

# 金融機関のガバナンス問題と金融システム危機

佐賀 卓雄

(アメリカにおける金融システム危機の分析)

## 一、テーマの趣旨

御紹介いただきました日本証券経済研究所の佐賀でございます。よろしくお願ひいたします。

今日は、「金融機関のガバナンス問題と金融システム危機」というテーマでお話しします。最初に、テーマの趣旨について少し説明したいと思います。

一〇一〇年頃に、アメリカ連邦議会の金融危機調査委員会と上院常設委員会から、この問題に関する報告書が出されました。

これらのうち、金融危機調査委員会の報告書では、九つほど金融システム危機の原因が挙げられています。その中の三つ目で、多くの金融システム上重要な金融機関が、コーポレート・ガバナンスとリスク管理においてひどい失敗をしたことが今回の金融システム危機の決定的な原因であったとされています。

他方、上院常設委員会の『金融危機調査報告書』においては、コーポレート・ガバナンスの問題は金融システム危機の原因とはされていません。このように、アメリカでは、金融機関のガバナンスに問題があつたという見方はそれほど広がらませんでした。

#### (国際機関における金融システム危機の分析)

G 20 の下に金融安定化理事会（FSB）が設けら

れました。そこで金融システム危機の背景について分析が行われ、金融機関のガバナンスに最大の問題があつたという認識が強く打ち出されました。

このようなアメリカの議論と国際機関の議論を見ておりまして、かなり論点が異なつているという印象を受けました。国際機関の議論で、なぜこうした論調が主流になつたのかを調べましたら、発端は OECD の報告書にあることがわかつてきました。その後、それに引きずられる形で、国際機関の議論が、金融機関のガバナンスを是正しなければならないというものに収斂していきました。

#### (金融機関のガバナンス問題)

金融機関のガバナンス問題の中身は、金融機関経営者の高額報酬の問題です。金融機関の業績が悪化し、次々と破綻しているようなときに、経営者は破格の報酬を手にしていました。政府から救

済融資を受ける一方で、経営者が高額の報酬を受けるようなことに、国民が納得できるはずがない、こうした感情的な議論が主流になっていきました。

もちろん、アメリカでもこのようなことが問題にならなかつたわけではありません。ウォール街占拠運動（オキュパイ・ウォールストリート）が起こりました。また、メガバンクの経営はいいかげんだから、地元のコミュニティーバンクに口座を移そうという、チエンジ・ユア・バンク・キャンペーンも起こりました。このように、アメリカでも、金融機関のガバナンス問題が無視されていたわけではないのですが、金融システム危機の原因としてこのことが取り上げられることはそれほど多くありませんでした。金融機関のガバナンス問題は、もっぱら国際機関において議論されたわけです。

その後、金融機関経営者の高額報酬の問題に関する議論はやや下火になつてきました。報酬構造とリスクテイキングの関係に着目し、過大なリスクを取るような報酬システムになつていたのではないかといった、やや落ちついた論調に変わっています。また、最近では、より理論的な観点から、金融機関のリスク管理はどうなつており、どうあるべきかという議論がなされるようになつてきています。

なお、金融機関のガバナンス問題は、金融システム危機の後になつて突然議論されるようになりました。従来、コーポレート・ガバナンスの議論は、もっぱら一般事業会社のガバナンスを問題にしており、金融機関のガバナンスはほとんど取り上げられて來なかつたということです。その背景にある事情についても、後ほど取り上げたいと思っています。

## 二、コーポレート・ガバナンス問題の経緯

### (1) コーポレート・ガバナンス問題の起源

(アダム・スミス『諸国民の富』)

コーポレート・ガバナンスとは、そもそもどのようなことを問題にしていたのか、沿革も含めてお話ししたいと思います。

古くはアダム・スミスが、『諸国民の富』において、株式会社批判という形で株式会社の経営問題に触っています。簡単に申しますと、ここでスミスは、他人のお金を預かって経営される株式会

社がうまくいくはずがないと言っています。『国民の富』は、重商主義を批判した、過激で、今読んでも非常におもしろい本です。規制を撤廃して自由競争させれば経済はうまく回るという、い

わゆるレッセフェールの主張がこの本のエッセンスです。

当時の株式会社は、国王の特許状によつて設立され、独占的な特権を付与されていました。徹底して自由放任主義を主張したスミスは、独占の象徴として、株式会社をやり玉に上げました。典型的な例として、南海バブルの原因になつた南海泡沫事件という出来事がありました。その中心になつたのが、南米一帯において地域的な独占権を付与された南海会社です。スミスは、このような株式会社がうまくいくはずがないと主張したわけです。

(バーリー＝ミーンズ『近代株式会社と私有財産』)

一九三二年に、バーリー＝ミーンズの『近代株式会社と私有財産』が出版されました。この本では、大恐慌の時期に当たる一九二九年のデータに

基づいて、株式会社が非常に巨大化していること、所有に基づかないで、経営者が株式会社を支配し始めるようになったこと、その結果、いろいろなガバナンス上の問題が起きていることなどが指摘されています。その後、これがきっかけになつて、株式会社のガバナンス問題に注目が集まるようになつたと言われます。

このとき理論的なよりどころになつたのが、ジエンセン・メックリングの「エージェンシー・コスト論」です。ここでは、プリンシパルとエージェントの関係が問題にされています。プリンシパルとは「主人」のことで、会社で申しますと株主です。エージェントとは「代理人」のことで、会社においては「経営者」がこれに当たります。

一九七〇年代初頭に大企業をめぐるスキヤンダルが発覚しました。具体的には、ペンセントラル鉄道が破綻し、後に粉飾決算を行つていたことが明らかになりました。また、ウォーターゲート事件その他の事件に関連して、企業がさまざまに疑わしい支払いを行つていたことが露見しました。

取締役会が適切に問題に対応できなかつたこと

(ジエンセン・メックリング「エージェンシー・コスト論」)

ジエンセンは、この本において、エージェントがプリンシパルの言うことに従わず、勝手なことをし始めることで、企業経営が余計なコストを抱え込むことになると主張しました。これを「エージェンシー・コスト論」と言い、今でもコープレート・ガバナンスの議論では必ず言及される理

論です。個人的には、ジエンセンは、ノーベル経済学賞をもらつてもよいぐらいの功績を残した人だと思っています。

#### (ストックオプションの普及)

ジエンセンの議論は非常に強い影響を及ぼしましたが、特に重要なのが、企業にストックオプションを採用するよう強力に主張したことです。

ジエンセンの主張は、次のようなものでした。すなわち、エージェントが勝手なことをしないようにするためには、企業の業績に連動してエージェントの報酬が増えるような仕掛けを考えればよい、プリンシパルとエージェントの利害を調整する上で最善の報酬制度はストックオプション制度であり、企業はこの制度を採用すべきであるとい

九九〇年代に入つてから、ストックオプションが大々的に採用されるようになりました。

その後、ジエンセン自身は、アメリカの経営者がこれほど強欲だとは思わなかつたと言って自己批判を始めました。二〇〇〇年代初めに、エンロンをはじめいろいろな企業において、不正会計の問題が起きました。その背景に、株価を上げれば

経営者の報酬が増えるため、手段を選ばないで株価を上げようとする経営者の行動があると考えられたためです。この時期以降、ジエンセンは、それまでとは完全に立場を変えることになりました。

#### (2) 取締役会の位置づけ

##### (助言モデルと監視モデル)

取締役会の役割や位置づけに関しては、理論的な観点というより、むしろ、その時々の環境の中

で望ましいモデルが提言されました。

この点に関し、以前は「助言モデル」が提言されていました。CEOが、親しい友人や取引先の役員を取締役として招聘していました。したがいまして、取締役会にチェック機能は期待されませんでした。取締役は無報酬か、又は、報酬が支払われる場合も水準はそれほど高くありませんでした。

その後、一九七〇年代初頭に、いろいろな企業においてスキャンドルが起きたことを背景に、取締役会にチェック機能を持たせようという動きが出てきました。ここで、いわゆる監視モデルが提言されるようになり、この流れが現在まで続いています。

この結果、取締役会の力は非常に強くなりました。しかし、アメリカでは、外見ほど取締役会の力は強くないという指摘がなされることがあります。

す。それは、アメリカの場合、イギリスと異なり、会長職とCEO職の兼任が認められているためです。会長兼CEOということになりますと、そこに権力が集中することは避けられません。そのようなCEOは、独裁者に近いという意味で、「インペリアルCEO」と呼ばれることもあります。このため、アメリカの場合、必ずしも取締役会のモニタリング機能が十分に發揮できないような構造が残っていると言われることがあります。

#### (監視モデルの内容)

資料3ページの上に、監視モデルの内容として四つを挙げています。

一つ目は、独立取締役の基準と適格性の厳格化です。日本のコーポレートガバナンス・コードでは、社外取締役という言葉が使われています。アメリカでも、エンロン事件までは、一般的に

outside director という言葉が使われていました。

その後、1991年にサーベンス・オクスレー法が成立した後、independent director という言葉が使われるようになり、最近では outside

director という言葉はほとんど使われなくなりました。社外取締役の独立性が非常に厳しく意識されるようになったわけです。

二つ目は、受託責任に対する法的な義務、評議、株式ベースの報酬など、インセンティブの強化です。このようないふしが言われるようになってから、取締役の報酬はかなり上がってきていました。

三つ目は特に重要なポイントであり、特定の任務を与えられた委員会の設置と指導的な取締役の

指名など、取締役会内部の改革です。日本でもそうですが、委員会設置会社には、指名委員会、報酬委員会、監査委員会の三つの委員会の設置が義

務づけられています。このうち、モニタリングに関して特に重要なのは監査委員会であり、これがチェック機能の中核を占める構造になっています。

四つ目は、取締役選任に当たってのCEOの影響力の制限、独立取締役だけで構成される指名委員会の設置です。CEOが人事権を持っておりまして、CEOに批判めいたことを言う取締役は再任されないことになります。これでは独立取締役が増えてもチェック機能は果たせません。そこで、CEOの影響力を制限するために、CEOを入れず独立取締役だけで取締役会を開催したり、独立取締役だけで構成される指名委員会を設置したりするようになりました。

1994年頃、CEOと取締役会の権力がひっくり返ったと言われるぐらい、CEOの解任が相次ぎました。例えばヒューレット・パッカードで

は、CEO抜きで取締役会を開き、そこでフィオリーナという女性CEOの解任が決定されました。この年には、この他にもあと二、三件、かなりの大企業で、CEOが取締役会によって解任されました。ただし、アメリカでも、このような動きには、いくら何でもやり過ぎではないかという批判があり、両者のバランスが少し元に戻つてきているというのが現在の状況ではないかと思いま

す。

発覚しました。それを受けて、サーベンス・オクスレー（SOX）法が制定されました。同法では、公開会社会計監視委員会（PCAOB）が創設された他、取締役会の各委員会の独立性が強化され、CEO抜きの取締役会の開催が義務づけられました。コーコーポレート・ガバナンス上、非常に重要な法律であり、同法を参考として、日本でも、金融庁に公認会計士・監査審査会が設置されました。

### (3) コーコーポレート・ガバナンス改革の推進

#### (サーベンス・オクスレー法の制定)

次に、コーコーポレート・ガバナンス改革の推進について見てきます。資料3ページの方をご覧下さい。ご存じのように、二〇〇一年にエンロン、翌年にワールドコムの破綻がありました。それと相前後して、利益操作などの不正会計処理が

#### (ドッド・フランク法の制定)

二〇〇七年以降の金融システム危機を受けて、ドッド・フランク法が制定されました。同法では、取締役会の独立性がさらに強化されるとともに、株主権を強化するため、セイ・オン・ペイ制度が導入されました。ここで、ペイとは「経営者報酬」のことであり、経営者の報酬に関し株主総

会に発言権を持たせようとするものです。

研究者の間では、この規定には効力がないと言われています。仮に反対が六〇%を占めても、議案が否決されるわけではないためです。しかし、私は必ずしもそうではないと考えています。なぜなら、株主総会で三割程度の反対票があります

と、一旦持ち帰って修正するという動きがかなり見られるためです。アメリカでも、あまりにも株主の反対が強いような場合、先のことを考えて報酬を減らすような動きがあります。したがいまして、セイ・オン・ペイは必ずしも実効性がないとは言えず、CEOに対してそれなりにプレッシャーがかかるつているのではないかと思います。

推移を表しています。これによりますと、一九七〇年代の後半から、黒で表した独立取締役が増えています。これは、一九七〇年代初めにペンセンタル鉄道の問題が発生したことを受けたものです。独立取締役は、一九九〇年頃からさらに大きく増えています。

白い部分は、affiliated director を表しており、ここでは関係取締役と訳しています。要は、取引先など、CEOと関係のある人が取締役になつているものです。独立取締役と関係取締役は、いずれも社外取締役です。これらを合わせると、二〇〇五年では、約八割が社外取締役となつております。内部取締役は二割程度にとどまっています。

ご存じの方も多いと思いますが、エンロンが破綻したとき、同社の取締役会においては、一二名が社外取締役で、内部（役員）取締役は二名しかいませんでした。その意味で、エンロンは、当

#### (4) アメリカの取締役会の構成

資料4ページのグラフは、一九五〇年から二〇〇五年までのアメリカにおける取締役会の構成の

時、ガバナンスのすぐれた会社という評価を受けていましたが、実際には、CEOに対しても意見を言えないような状況が生じており、結果的にガバナンスが機能していませんでした。

現在、アメリカでは、会長とCEOを除き、その他の取締役がすべて独立取締役というケースはそれほど珍しくなく、大企業の場合にはむしろかなり一般的であるように思います。

(5)なぜ、銀行はガバナンスが問題にならなかつたのか

(デュアル・ガバナンス・システム)

次に、なぜ銀行ではガバナンスが問題にならなかつたのかを考えます。資料5ページをご覧下さい。

アメリカにおける最大の金融危機は、一九九〇年代に起きたS&L（貯蓄貸付機関）の危機です。その際は一〇〇〇に上るS&Lが破綻し、数百人の経営者が有罪で刑務所に入れられることになりました。この後、監督機関によるガバナンス

自体のガバナンスという二重のガバナンス構造が採られてきたことです。資料で引用したDermineは、これを「デュアル・ガバナンス・システム」と呼んでいます。もともと、これらの二つの中でも、公的規制が主で、銀行自身のガバナンスが表に出でくることはありませんでした。

これまでも何度も何度か金融危機があり、そのたびに銀行自身のガバナンスも問題になりました。しかし、そのときも、主な関心は監督機関によるガバナンスに向けられ、銀行自身のガバナンスが問題にされることはあるなりなかつたのではないかと思っています。

一つ目の理由は、銀行業においては、免許業種という特殊性から、政府によるガバナンスと銀行

が強化され、預金保険法が改正されて、例えば、早期是正措置などの規制が課せられることになりました。

#### (銀行株の堅調な推移)

一つ目の理由は、銀行株の堅調な動きです。資料5ページの右のグラフをご覧下さい。グレーの線はS&P銀行株指数、黒い線はS&P五〇〇指数の動きを表しています。二〇〇七年の末で二つのグラフが見事に逆転しています。それまで、銀行はクレジットバブルで業績が好調で、銀行株も堅調に推移していました。二〇〇七年未になつて、サブプライム危機によつて急に銀行の業績が悪くなり、その後はS&P五〇〇指数がS&P銀行株指数を上回る状況が続いています。この頃から、銀行に対する見方が厳しくなり、銀行のガバナンスが問題にされるようになりました。

#### (取締役会の独立性)

資料6ページと7ページにニューヨーク証券取引所の上場会社ガバナンス基準を載せてあります。

この基準はたびたび改正されており、ここに載せましたのは二〇〇九年の改正後の基準です。二〇〇九年の改正は、上場会社の取締役会の独立性とモニリング機能を強化するという趣旨で行われました。

303A.01条では、「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ぬ」とされています。303A.02条では、独立性テストに関する規定が置かれ、取引関係がなくなつてから少なくとも三年が経つてのこと、コンサルティングや助言に対する報酬を受けていないことなど、詳細な内

容が規定されています。

(取締役会に設置される委員会)

次に、取締役会に設置される委員会に関し、重要な条文を載せて います。

303A.04条は、指名／コーポレート・ガバナンス委員会について規定しています。ここでは、「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」こと規定されています。この条文は、改正前は、指名委員会に関する規定でしたが、改正によって、指名／コーポレート・ガバナンス委員会という名称に変更されました。

303A.05条は、報酬委員会について規定しています。

ます。いわでは、「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」と規定されています。

303A.07条は、監査委員会について規定しています。企業のガバナンスにおいては、監査委員会が中心的な役割を果たしますので、非常に厳しい規定が置かれています。ここでは、「すべてのNYSE上場会社は独立取締役三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つていなければならず、しかも少なくとも一名は会計、あるいは財務管理の経験を持つていなければならない。もし監査委員会の委員が三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」と規定されています。

また、これらの条文では、指名／コーポレート・ガバナンス委員会、報酬委員会及び監査委員

会のいざれも、独立取締役だけで構成することが求められています。

#### (独立取締役だけの取締役会の開催)

303A.03条は、独立取締役だけの取締役会の開催について規定しています。ハハでは、「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」と規定されています。経営者が参加しない取締役会を開催するよう求めるのは、過激な印象があるかもしれませんが、実は、アメリカではこのようなやり方が慣行として定着しています。ハの規定は、ある意味で現状を追認したものです。先ほど御紹介しましたように、二〇〇四年頃には、経営者抜きの取締役会でCEOが解任されるという事件が相次ぎました。しかし、現在は、そこまで荒っぽい動きは起きていないように思っています。

## 四、銀行ガバナンス問題と金融システム危機

### (1) 国際機関の報告書

冒頭にも申しましたように、なぜ銀行ガバナンスが問題とされるようになったのかを探るため、いろいろな報告書をたどっていますと、OEC Dの報告書が発端になっていることがわかりました。資料8ページを以下に。OEC Dは、二〇一〇年にCorporate Governance and the Financial Crisisについて報告書を出しました。ハハでは、四つの分野における改革の必要性が指摘されています。つまり、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、取締役会の役割の見直し、株主権の強化の四つで、いざれもガ

バナンスに絡む話です。報告書は、個別銀行のガ

であると指摘しています。

バナンスが問題であり、そこがしつかりしていれば、金融システム危機を防ぐことができたのでは

#### (国連の報告書)

ないかというトーンで書かれています。実際に  
は、それほど単純に割り切る」とはやらないよう  
に思いますが、いずれにせよ、O E C D の報告書  
が強い影響を及ぼし、これを受ける形でその後い  
ろいろな報告書が出されます。

この一年ほど前に、O E C D のエコノミストで  
ある Kirkpatrick が Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis という論文を書いて  
います。彼は O E C D の報告書の執筆にかか  
わっており、彼の主張が O E C D の報告書にも反  
映されています。彼は「ハヤ、リスクテイク、会  
計基準、規制上の要件、そして報酬制度が、企業  
の戦略やリスク許容度に適切に関連づけられてい  
ないのは、ガバナンスの失敗と脆弱性によるもの

意外な感じがするかもしませんが、国連も、  
110-110年に Corporate Governance in the Wake of Financial Crisis という報告書を出してしまおや。  
そこでは、グローバルな金融システム危機が大企業の健全性と各国民の生活の相互連関性を明らかにしたこと、金融システム危機の原因は複雑であるが、コーポレート・ガバナンスの問題が重要である」となどが指摘されています。その上で、改革の課題として、取締役会による経営の監視、リスク管理が取締役会の最重要の責任であることの明確化、リスクと長期的な業績のバランスをとるような報酬政策などが挙げられています。

## (バーゼル銀行監督委員会の報告書)

二〇一〇年に、バーゼル銀行監督委員会も同じような報告書を出しました。同委員会は、金融システム危機の背景には、取締役会の不十分な経営者の監視、不適切なリスク管理などの問題があるたと考へ、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、情報開示と透明性等に関し、二〇〇六年に定めたガバナンス原則の大幅な改定を行いました。

同委員会は、昨年七月にもガバナンス原則を改定しており、そこでは、取締役会の監視機能とリスク・ガバナンス責任の強化が強調されました。加えて、リスク・カルチャー、リスク・アペタイトと銀行のリスク負担能力との関連を踏まえ、取締役会リスク委員会、上級経営者、統制部門の特別な役割、及び銀行のチェックとバランスの強化等が強調されています。

## (2) アメリカ大手金融機関のボーナス額

先に、金融機関のガバナンス問題の中身は経営者の高額報酬問題であると申し上げました。資料10ページの表は、クオモ元ニューヨーク州司法長官がアメリカ大手金融機関の二〇〇八年のボーナス額を整理して公表したものです。クオモ・レポートと呼ばれ、公表時には物議を醸しました。

この表の「収益」の欄をご覧いただきますと、シティグループ、メリルリンチ、ウェルズ・

ファーゴでは収益がマイナスになっています。普通の感覚では、収益が赤字なら経営者の報酬も低いだろうと思いがちですが、実はとんでもないボーナスが支払われています。

例えばシティグループは、TARP（不良債権救済プログラム）による公的資金を四五〇億ドルももらっています。にもかかわらず、三〇〇万ドル以上のボーナスをもらっている人が一二四人に

上っています。ちなみに、二〇〇万ドル以上です

と一七六人、一〇〇万ドル以上ですと七三八人と

なっています。業績が最悪の状態であるのに、

ボーナスが大盤振る舞いの形で支払われており、その原資の一部として国民の税金が充てられるという構造になっているわけです。この点は、メリルリンチやウェルズ・ファーゴについても同様です。

他の金融機関の場合も、赤字ではないにせよ、

それほど収益が良くない中で、百万ドルを超えるボーナスを受け取っている人が相当数いるというのが実情です。このような内容の報告書が公表されたことで、アメリカ国民の怒りがピークに達することになりました。このことが、ウォール街占拠運動やチエンジ・ユア・バンク・キヤンペーンの背景にあったように思います。

### (3) 銀行の特殊性

#### (銀行の基本機能)

銀行において、なぜガバナンスが問題にならなかつたのかを理論的に考えておきたいと思い、五つほど銀行業の特殊性を挙げています。

一つ目として、銀行の基本的な機能は満期交換に基づく流動性の供給です。具体的には、短期の資金を取り入れて、長期で資金を運用しています。したがいまして、短期の資金が円滑に調達で

きないような状況になりますと、銀行の基本的機能が阻害され、一国の決済システムや実体経済に大きな影響が及ぶことになります。経済学では、これを「システム・リスク」、又は「銀行業の外部性」などと言います。銀行の破綻は金融システム全体に好ましくない影響を及ぼしかねます。

このような中で、レバレッジが高くなり過ぎますと、デフォルト・リスクが意識され、預金者や債権者はより高いプレミアムを要求するようになります。このとき、本来であれば、運用・調達間の金利差が縮小し、銀行の業務展開の限度を画すことになるはずです。ところが、システム・リスクの予防や銀行の外部性への対策として、預金保険制度が整備されトゥー・ビッグ・トゥ・フェイル政策が採られるようになりますと、預金者や債権者がデフォルト・リスクから隔離され、市場規律が十分に働くなくなります。結果的に、

#### (ハイレバレッジの資本構成)

二つ目として、銀行の基本的機能は、短期の資金を取り入れて、長期で運用することになりますので、ハイレバレッジの資本構成が特徴になります。短期金融市場が発達していない時代には、銀

行は、預金を受け入れてそれを融資に振り向けるという業務を行っていました。その後、短期金融市場が発達してきましたので、短期金融市场から調達が増え、市場から取り入れた資金を貸し付けることによって、金利差を利益として取得するという構造になつてきています。

銀行の過大なリスクテイクが誘発され、モラルハザードの問題が生じるわけです。

(銀行業務の複雑性とバランスシートの不透明性)  
三つ目は、銀行の業務の複雑性とバランスシートの不透明性です。

銀行の保有資産の中で、A B S (資産担保証

券)、C D O (債務担保証券)、C D S (クレジット・デフォルト・スワップ)といった証券化商品やデリバティブが増えていますが、これらの商品は市場取引が充分に行われないため正確な価値の把握が困難です。また、一九九九年にグラム・リーチ・ブライリー法ができ、銀行の業務範囲が著しく拡大しているため、業務の実態を把握するのは事实上不可能に近いという状態になっています。

近年、アメリカでは社外の独立取締役のウエー

トが高くなっています。このような取締役は、経営者ではありませんので、内部情報へのアクセスが限定されています。したがいまして、独立取締役の割合が高くなればなるほど、複雑性、不透明性を増す銀行のガバナンスにおいて重大な問題が生じることになります。

#### (銀行間の相互連関性)

四つ目は、銀行間の相互連関性です。これは、今回の金融システム危機において、interconnect-edとして注目された現象です。銀行は金融市场を通じて他の金融機関と広範な取引を行っています。また、投資や融資を通じて企業とも広範な関係を持っています。このようなチェーンの一部で支払い不能が発生しますと、それが次々と波及して倒産の連鎖が起きます。これが、古典的なシステム・リスクであり、その防止がマクロプ

ルーデンス政策の最も重要な課題です。

#### (銀行に対する公的規制)

五つ目は、銀行に対する公的規制です。繰り返しになりますが、中央銀行による信用の供与、預金保険制度があります。また、事前防止策として、自己資本比率規制と組み合わせた早期是正措置、ドッド・フランク法で義務づけられた破綻処理計画 (Living will) の作成、提出といったことが挙げられます。

### 五、シャドー・バンキング・システムの成長

(シャドー・バンキング・システム成長の背景)

もう一つ、シャドー・バンキング・システムの成長にも注目する必要があります。

以前と比べ、銀行の業務も変化してきていました。以前は、銀行は融資を行い、その債権を満期まで持っていました。このような業務は「組成保有型 (Originate-to-Hold (OTH) Model)」と呼ばれています。これに対して、現在、銀行は融資

アメリカの銀行持株会社法上、銀行は「要求払い預金又は同等の預金を受け入れ、かつ企業貸し出しを行う機関」と定義されています。これらの業務の一方しか手がけない金融機関は、定義上、銀行ではないことになります。一九七〇年代後半頃から、一方の業務しか手がけないような金融機関が出現し、「ノンバンク・バンクス」又は「パラレル・バンキング」などと呼ばれました。さらに、近年のITの発達に伴って、銀行業務を構成する審査、融資、債権保全などの機能が分解され、それぞれの機能を担う専門業者が登場していくようになりました。

債権をオフバランス化し、証券化商品として販売するようになりました。このような業務は「組成配分型（Originate-to-Distribute(OTD) Model）」と呼ばれています。こののようなプロセスが進んでいきますと、信用仲介指数（CII）が上がるという現象が起きます。このため、銀行の定義を改めて整理し、新しい枠組みを構築しようと動きが出てきています。

これらのシャドー・バンクに共通する特徴は、特に資金調達源泉のところにあります。銀行は預金を主要な資金源としておりますが、シャドー・バンクは預金業務を行いませんので、それに代わる短期の資金源が必要になってしまいます。具体的には、ABC P（資産担保コマーシャルペーパー）、レポ取引、セキュリティ・レンディング、デリバティブなどがシャドー・バンクの資金調達源泉として挙げられます。

(シャドー・バンキング・システムと金融システム危機)

資料15ページのとおり、「シャドー・バンキング」という言葉は、二〇〇七年に、資産運用会社ピムコのマッコリーによって初めて使われました。銀行と同じ機能を果たしているものの、銀行ではない組織を「シャドー・バンキング」と呼んだのです。このようにシャドー・バンキングは、実

今回の金融システム危機の最大の特徴は、実は、伝統的な銀行で取り付けが起きたわけではな

く、レポ市場における取り付けやABC-P市場の機能麻痺によつて、シャドー・バンクの資金調達が困難になつたことが発端であつたということです。ベア・スタンズやリーマン・ブラザーズの破綻は、もちろん、資産が傷んでいたということもあるのですが、レポ市場での資金調達が困難になつたことが直接の引き金になりました。機能的には銀行とシャドー・バンクはほとんど変わりませんので、シャドー・バンキング・システムを取り込んだ包括的な規制体系の構築が必要になつています。この点、FSBも、強固な市場型の金融システムを作るために、シャドー・バンキング・システムを再構築する必要があるとする報告書を出しています。

今回の金融システム危機の最大の特徴は、レポ市場において投資銀行が資金を調達できなくなつて破綻したことが引き金になつたことにあり、「市場型システム・リスク」とも呼ばれています。Gortonは、預金保険が整備されて取り付けが起きたくなつたことを指して、「平穏期 (the quiet period)」と呼んでいます。要は、預金保険制度によって、預金の流出による銀行倒産が影を潜めたということです。

(システム・リスクの発現形態の変化)  
かつて銀行取り付け (bank run) は、銀行が

(シャドー・バンキング・システムの台頭とシステム・リスク)

日本において市場型システム・リスクが問題になったのは、一九九七年に三洋証券が会社更生法の適用を申請したときです。会社更生法の適用を申請しますと、債権・債務関係はすべて凍結される形になります。このため、現先市場と無担保コール市場でデフォルトが起こり、短期金融市場で事実上資金調達が不可能になりました。これに伴い、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行が相次いで破綻しました。これは、市場型システムミック・リスクの発現の一例です。

市場型システム・リスクの発現を防ぐため、機能別規制 (functional regulation) という考え方が出されています。要するに、同じ機能を持つ組織に対しても、同じ規制を課すというものです。シャドー・バンキング・システムに対しても、銀行と同じような規制を課すのが基本的な考え方になります。アメリカでは、ドッド・フラン

ク法によって金融安定監督カウンシル (FSOC) ができました。EUでは、欧洲システム・リスク理事会 (ESRB) ができます。シャドー・バンキングについては、引き続き、G20及びFSBの金融規制改革の重要課題の一つとして取り組みが進められています。

#### (シャドー・バンキング・システムの成長)

資料18ページの左の図は、伝統的銀行とシャドー・バンキングの債務の推移を表したもので、一番下が伝統的銀行業で、真ん中がシャドー・バンキングです。ここからも、シャドー・バンキングの成長が著しいことがわかります。

右の図をご覧下さい。先ほど、信用仲介のプロセスが延びていくと、金融資産が膨らんでいくというお話をしました。この図の実線がCIIの推移を表しています。この指数は、Greenwoodと

Scharfstein が提起したもので、全債務者のグローバルな債務のエンド・ユーザーのネット債務に対する比率を表したものです。この比率が趨勢的に上がってきてています。その背景には、家計部門の債務が大きく膨らんできていることがあります。他方、企業の債務は、ほとんど横ばいで推移しています。したがいまして、この間の信用仲介指数の上昇は、専ら家計部門の債務の増加によつてもたらされたことになります。

Scharfstein が提起したもので、全債務者のグローバルな債務のエンド・ユーザーのネット債務に対する比率を表したものです。この比率が趨勢的に上がってきています。その背景には、家計部門の債務が大きく膨らんできていることがあります。他方、企業の債務は、ほとんど横ばいで推移しています。したがいまして、この間の信用仲介指数の上昇は、専ら家計部門の債務の増加によつてもたらされたことになります。

J.P.モルガンの取締会の特徴を整理したもので、スチーブンズとリーマンは破綻しました。また、メリルリンチはバンカメに買収されました。

取締役会の規模は、一人から一三人となっています。このうち経営者は、多いところで四人です。

したがいまして、取締役のほとんどは独立取締役という構成になつています。これを見ますと、いずれの会社も立派なガバナンス構造を備えていることになりますが、本当にガバナンスが優れていたと言えるのかは疑問です。

もう一つ、これらの六社は投資銀行又は銀行ですから、金融の専門知識を持った取締役がどの程度いるのかが問題になります。そこで、金融専門家の割合を見てみると、せいぜい一、二割程度にとどまっています。したがいまして、ほとんど

## 六、アメリカ投資銀行のガバナンス

### (1) アメリカ投資銀行の取締役会の構成とリスト

#### ク・ガバナンス

(アメリカ投資銀行の取締役会の構成)

資料19ページの表は、投資銀行五社と銀行であ

金融の専門知識を持たない人たちが取締役になつていたということです。

破綻した投資銀行とそれ以外で、どこに違いがあるのでしょうか。表の中に、NED (non-executive directors) の平均年齢と平均在位年数

が出ています。NEDは非執行取締役であり、独立取締役と見ることができます。NEDの年齢を見ますと、破綻した投資銀行では高齢の人が多く、それ以外ではやや若い人が多いことに気がつきます。もつとも、その差はせいぜい五、六歳で

すので、それで何か違があるのか分りません。

もう一つ、NEDの平均在位年数を見ますと、破綻した投資銀行ではこれが長いことに気がづきます。つまり、NEDの顔ぶれが固定されているということです。この背景には、CEOの権限が非常に強く、あまり取締役を入れ替えていないという事情があるのでないかと思われます。結果

(アメリカ投資銀行のリスク・ガバナンス)

資料20ページの表は、これらの六社のリスク・ガバナンスに焦点を合わせて整理したものです。

金融業で仕事をしそのノウハウや知識を持つている人 (FIE (financial industry experts)) が、取締役会リスク委員会に何人いるかに着目します。

破綻したりーマン・ブラザーズの場合、金融・リスク委員会にも監査委員会にもFIEは一人もいませんでした。買収に追い込まれたメリルリンチにおいては、FIEは、金融委員会に一人いるだけで、監査委員会には一人もいません。このようなことはやはり問題だと思います。経営的に追い込まれた投資銀行の場合、リスク管理に問題が

的に、人事が停滞し、このことが破綻の原因と関係しているのかもしれません。

あつたと言えるのではないかと思います。

## (2) 独立取締役とパフォーマンス

### (実証分析の結果)

金融機関にもSOX法やドッド・フランク法は適用されますし、上場会社であれば、NYSEやNASDAQのガバナンス基準を遵守しなければなりません。したがいまして、ガバナンス面で金融機関が見劣りするようなことはないはずであり、今回、なぜ金融機関のガバナンスに問題があると言われるようになつたのか理解しづらいところがあります。

独立取締役の数とパフォーマンスの関係については、独立取締役の数が増えるとパフォーマンスが落ちるという結論を得ている分析はたくさんあります。が、逆の結論を得ている論文はほとんどないと思います。

それはともかく、その関係で金融機関のガバナンスについてさまざまな側面から分析が行われることになりました。そのいくつかを御紹介します。

もう一つ、金融の専門知識を持つた取締役の数と金融機関のパフォーマンスの関係ですが、これもなかなか微妙な面があります。金融の専門知識を持った取締役の数が増えますと、専門知識を背景にレバレッジを高める傾向が出てきます。その結果として、金融危機のときには業績が悪くなり

Adams は、独立取締役の数、金融の専門知識

がちです。このため、専門知識を持つた取締役が

多いと、金融機関の業績が良くなるかと言いますと、必ずしもそうとは言えないということになります。

#### (T A R P 資金受け入れ金融機関の状況)

おもしろいのは、T A R P 資金を受け入れている金融機関は、受け入れていない金融機関と比べて、独立取締役の数が多いことです。また、独立

取締役の割合が高いほど、パフォーマンスが低く

なるということも、ニューヨーク連銀の Staff

Report の中で指摘されています。銀行業務は、

非常に独特で、複雑、不透明な面があると言われます。そうしますと、内部情報へのアクセスが限

る繰り返しになりますが、銀行は免許業種ですので、デュアル・ガバナンス・システムが特徴です。ニューヨーク連銀の Staff Report の Appendix に、規制の内容が一覧表の形で整理されています。それを見ますと、例えば、取締役の数は五人から一五人でなければならないといったことが法律で決まっています。法令の他に、自主規制規則

も思われます。

この分野でどのような分析が行われているのかに关心がおありでしたら、資料21ページの下に挙げました、オランダ銀行のワーキングペーパーがサーベイとして最も包括的なものだと思いますので、それを参照していただければと思います。

## 七、まとめ

最後に、結論を申し上げます。

になるのは、理屈で考えますと当たり前のように

といったものが存在することも考えますと、非常にきつい縛りの下に置かれているというのが実情です。このためもあって、これまで個別の銀行のガバナンスが問題になるようなことはあまりなかつたと言えるのではないかと思います。なお、この点につきましては、二〇〇七年頃まで銀行の株価が堅調に推移していたことも関係しているのではないかと思います。

今回の金融システム危機を契機として、FSBは、シャドー・バンキング・システムを市場ベースの強固なファイナンス・システムとして整備するためのモニタリングを定期的に行っています。今後、銀行とシャドー・バンキングを同一の規制の下に置く方向で、改革の議論が進められるのではないかと思います。

これまで、銀行のガバナンスに関連する問題、シャドー・バンキング・システムの規制、破綻処理スキームの構築などのテーマがバラバラに議論されてきました。今後、効率的かつ効果的な金融規制改革のためには、これらを組み合わせた形で銀行のガバナンス・システムを考えいく必要があるのではないかと考えている次第です。

やや時間がオーバーしましたが、これをもちまして私の話を終わらせていただきます。

**大前常務理事 佐賀さん、どうもありがとうございました。**

今日は、金融機関のガバナンス問題と金融システム危機に関して、熱のこもったお話を伺いました。

いつもはここで、御質問があればお出し下さいと申し上げるのですが、もう予定の時間が来てしまいました。しかし、どうしてもといふことがあります。しかしながら、どうしてかといふことがあれば、御質問いただければと思います。

## 金融機関のガバナンス問題と金融システム危機

御質問がないようでしたら、時間も来ておりますので、これをもちまして本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。

佐賀さん、改めまして、どうもありがとうございました。（拍手）

（さが たかお・当研究所理事・主任研究員）

（この講演は、平成二八年二月八日に開催されました。）

証券七七八一  
日時：2018年2月8日(月)午後3時10分～4時30分  
場所：東京証券会館9階会議室

## 金融機関のガバナンス問題と金融システム危機

(公益財団法人)日本証券経済研究所 佐賀卓雄

### コーポレート・ガバナンス問題の経緯(1)

#### コーポレート・ガバナンス(CG)問題の起源

・CGが「所有と経営の分離」により、経営者が株主の利益を無視して自己の利益を追求するという問題という意味であれば、既にアダム・スミスの『富國富民の道』(1776年)に株式会社批判の形で指摘されている。しかし、それを株式会社の大規模化にともなう現象として分析した、ハーリー＝ミーンズの『近代株式会社と私有財産』(1932年)を嚆矢とみなすのが一般的である。

・CGが企業経営の健全性との関連で真剣に論じ始められる契機は、1970年代初頭に起きた物価決算とともに南北ペンゼントラル鉄道の破綻、ウォーターゲート事件を契機に相次いで露見した企業の「豪華な支払い」、そしてそれらの問題への対処をめぐる取締役会の無能に対する国民の幻滅であった。

また、理論的には、ジエンセン＝マックリング(Jensen & Meckling)のエージェンシー・コスト論が株主価値最大化とCGの関連に接觸づけを与えた([1976]，“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” *The Jour. Of Financial Economics*)。

・それまで、取締役会は「助言モデル」(advising model)に依拠して、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請していた。したがって、最初から取締役会はチェック機能は期待されていなかった。70年代前半の企業不祥事を契機に、取締役会の監視機能を強め(monitoring model)改革が進められた。

## コーポレート・ガバナンス問題の経緯(2)

この改革は、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特定の任務を与えられた委員会の設置と指導的な取締役(lead director)の氏名など、取締役会内部の改革、④取締役選任にあたってのCEOの影響力の制限、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。

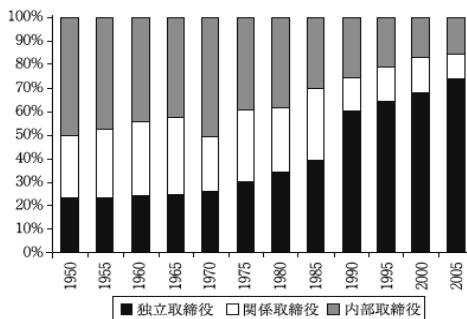
### —CG改革の推進

2001年のエンロン社、翌年のワールドコム社の破綻、それと相前後して露見した利益操作などの不正会計処理を背景に、2002年にサーベンス・オクスレー(SOX)法が制定された。同法は、監査人を監督する公開会社会計監視委員会(PCAOB)を創設したのに加え、取締役会各委員会の独立性を強化し、CEO抜きの取締役会(executive session)の開催を義務づけた。

さらに、2007年以降の金融システム危機を背景に、2010年に成立したドッド・フランク(DF)法は取締役会の独立性をさらに強化するとともに、株主権を強化した(セイ・オン・ペイなどの導入)。

3

## 取締役会の構成、1950－2005年



出所: Gordon,N.G.[2008], "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Prices", Stanford Law Review, Vol.59, Apr.

4

## 何故、銀行はガバナンスが問題にならなかったのか

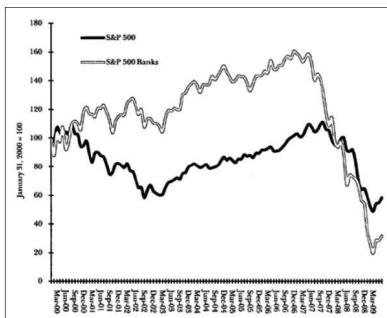
一銀行業はその特殊性から、政府(監督機関)によるガバナンスと銀行によるガバナンスというデュアル・ガバナンス・システムが採られてきた(Dermine[2011], "Bank Corporate Governance,Beyond the Global Banking Crisis",INSEAD,Faculty & Research Working Paper,March)。

一歴史的には、銀行危機の度に政府(監督機関)によるガバナンスが整備されてきたが、今回の金融システム危機のように銀行によるガバナンスが特に問題にされることはない。

一2007年末まで、銀行株(S&P銀行株)は一貫して一般株価(S&P500)を上回っていた。

これが、銀行がガバナンス問題に対してフリー・パスを持っていたといわれる所以である(Cheffin [2013],"The Corporate Governance Movement, Banks and the Financial Crisis",University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies,Research Paper No.56/2013)。

株価の推移 S&amp;P500 と S&amp;P 銀行株



出所:Cheffins[2013]

5

## 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(1)

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-5805(1))

303A.02 獨立性テスト(IM-5805)

「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、上場会社の監査委員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調達して、経営から独立である能力にと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。されば、(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開示があるかどうか

(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、直接の家族メンバー、役員であった

(ii)取締役が過去3年うち1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要員報酬、および年金、報酬払い報酬は除外のとする

(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選ばれていた取締役、あるいは監査人と同じ範囲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%を超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

6

## 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(2)

(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%を超える会社の経営者が、そのような関係がなくなってから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-5805-7)

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-5805-6)

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ず、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つ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会としての能力を損なうものではないことを判断し、そのことを示しなければならない(IM-5805-3(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例別の会議を開催しなければならない(IM-5805-1(2))

注:本文末尾の番号は、対応するNASD規則(2009年3月以降改正)

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

7

## 銀行ガバナンス問題と金融システム危機(1)

—OECDの報告書([2010], *Corporate Governance and the Financial Crisis*)が先鞭をつける。4つの分野での改革の必要性を指摘。

- ・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
- ・取締役会の役割の見直し
- ・株主権の強化

—OECDのKirkpatrick[2009], *Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*も、過大なリスクティク、会計基準、規制上の要件、そして報酬制度が企業の戦略やリスク許容度に適切に関連付けられていないのはガバナンスの失敗と脆弱性によると結論している。

—United Nations[2010], *Corporate Governance in the Wake of Financial Crisis*は、グローバルな金融危機が大企業の健全性と各国民の生活の相互連関性を明らかにしたが、その原因是複雑であるとしながらも、コーポレート・ガバナンスの問題が重要であると指摘している。そして、改革の課題として、①取締役会による経営の監視、②リスク管理が取締役会の最重要の責任であるとの明確化、③リスクと長期的な業績のバランスをとるような報酬政策、をあげている。

8

## 銀行ガバナンス問題と金融システム危機(2)

一バーゼル銀行監督委員会(Basel Committee on Banking Supervision,BCBS)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年に定めた「ガバナンス原則」を大幅に改定した。重要な問題点は、取締役会の不十分な経営者の監視、不適切なリスク管理、であり、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、について大幅な改正を行った([2010],*Principles for Enhancing Corporate Governance*)。

—BCBSは2015年7月にも「ガバナンス原則」を改定している。そこでは、①取締役会の監視機能とリスク・ガバナンス責任の強化、②リスク・カルチャー、リスク・アベタイトと銀行のリスク負担能力との関連を強調し、取締役会リスク委員会、上級経営者、統制部門の特別な役割、③銀行のチェックとバランスの強化、を強調している(*Guideline - Corporate Governance Principle for Banks*)。

アメリカ大手金融機関のボーナス額(2008年)

	収益(損失) (万ドル)	ボーナス・ペ ール(万ドル)	従業員数	従業員一人当 り収益	従業員一人當 りボーナス ル	TARP(10億\$ 百万ドル以上 の従業員)	ボーナスが3 百万ドル以上 の従業員数	ボーナスが2 百万ドル以上 の従業員数	ボーナスが百 万ドル以上の 従業員数
バンク・オブ・ アメリカ	40,000	33,000	248,000	16,461	13,580	45	28	65	172
バンク・オブ・ NY・ローン	14,000	9,450	42,900	32,634	22,028	3	12	22	74
シティグループ	-277,000	53,000	222,800	-65,812	10,612	45	124	176	738
ゴールドマン・ サックス	23,220	48,234	30,067	77,228	160,420	10	212	391	963
JP・モルガン・ チャース	56,000	86,930	224,961	24,893	38,642	25	200		1,626
メリル・リンチ	-278,000	35,000	50,000	-467,787	61,017	10	140		696
モルガン・スタ ンレー	17,070	44,750	46,964	36,847	95,286	10	101	189	428
ステート・スト リート	18,110	4,670	26,475	63,600	16,606	2	8	8	44
ウェルズ・フア ーク	-429,390	9,775	281,000	-162,766	3,479	25	7	22	62

出所:Andrew Cuomo[2009],*No Rhyme or Reason: The Heads I Win, Tails You Lose Bank Bonus Culture* 30.

## 銀行業の特殊性(1)

一銀行の基本的機能は満期変換(maturity transformation)に基づく流動性の供給である。それを可能にしているのは、預金や短期金融市场資金など、流動的な資金へのアクセスの確保である。この資金が枯渇すると、銀行業務の円滑な展開が中断され、金融システムは機能不全の状態に追い込まれ、実体経済も甚大な影響を被る。

こうした事態を避けるため、マクロブルーデンス規制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が目的である。

一銀行はハイレバレッジの資本構成を特徴とする。銀行は預金あるいは短期金融市场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差を利益として取得する。したがって、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、レバレッジの上界はデフォルト・リスクを高め、預金者や債権者はより高いプレミアムを要求するようになるから、金利差は縮小することになり、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「トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル」(TBTF)政策によって預金者や債権者がデフォルト・リスクに純感になると、この市場規律(market discipline)は十分には働かなくななるため、銀行の過大なリスクテイクが誘発される危険性が生じる。いわゆる「モラルハザード問題」である。

11

## 銀行の特殊性(2)

一銀行の業務の複雑性とバランスシートの不透明性。銀行の業務は複雑化しており、その内容や保有資産の価値を正確に把握することは困難である。また、保有資産は、市場取引の対象となりにくいABS、CDO、CDSなどの證券化商品やデリバティブも多く、これらの評価は不透明である。特に、1999年のグラム・リーナ・ブライヤー法により、銀行(持株会社)の業務範囲は著しく拡大しているため、その実態を把握するのは事实上、不可能に近い。特に、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、この複雑性と不透明性(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。

一銀行間の相互連関性。銀行は金融市场を通じて他の金融機関と広範な取引を行っている。また、投資や融資を通じて企業との広範な関係も持っている。これらの債権債務関係を通して、銀行は相互に連鎖(interconnected)している。この連鎖の一部で支払不能が発生すると、それが次々と波及していく。このシステム・リスクの予防がマクロブルーデンス政策の最も重要な課題である。

一銀行に対する公的規制。システム・リスクの防止を目的に、様々な規制が行われている。セーフティネットとして、中央銀行による与信と預金保険制度がある。また、事前防止策としては、自己資本比率規制と組み合わせた早期是正措置(Prompt Corrective Action)や、ドッド・フランク(DF)法で義務づけられた破綻処理計画(living will)の作成、提出などがある。

12

## シャドー・バンキング・システムの成長(1)

### —シャドー・バンキング・システム成長の背景

#### ●「銀行」の定義

- ・アメリカでは、「要求払い預金または同等の預金を受け入れ、かつ企業貸出しを行う機関」(1956年銀行持株会社法)であり、いずれか一方の業務しか手掛けない金融機関は定義上「銀行」ではない。
- ・銀行は決済システムの担い手であるため、金融システムの安定性の維持のために、銀行に対して免許制、業務制限、自己資本規制など、様々な規制が課せられてきた
- ・他方で、その破綻を防ぐために、中央銀行信用へのアクセス、および預金保険制度がセーフティ・ネットとして整備されてきた
- ・かくして、銀行は規制にともなうコストを負担しながらも、その免許価値(charter value)を享受してきた

#### ●規制緩和と金融イノベーションによるシャドー・バンキング・システムの成長

- ・既に1970年代後半より、いずれか一方の業務しか手掛けず、したがって銀行免許の取得にともなう規制コストの負担を回避する金融機関が登場した。これらをノンバンク・バンクスと呼んだ。また、パラレル・バンキングとも呼ばれた
- ・また、ITの発達にともない、銀行業務を構成する審査、融資、債権保全などの機能が分解され(アンバンドリング)、それぞれの機能を専門に扱う業者が登場した。

13

## シャドー・バンキング・システムの成長(2)

- ・それにともない、ローンセールスや、債権をプールしそのキャッシュフローを裏付けに新たな証券を発行して資産を流動化する証券化の手法が普及した。従来の銀行業を組成保有型(Originate-to-Hold(OTH) Model)と呼ぶのに対して、これは組成配分型(Originate-to-Distribute(OTD) Model)と呼ばれている。信用仲介指数(全部門の総負債/最終ユーザーの総負債)(Credit Intermediation Index,CIC)(Greenwood Scharfstein[2013], "The Growth of Finance" Jour. Of Economic Perspectives Vol.27, No.2, Spring)の上昇。
- ・このように銀行業務が分解されるにつれ、「銀行」の定義、そして同時にその免許価値の維持も困難になってくる
- ・このため、「銀行」を再定義し、新たな規制の枠組みを構築しようという動きができる

14

## シャドー・バンキング・システムの成長(3)

### —シャドー・バンキング・システムと金融システム危機

#### ●シャドー・バンキング・システムの実態

- ・シャドー・バンキングという言葉を最初に使ったのは、資産運用会社ビムコのマッコリーである(2007年)。マッコリーは銀行を短期の負債によって調達した資金で非流動的な長期資本を保有し、満期変換(maturity transformation)の機能を果たす組織と定義した。そして、両者の機能を果たしながらも、定義上は銀行ではないため規制の枠外に置かれている組織をシャドー・バンクと呼んだ。
- ・この定義では、規制逃れから誕生したノンバンク・バンクスだけではなく、投資銀行、MMF、ヘッジ・ファンドなどのいわゆる間接投資機関もシャドー・バンクに含まれることになる
- ・「金融危機審査委員会」(FCIC) [2010]は、シャドー・バンクとして、MMF、ヘッジファンド、投資銀行、ファイナンス・カンパニー、ABCPコンジュイとSIV,GSE,そして金融保険会社をあげている
- ・ここで、重要なのは、シャドー・バンクの資金調達源泉である。銀行は預金を主要な資金源としているが、シャドー・バンクは預金業務を行わないため、それに代わる短期の資金源が必要である。FCICは、ABCP,レポ取引、セキュリティレンディング、デリバティブスをあげている。

15

## シャドー・バンキング・システムの成長(4)

### ●シャドー・バンキング・システムにおける「取付け」(run)

- ・今回の金融システム危機の最大の特徴は、レボ市場における「取付け」(ヘアカット率の上昇)やABCP市場の機能麻痺により、シャドー・バンクの資金調達が困難になったことである
- ・他方、以前の金融危機の特徴であった銀行取扱から連鎖倒産に至る現象はみられなかった
- ・ペア・スターンズやリーマン・ブラザーズの破綻は、レボ市場での資金調達が困難になったことが直接の引き金であった
- ・したがって、シャドー・バンキング・システムも取り込んだ包括的な規制体系の構築が必要になっている

### —システムック・リスクの発現形態の変化

- ・かつては銀行取扱(bank run)から連鎖倒産による金融システムの崩壊(ドミノ効果)を意味していた
- ・預金保険制度の採用によって、小口預金者の集中的な解約、預金の流出による銀行倒産は影を潜めた(Gorton[2012],*Slapped by the Invisible Hand*はこれを平穏期(the quiet period)と呼んでいる)
- ・しかし、銀行がCDや市場性の資金への依存を高めるにつれ、この平穏期も終焉に向かうことになる
- ・さらに、デリバティブ、証券化などの新しい金融商品の登場、金融インベーションの進展とともに、銀行の資金調達構造も金融市場の動向に大きな影響を受けるようになる
- ・この観點でも、銀行システムは過度信用といふセーフティ・ネットによって保護されているため、連鎖倒産の発生は必然に防ぐことができる

16

## シャドー・バンキング・システムの成長(5)

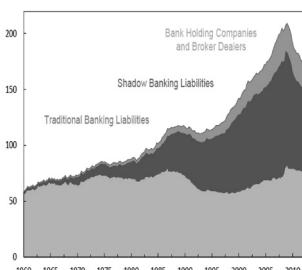
### —シャドー・バンキング・システムの台頭とシステムック・リスク

- ・預金保険や連銀借用というセーフティ・ネットによって保護されていないシャドー・バンキング・システムが台頭していくと、その動搖が金融システム全体を不安定にさせる可能性が生まれる
- ・シャドー・バンキング・システムは、短期の市場資金を取り入れ長期の資本に転換するという溝済変換の機能を果たしている。例えば、投資銀行の最大の資金源泉はレボ市場であるが、仮にこの市場が機能麻痺の状態に陥れば、一気に資金繰りに行き詰まり破綻に追い込まれることになる。ペア・スターンズ、リーマン・ブラザーズはこうして破綻した。また、大手商業銀行がSIVを解消し本体に吸収せざるをえなくなったのは、SIVの主要な資金源泉であったABCp市場が機能麻痺の状態に陥ったためである
- ・我が国でも、1997年に三洋証券が会社更生法の適用を申請し、現実市場と無担保コール市場でデフォルトを起こしたため、以後、短期金融市場での資金調達が事实上、不可能になり、北海道拓殖銀行、山一証券、都陽シティ銀行が相次いで破綻したのは市場型システムック・リスクの発現である
- ・これを未然に防ぐためには、シャドー・バンキング・システムに対して新たな監督機関を設けるとともに、セーフティ・ネットを整備する必要がある。アメリカの金融安定監督カウンシル(Financial Stability Oversight Council,FSOC)、EUの歐州システムック・リスク理事会(European Systemic Risk Board,ESRB)がこれである。また、シャドー・バンキングの規制については、G20およびFSBの金融規制改革の重要課題の一つである

17

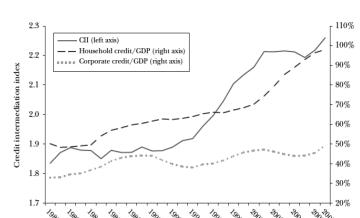
## シャドー・バンキング・システムの成長

伝統的銀行の債務とシャドー・バンキングの債務(総債務/名目GDP)



出所:Adrian T.[2014], "Financial Stability Policies for Shadow Banking", FRBNY Staff Report No.664, Feb.

信用中介指數(CID)の推移



Source: Flow of Funds and author's calculations.  
Note: The Credit Intermediation Index (CID) is equal to the ratio of gross credit to net credit to end users (government, households, and nonfinancial firms). Household credit and corporate credit are from Table 1.1 of the Flow of Funds.

出所:Greenwood and Scharfstein[2013],"The Growth of Finance",Jour. of Economic Perspectives,Vol.27,No.2,Spring

18

## 金融機関のガバナンス問題と金融システム危機

アメリカ大手投資銀行の取締役会の構成、2007年12月31日

	ペア・スターンズ <sup>1</sup> 13	リーマン・ブラザーズ <sup>2</sup> 11	メリルリンチ 11	モルган・スタンレー 12	ゴールドマン・サックス 12	JPモルガン・ヂース 12
規 模						
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(4) 会長(6)	CEO会長(14)	CEO(6) 会長(5)	CEO会長(2.5)	CEO会長(2)	CEO(2) 会長(1)
CFO会長の在任年数	22.5	13.3	6.3	2.5 <sup>4</sup>	4.5	7.0
NEDの平均年齢	68	69	63	60	64	60
NEDの平均在任期数	10.1	9.4	4.1	4.8	5.3	8.4
金融の専門知識を持つ NED割合 <sup>5</sup>	2(22%)	2(10%)	1(10%)	3(27%)	4(44%)	1(8%)

注:NED=non-executive directors(非執行取締役)

1.ペア・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・ゴールド斯坦(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。

2.ペア・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。

3.モルガン・スタンレーのジームズ・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.[2008].

19

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

	ペア・スターンズ 会長	リーマン・ブラザーズ 会長	メリルリンチ 会長	モルガン・スタンレー 会長	ゴールドマン・サックス 会長	JPモルガン・ヂース 会長
取締役会リスク委員会1	金融・リスク委員会 FIE/1(65%) 会議の回数：2回 議長：非FIE	金融・リスク委員会 FIE/0(0%) 会議の回数：2回 議長：非FIE	監査委員会 FIE/1(25%) 会議の回数：12回 議長：非FIE	監査委員会 FIE/2(50%) 会議の回数：10回 議長：非FIE	監査委員会 FIE/4(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
リスクの範囲	オペレーションナル、 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	クレジットおよび マーケット・リスク	オペレーションナル、 クレジット、マーケット・リスク	オペレーションナル、 クレジット、リサイ 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(0%) 会議の回数：11回 議長：非FIE	監査委員会 FIE/0(0%) 会議の回数：11回 議長：非FIE			
リスクの範囲		オペレーションナル	オペレーションナル			
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: FIE=Financial industry experts

ペア・スターンズは2007年7月31日までの期間。

出所: Nestor Advisors Ltd.[2008].

20

## 金融システム危機と金融規制(1)

一金融機関もSOX法やDF法が適用されるし、上場会社であれば、NYSEやNASDAQのガバナンス基準を遵守する義務を負う。したがって、当初、金融機関経営者の高額報酬問題に際して、そのガバナンス構造が金融システム危機の有力な原因の一つであるとしたことは必ずしも説得的ではない。実際、金融機関のCGが非金融企業のそれと較べて異なりしている訳ではないことを実証的に明らかにした上で、金融システム危機の原因をそれ以外の要因(独立取締役の数、金融の専門知識を持つ取締役の数)に求め分析も少なくない(例えば、Adams,R.B.[2009], "Governance and the Financial Crisis", ECGI Working Paper No.248/2009など)。

一はなはだ興味深いのは、不良資産救済プログラム(Troubled Asset Relief Program,TARP)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が指摘されていることである(Adams[2009])。また、取締役会に占める独立取締役の割合が高いほど、パフォーマンスが低くなることも実証的に明らかにされている(Adames and Mehran[2011], "Corporate Performance,Board Structure, and Their Determinant in the Banking Industry", FRBNY Staff Report No.390 Oct.)。

銀行業務の複雑性や不透明性を考慮すれば、内部情報へのアクセスが既定的である独立取締役の割合が高くなればなるほど、収益にはネガティブな影響を及ぼすとともに、情報優位性を持つCEOに対するチェック機能も低下すると判断される。

この間の銀行のガバナンス問題についての包括的なサーベイについては、de Hann J. and Vlahu R.[2013], "Corporate Governance of Banks:A Survey", De Nederlandsche Bank Working Paper, No.386, July, を参照されたい。

21

## 金融システム危機と金融規制(2)

一銀行は免許業種であるため、デュアル・ガバナンス・システムが特徴である。また、それ以外の金融機関(例えば、投資銀行)についても、SECの規制と自主規制機関による規制が整備されてきた(これらは、取締役会の人数など詳細な点にわたっているが、その一覧は、Mehran and Mollineaux[2012], "Corporate Governance of Financial Institutions", FRBNY Staff Report No. 539, Appendix, Jan.を参照)。

一さらに、今回の金融システム危機を契機に、国際的な規制機関であるFSBは、シャドー・バンキング・システムを市場ベースの強固なファイナンス・システムに整備するためのモニタリングを定期的(毎年)に行っている(直近の進捗状況は、FSB[2015], *Transforming Shadow Banking Into Resilient Market-based Finance-An Overview of Progress*, Nov.)。

一これに加えて、2007年まで銀行株価が堅調に推移していたことが、それまで銀行のガバナンス問題が本格的に議論されなかつた理由である。

一銀行のガバナンスに関する問題、シャドー・バンキング・システムの規制、破綻処理スキームの構築についての論議はそれぞれ別々に行われてきたが、効率的かつ効果的な金融規制改革のためには、これらを収斂化させる必要があるのではないか。

22