

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 理事兼主任研究員

佐賀 卓雄



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中していた。しかし、時間の経過とともに、金融システム危機全般についての専門的な分析が行われるようになり、その有力な原因の1つが銀行のガバナ

ンス問題にあることも共通の認識となってきた。

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ック・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。そこで、銀行

目次

はじめに

1. 金融機関のガバナンス構造の特殊性
2. 金融システム危機と大手金融機関
3. 大手金融機関のガバナンス改革

おわりに

の経済的機能を踏まえて、その機能強化のためにガバナンス構造がどうあるべきかを検討する。

■ 1. 金融機関のガバナンス構造の特殊性

まず、コーポレート・ガバナンス（CG）のメカニズムとは、一般的には経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、経営者の保有割合は小さく、株主は十分な情報にアクセスできないために、経営者が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^(注1)。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^(注2)。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。もっとも、銀行は集めた預金をそのまま貸し出すのではなく、借り手に対し

て預金（負債）を設定（創造）するという独特の形式で融資を行う。この点が、シャドールバンキングも含めた非銀行金融機関との本質的な違いである。それはともかく、銀行の満期変換機能を支えているのは、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1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ることになる。

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^(注3)。

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。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。

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、社外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、JPモルガン・チェースは4,059の子会社を保有(2013年6月現在)しており、またシティグループの場合にも、84ヶ国に2,500もの子会社を保有しており、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、3,000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の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言える。

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ほかに方法がない。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、各業態の金融監督機関が監視機能を果たしてきた。

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つたではないかという批判が提起されるであろう。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、この批判は極めて正当である。

■ 2. 金融システム危機と大手金融機関

2007年-08年の金融システム危機の大きな原因の1つとして、大手金融機関のコーポレート・ガバナンス（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

Supervisors 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（注4）。

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、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、特に四つの分野での改革が必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、取締役会の役割の見直し、そして株主権の強化であり、これらについての脆弱性が金融危機の重要な原因であったとしている。

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（注5）。

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、既に紹介したことがあるように、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ガバナンス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年のサーベンス・オクスレー（SOX）法、そして2008年の金融危機を契機に制定された2010年のドッド・フランク（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（注6）。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（注7）。

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（注8）。

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（注9）。

この評価については意見が分かれる。拙稿においては、Nestor Advisors Ltd. [2009]の分析に依拠して、次のように述べたことがある（注10）。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。

リスク管理体制についても、大手6大金融機関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っているのは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。

しかし、その後の学術的な分析では、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、危機の時に株主の損失が大きい^(注11)。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^(注12)。

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。

■ 3. 大手金融機関のガバナンス改革

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。

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バンキ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、市場型のシステムック・リスクとも言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、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、実行可能性ということになると、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、真剣な取り組みは期待できないであろう。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に向けた取り組み、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般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1つが大手銀行のガバナンス問題についてである。

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、この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言える。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、実現可能性は極めて低いと言わざるをえない。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る。

(注1) 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、

(注2) 以下は、主として、Mülberty [2010] に依拠している。

(注3) Mehran et. al. [2011]

(注4) Mülberty [2010]

(注5) 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。

(注6) 佐賀 [2014b]

(注7) その実例として、チャラン他 [2014] を参照されたい。

(注8) Minton et. al [2012]。なお、金融の専門家は、①銀行での勤務経験を有するか、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。

(注9) 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)。

(注10) 佐賀 [2014a]

(注11) Erkens et. al [2012]

(注12) Minton et. al [2012]

【参考文献】

- ・佐賀卓雄 [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
- ・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
- ・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 crisis around the Globe: Why Did Some Banks

-
- perform Better ?”, *The Ohio State University, Fisher College of Business Working Paper Series*
- Bruner C.M. [2011], “Corporate Governance Reform in a Time of Crisis”, *The Jour. Of Corporation Law*, Vol.36 : 2
 - 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
 - Erkens D. H., Hung M. and Matos[2012], “Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis : Evidence from financial Institutions Worldwide”, *Jour. Of Corporate Finance*, Vol. 18, Jan. 15
 - Hopt K. J. [2013], “Better Governance of Financial Institutions”, *ECCGI Working Paper Series in Law*, No.207/2013, April 2013
 - 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 [2012], “Financial Expertise of the Board, Risk Taking, and Performance”, July
 - Mülbart P. O. [2010], “Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis —Theory, Evidence, Reforms”, *European Corporate Governance Institute (ECGi) Working Series in Law*, No.151/2010, Apr.
 - Nestor Advisors Ltd. [2009], *Governance in Crisis : A Comparative Case Study of Six US Investment Banks*
 - Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) [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

