

## 第12回「PEファンドとガバナンスについて」

日本の大企業の間で、近年社内メモのキーワードになったものがいくつかあります。「コンプライアンス」「環境」「CSR」「内部統制」……。 「ガバナンス」というのもその一つです。これらに関する専門書の類も多数あり、食傷気味だという方も多いのではないのでしょうか。本稿は、そうした専門分野に立ち入ることが目的ではなく、日本企業のガバナンスというものについての筆者の基本的な見方、及び、PEファンドの運営者自身のガバナンスのあり方を考えてみたいという趣旨です。

### 1 一般の上場企業のガバナンス

---

#### (1) 概論

「ガバナンス」は、ほかのキーワードと密接に関連しています。難しい議論は横に置くと、「企業は誰のものか」「企業の内部統制はどうあるべきか」「企業は何を目的に活動するのが正しいのか」といった問いに答えるのがガバナンス論ではないのでしょうか。すなわち、「企業は誰のために、誰が、どう運営するべきなのか」ということです。

法律的に言えば、企業は株主のもので、企業の取締役は、株主価値の最大化を実現するために株主から選ばれたもので、監査役は取締役がその目的に沿って適切に意思決定をしているかどうかを監督するものです。そして、何かあったときの最高意思決定機関は株主総会。単純に言えば、これが法律的な意味での「ガバナンス」です。

#### (2) CSRとガバナンス

それでは、企業の取締役は、株主のことだけを考えて経営していればいいのでしょうか。この連載で何度も取り上げたように、筆者の考え方は「否」です。

もちろん、株主にも色々な種類がいますので、ごく短期的な株主利益を求める意見もあるでしょう。たとえば「増配せよ」「自社株買いを進めよ」「含み益のある資産を売却せよ」等々、アクティビストの方々からよく聞く主張です。もしその企業の取締役が、過去の蓄積をバッファーに安住することで安定配当はできていても、事業構造の改革や成長戦略を取ることを怠っているような場合には、こうした主張は取締役会に緊張感を与える貴重なものだと思います。また、企業の取締役が、「中期的な観点からも、現在の株主にキャッシュを払うことが有意義だ」と合理的な根拠を持って判断する場合には、その主張を受け入れるべきです。しかし、本来は「そういう怠惰な取締役を選ばない」というのが株主の重要な役割です。もし、アクティビストの株主の方々、中期的な企業価値の向上機会を損なうことを知りつつ、短期的な利益還元を求

めているようなことがあれば、その主張には疑問なしとはしませんし、企業が合理的な根拠なくそれに応じるとすれば、取締役の自己保身ではないかと疑われても仕方ありません。

筆者は、企業は、中期的な企業価値向上を目指すべき存在だと考えています。そして、企業の中期的な価値は、株主のみならず、従業員・債権者・取引先・社会(これらを「ステークホルダー」と総称します)などに価値を提供することから生まれるものだと考えており、それがCSRの本質だと思います。

たとえば環境問題もこのコンテキスト(文脈)の中で考えれば分かりやすいと思います。環境に関しては、欧米・日本・中進国の利害がぶつかる中で、日本が競り負けた結果、企業が規制上の不利益を蒙(こうむ)つていとも言われているように、政府の姿勢や交渉力という外部要因に左右されている面も否めませんが、それだけではありません。環境対策をすることは、短期的な企業利益、短期的な株主利益に寄与するものではない反面、社会というステークホルダーにとっては大事なことであり、近年は、それが中期的に企業価値を向上させると考えるからこそ、企業は環境対策をするのだと思います。

したがって、企業の実務は、株主だけを向いていけばいいというものではなく、現に各企業の中長期経営計画には、「各ステークホルダーにどのような価値を提供してどのような対価を得るか」ということが織り込まれるのであって、それが正常な姿だと考えます。そして、それが結局は中期的な株主価値の向上にも繋がるのではないのでしょうか。すなわち、一般上場企業のガバナンスというのは、実際には、株主はもちろん、従業員・債権者・取引先・社会等、企業を取り巻くステークホルダー全体からバランスよく監視を受けてこそ機能するものであると思います。

### (3)問題点

一般企業のガバナンスは、ここまで述べたような考え方が望ましいと思いますが、日本企業の場合、いくつか気になる点があります。

第1に、日本は、戦後の高度成長と、企業の恒常的な資金ニーズを支える仕組みとして、政策的に銀行(間接金融)主導のファイナンスが重視されてきました。そのため、近年まで、銀行が企業に対して持っていた発言力は強大なものであり、企業の経営方針の決定に際しては、細部に至るまで銀行が大きな影響力を有していました。銀行のOBが融資先の企業の役員になって、銀行の意向を忖度(そんたく)しながら経営にあたるようなこともしばしば見られました。このことは、銀行というステークホルダーと企業が意思疎通を密接に図るという意味において有意義なことと考えられます。しかし、一方で、先述のように、本来企業の実務は法的には株主の利益を第一に考えるべき立場にあるほか、株主のみならず、従業員・取引先・社会など債権者以外のステークホルダーの利益も考えるべき存在です。銀行は、債権者として、企業の成長を支援するかわり、融資を実行した後は、貸付債権の保全・回収を第一に考えることが当然であり、それ自体は何ら非難されるべきことではありません。ただし、特に近年のように、貸付債権についての債務者区分が、企業の1-2年の短期的な業績や資産内容等に左右されてしまうようになり、銀行によって短期的な財務制限条項が課されたりするようになると、中期的な企業の成長を考える株主その他のステークホルダーと、銀行というステークホルダーの利益相反がより発生しやすい状況になっていることにも一定の留意が

必要と思われます(連載第11回ご参照)。

第2に、取締役や監査役の選出方法の実態です。先述のように、取締役や監査役は、法的には、株主の利益を極大化することができる人物を株主が選出すべきであり、また、CSRの観点からは、株主ほかのステークホルダーの利益を十分に考えて選出されるべきものですが、日本企業の場合には、<平社員→係長→課長→部長→取締役→代表取締役→相談役>といった社内の「出世階段」の延長線上に取締役や監査役があるというのが一般的なサラリーマンの感覚なのではないでしょうか。それが当たり前になると、結局は、「相談役に逆らわない可愛いやつが社長に推される」「社長に逆らわない可愛いやつが取締役に推される」「取締役に逆らわない可愛いやつが……」という循環になり、社内で中期的な展望を持って正論を言う社員が必ずしも出世せず、当然取締役にも推されないということになりかねません。もちろん、これは極論であって、人はそんなに馬鹿ではないので、どこかで良識が働くわけですが、本来は、部長など業務執行を担うポストは百歩譲って社内の論理で選ばれてもいいとしても、取締役や監査役は、株主などステークホルダーの立場に立って第三者的に選出する仕組みが必要でしょう。委員会設置会社という仕組みや、社外取締役の活用など、様々な改革が叫ばれていますが、それが形骸化しないように努力することが日本企業のガバナンス強化と成長に繋がるものと考えます。

#### (4)PEファンドとガバナンス

PEファンドは、自らが株主としてハンズオンで経営関与する存在であり、株主が取締役会をはじめとするガバナンス構造の構築を担いますので、株主と取締役の利益は初めから一致します。その立場で、CSRに配慮しつつ経営の舵取りをしていきますので、企業価値の向上に向けての意思決定が的確で早い傾向があると思います。すなわち、日本経済におけるPEファンドの大きな役割は、企業のガバナンス改善に寄与することと、企業の意思決定を早めることだと考えています。

## 2 PEファンド運営者のガバナンス

---

### (1)基本的考え方

PEファンドのガバナンスは、一般の企業のガバナンスとは異なります。

第1に、PEファンドは、多くの場合にパートナーシップであるか、または、株式会社の形態を取りつつも、その出資者個人の間株主間契約等によってパートナーシップ同様のエコノミクスが確保されているのが普通です。したがって、「PEファンド運営会社の経営者=株主」であり、所有と経営は一致しています。すなわち、一般企業の取締役が負っている「株主価値の極大化」という義務は、PEファンドの取締役やパートナーの場合には、自分のために自分で努力するに過ぎず、当たり前のことであって、全く意味がありません。

第2に、PEファンドの運営者が負っている基本的な義務は、ファンドの投資家に対する忠実義務です。ファンドの投資家の中期的な利益を極大化することこそ、PEファンドの運営者が法律的に追っている義務

です。

第3に、PEファンドの場合には、投資家に対して個人的に運営責任を負う「キーマン」と呼ばれる運用責任者が存在していることに留意が必要です。キーマンが投資の全ての意思決定をするわけではありませんが、キーマンが最終決定に責任を持ち、その結果責任を負うことが想定されているのです。

このように、PEファンドのガバナンスは、「パートナー・株主役員が投資家への忠実義務を果たし、キーマンが適切に最終意思決定をし、責任を負う体制になっているか」が、その要諦(ようてい)であって、一般企業とは全く異なります。また、パートナーや株主役員は、当然に投資家と同じリスクを、投資時点で個人的に取ることが想定されています。一般企業の取締役と比べると、はるかに厳しいと言えるでしょう。一方で、こうした高いリスクを取る対価として、投資家が利益を上げた場合に限って、成功報酬として利益の一部がパートナー等に還元されることになっており、極めてフェアな仕組みであるとも言えるでしょう。

逆に言えば、例えばキーマンや社長など、運営責任者が個人的にリスクを取らないようなファンド運営会社や、投資家の利益と連動した成功報酬体系がないファンド運営会社には、適切なガバナンスがあるとは到底言えません。

## **(2) 一般企業との共通点**

このようにPEファンド運営会社のガバナンスは、一般企業とは大きくことなるのですが、一方で、共通に意識すべきこともあります。

それは、一般企業のところで述べた、CSRの意識です。PEファンド運営者は、投資先企業への投資とその運営にあたっては、先述の通り、企業のCSRを十分意識して行なうことが大切です。

## **(3) LLP・LLCについて**

PEファンドのガバナンスは、パートナーや株主役員が担っていることはここまでご説明した通りですが、そもそもこの業界においては、専門性の高い人材の活用や、利益配分の柔軟性などの利点を生かすため、グローバルな傾向としてLLP(Limited Liability Partnerships、有限責任事業組合)またはLLC(Limited Liability Company、合同会社)など、パートナーシップの形態をとるものが多いのです。

日本では、2004年12月に、日本版LLCが創設され、さらに05年8月1日にLLP制度が施行されました。これによりファンド運営におけるグローバル標準の組織形態が可能になったと言えるでしょう(表1.日本における業務組織形態一覧、出典は『日本版LLP(有限責任事業組合)の法務と税務・会計』——石綿学 須田徹編著)。

	株式会社	合同会社 (日本版LLC)	合名会社	合資会社	有限責任 事業組(LLP)	任意組合
法人	あり	あり	あり	あり	なし	なし
有限責任	あり (間接有限責任)	あり (直接有限責任)	なし	有限責任 社員のみ	あり (直接有限責任)	なし (分割無限責任)
社員の最低数	1人以上 (会社法471参 照)	1人以上 (会社法641四)	1人以上 (会社法641四)	1人以上 (会社法641四)	2名以上 (有責法37二)	2名以上 (民法667)
機関	必要	定款自治			全組合員が 業務執行等	契約自由
組織変更	株式会社と持分会社間の組織変更可能(会社法744、746)				株式会社等 との間でなし	株式会社等 との間でなし
組織再編	株式会社と持分会社間の組織再編可能(会社法748等)				なし	なし
構成員課税	なし (法人課税)	なし (法人課税)	なし (法人課税)	なし (法人課税)	あり	あり

LLPには以下の3つの特徴があります。

- 1)有限責任:出資者(組合員)が、出資額の範囲までしか事実上責任を負わない
- 2)内部自治:組織の内部ルールが、法律で詳細を定めているのではなく、出資者(組合員)同士の合意によって徹底できる。これは2つの意味があり、出資者の間で損益や権限の分配が出資者の労務や知的財産、ノウハウの提供などを反映して、出資比率と異なる分配が行うことができる。もう一つは、LLPのガバナンスは、出資者の間で柔軟に決めることができ、取締役会や監査役などの設置の強制がないことを意味する
- 3)構成員課税:組織段階では課税せず、出資者に直接課税するので、二重課税の回避が可能になる(パススルー税制)

このスキームでは、法人もLLPの組合員となることができ、投資額の割合が低い個人の組合員に対しても成功報酬を手厚くできる画期的なスキームだといえます。ただし、(i)LLPには法人格がないために、登記をはじめ様々な不都合が残っていること、(ii)内部自治・イントレスト・アライメントという面においては、それが故に組織としての意思決定に時間を要するおそれがあること、などに留意が必要です。

なお、これに先立って創設された日本版LLCの場合、有限責任性や構成員自治といった面ではLLPと同様の性格を有している上、法人格も有しているものの、構成員課税が認められていないという致命的な欠点があり、使い勝手が悪くなっています。今後の改善が待たれるところです。