

# 株主利益と経営者責任：アメリカ投資銀行の事例を通じて

下畑 浩二

Shareholders' Interests and Fiduciary Duty of Managements :  
The case of U.S. Investment Bank

Koji SHIMOHATA

## ABSTRACT

The U.S. market emphasizes stockholder capitalism. The phenomenon derives from the basic characteristics of corporations, "Stockholders are individuals or institutions with ownership in a corporation." Therefore, the management of a corporation must seek financial benefits for stockholders, and their behaviors and activities reflect the opinions of their stockholders under supervision of directors, agents of stockholders.

On the other hand, in the cases of big companies' management failures (bankruptcy or deteriorated corporate results), stockholders and public opinion criticize managements' behavior and activities for "maximizing stockholders' interests" in the past. In that way, they approve of the management and "overlook some of failures' cases" until corporate failure occurs. Most failures are not sudden. The causes of the failures occur in 'the approved duration.' It means that managements have damaged stockholders' interests.

Therefore, focusing on stockholders' overlooking some failures 'causes, this research analyses and considers overlooking resulting from characteristics of stockholders and managements' behaviors and activities. It examines the case of U.S. investment banks before the Lehman Shock.

KEYWORDS : stockholders and management, stockholder capitalism, overlooking managements' fiduciary responsibilities, U.S. Investment banks, management reputation

## 第1章 はじめに

株式会社の所有者は株主であるという性質から、特にアメリカ資本主義市場においては株主利益至上主義が強調されている。しかしながら、粉飾決算や黒字倒産、短期間に生じた主要事業の急激な不振などの例による「突然の終焉」に至るケースを除き、GMのようなアメリカ大企業の経営破綻や業績不振は、長期間に渡って①経営政策上の失敗（立案や選択の失敗など）を修正しなかったこと、または②経営活動上の失敗の蓄積などが一因となるケースが存在する。長期に渡って「負の状況の継続」や「失敗の積み重ね」が放置されているにも関わらず、経営状況の悪化が破綻や事業再編の必要性が不可避となる状況に繋がるまでは、経営者その人や経営者が選択した経営活動に対する強い批判には至らない。それどころか少なくとも社内においては経営者の施策

や決定は正しいとみる社内体制（レジーム）を形成し、同一人物による会社経営が継続する。その一方で、大きく業績不振に陥った際には経営者が自身の利益の極大化のためにリスクを十分に考慮しない「ハイリスク・ハイリターン」の経営行動を取ってきた、あるいは取締役会が機能しない独裁体制を敷いて自身の利益を追求して適切な判断に基づいた経営をして来なかった、として、今まで見過ごしてきた「負の状況」が突然クローズアップされる。例えばアメリカを代表する企業、GMの連邦破産法11条の適用による再建型倒産の例でも同様の傾向が見られた。2000年代以降、次世代自動車開発（ハイブリッド・カーやサブコンパクト・カー）の開発打ち切りやそれにつながる車種の整理・縮小、そして燃費の悪いSUV車の主力商品化の継続などにみられる、時代に逆行した事業戦略や子会社GMACの消費者金融業をGMグループにおける主要事業と位

置付けるなどを行なっていた。このような状況であっても2005年以降の事業の整理・縮小を行なっても会長兼 CEO であるリチャード・ワゴナー・ジュニア (Richard Wagoner, Jr.) と彼のスタッフは2008年の連法破産法11条の適用が現実味を帯びるまでは、自らの責任を問われこそすれ、その声は大きくはなく、彼らの経営体制は継続していたのである。これが倒産するに及んで漸く CEO の独裁的な経営手法と取締役会の機能不全という言葉で非難されることとなった。

このように、倒産する以前には株主が利益追求を行なうために、自らの代理人である取締役会を通じて経営者を制御すること、「株主利益極大化を目指すための経営政策の策定・実施やそれによる利益の分配を経営者に促すこと」を実質的には為し得ていない一方で株主は、同企業の活動は株主利益を向上させる行動を取っており（株主利益の極大化を図っており）、相反する状況に陥りながらも結果を伴っているがために、負の状況を黙認していたわけである。

結果として経営者の利益追求活動の一面を表す主要なモノである報酬の極大化は、通常は容易に認められているとともに、彼らの失敗から生ずる損害保険や賠償額まで織り込まれている。このため、不祥事を起こしたときには「給与・報酬額が高いということから」叩かれる結果となる。株主利益至上主義下で経営者報酬の高額化が今までは見逃されていたにも関わらず（というよりも黙認されてきたにも関わらず）、経営者がハイリスク・ハイリターン的な行動を推進すると非難される。リーマンショック以降、政策的あるいは法的といった制度的な抑制で抑制を促されることについては、オバマ政権下で高らかに唱えられたが、政策には盛り込まれず、そのような声も下火となった。これはつまり、株主至上主義と経営者報酬の高額化はアメリカ資本主義モデルの大きな特徴であるとともに同モデルの根幹をなすものであるので改訂できない、ということであろう。

これらは事業会社の考察から得た「経営者責任の見過ごし」であり、その原因を十分に分析・考察必要があるが、事業会社とは状況が大きく異なる金融機関ではこの問題をどう考えるべきであろうか。つ

まり、事業会社のコーポレート・ガバナンスの系譜に組み込まれておらず、経営者報酬が事業会社の数倍あり、尚且つサブ・プライム・ローン (Sub-prime Loan) に端を発したリーマンショックの原因を作った金融機関ではどのように株主が利益追求を行なう一方で「経営者責任の見過ごし」を行なってきたのか、そしてリーマンショックのような金融危機を起ささないための施策を考えるためにもどの点が起点となり見過ごしが起きるのかを事業会社研究の前に考えていきたい。

したがって、本研究では金融機関のコーポレート・ガバナンス・モデルの確立のためにも、株主と経営者による株主利益の追求と経営者責任の見ごしの構図を理論的に分析・考察する。実際に、株主利益を強調する経営者報酬の株式比率の増加を強調しながらも既存の経営者のレジームを継続させ、取締役会を形骸化させ続けた、アメリカ投資銀行（投資銀行業務を主とする金融機関）5行を例に挙げ、1990年代後半からリーマンショック後までの株主と経営者のあり方から対象とする。考察対象である5行とは、2008年5月1日時点で存在したアメリカの主要投資銀行5行、Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns を指す。考察期間の設定理由は、サブ・プライム・ローンに端を発した金融危機によって「投資銀行大手5行体制」が崩壊する2008年の前年迄の10年間という点から1998~2007年を取り上げる。

まず次章では、金融機関のコーポレート・ガバナンスを簡潔に述べるとともに、経営者と株主の関係を明確にする。第三章では経営者の行動と株主利益について言及し、第四章では株主による「経営者責任の見ごしの構図」について分析・考察する。さらに、同章では金融機関の経営の健全化とその影響による市場経済の安定のために、これらの分析・考察を踏まえて「見ごしの構図」が起きる要因の発生を抑えるための経営環境づくりを通じた施策の提案を行なう。終章では、結論と本研究を踏まえた今後の研究の方向性について論じることとする。

## 第2章 投資銀行における株主と経営者の関係

本章では、投資銀行のコーポレート・ガバナンス・モデルを簡潔に説明したうえで、株主が経営者に直接的な影響力を行使していない状況を株式会社化の過程を通じて明らかにするとともに、株主の影響力を考える。そして、経営者の置かれている状況を整理する。

### 2-1 投資銀行のコーポレート・ガバナンスの特徴

投資銀行のコーポレート・ガバナンス・モデルは、以下の三点から事業会社とは異なるモデルである。第一に、「株式を扱う金融機関」と「家業に近い経営スタイルの可能な限りの維持」による株式会社化からである。株式会社になったのは、事業会社やリテール銀行業を主とする金融機関とは異なり、1970年代から1990年代後半という、株式会社として歴史が浅いものである。投資銀行の株式会社化は、1970年代初頭(Merrill Lynch, Dean Witter)、1980年代中ごろ(Bear Stearns companies, Morgan Stanley Group)、1990年代前半(Morgan Stanley)、1990年代末(Goldman Sachs Group)、と4つの期間に分けることができる<sup>1</sup>。

事業会社の株主構造において1980年代前半に生じた、「物言わぬ株主」から「物言う株主」への移り変わりが投資銀行ではおきておらず、株式会社化に際して株主の影響を勘案し、経営権力は経営者に、所有権は株主に帰属するという状況は生じていない。事業会社のように経営者の交代は煩雑に行われ、自社とはつながりが無い他産業から後任者が連れてこられるケースとは異なり、投資銀行は、自社の人材を経営者と育成して後継者として位置付けることが多い。後継者を外部に追い出すことが起きたり、権力闘争に敗れた人物が社内クォーターによって返り咲くケース(Morgan Stanley)もあるが、CEOが変わっても支配体制に継続性がある(Goldman Sachs, Merrill Lynch)か、株式会社化後早期からCEOとして君臨する人物が経営するケース(Lehman BrothersやBear Stearns)が存在する。こ

のように、継続した経営が行なわれているとともに、株式会社化の歴史が浅い理由は、投資銀行業務は、創業家や出資したパートナーの一族による家業であったことが大きい。実際に投資銀行業においてはパートナーの高齢化による事業継続の困難さと事業の拡大に迫られたことから、当時の経営支配体制(レジーム)の維持と事業継続のための、自分たちを脅かさない新たなパートナーとしての株主の存在、そして事業拡大としての株式の導入を図ったわけである。この点で事業会社とは異なり、「株主=創業家あるいは株式会社化を決定・施行した時点での企業支配者たち」という等式が成り立つ。

第二に、金融機関のコーポレート・ガバナンスは、バリーとミーンズが提唱したコーポレート・ガバナンスには金融会社は該当しないものとされており、コーポレート・ガバナンスの学術的系譜の延長線上で議論すべきものではない。事業会社のモデルに押し込んで考えるべきではないのである。

株主と経営者に焦点を当て、事業会社を例にした「会社支配」に関する既存研究(例えば経営者支配論のHerman, 1981や所有者支配論のKotz)では、「任免権の実質的所持=支配力」という前提が存在する。しかしながら、「企業を意のままに操ることによって得る利益は、必ずしも経営者任免権を持つものの利益を極大化したものではない。このため、「任免権の実質的所持=支配力」は否定されるのである。「任免権」と「支配権」は関連するものではあるが、経営者の任免権が企業支配力を行使するための必要条件とはならない。投資銀行において、株主は取締役会を通じて影響力を行使することで自らの利益を確保すべく、経営者にはより良い経営業績を、従業員にはバジェットの達成を促す。一方で、経営者と従業員は優秀であればあるほどライバル企業へと移る可能性が高まるため、株主のために業績を高めているとは考えがたい状況が生ずる。この点において株主は経営政策の一部に対してとある局面においては制約を課している「部分的支配」を達成しているに過ぎない。また、このことと経営者が株主利益に相反しない範囲で行動できることは、事業会社にみられるところの、「企業経営者の自律的な

表 2-1 アメリカ投資銀行の株式会社化の期間

| 株式会社化の年代  | 株式会社化した投資銀行                                  |
|-----------|--|
| 1970年代初頭  | Merrill Lynch, Dean Witter                   |
| 1980年代中ごろ | Bear Stearns Companies, Morgan Stanley Group |
| 1990年代前半  | Morgan Stanley <sup>1</sup>                  |
| 1990年代末   | Goldman Sachs Group                          |

注 1 : DeanWitter と MorganStanley-Group の合併により, Morgan Stanley として上場。また, 上場企業等を記載。

筆者作成

表 2-2 1999~2008年における, 上級役員<sup>注1</sup>の内部昇進者数 (単位: 人)

| 金融機関名           | 内 訳   | CEO             | COO <sup>注2</sup> |
|-----------------|-------|-----------------|-------------------|
| Goldman Sachs   | 経験者   | 2               | 4                 |
|                 | 内部昇進者 | 2               | 4                 |
| Morgan Stanley  | 経験者   | 2               | 1                 |
|                 | 内部昇進者 | 1 <sup>注3</sup> | 1                 |
| Merrill Lynch   | 経験者   | 3               | 4                 |
|                 | 内部昇進者 | 3               | 4                 |
| Lehman Brothers | 経験者   | 1               | 1                 |
|                 | 内部昇進者 | 1               | 1                 |
| Bear Stearns    | 経験者   | 1               | 2                 |
|                 | 内部昇進者 | 1               | 2                 |
| Citigroup       | 経験者   | 2               | 0                 |
|                 | 内部昇進者 | 1 <sup>注4</sup> | 0                 |
| JPMorgan        | 経験者   | 2               | 0                 |
|                 | 内部昇進者 | 2               | 0                 |
| Bank of America | 経験者   | 2               | 0                 |
|                 | 内部昇進者 | 2               | 0                 |

注 1 : 最終的に到達した地位, 注 2 : Chief of Operating Officer, 注 3 : 例外は John J. Mack, 注 4 : 例外は Vikram Pandit。  
(出所) 以下に記載の各社 Annual Report より作成: Goldman Sachs Group, The (1999-2008), Morgan Stanley (1999-2008), Merrill Lynch&Co.(1999-2007), Lehman Brothers Holdings (1999-2007), Bear Stearns Companies (1999-2006), Citigroup (1999-2008), JP Morgan Chase &Co.(2005-2008), Bank of America(1999-2008)。

表 2-3 業績やそれに伴う株主の影響によらない CEO の交代

| 投資銀行           | 理由                         | 詳細   |
|----------------|----------------------------|--|
| Goldman Sachs  | 財務長官就任                     | Henry Paulson の財務長官就任に伴う Llyod Blankfein への CEO の変更  |
| Morgan Stanley | 社外に追放した「かつての後継者」との権力闘争の延長戦 | Philip Purcell に対する, 主として 8 名の旧役員による「反体制」(dissident) 運動とそれに伴う株価低迷の結果, 以前権力闘争を繰り広げた元 COO&President John Mack への CEO 交代。 |

筆者作成

意思決定が企業業績に大きく関わらない経営政策に限定されている」という点をも否定する。加えて、例外なく金融機関経営者は自社の人材によってのみ育成されることが分かっており、経営者の交代において株主が他産業から後継者を連れてくる状況にはない。このように、株主による経営政策への影響は金融機関では限定的である。企業統治のあり方や株主支配の傾向が事業会社とは実際に異なっている状況も存在する。さらに、主要株主の多くは金融機関や新旧経営陣などであり、金融機関の場合は事業分野においては競合相手でもある。但し、互いに資金の融通を図るなど、1990年代に各国で起きた金融再編（ナショナル・チャンピオン確定から国際銀行化へ）を経て生き残った金融機関はある程度の協力体制にあり、主要株主として株式持ち合いを行なっている特徴も存在するのである。この点は、投資銀行の大株主は金融機関であることは事業会社と変わらない。例えば、Morgan Stanleyの大株主が三菱UFJフィナンシャルグループであり、主要株主とは戦略的提携関係の場合もある。もちろん提携関係にないことも多い。基本的にこれら大株主達とはなんらかの業務では提携関係にある場合も見受けられるが、一部の業務、または全ての業務で競合関係にある場合もある。しかしながらこれら大株主は、基本的には投資銀行に対する安定的な経営に寄与する傾向がある。

株主がその所有権を行使しない原因として、拙稿（2012）では次のことを挙げていた。「株式会社化は、実態が伴わない所有権売買を促すものに過ぎないためであり、同じ意図を持った金融機関による株式保持によってこれが暗黙のうちに遵守されているに過ぎない」のではないかと。このことから、経営政策とその行使やCEOの交代へは株主が直接的に影響を及ぼしているとは言い難い状況が生まれるのである。

このためか経営政策に強く干渉することはない。干渉した場合には、株式の相互持ち合いのために潰しあいが生ずるからである。結果としてこれは次の状況を生ずるものである：①経営者は所有者たる株主とは主従関係にない、②市場制度や産業が特徴づ

けた利益を最も多く得るステークホルダーによって、企業業績に影響を及ぼす経営政策の意思決定に制約が課される（経営者による、経営政策への影響力の増大）、③その他の経営政策に対して上記以外の様々なステークホルダーによる経営者の自由裁量に制約が課される（株主による、限定的な経営行動への干渉といった部分的制約）④経営者はステークホルダーの利害調整を行う戦略的な立場にある、ということである。

第三に、第二点でも若干ふれたが、金融業は事業会社とは異なり、産業横断的な知識と技能ではなく金融業独自の知識と技能を有するとともに経営陣は他の産業からではなく同産業の、それも自社の出身者によって占められるからである。これは、法的には会社機関を形成しつつも人に信用が置かれているために明らかに経営者による支配が継続する、という金融機関の特徴が為すものである。具体的に見ていくと、次の4点を挙げることができよう。

- ・株式会社化前後からの、投資銀行の経営者の長期に渡る在任（例えば、Bear Stearns, Cayne：1985-2008年；Lehman Brothers, Fuld：1990-2008年）や、CEOによる後継者の指名・育成と継承（例えばGoldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynchに見られる）というように特定の経営者の経営手腕に対する信用が大きすぎる。
- ・経営者が自身の株式保有を以って株主を抑え込むには十分な比率ではないが、業績不振によるCEOの交代への干渉は見られない。
- ・金専門知識・技能が必要である業界であるがゆえにその従業員昇進システムや従業員から（上級）執行役員への昇進は、金融業界で業績を積み重ねてきた者、メンター制度を利用した昇進という、自社従業員に多くは限定される。
- ・「個人」の面から例を挙げるならば、優秀なファンド・マネジャーが他社に引き抜かれると、彼・彼女についていた顧客も同時に移っていくため、信用は人にある。

このことから、投資銀行における株主利益至上主義や株主価値の増大と銘打った利益追求行動は、本質的には経営者や巨額の収益を上げる主要従業員の利益追求行動に置き換わる点に留意する必要がある。次に具体的に株主の影響力について触れながら、所有と支配から経営者と株主の関係を整理することで金融機関のコーポレート・ガバナンスの本質を論じたい。

まずはじめに、経営者支配の成立を調べるに当たり CEO の交代に株主が直接影響力を行使しているのか調べた。Proxy Statement を通じて1998年からサブプライム・ローンに端を発した金融危機の影響度が少ない2007年迄の10年間の CEO の変遷を確認すると次の二点に分かった。第一点として、CEO 及び COO&President はいずれも出身者で占められる。(表2-2参照)。

次の点として、CEO の交代は、5行のうち、3行にのみ生じている。具体的には Goldman Sachs が一回、Morgan Stanley が一回、Merrill Lynch が二回である。後者の点に見られる CEO の交代のうち、Goldman Sachs と Morgan Stanley においては業績低迷とそれに伴う株主の直接的影響力に端を発するものではない(表2-3参照)

業績や株価の低迷の打開のために CEO 退職を余儀なくされたケースは、明確には Merrill Lynch のケースのみである。David Komansky から Stanley O'Neal へ、そして O'Neal から John A. Thain への CEO 変更は、業績不振を問われたものである。しかしながら、株主による圧力であるよりも、株主の圧力を意図した、または同圧力を利用した、後継者と目されていた人物を中心にした交代圧力という可能性も拭えない。

このような状況から、株式会社化とそれに伴う「所有と支配の在り方」は、単に事業会社と金融会社の区分や産業における企業の占める位置などによって、それらが持つ意図が大きく異なる。また、株式会社化を行なう時期によってもそれが意図する「所有と支配の在り方」は異なることになるが、アメリカ投資銀行5行の事例では経営者(株式会社化前は

General Partners Limited Partners, 後は CEO) のための経営権力が保持され、本来株主が持つという意味での所有権力が形骸化された株式会社化を推進していると考えられる。

### 第3章 経営者行動と株主利益

本章では、前章で理解した経営者と株主の関係、そして経営者支配の成立を受けて、経営者活動と株主利益について論じていくことにする。不動産価格の下落により、サブプライム・ローンに関連する金融商品の開発・販売に多大な経営資源と注力を注いでいた投資銀行の経営は突如として暗転することになった。不動産価格の下落による影響が出るまでは CEO の経営手腕や会社業績が高く評価されてきたわけであるが、金融危機の根本的な原因を追及するにおいて不動産の金融商品化が問われたために、同価格下落前迄の企業の経営活動や好業績、そして経営者活動が否定的な評価を受けるだけではなく、金融商品のあり方やその開発についても問われることとなった。金融危機が生ずるまでは短期的の株価を高めたとはいえ、金融危機をも含めて長期的視野では株主利益を損ねた、ということになる。しかしながら、日本企業の株主でいうところの 'blockholders', つまりは長期に渡り大株主たる経営者及び旧経営者層や金融機関の存在を除き、機関投資家をはじめとした投資家は一般的に株価が上がれば一部ないしは全ての持ち株を売るわけである。全ての持ち株を売らずとも、あるいは一度利益を確定してから株式を再購入か買い足した場合であっても一定期間では株主は利益をあげている訳であるし、長期的に考察すればするほど株主層が考察期間の最初と最後で大きく入れ替わることになる。このため、金融危機後の批判対象となった「株主利益」を損なう経営活動という場合の「株主」とはだれを指すのかを明らかにする必要がある。

株主利益が 'blockholders' の利益という意味であれば、株主利益を損なったという意味は理解することができる。しかし、そうなると経営者や従業員、そして特定の金融機関がクローズアップされる訳であ

るため、自業自得という面からの批判は免れ得ず、この場合の株主利益の損失と経営者の個人利益の追求のための経営活動という点で見ると、株主利益は一般名称として使っているに過ぎず言葉が独り歩きし、どの株主層の利益を損なったのか、という問題の本質に触れていないことになる。事業会社をも含め、Annual Report や IR 情報で日米英の株式会社が唱える株主の利益の追求という際の株主とは、業績を向上させるとともに利益を株主に還元する限りにおいては、その会社が取る経営活動に好意的で批判をせずに理解してくれる、極めて都合よい解釈による「株主」やそうなることを期待して潜在的な株主となる投資家へメッセージとしての「株主」である。

他方、株主総会に伴う形での広報、例えば Proxy Statement の送付などで想定する株主とは、経営政策に影響を及ぼすべく要求する者・機関である、と位置付けている部分はあるがために株主総会に対する準備をしているのである。

本研究では、株主利益の損失の起因を作っている際の経営者責任の見ごしの点から理論的研究に取り組んでいるわけであるから、各投資銀行の Proxy Statement 内の経営者報酬の項目で謳われている、「経営者報酬と株主利益との連動」という使われ方における株主、を採用して経営者行動と株主利益の関係を理解する必要がある。経営者報酬の一部は株式報酬であり、経営者利益と株主利益とが連動しているということになっている。具体的に経営者報酬はキャッシュ・ベース、ノン・キャッシュベース（つまりは株式報酬）に分かれており、後者の比率が高まっていることから、一見して株主の影響力は低く、経営者の影響力は極めて高いと考えることができるが、Carter and Lorsch (2004) や MacAVOY and Millstein (2004) が唱えているように、実際には異なる。前者は必ずしも株式報酬が経営者利益と株主利益が連携しているとは限らない、とし、後者は企業行動が株主利益と強い連携下にあるとは言えず、株式報酬は経営者の利益をもたらす傾向がある、と結論付けている。この点から、少なくとも株主利益と株価の点で連動させていることを考えると株主と

は短期的に利益を挙げて退出する株主を多くは指すと考えることができる。

考察期間中の各行の経営者報酬を調べた研究（下畑 2011）では、次の三点を共通点として挙げた。①パフォーマンス・ベースでエクイティ・ベース（equity-base）で受け取る割合を高めており、株主との連携を強調、②同業他社の役員報酬との比較、③主に財務業績を役員報酬に反映、という点である。株主との連携を強調している点は事業会社と変わらない。

「報酬政策と報酬プログラムが株主利益と連携しやすいものが採用されているとはいえ、株主利益を最重要視しているわけではなく、自らの利益を最重要視し、株主利益は己の利益と連携している結果として、前年度よりも増加していれば良い、そうであれば経営責任は問われないのだから、と言う点に落ち着く」（下畑2011）のである。実際に株価は時とその値によって最も利益を得る者が変わることを考慮する必要がある。

この点から、そして他の面における株主や株主利益の設定から考えると経営者行動は株主利益を追求しているのではなく、業績向上の結果として前年度程度あるいはそれ以上に株主に利益を還元しているだけに過ぎないのではないか、という疑念が生ずる。つまりは顧客から預かった資産を運用することで収益を揚げる金融機関で富を創造していることで富というパイの大きさを定めることができる立場にある投資銀行は、富を共有することはしても、経営活動を定める経営者の行動は、株主の利益を極大化しているとは限らないことを意味する。自身で創造した富により、株主により多くの利益を還元できなくなった状況に陥った時点で、そのからくりとなっている金融商品市場への重点化による証券化商品の開発・販売が問題となり、今までの問題が責められることになったと考えるべきである。

本章の結論として経営者行動は株主利益に配慮しているのは確かである一方で極大化するものではないことが理論的に考察できた。

#### 第4章 経営者責任の見過ごしの際の構図とその対策

経営者責任が見過ごされた理由はいくつかあろう。問題が問題として取り上げられない状況が起きていた、ということがある。例えば、前年度比での業績の維持・向上、そして業界の景気状況から他行と比較した際の業績の好況、そして主要株主による株主への利益の還元がしっかりと行なわれていたことなどである。サブプライム・ローンなどに牽引された好景気の中で実際に投資銀行の企業業績は上向きであり続けた。これとともに経営者の報酬は株式に連動させていたがために経営者は株式での報酬受け取りを希望し、受け取りまでの数年間で株価が上がるような経営を行ない続けた。これが、主要因となり、根本的な問題、サブプライム・ローンの証券化によるハイリスクな状況を作った責任は見過ごされたのである。

金融危機の発生と拡大によってアメリカ社会で問われたのは、同危機による経営破綻、吸収合併、業績悪化を作った根本的な原因は誰が作ったのか、ということである。本来であれば富の過大な創造によって無理な好景気を創出したことから投資銀行の金融商品事業の否定とそれを推進してきた経営者たちへの全否定に近い批判に繋がるわけである。短期的視野においては株主利益を達成するとともに業績向上に努めて高い評価を得ていた訳であり、アメリカ資本主義モデルでは、株主利益至上主義のために、短中期における業績と株価が評価される、ということになる。同危機が生じたことにより、長期的視点から経営者行動が問われたのである。

ただ、投資銀行は金融商品市場の担い手であり、住宅ローンの証券化・組成化と不動産価格の高騰による投資ブームとそれによる好景気を牽引してきた。しかし、その経営者が、証券化商品の不動産価格の下落が起きることで問題が顕在化する前にソフト・ランディングすることができなかつた点は大きな問題である。問われなかつた理由の一つは経営者による会社支配のレジームが存在することにある。一時的に株主となり、利益の還元を得てきた状況のほか、株式会社化に関する経緯から、上場初期の時

点で「経営者＝所有者」が支配レジームを形成することに成功するとともに、有効な取締役会の形成にもその多くが成功している（下畑2011）ことが挙げられるだろう。若干のCEOの変更があるとはいえ、経営パートナーと同義の形でCEOが就任するとともに、大株主としても存在感を有しているのである。この点で株主による経営者責任は若干の業績の下降では問われることは難しいのではないだろうか。

さらに、前章の結論で述べたように、投資銀行業務のうち金融商品事業への傾倒による証券化商品の創造に伴う富の創造が、前年度以上の業績を作り出すことを容易にしていることが挙げられる。その名の通り信用度の低い住宅ローンであるサブプライム・ローンのような、信用が低い人向けのためのローンを証券化した時点でハイリスク・ハイリターン状況が生じるとともに信用がないために不動産価格の下落が生じた時点で同商品の価値はなくなるわけであるから、長期的には失敗する可能性が高いのである。そういったハイリスクな商品を主力商品にしてその利益の一部を株主に還元してきたことで株主からの支持を得てきたのである。短期的利益を追求する株主にとっては長期的な視野から同商品の行き詰まりを考える必要はなく、事業業績が好調であった金融危機前にはこのような株主が主流であり、潜在的な破綻リスクをもたらず商品の開発と販売には目もくれず、（大株主の支持を受ける）取締役会においても、CEOが会長として取締役会に入り込んでいたりする経営者の支配レジームの中で問われることはなかつたのである。

金融機関の経営の健全化とその影響による市場経済の安定のために、上述した経営者責任の見過ごし状況を生んだ原因の分析・考察を踏まえながら、次に「見過ぎの構図」が起きる要因の発生を抑えるための経営環境づくりを通じた施策の提案を行なうことにする。

ハイリスク・ハイリターンの証券化商品が、潜在的な株主となりうる投資家への呼び水となることを抑える必要性があろう。株主利益を最大化する、という考えはなくとも、同利益を出し続けるように主要事業での利益に留意し、達成し続ける必要があ



る。この点で証券化商品は潜在的株主となりうる投資家への呼び水となりかねない。このため、ハイリスクな内容の商品を販売させないことは当然のことながら、株主報酬と株主の連動を抑えるとともに、金融業特有の、資本ではなく人に信用がつく状況を変えない限りは経営者に大きな裁量を与える余地を与え続けることになる。

何よりも株式会社化の経緯から、取締役会経営者支配が成立しうる点で経営者利益の極大化が図られるシステムが形成されており、株主利益の極大化ならぬ確保・増大という点に落ち着いていることこそが問題であろう。取締役会を機能させ、経営者行動やハイリスクな商品の創造や組成とその商品の主力商品化を防ぐことこそが解決するための環境づくりの土台となろう。これを達成するためには、金融業の自主規制といった市場や企業に任せるよりも政治主導による、政府の規制が望ましい。

## 終章

本研究では、投資銀行における株主と経営者の関係を、好景気の際には経営者責任の見過ごしされる構図とその要因を分析・考察することで同関係の在り方を再検討するとともに金融機関として、市場経済を巻き込んだ経営不振・業績不振といったリスクを生まない経営の健全化を考える機会を提供した。大きく業績不振に陥った際には経営者が自身の利益の極大化のためにリスクを十分に考慮しない「ハイリスク・ハイリターン」の経営行動を取ってきた、あるいは取締役会が機能しなかった、として、今まで見過ごしてきた「負の状況」が突然クローズアップされる理由を投資銀行特有の「株主」の性質と経営者支配に求めるとともに、その対策についても触れた。本研究は理論的研究に留まったが、今後は各銀行のケーススタディを蓄積するとともに、投資銀行以外の金融機関の「経営者責任の見過ごし」

の構図や事業会社における同様の状況をも研究する。そのことによって再度投資銀行をケースとした研究に取り掛かり、投資銀行における本課題の特殊性を浮き彫りにするとともに、金融機関、特に投資銀行を主とする同機関のコーポレート・ガバナンス・モデルの構築の研究の礎の一つとしたい、と考えている。

---

1 Morgan Stanley (旧 Morgan Stanley Dean Witter) に関しては、1997年の合併前の会社、Morgan Stanley Group と Dean Witter, Discover の株式会社化迄遡る。

## 参考文献

- (日本語文献)
- 下畑浩二 (2011) 「アメリカ投資銀行の役員報酬プロセスにみる経営者支配」、『四国大学紀要』第36巻。
- 下畑浩二 (2012) 「投資銀行における株主の影響と会社の“自治”」、『工業経営研究』第26巻。
- (英語文献)
- Carter, Colin B. and Jay W. Lorsch (2004) *Back to the Drawing Board*, Harvard Business School Press.
- Herman, Edward. S. (1981) *Corporation Control, Corporate Power*, Cambridge University Press.
- Kotz, David M. (1978) *Bank Control of Large Corporation in the United States*, University of California Press.
- MacAvoy, Paul W. and Ira M. Millstein (2004) *The Recurrent Crisis in Corporate Governance*, Stanford University Press.
- (企業情報)
- Goldman Sachs Group, The. “Proxy Statement” (2000–2008).
- Morgan Stanley, “Proxy Statement” (1998–2008).
- Merrill Lynch & Co., “Proxy Statement” (1994–2008).
- Lehman Brothers Holdings, “Proxy Statement” (1995–2008).
- Bear Stearns Companies, “Proxy Statement” (1994–2007).

## 抄 録

株式会社の所有者は株主であるという性質から、特にアメリカ資本主義市場においては株主至上主義が強調されている。経営者は株主利益を追求しており、彼らの行為や活動は、株主の代理人である取締役会の監督の下にあるため、株主の意見を反映していることになる。これに反し、大企業の経営上の失敗（倒産や業績の悪化）のケースでは、今までの株主利益極大化の行為や活動は否定される。

この一方、業績が失敗するまでは、株主にそれらの活動は株主利益に副うものとして評価されるとともに、一部の問題は見過ごされるのである。多くの失敗は突然起こるのではなく、「賛同された時期」に生じたものを原因としている。つまり、経営者は株主の利益に反した行動をとっているのである。

本研究では、株主達が「経営者責任を見過ごす」ことに着目し、見過ごされる原因と経緯を株主の在り方や行動に起因することから分析・考察した。ケースとしてアメリカ投資銀行のケースを取り上げた。

キーワード：株主と経営者 株主至上主義 経営者責任の見過ごし アメリカ投資銀行 経営者の評価