

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

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。

(アメリカにおける金融システム危機の分析)

今回の金融システム危機の背景にはアメリカのサブプライムローン問題がありました。この問題を引き起こした原因として、アメリカ国内では、基本的に、金融機関の融資基準の甘さやクレジットバブルなどが挙げられ、さらに、格付機関の問題や政府系住宅金融機関の管理の問題などが指摘されました。

二〇一〇年頃に、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ったという見方はそれほど広がりませんでした。

(国際機関における金融システム危機の分析)

国際的な政策調整の場として、二〇〇九年に、G20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っ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、かなり論点が異なっ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っ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ってきました。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ぬ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バンクに口座を移そうという、チェンジ・ユア・バンク・キャンペーンも起りました。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き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ってきました。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っ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きています。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っており、どうあるべきかという議論がなされるようになってきています。

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っ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来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れています。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。『諸国民の富』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

わゆるレッツ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、国王の特許状によって設立され、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った南海泡沫事件という出来事がありました。その中心になったのが、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・ミンズ『近代株式会社と私有財産』)
一九三二年に、バーリー・ミンズの『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って、株式会社のガバナンス問題に注目が集まるようになったと言われます。

(ジェンセン・メックリング「エージェンシー・コスト論」)

一九七〇年代初頭に大企業をめぐるスキャ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、後に粉飾決算を行っていたことが明らかにになりました。また、ウォーターゲート事件その他の事件に関連して、企業がさまざまな疑わしい支払いを行っ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ったこと

を捉えて、取締役会に対する批判が高まりました。このようなことがきっかけになって、企業経営の健全性との関連で、コーポレート・ガバナンスが論じられるようになりました。

このとき理論的なよりどころになったのが、ジェンセン・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。ジェンセンは、この本において、エージェン트가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ことを主張しました。これを「エージェンシー・コスト論」と言い、今でもコーポレート・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、ジェンセンは、ノーベル経済学賞をもらっ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)

ジェ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した。ジェンセンの主張は、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うものです。このような考え方に基づいて、アメリカの企業では、一九八〇年代後半以降、特に一

九九〇年代に入ってから、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、ジェンセン自身は、アメリカの経営者がこれほど強欲だとは思わなかっ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、ジェンセンは、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、その時々々の環境の中

で望ましいモデルが提言されてきました。

この点に関し、以前は「助言モデル」が提言されてきました。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、取締役にチェック機能は期待されていませんでした。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ダルが起きたことを背景に、取締役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発揮できないような構造が残っていると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、二〇〇二年にサーベンス・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、評判、株式ベースの報酬など、インセンティブの強化です。このようなこと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す。

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、モニタリングに關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枢を占める構造になっています。

四つ目は、取締役選任に当たつての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すと、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かねません。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。

二〇〇四年頃、CEOと取締役会の権力がひっくり返つ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っているというのが現在の状況ではないかと思いません。

(3) 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、コーポレート・ガバナンス改革の推進について見ていきます。資料3ページの下の方をご覧ください。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

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。

(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。したがって、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っているのではないかと思います。

(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

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
トラ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っていくものです。独立取締役と関係取締役は、いずれも社外取締役です。これらを合わせますと、二〇〇五年では、約八割が社外取締役となっており、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

時、ガバナンスのすぐれた会社という評価を受けていたが、実際には、CEOに対して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ったのか

(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ったのかを考えます。資料5ページをご覧ください。

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

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。もっとも、これらの二つの中でも、公的規制が主で、銀行自体のガバナンスが表に出てくることはありませんでした。

これまでも何度か金融危機があり、そのたびに銀行自体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、銀行自体のガバナンスが問題にされることはあまりなかったのではないかと思います。

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

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)

二つ目の理由は、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ください。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。二〇〇七年末になって、サブプライム危機によっ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。

三、上場会社のガバナンス

(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います。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タ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っていること、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。

303A04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」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。

303A05条は、報酬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。

303A07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ない、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

会のいずれも、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。ここでは、「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ぬ」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。この規定は、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

(OECD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きますと、OECD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ページをご覧ください。OECDは、二〇一〇年にCorporate Governance and the Financial Crisisという報告書を出しました。ここでは、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、いずれもガ

バナンスに絡む話です。報告書は、個別銀行のガバナンスが問題であり、そこがしっかりしていれば、金融システム危機を防ぐことができたのではないかと、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ことはできないように思いますが、いずれにせよ、OECD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、OECD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OECDの報告書の執筆にかかわっており、彼の主張がOECDの報告書にも反映されています。彼はここで、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

であると指摘しています。

(国連の報告書)

意外な感じがするかもしれませんが、国連も、二〇一〇年にCorporate Governance in the Wake of Financial Crisisという報告書を出しています。ここでは、グローバルな金融システム危機が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こ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ったと考え、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。

昨年七月の改定の内容を見ますと、明らかにリスクの方にウエートが移り、銀行のリスク管理が強調されています。最初の頃は、銀行の経営者の報酬に関連して、いろいろ好ましくない行動があったという認識が強く表れていましたが、その後、論点は、どのように銀行のリスク管理を規制するべきかという方向に移ってきています。

(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本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」の欄をご覧くださいますと、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ますが、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ェンジ・ユア・バンク・キャ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っ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変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。したがって、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となります。経済学では、これを「システムミック・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せんので、そのような事態を避けるためにマクロプロードENS規制が行われます。このような規制の目的は、銀行の流動性の確保と管理によって、金融システム全体の安定性を維持することにあります。

(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ありますので、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、短期金融市場からの調達が増え、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ってきています。

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が、ところが、システムミック・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ウ・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かなくなります。結果的に、

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、ABS（資産担保証券）、CDO（債務担保証券）、CDS（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おりますが、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実上不可能に近いという状態になっております。

近年、アメリカでは社外の独立取締役のウエー

トが高くなってきています。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。したがって、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、interconnectivityとして注目された現象です。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おります。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、古典的なシステムミック・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。繰り返すになりますが、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。

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、銀行ではないこととなります。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くるようになりました。

以前と比べ、銀行の業務も変化してきています。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

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) が上がるといふ現象が起きます。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する動きが出てきています。

(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」と呼んだものです。このようにシャドー・バンキングを

定義しますと、そこには非常に広い金融機関が包摂され、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ここに含まれることになります。金融危機調査委員会の報告書でも、今挙げたような金融機関がシャドー・バンクとして取り上げられています。

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きます。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、デリバティブスなどがシャドー・バンクの資金調達源泉として挙げられます。

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A B C P市場の機能麻痺によって、シャドー・バンクの資金調達に困難になったことが発端であったということである。ベア・スターンズやリーマン・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っ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っています。この点、F S B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。

(システムミック・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

破綻する前に預金を引き出そうとして、預金者が銀行に殺到することで生じるものとされていましたが、預金保険制度が導入されたことによって、そのような動きはめつたに起きなくなりました。Gortonは、預金保険が整備されて取り付けが起きなくなったことを指して、「平穩期 (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。

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ったことにあり、「市場型システムミック・リスク」とも呼ばれています。

(シャドー・バンキング・システムの台頭とシステムミック・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・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は、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る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、欧州システム・リスク理事会 (ESRB) ができています。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す。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。

右の図をご覧ください。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

Scharstein が提起したもので、全債務者のグロス債務のエンド・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。したがって、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ってもたらされたこととなります。

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

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

るJPモルガンの取締役会の特徴を整理したものです。なお、ここに掲げた投資銀行のうち、ベア・スター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つています。このうち経営者は、多いところで四人ですが、その他はほとんどが一人にとどまっています。したがって、取締役のほとんどは独立取締役という構成になっています。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となりますが、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が問題になります。そこで、金融専門家の割合をみますと、せいぜい一、二割程度にとどまっています。したがって、ほとんど

金融の専門知識を持たない人たちが取締役になっ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くきます。もともと、その差はせいぜい五、六歳です。それで何か違いがあるのかわかりません。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つくます。つまり、NEDの顔ぶれが固定されているということ。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はないかと思われれます。結果

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が。

(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っている人 (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。

破綻したリーマン・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。買収に追いつか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えます。経営的に追いつけられなかった投資銀行の場合、リスク管理に問題が

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いははらずであり、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ったのか理解しづらいところがあります。

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。

Adamsは、独立取締役の数、金融の専門知識

を持つ取締役の数などと金融機関のパフォーマンスの関係について実証分析を行いました。それ以外の実証結果も見ますと、ネガティブであるというものもあれば、ポジティブであるというものもあつて、一概に結論めいたことは言えない状況です。

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ふ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。

もう一つ、金融の専門知識を持っ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

がちです。このため、専門知識を持った取締役が多いと、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。

(TARP資金受け入れ金融機関の状況)

おもしろいのは、TARP資金を受け入れている金融機関は、受け入れている金融機関と比べて、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る。そうしますと、内部情報へのアクセスが限定される独立取締役の割合が高まれば高まるほど、収益に対してネガティブな影響を及ぼすことになるのは、理屈で考えますと当たり前のよう

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関心がありましたら、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。

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

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っ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る形で銀行のガバナンス・システムを考えて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ますが、もう予定の時間が来てしまいました。しかし、どうしてもということがあれば、御質問いただければと思います。

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す。
（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。）