厳格になり、特にその企業との間に取締役を務める以外にいかなる経済的関係もないことに主眼が置かれるようになった¹⁴。そして第三に、取締役会が、その抱える監督任務のそれぞれに意識を集中させるべく、取締役会の下部に各種の委員会を設置することを選択した（又は要求された）。2000年代の終わりまでに、大手の上場企業の大半が、少なくとも監査委員会、報酬委員会、そして指名/ガバナンス委員会(取締役会自体の業績評価も行う)を設置するようになった。

こうした変化の原動力になった要因は複数存在する。第一に、独立取締役を据えることが敵対的買収をかわす助けになる、という法律上の効用をCEOが理解するに至った点である。これは、「ただ拒絶するだけ (just say no)」の買収防衛策であっても、独立取締役で構成される取締役会の承認を得ていればデラウェア州の裁判所により有効とされる可能性が高かったためである。同様に、裁判所は、独立取締役で構成される「特別委員会」が株主代表訴訟を掌握し、却下することを認めるに至った。こうして、敵対的買収と、原告株主の弁護士という経営陣の最も恐れる二つの難敵からの攻撃をかわすのに役立つ存在として、CEOは独立取締役を受け入れるようになった。

第二に、この間、その持分比率を着実に高めた機関投資家が、自分たちの利益保護を強化するため、厳格な独立取締役会の法制化をねらったロビー活動を展開した点である。株主構成が分散化することで支配権市場からの圧力が低下することを補うため、機関投資家は取締役会において株主の利益を擁護する取締役を求めている。

第三に、この期間にかけ、規制及びコンプライアンスをめぐる要求が増大し、それが各種委員会の導入と独立基準の強化につながった。特に、EnronやWorldComの事件がその好例であるが、2000年代の会計スキャンダルの余波により、Sarbanes-Oxley法とそれに続く証券取引所の上場規則により、強制的な独立基準が課せられた。

このような発展過程の初期において、Board 2.0は、会計監査人の業務を検証し、内部監査部門から報告を受ける監査委員会を設置するというコンプライアンスのための戦略をと

¹³ 取締役の役割を限定するこうした理解が、取締役がコンプライアンスを監視する義務は負わないと判示する *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co.*, 188 A.2d 125 (Delaware 1963) における根拠とされた。

¹⁴ デラウェア州の裁判所による「独立性」の分析では、「構造的バイアス」とも呼ばれる独立取締役と経営陣との深い社会的関係が考慮されていない。裁判所の分析は、信じ難いほど濃密な社会的ネットワークの影響を否定しているものの、その結果は必ずしも悪いものではない。経済的関係の場合とは異なり、社会的紐帯とその強さは、恐らく観察可能ではあっても、高度に洗練された裁判所に対してさえ立証するのが極めて難しい。

ることになった。コンプライアンスをめぐる他の違反が露呈した場合には、外部の弁護士による特別委員会が設置されるようになった。外部の専門家に頼るこうした戦略は、(コンプライアンス分野ほどは成功していないものの)役員報酬分野にも持ち込まれ、外部の報酬コンサルタントの仕事を「検証」する報酬委員会が設置されるようになった。

しかしながら、Board 2.0 も、企業戦略・業務遂行実績の監督という点では成果を上げていない。取締役会は通常、隔月で(又は四半期ごとに)開かれる。経営陣は、取締役会の議題設定、取締役会がチェックする情報の選別及び取りまとめに支配的な役割を果たしている。取締役会にとって、会議の場において、経営陣による説明を批判的に検討する材料となり得るような企業の事業及び戦略に関する「詳細な」プレゼンテーションを受けることは容易ではなく、この観点で見た取締役会は「リソース不足(under-resourced)」である。独立取締役が非常勤であるため時間的制約があること、また代替的な情報経路も欠如していることに鑑みれば、Board 2.0 の取締役は「情報不足(thinly informed)」に陥っていると言える。実際のところ、取締役にとって、経営陣を経由しない主な情報源は株価である。株価には、証券アナリストその他の市場参加者が収集した情報とその分析結果が反映されているためである。このため、当該株価の年間における値動き及び同業他社との比較分析結果が Board 2.0 の取締役にとっての重要な指標とされている。これは、株価というものが株主の利益にある程度一致するだけでなく、情報不足に陥っている取締役にとり、経営陣の業績を測る上での最も信頼できる指標になっているためである。最後に、規制により監督義務が拡大されるにつれ、取締役会がその企業の事業について深く知るために割ける時間が減少してしまった。取締役会の時間は有限なため、新たな責任が追加される都度、それまで非規制分野の監督に充てられていた時間が削られてきた¹⁵。

さて、Board 2.0 モデルにおける情報源及び監督装置としての株価への依存度の大きさを再度指摘したい。今日の上場企業の多くにとり、株価は、取締役の利用し得る中で企業の業績に関する最も優れた指標であると言っても過言ではない。言い換えれば、上場企業の取締役は、自分達が把握していない情報が多く存在することを理解しており、また、経営陣が取締役会への情報の流れを統制していることも認識している。また、取締役は、株式アナリストを含む部外者がその企業の経済的業績/見通しを自分たち以上に知っており、さらに精査している可能性がある点も認識している。その企業に関する詳細かつフィルターを通していない知識を経営陣から得られない以上、そのような取締役が株価の動きを重要な指標にして経営陣を評価することは当然である、と見る向きもあるかもしれない。Board3.0 が掲げるビジョンとは、株価には、将来において実現が期待されるものの重要な要素が織り込まれていない可能性があることを、取締役自らと株主の両方に対し信頼感を与える形で説得

¹⁵ 我々のうちの1人が出席した取締役会において、同社の法務顧問が取締役会の1年間の議題を、それぞれの日についてその規制遵守度の監視に費やされた時間を伏せた形で回覧していた。戦略その他について討議するために残された時間は極めて少ないという印象を受けた。

できる取締役モデルを実現することである。

Board 2.0 モデルに付随するもう一つの重要な制約は、取締役の意欲をめぐる問題である。取締役報酬のかなりの部分（通常は 50%）を株式関連で提供し、その任期中にその企業に対する持分を蓄積するよう取締役に求めることが「ベスト・プラクティス」だとされる一方、取締役報酬の絶対的水準は高くはなく、取締役の業績に応じて報酬が変化することもない¹⁶。取締役の持分の価値は確かに株価の上昇に伴って増大するものの、取締役として特別優れた業績を上げてても次期の報酬が増加されることはない。さらに、大手上場企業の実務取締役の典型は、別の企業における輝かしいキャリアが終わりに近づいている人か、既に退職した人である。このような典型的な取締役がリスク回避的行動をとることは容易に想像できる。取締役としての評判の低下による損失の方が、見込まれる経済的利益を上回っているからである。このようなインセンティブ設計は、コンプライアンス目的で監督するインセンティブを高めることができる可能性がある一方、アクティビストからの追求に抵抗するべきであってもそうしない場合を含め、取締役が事業におけるリスクテイクを後押しする意欲を引き下げることが明らかである。さらに、別の常勤職に就いているか、退職している場合であれば余暇を中心とする生活を選んでいる取締役にとって、その職務の非常勤性は、欠点ではなく、当然の特徴である。

Board 2.0 モデルは、その導入以来なんの変化もなかったわけではなく、時とともに取締役会の自主独立性が全般的に強化された。例えば、よくある CEO が取締役会の議長も兼務したいと考えるケースを想定して「筆頭取締役」を据えたことなどである。つまり、CEO が議長を兼務する場合、実際にはそれと引換えに独立取締役の一人に指導的な役割を認めることが慣例になっている。同様に、取締役候補者を評価する際に、CEO の発言権とともに、「指名・ガバナンス (nom-gov)」委員会の果たす役割が増大している。取締役が自らの監督権限にそれまでよりも自信を持つようになり、また会計監査人などの第三者も、企業の不正行為を特定する役割によりコミットし、適合するようになった。

このような、最近の進歩したモニタリング・ボードは、「**Board 2.1**」と考えてもよいかもしれない。とはいえ、取締役会が能動的であるよりは受動的であり、取締役が情報面及び時間的に制約され、その企業に関与しリスクテイクを後押しする意欲が限定されているという基本的傾向は変わっていない。

アクティビストによる**挑戦**：資本市場の状況の変化により、取締役会が活動するガバナンス環境が変化し、それが標準的な **Board 2.0** モデルへの圧力となっている。機関投資家への株式所有の再集中は、新たな投資家、すなわちアクティビスト・ヘッジファンドの台頭を生み、また促進した¹⁷。アクティビストは一般に株価が過小評価されている企業に焦点を当て、その企業の戦略や経営陣の業務遂行スキルを批判する。ガバナンス用語では「委任状争

¹⁶ John Armour, Jeffrey Gordon, & Geeyoung Min, “Taking Compliance Seriously,” 37 *Yale Journal of Regulation* 1, 35-37, 2020 を参照。

¹⁷ 詳細は前掲脚注 8 を参照。

奪戦」の形を取るこの問題提起では、多くの場合、手の込んだ外からの批評と改革案の提示がなされる。改革案の中には、経営陣目線では賢明とは言い難いタイミングで企業そのものを売却することも含む。アクティビストが対象企業株式の一定割合を保有し、他社へのエンゲージメントで目に見える実績を出していたとすれば、アクティビストが他の投資家から信頼を獲得することも可能だろう。

Board 2.0 モデルの限界として、その企業について取締役が有する情報が、アクティビストよりも少ないことがままある点が挙げられる。そのような状況下では、現在及び将来の戦略に関する取締役の判断を多数派の機関投資家が納得することは困難になる。本来であれば株価に反映されるはずの情報が、その開示を控える正当なビジネス上の理由が存在するために開示されず、企業の業績や見通しが株価に反映されないケースが少なくとも一部存在している点は問題である。事業戦略や製品イノベーションの中には、先発者として優位に立てる期間をどこまで伸ばせるかが成否の決め手になるものも存在し、尚早に情報開示をすることはむしろ株主価値を毀損しかねない。また、市場は、複雑な戦略を実行する経営陣の能力を割り引いて株価に織り込んでいる場合もある。**Board 2.0** の取締役では、アクティビストによる異議を当面受け入れないよう機関投資家を説得するための言葉―「我々を信頼してほしい。当社の置かれている競争環境、能力、リソースに照らして当社の戦略を熟慮した」―を並べてみたところで、彼らの信頼を獲得することは困難だろう。

経営陣にとって、アクティビストとの戦いは、短期的利益の最大化を求める圧力に対して長期的な戦略を追求するための闘争である場合も多い。しかしこのような視点では、ガバナンスをめぐる **Board 2.0** の問題点が見落とされてしまう。経営陣が、「自分たちの戦略こそ長期的な価値を最大化するものであるにもかかわらず、その点が（まだ）市場で評価されていない」と主張したとしても、実際にそうであるとは限らない。確かに市場には近視眼的傾向が見られるものの、経営陣の期待が非現実的であり、将来について楽観的過ぎる、すなわち遠視的であるという可能性もある。一般的に、現在の取締役会モデルに基づく取締役は、まだ市場により理解されていない戦略を評価及び検証する立場にはなく、多数派株主である機関投資家を含む関係者もそのことを理解している。

Board 3.0 への道標となる、PE ファンドの「ポートフォリオ企業 (Portco)」の取締役会モデル

アクティビストによる真剣な挑戦に直面した経営陣に対して、信頼できるサポートを提供できる代替的な取締役モデルはどのような形態のものになるのか。反対の面から見れば、ビジネスが複雑さを増す環境において、アクティビストが現れたか否かに関わらず、より高品位の監督機能を提供し、企業の業績をさらに押し上げることができるガバナンス・モデルとはどのようなものであろうか。以下、PE 投資のガバナンスに関する文献を読み込んだ成果と、主要 PE ファンドを対象とする数度のインタビュー結果を踏まえ、PE ファンドの投資ポートフォリオに含まれる未公開企業、すなわち「ポートフォリオ企業」(以下、「portcos」)

において一般的な取締役会モデルの概要を紹介する¹⁸。

PE ファンド間、さらにはそれぞれの PE ファンドのポートフォリオに含まれる企業間においても異なるものの、portco のガバナンスには共通して次の中核的な要素が含まれる。すなわち、取締役会の規模が小さく（6 名を超えることは珍しい）、（当該株式取得の経済的ロジックを見出し洗練した）1 名又は 2 名の「ディール(deal)」取締役、PE ファンドから送り込まれ、Portco の経営陣による戦略の策定及び執行について詳細に分析を行う 1 名又は 2 名の「オペレーター(operators；実働部隊)」取締役、また、（恐らくは上場企業の経営幹部としての経験から）その業界で必要とされる知識を備えた 1 名の「社外」取締役及び portco の CEO で構成される。ここでは、中堅プロフェッショナルが PE ファンドを代表して portco の取締役に指名される傾向にある。こうした人々であれば、その portco を成功させることで経済的にもキャリアの面でも有利になる。オペレーター取締役は、CEO だけでなく、CEO の部下であるマネジメント層とも頻繁に連絡を取る。取締役会は、ビジネスの状況に応じて頻繁に、時には毎週開かれ、議題は、オペレーター取締役がビジネス上最も重要だと判断したものを設定する。オペレーター取締役は、取締役会の討議に関係する portco 固有の情報を整理する。最も重要な点として、portco の取締役会は CEO を解任し、戦略を変更する権限を備える。

1 名の取締役が事実上の筆頭取締役を務め、portco への PE ファンドの関与をコントロールする。この筆頭取締役については、IPO 又は売却によるイグジットで portco に紐付いて受け取る報酬だけでなく、PE ファンド内での出世という点でも、自らの経済的な利害が portco での仕事と一致している。こうした「権限を与えられた筆頭取締役(empowered lead director)」は、portco が直面している戦略及び業務遂行上の問題を評価するために、PE ファンドの全分析能力を動員できる。PE ファンドのアナリストは、仕事をする際に portco 固有の情報にアクセスできる。PE から送り込まれた中堅ビジネスマンとアナリストが portco の業績を監督するために費やす時間は年間数千時間にも及ぶ。

この取締役会モデルの中核的要素は、取締役が、豊富な情報を与えられ、十分なりソース

¹⁸ 関連する文献には次のものがある。Viral Acharya, Oliver Gottschlag, Moritz Hahn & Conor Kehoe, “Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity,” 26 *Review of Financial Studies*, 368, 2013; Viral Acharya, Conor Kehoe & Michael Reyner, “Private Equity vs. PLC Boards in the U.K.: A Comparison of Practices and Effectiveness,” 21 *Journal of Applied Corporate Finance* 45, Winter 2009; Andreas Beroutous, Andrew Freeman & Conor F. Kehoe, “What Public Companies Can Learn from Private Equity,” *McKinsey on Finance*, Winter 2007; Ugur Clikyurt, “Private Equity Professionals on Public Firm Boards,” March 2015（未公開原稿、<https://ssrn.com/abstract=2586466> で確認できる）; Francesca Cornelli & Oguzhan Karakas, “Corporate Governance of LBOs: The Role of Boards”, May 2012（未公開原稿、<https://ssrn.com/abstract=1875649> で確認できる）; Paul Gompers, Steven N. Kaplan & Vladimir Mukharlyamov, “What Do Private Equity Firms Say They Do?” 121 *Journal of Financial Economics*, 449, 2016; Ronald W. Masulis & Randall S. Thomas, “Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance,” 76 *University of Chicago Law Review*, 219, 2009.

を備え、意欲を持つように設計される点である。PE ファンドの投資家に還元される投資収益が一貫して「市場平均」を上回っていることでも分かるように、PE 業界で最も評判が高く、経験豊富な投資家は、これまで買収した企業の生産性を驚くべき一貫性をもって向上させており、その事実が、PE 投資のガバナンスモデルが有する価値の最も明確な証拠となっている。PE 投資の黎明期には、投資利益の大半が、「金融工学」、つまり、成熟した企業に最高で 9 対 1 のレバレッジを効かせ、高額な株式報酬により案件担当者のモチベーションを高めることでもたらされていた。Michael Jensen は、過剰な「フリー・キャッシュフロー」（期待リターンを上回る再投資先を見つけられなかった現金）を契約で定められた利息と元本の支払いによって吐き出させることがレバレッジド・バイアウトによる利益の主要な源泉であると明らかにしたことで知られている¹⁹。倒産の脅威が、経営陣をして余剰現金を正味現在価値がマイナスであるプロジェクトに転用できなくするであろう。初期の「金融工学」のもう一つのストーリーは、肥大化して負のシナジー効果に直面していたコングロマリットの解体に貢献した LBO の役割に焦点を当てるものであった。傘下の様々な子会社を関連する業界の買い手―彼らは、当該子会社がコングロマリット傘下で生み出していたキャッシュの現在価値よりも高い価格を提示することをいとわなかった―に売却することによって得られた収益から LBO 債務を償還した上で、残余を LBO スキームの出資者に分配することができた。そして、「金融工学」をめぐるストーリーのもう一つの要素は負債の税制上の利点であった。利息は損金算入可能である（したがって、portco の利益に係る課税負担を削減できる）が、配当は損金算入できない。それによって生じる利益の源泉は公的財政からの移転であり、民間企業のエージェンシー・コストの節減によるものではない。

しかし、時間の経過に伴って、このような「金融工学上の」優位性は大方失われた。これは一面において、LBO 活動の成功により、コーポレート・ガバナンスをめぐる正の外部性が生じ、それが上場企業セクターに波及したためである。例えば、上場企業の経営陣の側では、金融的買収者（訳注：ファンド等）の標的になることを回避するための方策として、（増配又は自己株式取得により）余剰フリーキャッシュが蓄積されるのを回避することができるし、ノンコア事業を売却又はスピノフさせることもでき、また、余剰現金を使って無関係な買収を行うのを控えることもできた。PE ファンドの投資対象になり得る企業は、金銭的なリターンを求めて行動する PE ファンドの標準的戦略を模倣するだけで、資本市場で特段目立たない存在になることができたのである。

PE 投資の果たす役割は拡大し続け、PE ファンドが運用する資産が着実に増え、非公開化取引と PE ファンド間での売買の両方、又は PE ファンドからの出資を受けて「非公開化企業であり続けること(staying-private)」を選択する事例も着実に積み上がっている。そして、この PE 投資の継続的な拡大が示唆するように、買収候補企業が自ら PE ファンドの戦略を模倣する作戦には依然として大きな制約がある。特に、上場企業が、執行側のトップが大株

¹⁹ Michael C. Jensen, "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, Sept.–Oct. 1989, at 61.

主や大株主を代表する取締役会に直接レポーティングするような PE ファンド型のガバナンス体制を採用することは容易ではなかった。PE がこれまで投資を惹きつけることに成功してきた理由は数多いものの、その一つの重要な要素は、PE 企業による portco ガバナンスモデルである。すなわち、効果的に設計されたコーポレートガバナンス・モデルを開発し、体系的に導入する一貫性によって高い投資収益をもたらすことができるのである。

上場企業における Board 2.0 の限界から、幾つかの代替的アプローチが生まれた。かなりの数のテック企業が、「一株一議決権の普通株による現在のコーポレート・ガバナンスの枠組みでは、イノベーションや創業者に『固有のビジョン(idiosyncratic vision)』の追求など、必ずしも市場に評価されるとは限らない活動が制限される」と述べ、複数議決権株式を発行した上で株式を公開した²⁰。上場企業の経営陣が PE による非公開化を選ぶ理由の一つもここにある。非公開化にかかるデューデリジェンスでは、買い手である PE が経営陣の戦略を十分に評価してくれるかもしれないし、PE 投資型のコーポレート・ガバナンスはそうした戦略を支持してくれるかもしれないからである。しかし、これらの代替的な「極端な解」のいずれにも弱点がある。複数議決権株式の利用は、経営陣の保身と株主の弱体化という公共政策上の懸念を惹起する以外にも、創業者のユニークな洞察と事業への長期的取り組みが今後も続き、成果として確認できるであろうという楽観的な前提に立ったものである²¹。また株式の非公開化は、一般投資家が利用できる投資機会を狭めるものである。一般投資家が、とりわけ魅力のある投資案件に平等にアクセスすることができなくなることは、公共政策上、深刻な懸念を引き起こす²²。

Board 3.0 の目標は、PE ファンドによる portco のコーポレートガバナンス・モデルのいくつかの側面を上場企業の取締役会が利用できるようにすることである。個々の企業にもたらされる効率性の向上に伴い、ガバナンスをめぐる上場企業が取り得る選択肢が広がり、上場株式市場が非公開株式市場と競争をしながら活性化を図ることが期待できる。また、PE ファンドへの出資機会がない一般投資家にとっての投資機会を広げることもつながるであろう。

上場企業は Board 3.0 をどのように採用し、導入すればよいのか

我々が構想する Board 3.0 は、現在の Board 2.0 モデルの取締役と、経営陣の戦略と業務遂

²⁰ Zohar Goshen & Assaf Hamdani, “Corporate Control and Idiosyncratic Vision,” 125 *Yale Law Journal* 560, 2016 を参照。

²¹ Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, “The Uneasy Case for Perpetual Dual-Class Stock,” 103 *Virginia Law Review*, 583, 2017; Ronald J. Gilson, “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy,” 119 *Harvard Law Review*, 1641, 2006; Jeffrey Gordon, “Dual Class Common Stock: An Issue of Public and Private Law,” *Columbia Blue Sky Blog*, January 2, 2018 (<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/dual-class-common-stock-an-issue-of-publicand-private-law/>で確認できる) を参照。

²² Jeffrey Gordon, “Is Corporate Governance a First Order Cause of the Current Malaise?” 6 *Journal of the British Academy* (Supp.) 405, 2018 を参照。

行実績の監督を専門的に担当する「エンパワード(empowered;権限を与えられた)」取締役(「3.0 取締役」)が混在する取締役会である。2.0 取締役は、これまでのように、コンプライアンスに主眼を置いた委員会に参加するし、またそれ以外にも、特に、必要に応じて「特別委員会」に参加するなどの形で取締役会の負っている責任の一部を負担する。3.0 取締役は、新設される「戦略検証委員会」に参加する。これらの取締役は、3.0 取締役が経営陣と協働するのを支援する社内の「戦略的分析室」によるバックアップを受ける。追加的支援が必要とされる場合、3.0 取締役が外部コンサルタントを雇う方法もある。3.0 取締役は、主に株式で構成される長期的な報酬を受け取る。その際の目安としては、PE ファンドから派遣される案件担当者や筆頭取締役の報酬水準が有用だろう。また、3.0 取締役は中堅のプロフェッショナルであるため、担当企業の価値を向上させたという評判を確立できることが、目には見えない報酬にもなるだろう。3.0 取締役については、特定の企業に拘束され続けるリスクを最小限に抑え、また 3.0 取締役としての評判機能を有効活用するためにも、任期を限定すべきである²³。

ガバナンスをめぐるこれまでの議論において市場の近視眼的傾向が大きくクローズアップされてきたことを受け、我々は、理解されやすいよう、主として、Board 3.0 モデルにより企業と上場株式市場との情報の非対称性の問題に対処できるという利点に焦点を当ててきた。それに加えて、このモデル、特に 3.0 取締役は、冒頭の JPM の例で見たように、2.0 取締役では明らかに力量不足となるような、複雑なビジネスの監督をめぐる不備への対処に効果を発揮する可能性がある。

Board 3.0 の導入にはコストがかかる。こうした費用には、3.0 取締役への報酬と戦略分析室の運用費用が含まれる。3.0 取締役が、企業の現在の戦略又は経営陣の業務遂行スキルを問題視した場合に生ずる摩擦も追加的な費用となる(ただし、こうしたコストは、このいずれかの分野が改善された場合の潜在的利益により相殺できる)。Board 3.0 は、法令または規制によって強制されるものでも、「ベスト・プラクティス」を規定することで固定化され得るものでもないとする。我々は、あくまで事業計画と業務遂行の複雑さの増大により追加費用が正当化され得る企業につき、その企業の特別な状況に応じて考案される柔軟な選択肢として提案している。その際、上場企業の事業や戦略の不透明性や複雑さが増すほど Board 3.0 の構造的魅力が増すのは明らかである。

企業はどのようにして Board3.0 を導入できるであろうか。第一に、上場株式市場により大幅に過小評価されるであろうと考えられる戦略を経営陣が追求する場合に、3.0 取締役は機関投資家の信頼を得ることができることから、CEO と経営陣が自主的な導入、すなわち「オプトイン」を提案するケースが考えられる。CEO が Board3.0 のオプトインを推進することは、新たな取締役による情報へのアクセスにより社内において問題提起や課題の提起

²³ この種の取締役への信頼感を高めるために必要な構成上の取決めに関する説明については、Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, “Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors,” 43 *Stanford Law Review*, 863, 1991 を参照。

が促される限りにおいて、CEO が自らの戦略や現経営陣の業務遂行スキルに自信を持っているシグナリングとして使うことができる。

第二に、取締役会、特に筆頭取締役又は指名/ガバナンス委員会がオプトインの推進主体となる可能性もある。アクティビストから異議が提出される可能性を考慮して、Board 2.0 モデルでは取締役会がその企業にとって本来最善だと判断する戦略を追求するのが困難であることを取締役会自身が理解しているかもしれない。あるいは、取締役会が、その事業の性質を考慮し、自らの監督責任を果たすことに無理があると判断するケースかもしれない。

第三に、アクティビストからの挑戦を終結させる過程でオプトインに向けた動きが生ずるケースもある。アクティビストの誰もが、投資先企業の戦略と業務遂行実績の評価を継続的に行うのに必要とされるファンダメンタルズに基づいた個別企業に対する分析能力を備えているわけではない。一般に、アクティビストは、公開情報から業績不振を示す指標に基づいて対象企業を決め²⁴、取締役会の質を引き上げると期待できるような、アクティビストに所属するものではない取締役候補者を募集・採用する。委任状争奪戦のかなりの割合が、アクティビストの推す 1 名以上の候補者を取締役に受け入れることで決着する²⁵。コーポレート・ガバナンスの徹底した変革を希望するアクティビストが、その企業の実情に合わせてカスタマイズした Board 3.0 を導入するようその企業に要求することもありうる。

一つ重要な課題が残っている。Board 3.0 の仕組み及び 3.0 取締役は、多数派の議決権を握る株主である機関投資家の信頼をどのように勝ち取るのか。これについては、全面的な情報開示と、その後の時間をかけた注意深い経過観察により、この制度の効用が自ずと明らかになるはずである。具体的な情報開示としては、取締役会の戦略検証委員会と 3.0 取締役の支援に充てる社内のリソース(戦略検証委員会の規約及び企業の定款で定める適切な権限を含む)、3.0 取締役に対する極めて効果的な報酬、3.0 取締役の経歴と実績、の全てである。大手資産運用会社は、コーポレート・ガバナンスを精査する場合、その企業の実績の質が判断の決め手になると断言する。こうした投資家は、事業上の個別具体的な「マイクロマネジメント」にまで監督の手を伸ばすことに関心がない。しかし、これらの投資家は、社内における十分な分析リソースの有無や 3.0 取締役の経歴などを含め、Board 3.0 の信頼性を評価できる。また、彼らは、Board 3.0 構造の有効性も含めて、その企業の業績について時間をかけて観察する。

機関投資家の視点からは、Board 3.0 は、次のように考えられる。株価などの指標が低迷している場合に、この仕組みがあることにより、経営陣にどの程度の長さの「手綱」を認めることができるか。Board 3.0 により手綱の長さが延びる場合もあるものの、無制限ではない。また、一部の企業に対しては、Board 3.0 モデルにより示される中間解が、市場の近視眼傾向と経営陣の遠視傾向という両極の間で揺れ動く Board 2.0 よりもはるかに効果的な場合が

²⁴ Shane Goodwin, “Management Practices in an Age of Engaged Investors,” *Columbia University Business School Working Paper*, December, 2017 (<https://ssrn.com/abstract=3045411>) を参照。

²⁵ “Lazard’s 2018 Review of Shareholder Activism,” *Lazard’s Shareholder Advisory Group*, 8, 10, January 2019 を参照。

ある。

プライベート・エクイティをリレーショナル投資家として迎え Board 3.0 を導入する

PE ガバナンスモデルの派生形を上場企業に移植するもう一つの方法は、「リレーショナル投資家(relational investor; 訳注：日本における「エンゲージメント投資家」に当たる)」としての PE ファンドに協力を求めるものである。Board 3.0 モデルを導入する場合、特に社内の戦略分析室の創設と 3.0 取締役の選任が問題になる。PE ファンドは、既に社内に分析チームを備え、多数の 3.0 取締役候補者を抱えている。「リレーショナル投資」は中間解の初期の形態であり、経営に伴うエージェンシー・コストを抑えつつ、敵対的買収者のいわゆる短期主義を克服する方法として 1990 年代初頭に推奨された。これは、機関投資家の所有割合の増大によりガバナンスを仲介する新たな投資家が登場し、そのような投資家が、自身を長期的な価値を創造するための協力者、要するに「オーナー」であるとみなすであろうという考えに基づくものであった²⁶。

しかし、典型的な機関投資家のビジネスモデルは、リレーショナル投資の理想とされる真のエンゲージメントに適したものではなかった。機関投資家の大半は、(インデックス・ファンドがその極端なケースであるが) リレーショナル投資モデルと相容れないような広範な分散と手数料の最小化を追求するようになった²⁷。現在、リレーショナル投資家としての評判を確立している投資家は一握りにとどまり、中でも注目されているのが恐らくは ValueAct Capital であろう。

PE ファンドは、現代におけるリレーショナル投資の担い手になる。これらのファンドは、その事業に関する深い知識、ガバナンスモデル、十分に長期的な視点をもたらすが、PE ファンドのこうした方針は、彼らの投資家が(ヘッジファンドの投資家の投資期間がはるかに短いのは対照的に) 投資を 10 年間固定することにより保護されている。例えば、Board 3.0 を実現するためのスキームとして、PE ファンドが、上場企業の株式の相応の割合を取得してコミットメントを示すとともに、アップサイドを得るため新株引受権を取得した後、一定期間における取締役選任権が付属する償還株式を取得するというモデルが思い浮かぶ。償還株式を用いることで、その期間の終了時に当事者が関係を継続、変更、又は終了させる退出権が、企業と PE ファンドの双方に保障される。我々がインタビューを行った際には、さまざまな PE ファンドの経営者がこのアイデアに賛同する姿勢を示した。さらにこの点を強化して、償還株式により取締役の過半数を選出できることを定め、PE ファンドに企業の戦略と業績に対するより強い監督権限を付与することも考えられる。Board 3.0 のこのような機能強化版であれば、PE 投資のコーポレート・ガバナンスをより完全に近い形で上場企業に提供できるようになる。Board 2.0 の限界が認識されることによって、特定の企業や特定

²⁶ 例えば、Jeffrey N. Gordon, “Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting,” 94 *Columbia Law Review* 124, 1994 を参照。

²⁷ 前掲脚注 8 を参照せよ。

の PE ファンドに適した他の技術の開発が進むであろう。

結論

現在普及している取締役会の Board 2.0 モデル（非常勤の独立取締役で構成される監督型取締役会）は不磨の大典ではなく、状況に合わせて考案された組織的実験の成果だと考えるべきである。この 40 年間に上場企業の株式所有構造が根本的に変化しており、そうした企業の事業規模や複雑さについても同様である。十分な情報が与えられず、リソースに欠け、意欲に限界のある取締役は、強力なガバナンスが求められる今日の要請に適していない。十分な情報を与えられ、その企業への関心が極めて高い取締役で構成される Board 3.0 は、状況の変化に適合するガバナンス構造を求める企業にとって、代替選択肢を検討する際のたき台となる。

Ronald Gilson 教授は、コロンビア大学ロースクールにおける法学・経営学の Stern 記念教授であり、また、スタンフォード大学ロースクールにおける法学・経営学の Meyers 記念名誉教授である。また、同氏は、European Corporate Governance Institute（「ECGI」）のフェローも務める。

Jeffrey Gordon 教授は、コロンビア大学ロースクールにおける法学の Richard Paul Richman 記念教授であり、ECGI のフェローを務める。また、同氏は、Millstein Center for Global Markets and Corporate Ownership の共同理事も務めている。