慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	ガバナンス改革と日本の銀行
Sub Title	The corporate governance reform in Japan and its implication to banks
Author	池尾, 和人(Ikeo, Kazuhito)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2016
Jtitle	三田学会雑誌 (Mita journal of economics). Vol.109, No.3 (2016. 10) ,p.395(1)- 409(15)
JaLC DOI	10.14991/001.20161001-0001
Abstract	この講演の前半では, 日本におけるコーポレートガバナンス改革のこれまでの経緯を振り返った上で, そのこれからを展望する。2015年にコーポレートガバナンス・コードが策定されたことは, これまでの改革の大きな成果の一つだといえる。講演の後半では, 銀行のリスク・ガバナンス強化という課題をとりあげ, そのためのリスクアペタイト・フレームワークという考え方を紹介する。ガバナンス改革をめぐる課題は, 銀行についていうと三つである。すなわち, 執行と監視の分離による取締役会のモニタリング機能の強化, 内部監査機能の強化, それからリスクアペタイト・フレームワークの構築である。 In the first half of this lecture, I survey the prospects of the corporate governance reform in Japan after having looked back on its past process. It can be said that it is one of big achievements of the former reform that Japan's corporate governance code was settled on in 2015. In the latter half of the lecture, I take up a problem as strengthening the risk governance of banks. Concerning the problem over the governance reform about banks, there are three challenges. Those are the enhancement of the monitoring function of the board of directors by the separation of the executives and the monitors, the strengthening of the internal audit function and the construction of the risk appetite framework.
Notes	会長講演
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20161001-0001

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

「三田学会雑誌」109 巻 3 号（2016 年 10 月）

会長講演

ガバナンス改革と日本の銀行

池尾和人 *

The Corporate Governance Reform in Japan and Its Implication to Banks

Kazuhito Ikeo *

Abstract: In the first half of this lecture, I survey the prospects of the corporate governance reform in Japan after having looked back on its past process. It can be said that it is one of big achievements of the former reform that Japan's corporate governance code was settled on in 2015. In the latter half of the lecture, I take up a problem as strengthening the risk governance of banks. Concerning the problem over the governance reform about banks, there are three challenges. Those are the enhancement of the monitoring function of the board of directors by the separation of the executives and the monitors, the strengthening of the internal audit function and the construction of the risk appetite framework.

Key words: corporate governance code, risk governance of banks, risk appetite framework

JEL classifications: G32, G21

1. はじめに

現在，わが国においてコーポレートガバナンス改革を進めようという動きが加速している。2012 年末に成立した安倍政権はコーポレートガバナンス改革に熱心であり，いわゆる成長戦略の柱の一

* 慶應義塾大学経済学部
Faculty of Economics, Keio University

つにコーポレートガバナンス改革を据えている。そして，特筆すべき動きとしては，2015 年にコーポレートガバナンス・コードが策定され[(1)]，同年 6 月から東京証券取引所の上場ルールの一部として適用が開始されている[(2)]。

もう一つ，先般のグローバル金融危機以降，金融規制の見直しが進められている一方で，それと並行して金融機関のコーポレートガバナンス，とくにリスクテイクに関わる側面でのガバナンスの役割についても見直す必要があるという認識が強まっている。そうした認識を背景に，金融安定理事会（FSB）やバーゼル銀行監督委員会から，銀行のガバナンス強化を求める種々の提言が提出されている。

日本の銀行は，これらの国内での動きと国際的な動きの結節点に位置する存在だということになる。日本の銀行は，当然ながら日本の企業であるから，国内におけるコーポレートガバナンス改革に対応していかなければならないし，銀行である以上は，国際的な金融規制の見直しおよびそれと関連したリスク・ガバナンス強化の動きにも対応していかなければいけない存在である。

そこで以下では，まず日本国内におけるコーポレートガバナンス改革のこれまでの経緯と今後の方向性について確認する。その後で，国際的な銀行ガバナンスの見直しについてみることにする。

2.　日本のコーポレートガバナンス改革：これまで

日本国内でコーポレートガバナンス改革が必要だといわれるようになった背景には，要するに日本企業のパフォーマンスが芳しくないということがある。企業のパフォーマンスが非常によければ，コーポレートガバナンスを論じようとする者は少ない。やはり何か不満があるからコーポレートガバナンスが話題とされることになる。

現状における不満は大きく二つあって，一つは日本企業の収益性が低いということである。これには，国際比較でみて日本企業の ROE が低いという話もあるが，時系列的にみても趨勢的に日本の企業の収益性は下がってきているという事実がある。それゆえ，日本の企業の「稼ぐ力」が乏しくなってきているのではないかと懸念されている。それをどうにかしなくてはいけない，そのための一助としてコーポレートガバナンスの強化が必要なのではないかという発想から，そうした問題意識が成長戦略（日本再興戦略）の中で謳われ，コーポレートガバナンス改革を推進するということになったわけである。

もう一つの不満は，企業不祥事が多発していることである。企業不祥事が起こると，世の中的にはコーポレートガバナンスへの関心が高まることになる。米国でも，2000 年代初頭にエンロンやワー

---

(1)　http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/
(2)　http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/

ルドコムの事件があったが，それ以後は大きな事件は起きていない（少なくとも発覚していない）。すなわち，SOX 法が導入されるなど徹底的なコーポレートガバナンス改革が行われた結果，打ち止め感が出ている。ところがわが国の場合には，全然打ち止めになっていない。西武鉄道ぐらいから始まって直近の東芝や三菱自動車まで，周期的に大きな企業不祥事が起こり続けている。

これら二つの不満は，最近になってはじめて生じたものではないので，これまでにもコーポレートガバナンスをめぐる議論は行われてきている。直前では，2009 年にコーポレートガバナンスの議論を集中的に行っている。当時，経済産業省においては企業統治研究会を設置して議論をすることになり，金融庁でも議論をするということになった。金融庁においては，新たなスタディグループやワーキンググループを立ち上げる手間を省いて，すでに存在していた「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」で議論をすることになった。

このスタディグループは，名称から分かるように，元々は金融システムの国際競争力強化をテーマに議論をするスタディグループだったが，関連があるテーマということで，そこでコーポレートガバナンスについて議論が行われた。実は，「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」というのは私（池尾）がチェアをしていた。そのために，それ以降コーポレートガバナンスの議論にも本格的に関わることになった。

この段階では，社外取締役の導入を上場企業に義務付けることが必要なのではないかというのが問題意識の中心だった。しかし，2009 年の時点では，日本を代表するようなトヨタやキヤノン，あるいは当時の新日鉄といった優良企業が，軒並み社外取締役を一切導入していなかった。したがって，社外取締役を導入していない伝統的なタイプの日本企業の方がむしろパフォーマンスが良いではないかという主張も根強くあり，社外取締役の導入義務付けは実現しないまま，この段階の議論は終息してしまった。(3)

その後，第二次安倍内閣が発足し，最初の日本再興戦略(4)の中で機関投資家に関する行動規範を策定すべきことが謳われた。そして，それを受けた形で 2014 年に日本版スチュワードシップ・コードが策定された。(5) それから 2014 年改訂版の日本再興戦略(6)で，コーポレートガバナンス・コードを策定すべきと謳われ，コーポレートガバナンス・コードの策定作業を行うことになった。既述のいきさつからかどうか分からないが，策定のための有識者会議のチェアは私（池尾）が担当した。既述のように東京証券取引所が，そうして策定したコードを東証に上場している企業に適用する上場ルールとして 2015 年 6 月から適用を開始した。

---

(3) http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1.html
(4) http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf
(5) http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/
(6) http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf

また，2015 年改訂版の日本再興戦略で[7]，2014 年に策定した日本版スチュワードシップ・コードと 2015 年に策定したコーポレートガバナンス・コードの二つのコードの実施状況をフォローアップするように謳われた。それで，そのための会議が 2015 年 9 月から立ち上がり，議論をしている[8]。二つのコードを策定した直後にもうフォローアップというのも何か気が早い感じはするけれども，これは正直にいって東芝の不正会計事件があった（ために対応を迫られた）からだと思われる。このフォローアップ会議も，実は私（池尾）がチェアをしている。

コーポレートガバナンス改革をしなければいけないということは，コーポレートガバナンス上問題点があるということにほかならない。では，どういう問題点があるのか。私自身は少なくとも三つ，多くの日本の企業に共通する問題点が二つと銀行についての追加的な問題点が一つあると考えている。

多くの日本の企業に共通する問題点としては，第一に，執行と監視の分離が不十分であることがあげられる。日本の多くの企業の取締役会は，モニタリング・ボード的なものではなく，マネージング・ボードになっている。すなわち，経営会議＝取締役会という形になっていることが多い。日本語でも取締役といっているわけだから，当然，経営者を取り締まる役のはずなのが，取り締まられる側の人間が取り締まる役を兼ねていることが，むしろ一般的になっている。自分で自分を律することのできる立派な方も世の中にはたくさんおられると思うけれども，他人には厳しくても自分には甘いというのが人間の陥りがちな性向なので，やはり執行と監視の分離が必要である。

それから第二に，内部監査機能の独立性が低いというのが日本の企業の大きな問題だと考えられる。これについては，後ほど改めて述べたい。今回のコーポレートガバナンス・コードにおいては，第一の問題については解決の方向性をかなり示すことができたと思うが，第二の問題は残されている。また，とくに銀行については，これら二つの問題に加えて，後述するリスクアペタイト・フレームワークの構築が不十分あるいは未着手だという問題点が存在している。

今回策定された日本のコーポレートガバナンス・コードに先行して，OECD（経済協力開発機構）がコーポレートガバナンス原則を 1999 年から策定している（その後，2004 年と 2015 年に改訂）[9]。日本は OECD 加盟国である以上，もちろん OECD が定めたコーポレートガバナンス原則を受け入れているわけであって，今回のコードも OECD のコーポレートガバナンス原則を下敷きにしたものになっている面がある。

しかし，日本のコードとして少なくとも二点，独自に強調したところがある。一つは，あくまでも中長期的な観点からの企業価値の向上を目指すということで，要するに短期主義は排するという点である。短期的な利益追求一辺倒のショート・ターミズムは排し，あくまでも中長期的な観点か

---

(7) http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013_old.html#c16
(8) http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html
(9) https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf

らの企業価値の向上を目指す。もちろん，いつまでたっても成果が上がらないというのでは困るが，短期主義は排するというスタンスになっている。もう一つは，その中長期的な企業価値の向上を株主以外のステークホルダーとの適切な協働を通じて実現していくとした点である。換言すると，偏狭な株主主権論のような考え方には断じて与していない。

コーポレートガバナンスのあり方は，国際的な相場観（いわゆる Global Standard）からみて遜色があっては困るが，別に画一的なモデルに従うべしという性質のものではない。もし画一的なモデルに従えばよいのであれば，コードではなく，「会社法」で決めてしまえばよいということになる。コード（指針）という形をとっているのは，コーポレートガバナンスは画一的でなく多様性があるものだということを基本的に前提にしているからである。

そうした前提に立って，今回のコーポレートガバナンス・コードでは，一つにはプリンシプル・ベース・アプローチ（原則主義）を採用している。原則は示すが，それを実際にどうインプリメント（実装化）するかは，それぞれの企業の経営者や取締役の方々に考えていただきたいというスタンスをとっている。それからもう一つ，コンプライ・オア・エクスプレインというアプローチをとっている。

コンプライ，つまり遵守することだけを求めているのではない。従わない場合があっても構わない。ただし，従わない場合にはエクスプレイン（説明）することを求めている。すなわち，説明責任を果たせば，原則からの逸脱も認められる。画一的な解が存在するわけではないので，いくつかの原則には従わない方が自社の企業価値向上につながる，あるいは従うことがむしろマイナスだと判断するのであれば，その理由をしっかりと説明した上で拒否することは当然のこととして認められる，というアプローチをとっている。

なお，今回のコード策定過程の議論では，「守り」のガバナンス，「攻め」のガバナンスという表現が使われた。既述のように企業不祥事の多発ということがあり，世間からの非難を受けないようにするためにガバナンスの体制を整えるという発想になっていることが多い。しかし，世間から後ろ指を指されないための守りの体制づくりという発想にとどまるのではなく，もっと積極的に，会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上という課題を達成していく上で必要な体制整備という前向きな方向でガバナンスを考えようというのが，攻めのガバナンスという発想にほかならない。

前向きな方向ということで付言すると，コーポレートガバナンスの体制を整えて企業経営の透明性を確保するということは，実は経営者を守ることにつながる面がある。どういう行動をとっているかをチェックされるというのは，束縛されて不自由になるといったイメージでとらえられるかもしれない。しかし，常にチェックしてもらっているということは，何かあったときに身の潔白を証明してもらえるということでもある。まったくチェックを受けていなければ，藪の中の話になりかねず，本当は適正な行動をとっていたとしても，そのことを対外的に示すことができないというリスクを負うことになる。

コーポレートガバナンスの体制を整えることは，こうしたリスクの除去につながる。モニタリング機能の強化というのは，経営者を過度の結果責任追及からプロテクトするためにも必要なことである。

具体的には，経営判断の原則（Business Judgement Rule）というものがある。企業のパフォーマンスというのは，当然だが企業経営者の努力だけで一義的に決まるわけではない。企業経営の結果は，企業経営者のコントロールの及ばないその他の要因にも依存することになる。それゆえ，経営者が適切な努力をしていても，結果的に企業にダメージを与えてしまうというケースがあり得ることになる。そのように結果として会社に損害が発生したとしても，意思決定の際に適切な情報収集と適切な意思決定プロセスを経たと判断されるときには，善管注意義務違反を問わないというのが，経営判断の原則である。

ところが，経営判断の原則は，上述のように常にチェックを受けていないと実効化され得ない。問題が起きたときに，意思決定の際に適切な情報収集と適切な意思決定プロセスを経たかどうかを対外的に証明できるようにしておかなければ，経営判断の原則を実効化できない。そういう体制が整っていない限りは，結果責任で判断されざるを得ない。コーポレートガバナンスの体制を整えれば，過度の結果責任の追及を恐れることなく，いわば後顧の憂いをなくして経営に取り組めるようになるという意味で，ガバナンスというのは「守り」だけでなく「攻め」にもつながるといえるわけである。

3. 日本のコーポレートガバナンス改革：これから

以上が，日本のコーポレートガバナンス・コードの内容の簡単な説明を含めた，これまでの経緯である。次は，これからのことを考えてみることにしたい。

既述のように，東芝の事件もあったのでフォローアップ会議が設立され，2015 年 9 月に最初の会合を開催した。スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの実施・定着状況をフォローアップし，その実効化を促進することを課題としており，ほぼ 1 ヶ月に 1 回のペースで開催している。

そこで，どのような論点を取り上げているかというと，「株式の持ち合い」についても少し議論したが，まずは「取締役会の機能強化」について検討を行い，その結果をとりまとめるかたちで 2016 年 2 月 18 日に意見書「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」[(10)]を公表したところである。

取締役会の役割の中でも，最も重要だといえるのは，トップ経営者の選解任である。トップ経営

（10） http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_2.pdf

者の継承計画については，取締役会で十分に検討されなければならない。これは，川本裕子さん（早稲田大学教授）から聞いた話だが，日本の企業で次期社長がどのように選ばれているかということについての証言は，実は『日本経済新聞』の文化面に載っている「私の履歴書」によく出てくる。そうした証言によると，ある日，社長室に呼ばれる。それで「次期社長は君がやってくれないか」といわれて，必ずその場では固辞する。そうして一晩考えて，「分かりました，お引き受けします」といって引き受ける，というのが典型的なパターンになっている。「私の履歴書」を読む限り，そのようにして選ばれている。

要するに，今の社長が次の社長を選ぶというかたちで選ばれている。もちろん，選ぶ際には社長自身はいろいろなことを考えて後任者を指名するのだろうけれども，本当にそうした選び方でよいのかという問題がある。やはり，外部の目も入れた指名委員会を設置して，そこでそれなりの時間をかけて十分に検討して選任した方がよいのではないかと思われる。けれども，外部者が後継社長の選任に関わることを日本企業が嫌がる傾向には根深いものがある。

実際，会社法で指名委員会等設置会社という機関設計が 2002 年に認められてから 10 年以上経つにもかかわらず，そうした機関設計を採用する会社はまだまだ少数派にとどまっている。指名委員会を設置し，外部の取締役も入って後継社長を指名するということに対する抵抗感が，指名委員会等設置会社の機関設計への移行が進まない最大の原因になっているとみられる。2014 年の改正会社法で指名委員会を設置しなくてもよい監査等委員会設置会社という第 3 の機関設計が導入されたが，どうも後継者などの指名を自分でやりたい，外部の人に左右されたくないという意向に妥協した面もあるかと思う。

ただし，機関設計は監査役会設置会社のまま，あるいは監査等委員会設置会社であっても，任意で指名委員会を設置するところも最近は増えてきており，やや変化が生じてきているともいえる。トップ経営者の選解任は，非常に重要な問題であるので，そのあり方については引き続き取締役会で真剣に討議していっていただきたいと考える。

フォローアップ会議では，現在は「企業と機関投資家の間の建設的な対話」をテーマに討議している。また，今後はグループ・ガバナンスの問題についても討議する意義があるのではないかと個人的には考えている。

今回策定したコーポレートガバナンス・コードは，一つの企業体をイメージしているところがある。ところが，多くの大規模な企業は，実際には持株会社形態をとっている，あるいは持株会社形態でなくても子会社や関連会社を多くもつ「企業グループ」という形態で存在しているケースが大半である。例えば，旭化成建材の問題があったが，子会社の旭化成建材の問題で親会社の旭化成は大ダメージを受けた。そうした事態が起こる以上，親会社と子会社などを含めた企業グループ全体としてのガバナンスの体制のあり方（グループ・ガバナンス）はどうあるべきなのかを考えることは，意義深いことのはずである。

さらに取り上げて行くべきは，内部監査機能の独立性が低いというほとんどの日本の企業に共通する問題点である。このことは，あまり関心がもたれていないかもしれないけれども，私自身はかなり重大な問題だと認識している。具体的な問題点としては，少なくとも以下の二つを指摘できる。

第一に，日本の企業の場合，ローテーション人事で内部監査を担当している場合が多く，内部監査担当者が必ずしもプロ化していないという問題がある。内部監査が本職のプロという感じの人は少ない。ローテーションであるために，今は監査部門にいて監査する役をしていても，そのうちまた社長の部下になる可能性のあるような人がチェックしている。こうした状態だと，内部監査機能の独立性が低いものとならざるを得ないとともに，高い能力の発揮も期待しにくい。

第二に，監査結果がレポートされる最終的な統括責任者（内部監査部門のオーナー）がトップ経営者となっている。この場合，社長などのトップ経営者ではない，中間管理職以下が引き起こす問題については内部監査が機能するとしても，トップ自身が関与している，あるいはトップが隠したいと思っているような不祥事については，内部監査が機能するのかという問題が提起されざるを得ない。もちろん，監査結果の内容自体はトップ経営者にも知らされるべきだが，指揮命令権を有する最終的な統括責任者は，独立社外取締役が長を務める監査委員会であることが必要であるといえる。

東芝の事件に関して出された第三者委員会報告書[(11)]の最後の方に，改善案の提言が書かれている。それを読むと「経営監査部を発展的に解消するなどした上で，東芝および全グループ会社を内部監査の対象とする強力な内部監査部門を新設する」ということが書いてある。新設するということは，これまで強力な内部監査部門は存在していなかったということである。現状としては弱体な監査部門しかもっていなかったということで東芝を嗤える日本企業がどれだけあるかが，逆に問われていると思われる。

加えて「またこの部門は，P や CEO 等の経営トップらを統括責任者とすることなく」とある（ここでの P というのは，President という意味で，部門のトップ経営者を指す）。すなわち，東芝の内部監査部門の統括責任者は，やはり日本企業一般と同じくトップ経営者であったわけである。そして，「社外取締役などを統括責任者とすることにより経営トップからの独立性を確保するものとし，経営トップらによる不正が行われた場合においても監査権限を適切に行使できるような体制とする」というのが改善策として謳われている。問題が起こったから東芝はこうすべきだと提言されているわけだが，別に問題を起こしていない企業についてもやはりこのようにすべきであると考える。

4. 金融危機の教訓と銀行のリスク・ガバナンス

米国の銀行は当然ながら米国の企業であるから，米国の銀行のコーポレートガバナンスの構造と

（11） https://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20150720_1.pdf

いうのは，トップ経営者（CEO）にかなり強い権限を与える一方で，その行動を（独立性の高い外部の，執行には関わらないでモニタリングだけを役割とするような取締役を中心に構成された）取締役会が牽制するようなものとなっている。すなわち，取締役会はモニタリング・ボードとしての性格が非常に強く，取締役会は経営トップの暴走を抑制することを役割としている。

ところが，実際にはそうした構造が全然機能せず，銀行による過度のリスクテイクが行われてしまった。換言すると，米国の銀行に関して，少なくともリスクテイクに関わる面でのコーポレートガバナンス（以下,「リスク・ガバナンス」と表現する）が失敗したということが先般の金融危機の教訓だということになる。だから，リスク・ガバナンスのあり方を見直さねばならないということになっている。

米国の銀行のリスク・ガバナンスが失敗した理由として，少なくとも以下の二点が考えられる。

一つには，報酬システムのあり方に象徴される問題がある。金融危機前の米国の銀行における報酬システムは，社会全体の利益とは反するという意味で，歪んだインセンティブ（誘因）を経営トップに与えるものになっていた。報酬システムの決定は，コーポレートガバナンスの範疇に含まれる問題である。米国の企業においては（日本でも指名等委員会設置会社であれば），経営幹部の報酬は取締役会の中に設置された報酬委員会が決定する構造になっている。要するに，報酬システムを決めるのは取締役会であり，歪んだ報酬システムを決めたとするとそれは報酬委員会が適切に機能しなかったということになる。

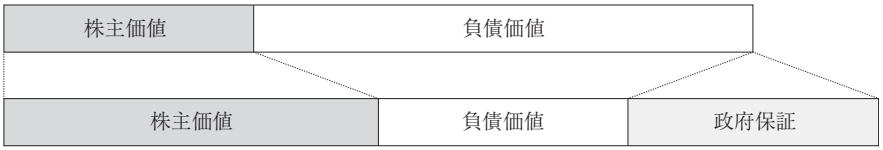
もう一つは，取締役会は経営者によるリスクテイクをコントロールするための適切な手段を実はもっていなかった，モニタリングしようとしてもツールがなかったという問題があると考えられる。

まず前者から議論すると，金融危機の前に米銀で典型的にみられた報酬システムというのは，短期的に計測された業績に連動する割合が高かった。業績連動というときでも，短期的な業績と中長期的な業績のそれぞれにどの程度連動させるかということが問題になる。ところが，米銀で典型的にみられた報酬システムは，短期的に計測された業績に連動する割合が高く，しかも即座に報酬を支払うというものであった。すなわち，そのとき儲かっていればすぐに報酬を支払う。その一方で，有限責任にならざるを得ないことから，損失時のペナルティは限定的なものにとどまらざるを得ない。

例えば，100 億ドル儲ければ 10 億ドルのボーナスがもらえるようになっていても，100 億ドルの損を出したからといって 10 億ドルを補塡させられることはなく，最大限のペナルティは解雇される程度だということになる。すなわち，報酬システムのスケジュールがコンベックス（凸）になっていた。コンベックス（凸）な報酬システムは過度なリスクテイクを促進するというのは，経済学の常識的な結論である。平たくいうと，短期志向でその場の利益を追求する，その後，中長期的にみたときにはむしろ企業価値を下げるようなことであっても，やってしまうというかたちになりがちになる。

こうした報酬システムはトップ経営者の私的利害に沿ったものであったとしても，中長期的な企

図１　リスクを高める資産代替



業価値の最大化には反するものであることは明らかである。そうすると，ここで本当に問われるべき問題というのは，そうした中長期的な企業価値の最大化に反するような報酬システムの導入をどうして報酬委員会は認めてしまったのかということである。なぜ銀行の株主や他のステークホルダーがそうした報酬システムの導入に反対しなかったのかというのが，本当の意味で問われるべき問題だといえる。

この問題は，銀行のコーポレートガバナンスのあり方は銀行規制のあり方と強く関連しているということを示している。要するに，銀行規制の失敗が銀行のリスク・ガバナンスの失敗につながったのであり，金融機関に対する政府によるセーフティネットの提供は金融機関のモラルハザードを惹起しかねないという周知の問題の具体的事例だと解釈することができる。

通常の企業では現実的ではないかもしれないけれども，銀行のようにきわめてレバレッジの高い財務構造をもっている企業の場合，過度のリスクテイクをすることによって企業価値が全体としては減少しても，（倒産確率が高まることから）それ以上に負債の価値が減少するというかたちになって，株主価値は増大するということが起こり得る。経済学では，これを「リスクを高める資産代替（asset substitution）」と呼んでいる。

銀行というのは，リスクアセット・ベースで自己資本比率 10 %ぐらいというのが普通で，リスクアセット・ベースではなく，バランスシート規模そのものとの対比（レバレッジ比率）でいえば 5 %も自己資本はなく，95 %は負債依存というきわめて高いレバレッジをもった財務構造になっている。そうした場合には，むしろ過度のリスクテイクによって株主価値も高まるということで，そのために株主も既述のような形態の報酬システムの導入に反対しなかったと思われる。

株主の利益と経営者の利益が実は一致するような構造になっていた。エージェンシー問題が起きていたわけではなく，実は株主にとっても経営者が過度のリスクテイクをすることが必ずしも不利ではなかったわけである。

もちろん，このとき負債の価値は小さくなっている。すなわち，倒産リスクが増大し，負債を時価評価したときの価値は低くなる。したがって，株主はよくても，通常なら債権者は反対して自らの権利を守ろうとするはずである。通常は，リスクを高める資産代替が起こると債権者は自分の利益を侵害されることになるので，そうした可能性を予想して自己の利益を守るために財務制限条項その他の導入などの資産代替を抑止する行動をとると想定される。

しかし，銀行は政府の提供するセーフティネットで守られているから，実は負債の価値は保全されている。負債の価値が減少した分は政府による保証で補塡される。だから，銀行の債権者も反対しなかった。セーフティネットの存在が銀行の債権者を銀行経営に対して無関心にしてしまったということにほかならない。

以上の意味で，金融危機前にみられた米国の銀行の経営者の行動は，政府が提供するセーフティネットから実質的に補助金を引き出すような行動であって，それは銀行の株主や他のステークホルダーにとっても実は悪い話ではなかったという構造になっていたといえる。

繰り返しになるが，セーフティネットを提供した場合には，いま述べたようなモラルハザードが起こることは当然に予想されることである。それゆえ，セーフティネットの提供にあたっては，それに伴うモラルハザードを抑止するような何らかの措置を併せてとっていくことが不可欠になる。にもかかわらず，米国ではセーフティネットの提供に伴う負の副作用を是正するような取り組みを十分にやってこなかったというのが，根本的な原因だといえる。銀行規制の失敗が，銀行のコーポレートガバナンスのあり方を歪めてしまったのである。

したがって，銀行にリスク・ガバナンスの強化を求める際には，銀行規制のあり方を見直して，銀行の株主の利益が社会全体の利益と乖離したものになるようなインセンティブの歪みを作り出さないようにすることが前提となる。ただし，これは「言うは易く行うは難し」の典型のような話であり，大変に困難な課題ではあるけれども，取り組んで行くしかない。銀行経営者・取締役と銀行規制当局者の双方に創意工夫と弛まぬ努力が求められているといえる。

次に後者の，取締役会が経営者によるリスクテイクをコントロールしようとしても実は適切なツールがなかったという問題についてである。数名の社外取締役が，役職員数が一万人を超える以上の規模の大銀行の経営を直接にモニタリングするというのは，はなから物理的に無理な話である。換言すると，実効的なモニタリングのためには，ある種の仕組みないしは枠組みのようなものがしっかりと構築されていなければならない。真摯にモニタリングをしようと思っても，そうした仕組みなしに実効的なモニタリングはできない。

ということで，モニタリングのための仕組みの構築ということが叫ばれるようになっている。リスク・ガバナンスを実効的なものにするために取締役会と経営者の間および組織内でリスクテイクに関わる理解を共通にする仕組みないしは枠組みのようなものを構築していかなければいけないということになる。そうした枠組みを最近はリスクアペタイト・フレームワークといういい方で表現するようになっている。節を改めて，このリスクアペタイト・フレームワークについて簡単に説明しておくことにしよう。

5. リスクアペタイト・フレームワーク

リスクアペタイトとは何かということだが，リスクアペタイトのアペタイトは直訳すれば「食欲」という意味であるが，経済学者が普通使う言葉でいえば「選好（プリファレンス）」という意味になるかと思う。国際的な金融規制の見直しを統括している団体である FSB（金融安定理事会）によれば，リスクアペタイトとは「組織の目的と事業計画を達成するためにリスク負担能力（risk capacity）の範囲内で金融機関がテイクすることを厭わないリスクの総体的な水準とタイプ」であると定義されている。(12)

どういう水準（レベル）の，どういうタイプのリスクであればテイクしてよいかということを取締役会はきちんと決めなければいけない。提案するのは経営者かもしれないが，それを承認した上で取締役会としてリスクアペタイトを策定しなくてはいけない。経営者は，その策定されたリスクアペタイトの範囲内で経営を行うことが期待される，という話になっている。そして，このリスクに対する食欲というか選好の内容は，きちんとドキュメント化されなくてはいけない。すなわち，文書の形態で明確に表明されなければならないとされている。

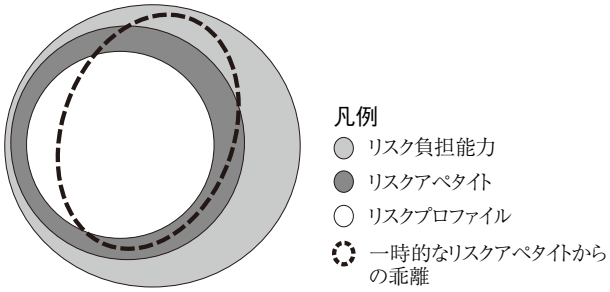
そうした文書化されたものをリスクアペタイト・ステートメント（risk appetite statement，RAS）と呼んでいる。要するに，金融機関は RAS を作成しなくてはいけない。金融機関は，明確に文書化されたかたちで，どういうタイプのリスクをどのレベルまでならとる，それ以外それ以上はとらない，というようなことをはっきりさせなくてはいけないということである。

その上で，リスクアペタイトを起点として，それに合わせて組織全体を整合的に動かしていくための経営管理の仕組み全部をつくり上げていく必要がある。人事評価なども含めてすべての経営管理，組織運営のあり方をそれに合わせて組み立てていかなければいけない。そうした経営管理の仕組みをリスクアペタイト・フレームワーク（risk appetite framework，RAF）と呼んでいるが，その意味でのリスクアペタイト・フレームワークを金融機関は構築しなければいけないということになっている。

金融危機以後，システム上重要な金融機関という概念が提唱されるようになり，とくにグローバルにシステム上重要な金融機関，つまり G-SIFIs（ジー・シフィーズ）が FSB によってすでに選定されている。日本においてはいわゆる 3 メガバンクがそれに選定されている。G-SIFIs に選定された金融機関は，リスクアペタイト・フレームワークを構築することを義務付けられている。それゆえ，3 メガバンクもそうした構築作業をやっているということになっていて，アニュアル・レポートなどをみると，こういうことをやっていますという解説は載っている。ただし，まだあまり世の

（12） http://www.fsb.org/2013/02/r_130212/

図２　RAS で用いられる用語の図解



中に広く知られている話ではないと思われる。

リスクアペタイトに関連して用いられている用語のイメージ図を FSB の資料からとってきた。[13] 一番外側の円がリスク負担能力（risk capacity）である。これを超えたら破綻に至りかねない事態になるので，これを超えてはいけない。それゆえ，その範囲内で，ここまでならとるというリスクアペタイトの枠を決めて，その枠内で経営をするということになる。

内側の白色の円がその枠内でうまくいっているときの実際の姿（リスクプロファイル）であるが，ときには点線で示されたようなかたちで，実際にとっているリスクの姿（プロファイル）がリスクアペタイトから乖離することがあるかもしれない。その場合は，リスクアペタイトの枠内に戻すような何らかの是正行動を経営者や取締役会は速やかにとるべきであるということになる。

リスクアペタイト・フレームワークというのは，ある種のコミットメントとして理解ができるという解釈がある。リスクアペタイトの枠内で経営を行うように経営者にコミット（確約）させることに意義がある，というわけである。そして，事後的にそのことに対する説明責任を課すということが，過度のリスクテイクを抑制する規律づけになるとともに，モニタリングを（そういう枠組みがない場合に比べれば相対的に）容易化することにつながるというように理解できる。

そうしたフレームの確立と並んで，最終的にはやはり企業文化（カルチャー）が大切である。軽々にリスクをとらないことに対して「慎重」だと評価する企業文化が根付いている場合と，リスクをとらないことに対して「臆病」だと評価する企業文化が定着している場合とでは，当然に構成員の姿勢が違ってくる。構成員の行動原理が変わってくるわけで，適切なリスクカルチャー（リスクテイクの面での企業文化）の醸成というのも，金融機関経営者にとっての重要な任務だということが，最近は議論されている。

2010 年にバーゼル銀行監督委員会が「コーポレートガバナンスを強化するための諸原則」[14] を公表したが，その諸原則が，パブリックコメントなどを経た上で 2015 年 7 月に改訂され，新たに「銀行

（13）同前。
（14）http://www.bis.org/publ/bcbs176.htm

に対するコーポレートガバナンス諸原則」として発表されている[15]。それは 13 の原則から構成されているが，13 番目の原則はスーパーバイザーの役割であって監督当局に対するものなので，銀行自身に関わる原則は 12 原則ということになる。最初の方で取締役会の全般的な責任や，取締役の資質と構成という話がされた後，原則の 6 ぐらいから今お話ししたリスクアペタイト・フレームワーク関連の話が取り上げられている。原則の 10 番目は内部監査（Internal audit）に関するもので，11 番目に先に議論した報酬（Compensation）の話が入っている。

6. おわりに

銀行のリスク管理に関しては，いわゆる三線理論，過度なリスクテイクを防ぐための防衛線は三つあるというのが，一般的な議論になっている。まず第一次の防衛線は，フロント部門である。実際にリスクをテイクするのは現場なので，現場がしっかりしているということが第一次防衛線になる。リスクアペタイト・フレームワークをしっかりと構築するということや健全なリスクカルチャーの醸成を図ることによって，実際にリスクをテイクする部門であるフロントがしっかり機能するようにしなければいけない。

その次の第二次防衛線に当たるのが，リスク管理部門である。リスク管理委員会をきちんと設置し，金融機関であればチーフ・リスク・オフィサー（CRO）などを任命するといったことが必要になる。そして，第三次の最終的な防衛線が内部監査部門だということで，この内部監査部門がしっかり機能するということが，リスク・ガバナンスの最後の砦になる。すでに述べたように，内部監査部門のオーナー（統括者）は監査委員会でなければならず，トップ経営者（CEO）であってはならない。

したがって，ガバナンス改革をめぐる課題は，銀行についていうと三つである。すなわち，執行と監視の分離による取締役会のモニタリング機能の強化，内部監査機能の強化，それからリスクアペタイト・フレームワークの構築である。これらを今後，実効性のある形で進めていかなければならない。もちろん，銀行に関しては，銀行の独立社外取締役には高い専門性が求められるといった特殊な事情はある。

例えば，「デリバティブって何？」というような人には銀行の取締役は務まらなくて，やはりある程度の金融知識をもっていなければならない。最低限の専門性は要求される。また銀行は規制産業であって，外からの規律付けとしての規制・監督と，内部的な規律付けとしてのコーポレートガバナンスの間の役割分担や相互の関係がどうあるべきかなど，4. で述べた点を含めていろいろな論点がある。そうした点にも配意しつつ，上記三つの基本的な課題に取り組んでいくことが必要だとい

（15） http://www.bis.org/bcbs/publ/d328.htm

うのが，日本の銀行をみたときの現状であると考える。

要旨: この講演の前半では，日本におけるコーポレートガバナンス改革のこれまでの経緯を振り返った上で，そのこれからを展望する。2015 年にコーポレートガバナンス・コードが策定されたことは，これまでの改革の大きな成果の一つだといえる。講演の後半では，銀行のリスク・ガバナンス強化という課題をとりあげ，そのためのリスクアペタイト・フレームワークという考え方を紹介する。ガバナンス改革をめぐる課題は，銀行についていうと三つである。すなわち，執行と監視の分離による取締役会のモニタリング機能の強化，内部監査機能の強化，それからリスクアペタイト・フレームワークの構築である。

キーワード: コーポレートガバナンス・コード，銀行のリスク・ガバナンス，リスクアペタイト・フレームワーク