

# 金融機関のガバナンス構造と 金融システム危機

佐賀卓雄

## 要 旨

2007-08年の金融システム危機の勃発以前には、企業会計スキャンダルの露見の度に、そのガバナンス構造の改革機運が盛り上がり活発に議論されてきたものの、金融機関のガバナンス構造はそれほど本格的に分析されることはなかった。ましてや、投資銀行のガバナンス構造についてはほとんど取り上げられることはなかった。

これは金融機関がその独特の経済的機能から、様々な金融規制が課せられ、厳しい監督の下に置かれ、システム全体が動揺に曝される危惧がある場合には公的な介入によって安定が図られたため、深刻なガバナンス上の問題が発生しなかったことによる。

しかし、金融システム危機の勃発は震源の中心であった金融機関のガバナンス問題に対する関心を高め、金融規制改革の重要な課題の一つとして、それに関連するあらゆる側面について理論的および実証的分析が行われてきた。特に、CEOの報酬、取締役会の規模、その構成（独立取締役の割合、金融の専門性の有無など）と、リスク・テイクの度合や企業パフォーマンスとの関連などである。

これらの分析の結果は多様であるが、取締役会の規模および構成と、パフォーマンスおよびリスク・テイクとの関係については、これまでと比較してより詳細かつ含蓄の深い分析結果が提示されている。グローバルに事業展開している巨大金融機関の業務および商品・サービスが不透明性を高めているにもかかわらず、SOX法やDF法によるガバナンス規制の強化が金融業務や商品・サービスについての専門性を欠如した取締役会の出現をもたらし、パフォーマンスにネガティブな影響を及ぼしているとの一部の実証研究の指摘などは傾聴に値する。ガバナンス規制強化の方向性を再検討すべきであろう。

目次

はじめに

- I. 取締役会の役割の変遷
- II. 金融機関のガバナンス構造の特殊性
- III. 金融システム危機とガバナンス構造

- IV. 投資銀行の取締役会の特徴
  - V. 大手金融機関のガバナンス改革
  - VI. ガバナンス改革の評価
- おわりに

## はじめに

2007-08年の金融システム危機の原因をめぐって、最初に国際的および各国の監督機関が次々と報告書を公表した。そこでは、破綻金融機関の公的救済の一方で、銀行経営者が依然として高額の報酬を受け取っていることに各国国民の非難が集中したため、経営者報酬制度の改革に論点が集まっていた。しかし、時間の経過とともに、アカデミックな分野での金融システム危機全般についての理論的および実証的な分析も行われるようになり、今日までおびただしい数の研究成果が公表されている。

銀行のガバナンス問題を金融システム危機の有力な原因の一つとみなすのは一般的な見方とはいえない。少し立ち入って考えれば疑問がない訳ではない。発端となったサブプライム危機の震源地であったアメリカについていえば、2002年のサーベンス・オクスレー（SOX）法、およびニューヨーク証券取引所（NYSE）、NASDAQの上場会社ガバナンス基準の改定によって、独立取締役の定義の厳格化、その割合、および各種委員会の構成など、取締役会の構成に厳しい規制が課せられることになった。しかし、これらの規定は金融機関のみを対象としたものではなく、上場会社すべてを対象としたものである。したがって、今回の金融システム危機の原因を、金融機関のガバナンス構造に

のみ求めるのは十分な説得力を持つとはいえない。

確かに、銀行はその機能により一般企業とは異なるガバナンス構造を有している。もちろん公開株式会社である限り、多くの点で一般企業と共通しているが、預金や短期金融市場などからの債務が資本の90%前後を占め、ハイレバレッジの資本構成はまったく異なり、預金者を含めた債権者の存在感が強いという特徴がある。また、決済システムを担っているために、その破綻がシステム・リスクの発露を通じて金融システムの混乱に結びつくため、資本規制、預金保険制度そして中央銀行信用へのアクセスというセーフティネットが整備されている。これにより債権者によるガバナンスが利きにくく、市場規律（market discipline）が働きにくいという問題がある。いわゆるモラルハザード問題である。したがって、その改革も一般企業とは同列には論じられない側面がある。

しかし、危機の中心にいた投資銀行、ヘッジファンド、MMF、あるいはそれらの金融機関の資金調達源であったレポ市場などのシャドールバンキングは、預金取扱金融機関である商業銀行と較べて規制が緩いため、これらを金融機関として一まとめにして論じることには問題があるだろう。

そこで、本稿では、最初にアメリカにおける取締役会の構成変化の背景を分析する。コーポレート・ガバナンス（CG）という言葉が最初

に登場するのは、1970年代前半の企業会計スキャンダルを発端にしており、それは企業経営者の規律付け、つまり所有者である株主にとっての企業価値の最大化を目指したものである。それが今日まで論じ続けられてきているのは、とりもなおさずこの規律付けの有効な手立てを欠いていることを示している。

次に、銀行のガバナンス問題の特殊性について検討する。銀行は決済システムの中核を担っているため、その破綻は金融システム全体に深甚な影響を及ぼす。それを防ぐため、自己資本比率規制などの公的な規制、預金保険制度や中央銀行信用へのアクセスなどのセーフティネットが整備されている。また、それでも十分ではない場合には、公的資金の投入も可能である。しかし、このことがいわゆるモラルハザード問題を引き起こす可能性をもたらしている。

以上の検討を踏まえて、金融システム危機の主役であった投資銀行のガバナンス構造について取り上げ、その課題を明らかにしたい。投資銀行は商業銀行とは異なり、預金を主要な資金源泉とはせず、決済システムには直接関係していないため、預金保険や中央銀行信用の供与といったセーフティネットで保護されていない。また、公的な規制も厳しくない。したがって、規制上は一般事業会社とそれほど異ならない位置づけといえる。しかし、今回、明らかとなったのは、このようなシャドーバンキングの破綻が金融システムに重大な危機をもたらす可能性があるということであった。このため、これらの金融機関のガバナンス構造の見直しが求められているのである。

## I. 取締役会の役割の変遷

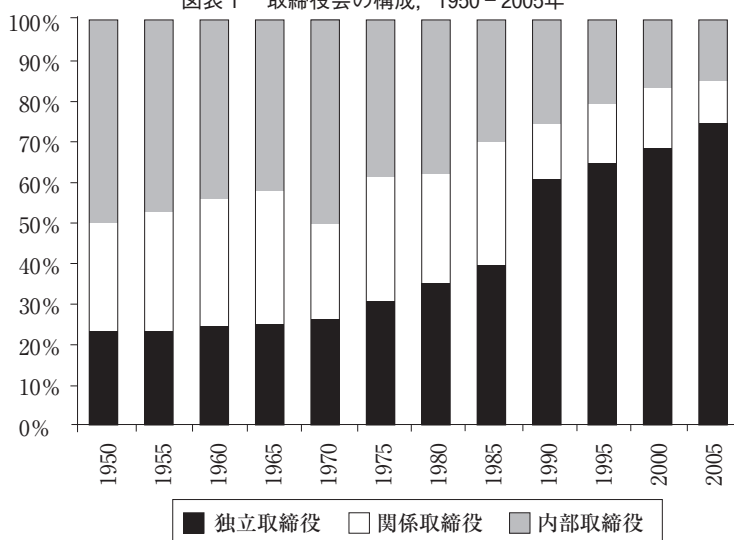
最初に、アメリカ企業の取締役会の役割の変遷についてみておこう。

取締役会の役割を論じる時、それを社会・経済的および歴史的文脈の中でみる必要がある。そのあり方も大きく変化してきたため、それを評価するためには環境変化の中で相対化することが不可欠な作業だからである。言い換えれば、取締役会の時代を越えてあるべき理念といったものはなく、その時々時代の制約の下で改革の方向性が摸索されてきたのである。

アメリカにおける大手公開会社の取締役会の役割の変化は、その構成の変化に示唆されている。つまり、戦後、その構成において一貫して独立取締役 (independent director) の割合が増加し、内部取締役 (inside director) のそれが減少してきたことである。ここで内部取締役とはその企業の役員 (officer) である取締役を指し、それ以外を外部取締役 (outside director) と呼んでいる。そして、外部取締役はさらに融資先の銀行や取引関係などの親密な関係にある企業の役員が兼任する関係取締役 (affiliated director) と独立取締役に分かれる。この内訳を示したのが図表1であるが、1970年代後半以降、一貫して独立取締役が増加していることが分かる。

これはアメリカにおけるCG改革の進展を反映するもので、70年代以降、企業スキャンダルの露見や経営危機の度に取締役会の独立性の強化が進められてきたことを示している。近年では、2002年のSOX法の成立を受けて、NYSEとNASDAQは2003年に上場会社ガバナンス規定を改正し、取締役会の過半数を独立取締役に

図表1 取締役会の構成, 1950-2005年



〔出所〕 Gordon [2008], p.1474.

構成することを求めている。この結果、独立取締役の割合は2001年には約58%であったが、03年には73%、08年には80%に増加している。また、金融の専門家の割合は03年には21%であったが、08年には28%に増加しているが、約4分の1の金融機関では金融の専門家は不在であった (Minton et al. [2011])。

それ以前の取締役会の構成は、CEOが自分の親しい関係にある取引先の役員や友人を取締役として招聘していたため、外部取締役といってもいわばCEOの身内であり、その役割も必要に応じてCEOの相談にのるという「助言モデル」(advising model)に依拠したものであった。そのような役割を反映して、取締役の報酬も低く、時には無報酬の場合もあった<sup>1)</sup>。

このような取締役会の光景が大きく変化していくきっかけになったのは、1970年代に起きた粉飾決算を伴うペンセントラル鉄道の破綻、ウォータゲート事件を契機に相次いで露見した企業の「疑わしい支払い」(questionable payments)、そしてそれらの問題に対する取締役

会の無能さに対する国民の幻滅であった。現在からみれば、2001年のエンロン破綻、翌年のワールドコム破綻そして1990年代から2000年代初頭に相次いで露見した不正会計処理と、それに対する国民の怒りという展開とまったく同じ構図であり、この間に行われたCG改革の実効性に対して重大な疑問を投げかけるものとなっている。

それはともかく、これらの事件により企業改革の機運が一挙に高揚し、取締役会についてもその役割の見直しが行われた。独立取締役という言葉も1970年代になって監視の役割を果たす取締役という意味でコーポレート・ガバナンスの辞書に初めて登場した。この監視機能の強化は、(1)独立取締役の基準と適格性の厳格化、(2)受託責任に対する法的な義務、評判(reputation)、株式ベースの報酬など、インセンティブの強化、(3)特定の課題を与えられた委員会の設置と指導的な取締役(lead director)の指名など、取締役会内部の改革、(4)取締役選任にあたってのCEOの影響の

制限、独立取締役だけで構成される指名委員会の設置、という四つの側面から推進された<sup>2)</sup>。

これらは取締役会改革の方向性として、その監視機能を強化する「監視モデル」(monitoring model) を定置するもので、今日に至るまでこの線に沿った改革が進められてきた。とはいっても、他の改革もそうであるが、相次ぐ酷い企業スキャンダルや経営破綻などを節目に一挙に改革機運が盛り上がるという構図には変わりがない。CGについては、2001年のエンロン破綻、翌年のワールドコム破綻、そしてその前後に相次いで露見した利益操作などの不正会計処理を受けて制定されたSOX法によって、各委員会の独立性の強化や、CEO抜きの取締役会(executive session)の開催が義務づけられた。また、2007年以降の金融システム危機の深刻化を背景に、高額な経営者報酬およびリスク管理体制の見直しの必要性が検討されている。また、それを受けて成立したドッド・フランク(DF)法は、株主が経営者報酬に異議を唱えるセイ・オン・ベイ、セイ・オン・ゴールデン・パラシュートの規定を新たに導入することによって、株主権の強化を図った。もっとも、これらの議決は拘束力を持たないのであるが、株主総会で相当割合(例えば、20%以上)の反対があれば、経営側はそれを無視できず見直しに迫られるという効果がある。

これらの動きの中で、今日の実取締役会の基本的構造を形成することになる重要な発展は、各種委員会の設置である<sup>3)</sup>。1970年代には、法曹団体(ABA)や経営者団体(Business Roundtable)などが取締役会の「ベスト・プラクティス」のガイドラインを公表したが、その中で潜在的に株主と経営者の利害が対立する問題について、取締役会の仲介機能を高めることを目的

に、監視委員会(audit committee)、報酬委員会(compensation committee)、そして指名委員会(nominating committee)の三委員会の設置を勧告した。

この中でCGの仕組みの中核を担う最も重要な委員会は監査委員会であり、早くも1939年にはNYSEが設置を示唆していたが、これらの動きを受けてSECは74年に監査委員会の有無を開示することを求め、78年に監査委員会の業務についての一般的なガイドラインを公表した。77年には、NYSEが監査委員会の設置を求め、79年までにはほぼすべての上場企業が監査委員会を設置しており、その92%では委員に経営者ではない取締役がメンバーとして参加していた。80年代末までには、NASDAQとAmexも上場企業に監査委員会の設置を求めている。

報酬委員会の設置はそれより少し遅れ、SECが委員会の設置とその構成の開示を求めたのは92年になってからである。外部取締役が多数を占めるのが普通であったが、経営者も委員になっている場合が多かった。また、指名委員会も同じ時期に機関投資家の要求に応える形で採用されていった。

2007年以降の金融システム危機を受けて改訂されたNYSE上場会社のガバナンス基準はこれらの委員会がすべて独立取締役で構成されることを求めている。また、経営者を除外した取締役会の開催を義務づけている<sup>4)</sup>(図表2を参照)。

## II. 金融機関のガバナンス構造の特殊性

まず、CGのメカニズムとは、一般的には経



図表2 NYSE 上場会社のガバナンス基準（上場会社マニュアル303A 条）の概要

303A.01	上場会社の取締役の過半数は独立取締役でなければならない（IM-5605(1)）
303A.02	独立性テスト（IM-5605） 「独立取締役」の定義は以下の点を満たさなければならない (a) (i) 取締役会が、当該取締役が、直接に、あるいはパートナー、株主、あるいは会社と重要な関係を有する組織の役員として、上場会社と重要な関係を有していないと認定している (ii) それに加えて、上場会社の取締役会の報酬委員会委員である取締役の独立性を認定するに当たり、取締役会は取締役が報酬委員会の委員としての義務に関連して、経営から独立である能力にとって重要な関係を持つか否かを左右するあらゆる要因を考慮しなければならない。それには、(A) 上場会社によって当該取締役に支払われるコンサルティング、助言に対する報酬、(B) 当該取締役が上場会社、上場会社の子会社あるいはその関連会社と関係があるかどうか (b) 加えて、以下の場合は、取締役が独立しているとみなされない (i) 取締役が過去3年以内に、上場会社の従業員、直接の集団メンバー、役員であった (ii) 取締役が過去3年のうち12ヶ月にわたり、上場会社から12万ドル以上の直接的な報酬を受け取っていた。ただし、以前の勤務に対する取締役と委員報酬、および年金、繰延払い報酬は除くものとする (iii) 会社の現在あるいは以前の内部あるいは外部の監査人に雇われていた取締役、あるいは監査人と同じ集団に属するとみなされる取締役が雇用関係が終了してから今だ3年を経過していない (iv) 取締役が、報酬委員会が上場会社の経営者から構成されている会社の役員である場合には、そのような契約が終了してから未だ3年を経過していない (V) 取引が100万ドルあるいは売上高の2%を越える会社の経営者が、そのような関係がなくなつてから3年を経過していない
303A.04	指名／コーポレート・ガバナンス委員会：すべてのNYSE上場会社は独立取締役だけで構成される指名／コーポレート・ガバナンス委員会を設置しなければならない。委員会の目的と責任は、取締役会が定めた基準にしたがい、取締役会のメンバーに相応しい人物を指名することである（IM-5605-7）
303A.05	報酬委員会：すべてのNYSE上場会社は独立取締役だけで構成される報酬委員会を設置しなければならない。CEOに対する報酬の長期インセンティブ要因を決定するにあたって、報酬委員会は会社の業績と相対的な株主のリターン、比較対象となる会社のCEOの類似のインセンティブ、および過去数年間の上場会社CEOに与えられた報酬を考慮しなければならない（IM-5605-6）
303A.07(a)	および(b) すべてのNYSE上場会社は独立取締役3名以上で構成される監査委員会を設置しなければならない。監査委員会の各委員は財務的な知識を持っていなければならない、しかも少なくとも1名は会計、あるいは財務管理の経験を持っていなければならない。もし監査委員会の委員が3社以上の公開会社の監査委員を兼任している場合には、各監査委員会はそのような業務が委員の監査委員としての能力を損なうものではないことを判断し、そのことを開示しなければならない（IM-5605-3(2)）
303A.03	独立取締役だけの取締役会の開催：取締役会は経営者が参加しない定例の会議を開催しなければならない（IM-5605-1(2)）

(注) 条文末尾の番号は、対応するNASD規則（2009年3月改正）

〔出所〕 NYSE, *Listed Company Manual*（2009年11月25日改正）

営者の目的と投資家の利益を一致させることを課題としている。株式保有が広く分散している状況では、株主は十分な情報にアクセスできないために、経営者はそ保有割合は小さくとも、自らの利益を優先させることがある。いわゆるエージェンシー・コストの発生である。これを

防ぐことがCGの目的であり、経営者をモニタリングすることと、経営者と利害関係者の利益を一致させることの2つのメカニズムで構成される<sup>5)</sup>。それでは、銀行のCGのメカニズムは一般企業とどのように異なるのであろうか。

この点を明らかにするためには、銀行の経済

的機能と役割について分析する必要がある<sup>6)</sup>。第1に、銀行の最も重要な経済的機能は期間のミスマッチに基づく流動性の供給である。銀行のコアビジネスは資産と負債の期間構造のミスマッチを架橋することによって利益をあげることであるが、この満期変換 (maturity transformation) が銀行の本質的機能である。それを可能にしているのは、預金や短期金融市場資金など、常に流動的な資金へのアクセスの維持である。金融危機の際には、この資金が枯渇し、銀行の業務の円滑な展開が中断され、金融システムが機能不全の状態に追い込まれる。銀行は預金が資金源泉の中心であった時代には、預金者による取付 (bank run) により破綻に追い込まれた。また、今回の金融システム危機は短期金融市場でのレポ取引や資産担保 CP (ABCP) 取引におけるカウンターパーティ・リスクの顕在化により機能不全に陥り、そこでの資金調達が著しく困難になったことが原因であった。したがって、マクロ・プルーデンス規制の目的は銀行の流動性の確保と管理により金融システム全体の安定性を維持することである。

第2に、銀行はハイレバレッジの資本構成を特徴とする。銀行の利益は預金あるいは短期金融市場から調達した資金を投資あるいは貸し付けることによって、その金利スプレッドを利益として取得する。したがって、運用資産が多いほど、銀行の利益は多くなる。銀行にとって資金は重要な生産要素の一つである。しかし、運用資産の拡大は次第にデフォルト・リスクを高め、預金者あるいは債権者はより高いプレミアムを要求するようになるため、金利スプレッドは縮小することになる。これが銀行業務展開の限度を画すことになる。

しかし、預金保険制度や「大きすぎて潰せない」(too-big-to-fail, TBTF) 政策によって、預金者や債権者がデフォルト・リスクに鈍感になると、この市場規律 (market discipline) は十分には働かなくなる<sup>7)</sup>。

第3に、銀行の規模と業務の複雑性、そしてバランスシートの不透明性である。規模だけであれば事業会社の方が大きいものもあるが、銀行の保有資産 (特に、市場取引の対象となりにくい ABS, CDO, CDS などの証券化商品やデリバティブ) の評価の不透明性、業務の複雑性により、それらの価値を十分に把握することは困難である。Carmassi and Herring [2014] によれば、アメリカの G-SIBs (global systemically important bank) は、①平均して資産額は1,587兆ドル (最高は3,100兆ドル)、②平均して1,002の子会社を所有 (最多は2,460)、その半数は非金融会社、③時価総額でみて、子会社は非金融会社のその2.6倍、④子会社の60%は本社所在地以外に所在 (最高割合は95%)、⑤少なくとも44ヶ国に一つ以上の子会社を所有 (最高は95ヶ国)、⑥子会社の12%はオフショア・センターに所在 (最高は28%)、というのが実態である。これだけ巨大でグローバルな活動を展開し、1999年のグラム・リーチ・ブライリー (GLB) 法によって業務範囲が著しく拡大しているため、その実態を把握するのは事実上、不可能に近いといえる。ましてや、内部情報へのアクセスが限定されている外部取締役の割合が増加すればするほど、この不透明さ (opaqueness) は銀行のガバナンス構造にとっては重大な問題となる<sup>8)</sup>。

これを補完するのが格付機関のような情報仲介機関 (あるいは、フィナンシャル・ゲートキーパーともいう) である。しかし、エンロン

問題についての的確な評価を行うことに失敗したのに続いて、高い格付けを付与したサブプライム証券化商品が次々とデフォルトに陥り、格付機関は評判を大きく損なう結果になった。

第4に、銀行は金融市場を通じて他の金融機関と広範な取引を行っているため、債権債務関係を通して相互に連関（interconnected）している。したがって、この債権債務関係の連鎖の一部で仮に支払い不能が発生すると、それが次々と連鎖して破綻が生じる。このカウンターパーティ・リスクによるシステムミック・リスクの発生可能性が、金融システムの脆弱性をもたらす最大の原因である。

レポ取引や ABCP のような短期金融市場が発展すると、銀行はもちろんであるが、投資銀行や MMF のようなシャドーバンキングと呼ばれる非銀行金融機関はこの市場からの資金調達に大幅に依拠することになる。そのため、これらの取引参加者の一部で支払不能が生じると、短期金融市場が機能不全に陥り破綻の連鎖が生じる。市場型システムミック・リスクの発露である。

第5に、このような銀行の経済的機能の特殊性から、金融システムの安定性を目的として様々な規制が行われている。これにより、資本規制、預金保険制度や中央銀行信用へのアクセスなどのセーフティネットが整備されているが、そのことが市場規律を働きにくくしている側面もある。

以上のような銀行機能の特質から、そのガバナンスも独特の課題を抱えていることが分かる。特に重要なことは、銀行の規模の拡大と業務の複雑性、そしてバランスシートの不透明性、そしてセーフティネットの存在により市場規律が働きにくくなっていることであろう。前

者は、独立取締役が中心の取締役会の経営者に対するモニタリング機能を大きく制約することになる。一般の企業でも同様の指摘がなされてはいるものの、銀行の場合には次元が違うのである。例えば、シティグループの場合、84ヶ国に2,500もの子会社を持っており、その業務の多様性も併せて考えれば、金融知識があれば少しはましとは言えるものの、業務に精通した会長／CEO に対してチェック機能を発揮できるとは考えにくい。もっとも、2001年に破綻したエンロンの場合にも、3000を越える SPE（特別目的事業体）を保有し、会長と CEO 以外はすべて社外取締役から構成される取締役会は事業実態をほとんど把握していなかったから、この点では一般の大企業と変わらないともいえる。

また、後者の市場規律については、その代替機能を監督機関に求める他に方法がない。実際、アメリカの場合で言えば、FRB（連邦準備銀行理事会）、FDIC（連邦預金保険公社）の他、各業態毎の金融監督機関が監視機能を果たしてきた。また、金融システム危機を契機に大手金融機関に義務づけられたリビングウィル（破綻処理計画）の作成は、その内容が十分でない場合には、監督当局に「より厳しい資本、レバレッジ、あるいは流動性基準、あるいは会社の成長、活動、あるいは業務に対する制限を課する」権限を与えた（DF 法165条（d）条）。

しかし、これに対しては、すぐさまそれにもかかわらず今回の金融システム危機を防ぐことができなかったではないかという批判が提起されるであろう。この批判は監督機関といえども業務の正確な実態を把握できていない現状に鑑みれば極めて正当である。



### Ⅲ. 金融システム危機とガバナンス構造

大手金融機関のガバナンス・システムにおける欠点が今回のグローバルな金融システム危機の主要な原因の一つとみなすことは、国際金融監督機関や各国の規制機関の共通認識である<sup>9)</sup>。

いち早くこの問題を分析したOECD [2009] は、2004年に定めたコーポレート・ガバナンス原則<sup>10)</sup>を改正する必要はなく、その効果的な実行こそが課題であると指摘し、特に4つの分野での改革が重要であると結論している。それは、報酬決定プロセスのガバナンス、リスク管理の効果的な遂行、取締役会の役割、そして株主権の行使、である。また、この報告書の著書は、別の論文において、会計基準、規制要件および報酬システムを今回の金融システム危機の大きな要因として指摘するとともに、取締役会の監視機能と強固なリスク管理の必要性を強調し、関連文献を検討しながら取締役会の構成、リスク管理、報酬システムなどについてより詳細な分析を行っている<sup>11)</sup>。

これらの分析で明らかにされていることは、多くの場合、インセンティブ・システム、リスク管理、そして内部統制システムの間に深刻なミスマッチがみられるため、企業の目標とリスク欲求 (risk appetite) と両立するようなリスク管理と報酬システムの監視が必要であるということである。まず、内部統制システムの構築については、アメリカではエンロンの破綻や、それと相前後して頻発した会計スキャンダルを受けて、その再発防止のためにSOX法は監査人の監視機関として公開会社会計監視委員会 (Public Company Accounting Oversight

Board, PCAOB) を創設 (101条) し、内部統制の構築を義務づけた (404条)。内部統制の枠組みは、3つの目的 (業務、財務報告、および法令の遵守) を達成するために、5つの基本的要素 (統制環境、リスクの評価、統制活動、情報と伝達、モニタリング) が組み込まれたプロセスを整備し、適切に運用することを求めている。したがって、内部統制システムが適切に構築されていれば、リスク管理の問題はそれほど深刻な問題になることはないと期待されたのである。しかし、今回の金融システム危機の過程で、大手銀行においては市場のストレスから生じるリスクを過少に評価していたことが明らかになっている<sup>12)</sup>。

また、経営者の報酬は過大なリスクを採るインセンティブを与えている可能性がある。1993年から2012年までの経営者報酬について調査したIPS [2013] は、CEOの報酬と一般労働者の平均賃金が1993年の195対1から2012年には354対1にまで拡大したことを指摘している。これ自体は近年、格差の拡大として広く知られていることであるが、衝撃的なのは、過去20年間に高額な報酬を受け取った延べ500人のCEOのうち、38%が「救済」 (the bailed out)、「解雇」 (the booted)、あるいは「会社をダメにした」 (the busted) ことである。これでは、経営者報酬が業績連動でないどころか、一体、何を基準に決められているのか理解できないのが現実といえよう。

Kirkpatrick [2009] も同様に、他の分析に基づきS&P500社のCEOの2007年の平均 (中位値) 報酬が840万ドルであり、業績が悪化しても報酬が低下していないことを示している。また、ヨーロッパの銀行においては、CEOの報酬の24%が固定給、36%が年間ボーナス、

40%が長期インセンティブから構成されているため、短期の利益を追求するインセンティブを強めていることを指摘している。アメリカの大手投資銀行については、Nestor Advisor Ltd. [2009] はサラリー部分が報酬全体の4 - 6%に過ぎないことを明らかにしている。

このように、いくつかの調査報告において経営者報酬システムが過大なりスク・テイクの原因の一つになっている可能性が指摘されているが、そのチェック・システムはどうなっているのであろうか。報酬そのものの決定は取締役会の中の報酬委員会が責任を持つことであるが、会社のガバナンス構造の中心である監査委員会も十分な注意を払う必要がある。

SOX法（それを受けて改正されたNYSE上場会社ガバナンス基準の採用）以来、監査委員会および報酬委員会の独立性、専門性が強化され、CEOへの報酬の決定のプロセスについて情報を開示することが義務づけられている。しかし、その決定方法は従来までと変わらず、外部の報酬コンサルタントの助言を求めることにより客観性を担保するのが慣行となっている。しかし、報酬コンサルタントの手数料はといえば、CEOの報酬の一定割合を受け取る形になっているため、両者のもたれ合いが引き続き問題になっている。

また、アメリカではSOX法により内部統制システムについての監視が厳しくなったために、監査委員会のリスク管理の業務がコンプライアンスと課題（agenda）の多さによってその有効性が妨げられていると指摘されている。また、取締役の独立性が強調される余り、その適格性が疑問視されている<sup>13)</sup>。

包括的にいえば、CG問題の分析は、取締役会の構造、経営者報酬、経営者のインセンティ

ブ、CEOの権限、そして業務の不透明さ、の5つの分野について行われてきた<sup>14)</sup>。

#### IV. 投資銀行の取締役会の特徴

金融システム危機以前には、金融機関のガバナンス構造を分析した学術論文は少なかったが、中でも投資銀行のガバナンス構造を本格的に分析した論文はAltinkiliç and Hansen [2007] がほとんど唯一のものであろう。最近になってMamatzakakis and Bermpei [2015] が公表されたが、この分野の分析は極めて少ない。

ただし、Altinkiliç and Hansen [2007] はシカゴ学派の市場競争に基づく規律を重視するアプローチを採っているため、財・サービス市場の競争が十分に行われていれば、ガバナンス構造に問題がある投資銀行は市場から退出を余儀なくされるはずであると主張している。このような立場では、そもそもガバナンス構造じたいの問題は二次的な意味しか持たなくなる。

Mamatzakakis and Bermpei [2015] は、取締役会の規模とパフォーマンスの関係を分析し、両社はネガティブな関係があり、その最適規模はおよそ10人であり、それを越えるとマイケル・ジェンセンのいうエージェンシー・コスト（コミュニケーションとモニタリングのコスト）が発生すると結論している。ちなみに、同論文が対象としたアメリカに本社を置く主要23社の上場投資銀行の（2012年の）データでは、平均して、取締役会の規模は8.3人、女性の割合は0.11人、CEOと会長を兼任している割合（CEO duality）は0.72、CEOの内部昇進率は0.65、CEOの年齢は55.35才、CEO在任期間は7.74年、取締役会の株式保有比率は12.27%、CEO

図表3 アメリカ大手投資銀行の取締役会の構成, 2007年12月31日

	ベア・スターンズ <sup>2)</sup>	リーマン・ブラザーズ	メリルリンチ	モルガン・スタンレー	ゴールドマン・サックス	JPモルガン・チェース
規模	13	11	11	12	12	12
構成	経営者4人 <sup>3)</sup> NED9人, すべて独立取締役	経営者1人 NED10人, すべて独立取締役	経営者1人 NED10人, すべて独立取締役	経営者1人 NED11人, うち10人が独立取締役	経営者3人 NED9人, すべて独立取締役	経営者1人 NED11人, うち10人が独立取締役
リーダーシップ (在位年数)	CEO (14) 会長 (6)	CEO/会長 (14)	CEO (5) 会長 (4.5)	CEO/会長 (2.5)	CEO/会長 (2)	CEO (2) 会長 (1)
CEO/会長の在位年数	22.5	13.3	6.3	2.5 <sup>4)</sup>	4.5	7.0
NED <sup>1)</sup> の平均年齢	68	69	63	60	64	60
NEDの平均在位年数	10.1	9.4	4.1	4.8	5.3	8.4
金融の専門知識を持つNED数 (%)	2 (22%)	2 (10%)	1 (10%)	3 (27%)	4 (44%)	1 (8%)

(注) 1) NED:non-executive directors (非執行取締役)

2) ベア・スターンズは2007年7月31日までの期間。共同COOのワレン・スペクター (Warren Spector) は8月初めに辞任。独立NEDのミッシェル・ゴールドスタイン (Michael Goldstein) は2007年1月に取締役に就任し、取締役数は13名になった。

3) ベア・スターンズのアラン・グリーンバーグ (Alan Greenberg) の役職は執行委員会 (executive committee) の議長だけ。

4) モルガン・スタンレーのジェームズ・マック (James Mack) の5年間のCEO/会長の任期は2001年に終了。

[出所] Nestor Advisors Ltd. [2009].

の保有比率は6.08%, 取締役会の各種委員会の委員数は3.32人, 事業セグメント数は3.42, であった (pp.204-08)。

今日のアメリカ大企業の取締役会の構成をみると, 独立取締役が過半を占める会社は2003年で90%以上を占めている<sup>15)</sup>。この傾向は, SOX法が制定される以前から見られた傾向であるが, それに基づき2003年に改訂されたNYSE上場会社のガバナンス基準により一層強まっていると考えられる。さらに, このガバナンス基準は2009年にも改訂され取締役会の各委員会などに対する独立性の基準などが強化されていることから, 現在では独立取締役が少数の取締役会は極めて例外的といつて間違いないだろう。投資銀行の取締役会の現状も同様の状態にある。

図表3は2007年12月 (アメリカで金融危機が深刻化する前年末) の大手投資銀行 (ただし, JPモルガン・チェースは商業銀行である) の取締役会の構成を示したものである。これをみ

ると, 取締役数は11-13名, そのうち経営者は1-4名で, それ以外はほとんどが独立取締役であり, やはり大手投資銀行においても独立取締役が圧倒的に多数を占めている。

なお, 周知のように, ここに取り上げられている大手投資銀行のうち, ベア・スターンズとメリルリンチはそれぞれJPモルガンとバンク・オブ・アメリカに救済買収され, 独立の存在ではなくなった。また, ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行免許を取得し, 分類上は投資銀行ではなくなった。つまり, 独立の大手投資銀行はすべて姿を消したことになる, 今回の金融システム危機の凄まじさを象徴している。

この表からいくつかの興味深い点を指摘できる。まず, 生き残った投資銀行 (メリルリンチも含む) はガバナンスのガイドラインとして取締役の定年を70-72才に定めていることである。また, 取締役の平均年齢をみると, 破綻した投資銀行 (メリルリンチを含む) は66.5才で

あるのに対して、生き残った投資銀行（JPモルガン・チェースを含む）は61才であったことである。破綻したベア・スターンズとリーマン・ブラザーズは72才以上の取締役が、それぞれ4人、5人であった。ちなみに、ヨーロッパの25大銀行については非執行取締役（NED）の平均年齢は60才で、アメリカの生き残った投資銀行に近い年齢であった。

これらの年齢の違いが経営状態とどのような関係があったのかは決して自明という訳ではないが、この調査ではそれを破綻原因の一つと見なしているようである。しかし、より重要なのは、破綻した投資銀行のCEO／会長の在任期間が長いことであろう。CEOと取締役会会長の兼任が認められていることが、しばしばアメリカのガバナンス構造の大きな欠点の一つとされる（イギリスは禁止）が、破綻した投資銀行においてはCEO／会長の在任期間が10年を越えている。CEOへの権力の集中が過大なリスク・テイクに対するチェック機能を減退させた可能性は否定できないであろう。リーマン・ブラザーズについては、破産裁判所のバルカス報告がその破綻原因の重大な原因としてこのことを指摘している<sup>16)</sup>。

このような違いが認められるにもかかわらず、投資銀行に共通の弱点として金融の専門知識を持つ非執行取締役（NED）が1－4名しかいないことが指摘できる。これは、SOX法制定以来、経営者との癒着を防ぐために取締役の独立性が強調され、結果として金融業務についての素人の割合が増加した結果であろう。このことが、取締役会（あるいは、その内部の監査委員会などのリスク管理に責任ある組織）のリスク管理機能を弱体化させた可能性は否定できない。

もっとも、この問題についての実証分析の結果は多様である。金融の専門性が収益性とポジティブな関係を示し、金融システム危機の影響を軽減したというもの（Fernandes and Fich [2009]）もあれば、なまじ金融の専門家であるためにレバレッジを高くし、平常時には高い収益性を記録するものの、いったん金融システム危機を迎えると、大きな損失を発生させる結果になっている、つまり積極的なリスク・テイクを帰結させているというもの（Minton [2012]）もある。

銀行の取締役会に独立取締役が多いほど危機の時に経営者に対して自己資本の増強の圧力をかけるため、下落した株価での資金調達が一層株価を低下させることが明らかにされている。もっとも、この場合には、危機後の業績の回復が著しいという。また、機関投資家の持ち株比率が高いほど、積極的にリスクを取る傾向が強くなり、危機の時に株主の損失が大きくなる<sup>17)</sup>。さらに、金融の専門家が多いほどリスクを取ることに積極的になり、金融危機以前には株主に大きな利益をもたらす一方で、金融危機の時には大きな損失を出すことが明らかにされている。したがって、金融の専門家が多いほどリスクを引き下げるとするのは根拠がないと指摘している<sup>18)</sup>。後者の実証結果は我々の常識に合致すると思われるが、実証分析の常として相反する結果を導き出しているものもある。

これらの実証結果は、独立取締役や金融の専門家の増加という、半ば常識的に考えられていたガバナンス改革の方向性に対して再考を促すものであろう。

次に、リスク管理体制についてみると、図表4ようになる。この中で、あらゆる種類のリスクについて全面的な責任を負う委員会を持つ

図表4 アメリカ大手投資銀行のリスク・ガバナンス, 2007年12月31日

	ベア・スターンズ	リーマン・ブラザーズ	メリルリンチ	モルガン・スタンレー	ゴールドマン・サックス	JP モルガン・チューズ
取締役会リスク委員会1	金融・リスク委員会 FIE: 1/4 (25%) 会議の回数: 2回 議長: 非 FIE	金融・リスク委員会 FIE: 0/5 (0%) 会議の回数: 2回 議長: 非 FIE	金融委員会 FIE: 1/4 (25%) 会議の回数: 12回 議長: 非 FIE	監査委員会 FIE: 2/4 (50%) 会議の回数: 10回 議長: 非 FIE	監査委員会 FIE: 4/8 (50%) 会議の回数: 10回 議長: FIE	リスク対策委員会 FIE: 1/4 (25%) 会議の回数: 4 議長: 非 FIE
リスクの種類	オペレーショナル、クレジットおよびマーケット・リスク	クレジットおよびマーケット・リスク	クレジットおよびマーケット・リスク	オペレーショナル、クレジットおよびマーケット・リスク	オペレーショナル、クレジット、マーケット・リスク	オペレーショナル、クレジット、リクイデティおよびマーケット・リスク
取締役会リスク委員会2		監査委員会 FIE: 0/4 (0%) 会議の回数: 11回 議長: 非 FIE	監査委員会 FIE: 0/4 (0%) 会議の回数: 11回 議長: 非 FIE			
リスクの種類		オペレーショナル	オペレーショナル			
明確な取締役会のリスク監視方針	なし	なし	なし	なし	なし	あり

(注) 1) FIN: financial industry experts

2) ベア・スターンズは2007年7月31日までの期間。

[出所] Nestor Advisors Ltd. [2009].

ているのはJPモルガンだけである。ゴールドマン・サックスの監査委員会はあらゆる種類のリスクについての経営者の評価を検討する責任を持っているが、それを支えているのは4名の金融業務経験者である。モルガン・スタンレーの監査委員会も同じような任務を課せられているが、委員の数と金融業務経験者の数がゴールドマン・サックスの半分に止まっていることから、それだけの重責を担うことは困難であるとみられている。

## V. 大手金融機関のガバナンス改革

2007年-08年の金融システム危機の大きな原因の一つとして、大手金融機関のCGシステムの欠陥が指摘されるようになった。しかし、2007年夏に金融の混乱が始まった時点では、多くの報告書が公刊されたにもかかわらず、経営者報酬問題を例外として、銀行のCGの問題をその原因として指摘した報告書はなかった。例えば、上級監督者グループ (the Senior Super-

visors Group) の報告書 [2008] は、レポート作成のために実施した金融機関へのヒアリングにおいて、ガバナンスに深刻な問題があると回答した金融機関はなかったと報告している<sup>19)</sup>。

2009年になると、銀行のガバナンス問題が注目され始めるが、既に紹介したように、それに先鞭をつけたのはOECDの報告書である。OECDの「コーポレート・ガバナンスに関する運営グループ (Steering Group)」は2009年にファクト・ファンディングをまとめた2本の報告書を公表し、翌10年にはそれらを踏まえて、提言を行っている。OECD [2010] は2004年に提案したコーポレート・ガバナンス原則を修正する必要はなく、その効果的な実行こそが課題であるとしている。

これを受けて、2010年にバーゼル銀行監督委員会 (Basel Committee on Banking Supervision) は金融危機がコーポレート・ガバナンスの失敗を明らかにしたとして、2006年の「ガバナンス原則」を大幅に改定した。重要な問題点は、不十分な取締役会の経営者の監視、不適切なリス



ク管理、不透明な銀行の組織構造と業務の複雑性であり、主要な改正点は、取締役会の役割、経営者、リスク管理と内部統制、報酬、複雑で不透明な組織構造、情報開示と透明性、についてである<sup>20)</sup>。また、イギリスの2010年のガバナンス・コードの基となったウォーカー報告 (Walker Review) も銀行のガバナンス問題が危機の主要な原因であったとして、その改革を提言している。

国際的および各国の監督機関の報告書や提案に加えて、アカデミズムの分野でも様々な分析が行われるようになった。この中でも注目されるのは、金融の専門知識を有する独立取締役と銀行の業績との関連である。わが国では「稼ぐ力」の強化を目的として(複数の)社外取締役の導入が議論されているが、既に述べたように、アメリカでは歴史的には社外取締役(あるいは、近年、取引所の上場会社ガバナンス基準が厳しくなり、独立取締役)の導入は不正会計処理の露見を発端にしている。その後、大きな企業スキャンダルの発生の度に、取締役会の機能の強化を中心とするCG改革が行われてきた。近年では、エンロン、ワールドコムなどの不正会計処理の頻発を契機に制定された2002年のSOX法、そして2008年の金融危機を契機に制定された2010年のDF法に基づく証券取引所の上場会社ガバナンス基準の強化があげられるが、いずれも企業の収益力の向上を目的としたものではない<sup>21)</sup>。最近では、取締役会は経営者に対するモニタリング機能から経営のリーダーシップを果たすべきという主張も強まっている<sup>22)</sup>。

まず、銀行のガバナンスの状況を見てみよう。銀行の取締役会に占める独立取締役の割合であるが、2003年の73%から2008年には78%に

上昇しており、一般の会社と余り異ならない。独立取締役のうち、金融の専門家(financial expert)の割合は、2003年の20%から08年には26%に上昇している<sup>23)</sup>。

しかし、アメリカの大手銀行の取締役会は見かけほど独立性が強くないとの指摘もある。第1に、取締役会の会長(chairman)とCEOが兼任されている銀行は決して少なくなく、CEO/会長に権限が集中する「皇帝CEO」(“imperial CEO”)を生み出していることである。第2に、ガバナンス改革の主な施策として独立取締役の積極的な登用が進められた結果、取締役会に占める執行経営者(executive)の数が極端に少なくなり、事業の実態を把握できない取締役会がCEO/会長の行動をチェックできなくなっているという指摘がある<sup>24)</sup>。

この評価については意見が分かれる。Nestor Advisors Ltd. [2009]は、投資銀行に共通の弱点として金融の専門知識を持つ非執行取締役(NED)が1-4名しかいないことを指摘している。これは、SOX法制定以来、経営者との癒着を防ぐために取締役の独立性が強調され、結果として金融業務についての素人の割合が増加した結果であろう。このことが、取締役会(あるいは、その内部の監査委員会などのリスク管理に責任ある組織)のリスク管理機能を弱体化させた可能性は否定できない。さらに興味深いのは、Adams [2009]は金融機関のCGが非金融企業のそれと較べて見劣りしている訳ではないとした上で、不良資産救済プログラム(Troubled Asset Relief Program, TARP)救済資金を受けた金融機関はそうではない金融機関と較べて、独立取締役が多いことを指摘していることである。この実証結果について、アダムスは銀行業務が複雑で不透明であるにもかか

ならず、独立取締役は銀行の内部情報へのアクセスが限定的であるため、業務に対して十分な理解力がなく、CEOに対する監視機能が果たされていないのではないかという解釈を提示している<sup>25)</sup>。さらに、Adams and Mehran [2011]は、取締役会に占める独立取締役の割合が高いほど、「トービンのQ」を指標としたパフォーマンスとはネガティブな関係があることを確認した上で、取締役会の規模が大きく、かつその中に子会社の役員が含まれているほど、パフォーマンスが良いことを明らかにしている。これは、銀行業務の複雑性を考えれば、極めて説得性の高い実証結果といえる。逆に、取締役会の監視機能を高めるために独立性を強化することが業績面ではマイナスであることを示唆しており、はなはだ興味深い分析である。

これらの実証結果は、独立取締役や金融の専門家の増加という、半ば常識的に考えられていたガバナンス改革の方向性に対して再考を促すものであろう。

## VI. ガバナンス改革の評価

大手金融機関のガバナンスの現状、そして最近の学術的な実証分析によると、銀行の規模が巨大化し、業務が複雑になり、資産の不透明性が強まっているため、取締役会の機能の強化を中心とした内部ガバナンスの改革も、監督機関による介入も多くを期待できないという。

資産の透明性の向上については格付機関も一定の役割を果たすことができよう。しかし、エンロン問題以来、格付制度の改革が進められてきたにもかかわらず、再びサブプライム住宅ローンの証券化商品の評価の妥当性について疑問をもたれ信用を失墜させたという過去があ

る。まず、その信用回復が必要である。

残された方法は、大手銀行の規模の縮小と業務の単純化しかないであろう。アメリカでは、1999年のグラム・リーチ・ブライリー (GLB) 法によって金融持株会社方式を利用して銀行、証券、保険の兼業が可能になった。実際、これを契機に銀行持株会社の規模の拡大と業務の多様化が著しく進展した。一部では、GLB法によって可能になったサブプライム住宅ローンの証券化業務への参入が、その後の大手金融機関の経営破綻の原因とも指摘されている。

実際、DF法はボルカー・ルールを採用することによって大手金融機関の業務に制限を課そうとしている。また、伝統的なナローバンキングの議論や、その現代版とも言えるリミテッド・パーパス・バンキングの議論も行われている。これらの議論は基本的に預金保険でカバーされている資金をリスクな業務に投資することを禁止しようというもので、投資銀行業務とリテール金融業務を分離するイギリスのリング・フェンシングの議論と方向性は同じである。さらに、MITのサイモン・ジョンソンのように、大手銀行の分割により規模そのものを縮小しようという議論もある。

また、DF法でG-SIBに義務づけられたリビングウィルの作成も監督当局の納得のいくものでないため、数度にわたって延期されている。極端な場合には、監督当局は事業ラインと資産の切り離しの権限を認められている<sup>26)</sup>。時折、監督当局から銀行分割の議論が提起されるのはこのような権限強化が背景にあるのだろう。

これらの方向性を追求するにしても、一部は規制裁定行動から発生、成長してきたシャドールーミングの問題を射程に入れることが必要であろう。これらの金融機関は銀行ではないた

め、監督当局の規制の外に置かれている。しかし、これらの金融機関の資金源泉が短期金融市場（レポ取引、ABCP など）からの資金調達であり、危機の際にその枯渇が金融システムに対して甚大な影響を及ぼし、市場型のシステムミック・リスクともいえる問題を惹起させている以上、何らかの規制の網をかぶせる必要がある。それを看過したままで、規模の縮小や業務制限を課すると、再び規制逃れの行動が生まれることになるだろう。

それはともかく、これらの議論はシンプルで、その効果も理解しやすいが、大手金融機関を中心に強硬な反対が予想されるため、よほどの強いリーダーシップを発揮できる政権が誕生するか、再び深刻な金融システム危機が発生しない限り、実現可能性は極めて小さいといわざるをえない。当面、内部ガバナンスと外部ガバナンスの改革、そして規模の縮小や業務制限の可能性、を組み合わせたガバナンス改革を続けていくことが予想される。

## おわりに

2007-08年の金融システム危機を契機に、国際的な規制機関に止まらず、各国の監督当局も金融システム全体にわたる改革に精力的に取り組んでいる。危機の中心には大手金融機関があり、その相次ぐ破綻はグローバルな金融システム全体の崩壊に繋がりがかねないだけに、大手金融機関については厳しい監視の目が向けられることになった。

その一つが大手銀行のガバナンス問題についてである。しかし、金融機関のガバナンス構造が金融システム危機の主要な原因であるかどうかは理論的、実証的分析の結果でも必ずしも明

らかではない。むしろ、改革の前提として、これまで分析の遡上に乗せられることが少なかった金融機関のガバナンス構造について関心が高まり、その詳細な実態が明らかにされつつあることを評価したい。

銀行業の経済的機能とそれに対する規制とセーフティネットを考えると、そのCG問題は独特の性格を持っていることが分かる。規模、業務の複雑性、資産の不透明さのため、業務に精通していない独立取締役が経営者に対するモニタリング機能を果たすことは困難である。監督機関についてもたいして事情は変わらないといえる。だからこそ、大手金融機関の破綻を防止することができなかったのである。

このような現状に鑑みると、大手銀行のガバナンス問題に対しては規模の縮小や業務の制限が最も効果的であるように思われる。しかし、大手金融機関を取り巻くパワーバランスを考えれば、現実問題としては、その実現可能性は極めて低いといわざるをえない。したがって、当面、内部ガバナンス、監督機関を中心とした外部ガバナンス、そして規模の縮小と業務の制限に向けた取組み、を組み合わせたガバナンス改革を進めていくことになろう。

## 注

1) Gordon [2008], p.1487. 取締役会の構成の歴史的な推移についての調査は1970年から始まっており、1977-78には、SECが詳細なサーベイを行っている。学術的な研究は1985年からみられ、現在、ISS (Institutional Shareholder Service) の一部となっているIRRC (The Investor Responsibility Research Center) は1996年に公開会社約1,500社についてのデータベースを提供し始めた (Gordon [2008], p.1474)。

1989年の時点では、個別の会社の内部取締役の数は、大公開会社の67.5%が3名、32.5%が4名であったが、2004年には、91%が2名以下となっており、内部取締役は絶対数でも激減している (Gordon [2008], p.1476, note 20)。ちなみに、2001年12月に破綻したエンロン社は同年3月の段階では内部取締役（会長およびCEO）2名、外部取締役12から構成されていた (佐賀 [2007] (下) 参照)。

- Nadler et al [2006] は取締役会の構成の特徴につき次のように述べている。「最近に至るまで、取締役会を編成する作業は、クリスマスツリーを飾るのと非常に似通った作業であった。CEO がきらきら光る奇麗な装飾品を次々に選んで飾りつけ、最後の仕上げとしてツリーのてっぺんに派手なお星様を乗せるのである。……何十年もの間、社外取締役の指名は非公式に、ときには排他的な方法で行われてきた。CEO が主導権を握り、自分の個人的な友人や仕事上の知人などを推薦する。いわゆる『バランスのとれた』取締役会とは現役の CEO が 1、2 名に、銀行家、弁護士、学者、地域の有名人、そして引退した政治家などを適当に取り混ぜた集団のことだった」(邦訳 [2007], 37-8 頁)。
- 2) Gordon [2008], pp.1477-99
  - 3) 以下は、Gordon [2008], pp.1490-93, による。
  - 4) もっとも、1990年代には経営者を除外した取締役会の開催は一般的になりつつあり、ある調査では調査対象の取締役会の62%がエグゼクティブ・セッションを開催していた。また、当時、コーポレート・ガバナンスの先導役であった GM は、最低年 3 回、開催していた (Gordon [2008], pp.1494-95)。NYSE の基準の改定はこのような動きの追認ともいえる。
  - 5) アチャリア他 [2009], 「現代の金融セクターにおけるコーポレート・ガバナンス」, Acharya *et al.* [2009] : 大村監訳 [2011], 所収, 242-43ページ,
  - 6) 以下は、主として、Mülbert [2010] に依拠している。
  - 7) TBTF 問題については、佐賀 [2015] を参照されたい。
  - 8) この情報の非対称性から生じる問題については、Flannery *et al.* [2012] を参照されたい。
  - 9) 例えば、FSB [2009] を基に、OECD, BSBC などが改革案を提案している。また、アメリカでは、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) が2010年9月23日にこの問題に対する報告書 [2010] をまとめ、同年、上場会社のガバナンス基準を改正している。
  - 10) OECD [2004]
  - 11) Kirkpatrick [2009]
  - 12) Kirkpatrick [2009], p. 6
  - 13) Kirkpatrick [2009], pp.19-21。なお、今回改正される以前の NYSE の上場会社ガバナンス基準においても、「監査委員会の各委員は財務的な知識を持っていなければならない、しかも少なくとも 1 名は会計あるいは財務管理の経験を持っていなければならない」とされていた。しかし、図表 4 をみると、リーマン・ブラザーズの監査委員会は FIN (金融業での経験) を持つ者はゼロであり、NYSE ガバナンス基準に抵触する可能性があったことになる。
  - 14) Mamatzakis and Bermpei [2015]。CG とパフォーマンスとの関係についての最近の業績のリストについても同論文を参照されたい。
  - 15) 取締役会の構成の変化については、佐賀 [2007] (下) を参照されたい。
  - 16) 佐賀 [2013]
  - 17) Erkens *et al.* [2012]
  - 18) Minton *et al.* [2012]
  - 19) Mülbert [2010]
  - 20) BCBS [2010]。BCBS は今回の危機を受けて、2014年10月に市中協議文書 (Consultative Document) を公表しコメントを勧誘している (期間は2015年1月9日まで)。したがって、再び改訂される予定である。
  - 21) 佐賀 [2014b]
  - 22) その実例として、チャラン他 [2014] を参照されたい。
  - 23) Minton *et al.* [2012]。なお、金融の専門家は、①銀行での勤務経験、②非銀行金融機関に在職中、③非金融機関における金融関連の役職 (CFO, 会計士, VP ファイナンス)、あるいは④学術機関での役職 (金融, 会計, 経済学, 経営の教授)、⑤職業的な投資家 (ヘッジファンド, プライベート・エクイティ) である。
  - 24) Ard and Berg [2010]。佐賀 [2014a], [2014b] では、近年の独立取締役の割合の増加や CEO 対取締役会の対立の事例に基づき、取締役会への権力のシフトが起きていることを紹介した。最近の取締役会の動向については、チャラン他 [2014] に豊富な事例が紹介されているが、やはり取締役会のリーダーシップが強化されていることを指摘している。  
しかし、破綻したベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチの3大手投資銀行においては、CEO と会長を兼任していたのはリーマン・ブラザーズだけであるが、生き残ったゴールドマン・サックスと JP モルガン・チェースと較べると、いずれの破綻投資銀行も CEO の在任期間が長く、ワンマン体制であったことを伺わせる (佐賀 [2014a], 図表 1, を参照)。
  - 25) Ferreira *et al.* [2011] は、Adams [2010] の分析を高く評価し、2006年時点における取締役会の独立性が銀行が TARP による救済を受けたかどうかの強力な要因であることを明らかにしている。そして、SOX 法のような規制が独立性に強い影響を及ぼすとともに、独立性が金融システム危機の際にパフォーマンスを悪化させた重要な要因の一つであることを主張している。
  - 26) 最初のリビングウィルの提出をめぐる動向については、佐賀 [2015], 19-20 頁, を参考されたい。

## 引用・参考文献

- 佐賀卓雄 [2007], 「経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム」(上)(下), 『証券経済研究』第59号, 第60号, 9月, 12月
- \_\_\_\_\_ [2013], 「ドッド=フランク (DF) 法は金融システム危機の再発を防げるか?」, 『月刊 資本市場』
- \_\_\_\_\_ [2014a], 「金融システム危機とコーポレート・ガバナンス改革」, 『月刊 資本市場』, 10月
- \_\_\_\_\_ [2014b], 「独立取締役とコーポレート・ガバナンス」, 『証券レビュー』(日本証券経済研究



- 所), 10月
- \_\_\_\_\_ [2015], 「トゥー・ビッグ・トゥ・フェイ  
ル (TBTF) 問題について」, 『証券経済研究』  
第91号, 9月
- Acharya V.V. and Richardson M. [2009], *Restoring  
Financial Stability*; 大村敬一監訳 [2011], 『金融  
規制のグランドデザイン』中央経済社
- Adams R.B. [2009], “Governance and the Financial  
Crisis”, *European Corporate Governance Insti-  
tute (ECGI) Finance Working Paper  
No.248/2009*, April
- \_\_\_\_\_ and Mehran H. [2011], *Corporate Perfor-  
mance, Board Structure, and Their Determinant  
in the Banking Industry*, *FRB of NY Staff Re-  
port*, No.330, Oct.
- Altinkiliç O., Hansen R.S. and Hrnjić E. [2007], “In-  
vestment Bank Governance”, *AFA 2007 Chica-  
go Meeting Paper*, Jan.
- Andres P.D. and Vallelado E. [2008], “Corporate  
Governance in Banking: The Role of the Board  
of Directors”, *Jour. Of Banking & Finance* 32
- Ard L. and Berg A. [2010], “Bank Governance –  
Lessons from the Financial Crisis–”, *The World  
Bank, Public Policy for the Private Sector*, Note  
No.3, March
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)  
[2010], *Principles for Enhancing Corporate  
Governance*, Oct.
- Becht M., Bolton P. and Röell A. [2011], “Why  
Bank Governance is Different”, *Oxford Review  
of Economic Policy*, Vol.27, No. 3
- Beltratti A. and Stulz R.M. [2011], “The Credit cri-  
sis around the Globe: Why Did Some Banks  
perform Better?”, *The Ohio State University,  
Fisher College of Business Working Paper Se-  
ries*
- Bruner C. M. [2011], “Corporate Governance Re-  
form in a Time of Crisis”, *The Jour. Of Corpo-  
ration Law*, Vol.36: 2
- Carmassi J. and Herring R. J. [2014], *Corporate  
Structures, Transparency and Resolvability of  
Global Systemically Important Banks*, Aug.
- Charan R., Carey D., and useem M. [2014], *Boards  
that Lead*; 川添節子訳 [2014], 『取締役会の仕  
事』日経BP社
- Cheffins B.R.[2012], “The History of Corporate Gov-  
ernance”, *ECGI Working Paper series in Law*,  
No.184/2012, Jan.
- Erkens D. H., Hung M. and Matos [2012], “Corpo-  
rate Governance in the 2007–2008 Financial  
Crisis: Evidence from financial Institutions  
Worldwide”, *Jour. Of Corporate Finance*, Vol.  
18, Jan.15
- Fernandes N. and Fich E. M. [2009], “Does Finan-  
cial Experience Help Banks during Credit Cri-  
ses?”, Nov.24
- Ferreira D., Kirchmaier T. and Metzger D. [2011],  
“Board of Banks”, *AXA Working Paper Series*  
No.6, Feb.
- Flannery M. J., Kwan S.H. and Nimalendran M.  
[2012], “The 2007–2009 Financial Crisis and  
Bank Opacity”, *Jour. of Financial Interme-  
diation*
- Financial Stability Forum (FSF) [2009], *FSF Prin-  
ciples for Sound Compensation Practices*
- Gordon, N. G. [2008], “The Rise of Independent Di-  
rectors in the United States, 1950–2005: Of  
Shareholder Value and Stock Markets Prices”,  
*Stanford Law Review*
- Hopt K.J. [2013], “Better Governance of Financial  
Institutions”, *ECGI Working Paper Series in  
Law*, No.207/2013, April 2013
- The Institute for Policy Studies (IPS) [2013], *Exec-  
utive Excess 2013: A 20-Year Performance Re-  
view*, Aug. 28
- Kirkpatrick G. [2009], “Corporate Governance Les-  
sons from the Financial Crisis”, *OECD Finan-*



- cial Market Trends*, Vol.2009, Issue 1
- Larcker D. F. and Tayan B. [2011], "Seven Myth of Corporate Governance", *Stanford Closer Look Series*, June 1
- Mamatzakis E. and Bermpei T. [2015], "The Effect of Corporate Governance on the Performance of US Investment Banks", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol.24
- Mehran H., Morrison A. and Shapiro J. [2011], "Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?", *Federal Reserve Bank of New York, staff Report* no. 502, June
- Minton B., Taillard J. P. A. and Williamson [2011], "Do Independence and Financial Expertise of the Board Matter for Risk Taking and Performance?", *Fisher College of Business, Working Paper Series 2010-14*, June
- \_\_\_\_\_ [2012], "Financial Expertise of the Board, Risk Taking, and Performance", July
- Mülbert P.O. [2010], "Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis—Theory, Evidence,Reforms", *ECGI Working Series in Law*, No.151/2010, Apr.
- Nadler D. A. et al [2006], *Building Better Boards*; 齊藤彰悟監訳, 池田絵美訳 [2007], 『取締役会の改革 —効果的なボードをつくるには—』春秋社
- Nestor Advisors Ltd. [2009], *Governance in Crisis: A Comparative Case Study of Six US Investment Banks*
- New York Stock Exchange (NYSE) [2010], *Report of the NYSE Commission on Corporate Governance*
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) [2004], *OECD Principles of Corporate Governance*
- \_\_\_\_\_ [2010], *Corporate Governance and the Financial Crisis*, Feb.24
- Senior Supervisors Group [2008], *Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence*, March 6
- Walker Review [2009], *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Financial Recommendations*, Nov.26.

(当研究所理事・主任研究員)