

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。

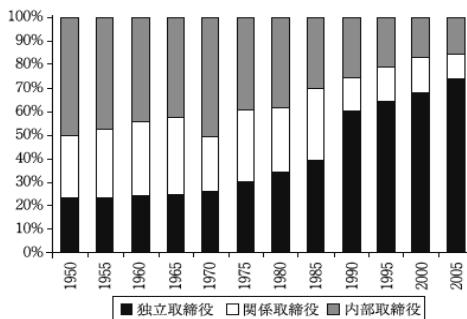
—CG改革の推進

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

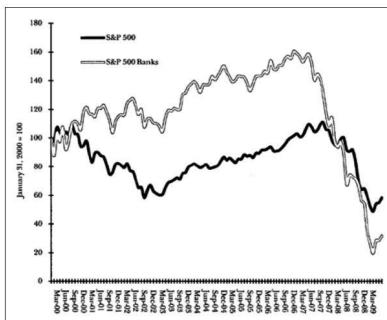
一銀行業はその特殊性から、政府(監督機関)によるガバナンスと銀行によるガバナンスというデュアル・ガバナンス・システムが採られてきた(Dermine[2011], "Bank Corporate Governance,Beyond the Global Banking Crisis",INSEAD,Faculty & Research Working Paper,March)。

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&P500 と S&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・ブライア法により、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、セキュリティーレンディング、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うセーフティ・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)

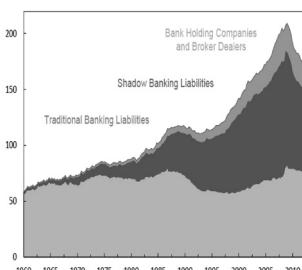
—シャドー・バンキング・システムの台頭とシステムック・リスク

- ・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

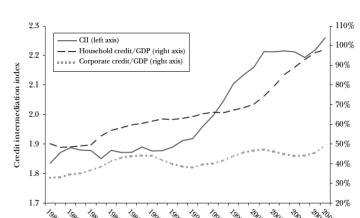
シャドー・バンキング・システムの成長

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 ¹ 13	リーマン・ブラザーズ ² 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 ³ 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 ⁴	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 ⁵	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גן・スタンレー 会長	ゴールドマン・サックス 会長	JPモルגן・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：非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見劣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