

# IMES DISCUSSION PAPER SERIES

## 金融機関のコーポレート・ガバナンス —会社法と金融規制の関係に関する一考察—

かとうたかひと  
加藤貴仁

Discussion Paper No. 2015-J-7

# IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

## 金融機関のコーポレート・ガバナンス —会社法と金融規制の関係に関する一考察—

かとうたかひと  
加藤貴仁\*

### 要 旨

コーポレート・ガバナンスは、様々な形で定義されている。しかし、経営者の報酬など会社法による規制対象が分析される際、それは、株主と経営者のエージェンシー問題を解決する手段として位置付けられている。言い方を変えれば、「良きコーポレート・ガバナンス」とは株主と経営者のエージェンシー問題を解決し、株主利益を向上させる仕組みとして理解されてきた。しかし、2007年から2008年にかけて深刻化した世界的な金融危機は、このような「良きコーポレート・ガバナンス」によって、金融機関の健全性が害される可能性があるのではないかとの懸念を生み出したように思われる。

金融機関の健全性を維持することは、金融規制の重要な目的の一つである。しかし、株主利益と金融規制の目的が相互に対立する可能性があることに留意されるべきである。そのため、金融規制を構築するために、金融規制の目的を達成するために会社法の基本原則を修正することを迫られることもある。

本研究では、会社法と金融規制の関係は、会社法と金融規制の抵触、金融規制による会社法の補完・代替、会社法による金融規制の補完という枠組みを利用して分析される。その結果、金融規制は、金融機関が株式会社形態で営まれる意義を減殺しないとの制約の下で、金融機関のコーポレート・ガバナンスを規制対象とすべきことが基礎付けられる。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、企業統治、会社法、銀行法、金融規制、銀行、金融機関

JEL classification: K22

\* 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 (E-mail: takahito@j.u-tokyo.ac.jp)

本稿は、日本銀行金融研究所からの委託研究論文である。本稿の作成に当たっては、金融研究所主催の法制度研究報告会「会社法と金融規制の関係」(2015年3月18日開催)において伊藤靖史教授(同志社大学)、大杉謙一教授(中央大学)、尾崎悠一准教授(首都大学東京)、弥永真生教授(筑波大学)ならびに金融研究所スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

## 目 次

1. 本研究の目的 .....	1
2. 会社法と金融規制の関係.....	3
(1) 会社法と金融規制は抵触するのか? .....	3
(2) 株主利益と金融規制の抵触とコーポレート・ガバナンス.....	6
①株主利益と金融規制の抵触.....	6
②コーポレート・ガバナンスによる株主利益と金融規制の抵触の顕在化.....	9
③小括 .....	14
(3) 金融規制による会社法の補完・代替.....	15
(4) 会社法による金融規制の補完.....	17
3. 金融機関のコーポレート・ガバナンスにおける会社法と金融規制の調和—試論—.....	19
(1) 会社法と金融規制の関係を分析する視点.....	19
(2) 金融機関における株主利益最大化原則の意義.....	21
(3) 金融規制と株主利益の調和の方法.....	23
(4) 金融規制による金融機関内部のガバナンス構造の強化.....	26
参考文献 .....	32

## 1. 本研究の目的

我が国の法制において、銀行と証券会社は、株式会社でなければならない（銀行法4条の2、金商法29条の4第1項5号イ）。そのため、銀行と証券会社には会社法が適用される。しかし、金融規制によって、会社法の規制が修正されることがある。たとえば、銀行について株主の会計帳簿閲覧請求権は認められていないことや（銀行法23条）、銀行と銀行持株会社の常務に従事する取締役（指名委員会等設置会社にあつては、執行役）が他の会社の常務に従事するためには、内閣総理大臣の認可が必要であることなどが挙げられる（銀行法7条・52条の19）。

本研究は、このように金融規制によって会社法の規制が修正されることのは非を検討することによって、金融機関のコーポレート・ガバナンスを設計する際の新たな分析枠組みを提案することを目的とする。このような研究の意義は、以下のように説明される。

2007年から2008年にかけて深刻化した世界的な金融危機（以下「金融危機」という）を受けて、金融機関のコーポレート・ガバナンスを改善する試みが、国際的又は各国独自に行われた。その背景には、金融機関のコーポレート・ガバナンスが、金融機関による過剰なリスクテイキングを誘発した原因の一つではないかと考えられている点にある。このような試みを代表する動きとして、金融機関の経営者並びに従業員に対する報酬規制が挙げられる。金融危機以前、金融機関の経営者等の報酬は、会社法の規制対象であった。金融危機後の規制改革において、金融機関の経営者等の報酬規制が特に議論されるのは、少なくとも欧米においては、金融機関の経営者等の報酬規制を会社法に委ねることが金融規制の観点から望ましくないと判断されたからではないかと推測される。

コーポレート・ガバナンスは、様々な形で定義されている。しかし、経営者の報酬など会社法による規制対象が分析される際、それは、株主と経営者のエージェンシー問題を解決する手段として位置付けられている。言い方を変えれば、「良きコーポレート・ガバナンス」とは株主と経営者のエージェンシー問題を解決し、株主利益を向上させる仕組みとして理解されてきた。しかし、金融危機は、このような「良きコーポレート・ガバナンス」によって、金融機関の健全性が害される可能性があるのではないかと懸念を生み出したように思われる。

金融機関の健全性を維持することは、金融規制の重要な目的の一つである（たとえば銀行法1条1項）。しかし、株主利益と金融規制、特に銀行規制の目的が相互に対立する可能性があることに留意されるべきである。その理由は、負債

に対する資本の比率が他の業態よりも著しく低く、かつ、銀行は自らの保有する資産の構成を変化させることが容易であるため、株主と預金者を初めとする他のステイク・ホルダーの利益が乖離しやすい点にある。加えて、預金保険制度の存在や、いわゆる“*too-big-to-fail*”又は“*too-complex-to-fail*”のため、事業に失敗した銀行が公的に救済される可能性が高いという認識が一般的であるならば、銀行が引き受けるリスクが過大であっても、経営者も株主も預金者も誰もそれを是正しようとしなくなる。その結果、たとえば、融資などを通じて銀行が引き受けるリスクの量について、社会全体にとっての最適水準と株主にとっての最適水準が異なる可能性がある」と指摘されている。すなわち、銀行のコーポレート・ガバナンスの仕組みによって、銀行によるリスクテイキングが影響を受けるのである。

そのため、金融規制を構築するためには、金融規制の目的を達成するために会社法の基本原則を修正することを迫られることもある。本研究は、このような修正のあり方について、金融規制と会社法との関係を理論的に整理し、我が国の金融機関のコーポレート・ガバナンスを分析する際の視点を提供することを目的とする<sup>1</sup>。本稿の第1の目的は、金融規制との関係で会社法のコーポレート・ガバナンスに関する様々な原理原則を修正する必要があるか否かを分析することである。したがって、金融危機の後に出された様々な金融規制の改革案の是非については、本稿の目的との関連で必要な限りで検討対象としている。

2. では、会社法と金融規制の関係は、会社法と金融規制の抵触、金融規制による会社法の補完・代替、会社法による金融規制の補完という枠組みを利用して分析することが示される。3. では、この枠組みを利用して、金融機関のコーポレート・ガバナンスを通じて会社法と金融規制の抵触を回避するための手法の分析が行われる。

---

<sup>1</sup> 本稿の筆者は、かつて、加藤 [2013] において企業結合法制と銀行規制の関係を論じたことがある。本稿は、加藤 [2013] の分析を踏まえた上で、より一般的に会社法と金融規制の関係を論じることを目的としている。なお、我が国では、欧米と比較して金融機関の健全性を害するような行動が問題とされることは少なく、むしろ、金融機関がリスクを引き受けることに慎重であることが問題とされているように思われる。したがって、金融機関のコーポレート・ガバナンスが金融機関によるリスクテイキングに与える影響を分析することの意味が、我が国と欧米とで大きく異なることは否めない。しかし、リスクテイキングが過剰であろうと過少であろうと、コーポレート・ガバナンスが金融機関のリスクテイキングに影響を与えることを否定することはできない。言い方を変えれば、我が国の金融機関がリスクテイキングに慎重であったのは、会社法と金融規制の双方から構成される金融機関のコーポレート・ガバナンスの仕組みに問題があった可能性がある。そのため、本稿のように、会社法と金融規制の関係を分析することにも意味があると思われる。スチュワード・シップコードやコーポレート・ガバナンスコードの相次ぐ策定が示すように、近年、我が国の上場会社のコーポレート・ガバナンスは大きな変容を被っている。本稿は、そのような見直しを行う際に利用可能な分析の視点を提供することを目的としている。

## 2. 会社法と金融規制の関係

### (1) 会社法と金融規制は抵触するのか？

会社法の目的は、会社の事業に参加する利害関係人間の利害を調整することである。株主利益最大化原則は、少なくとも、そのような利害調整の拠り所となる重要な原則の一つであることに争いはないように思われる。そして、株主利益最大化原則を重視する立場からは、英米型の株主中心主義のコーポレート・ガバナンスが、いわば理想的なコーポレート・ガバナンスのモデルとして位置付けられることになる。

ここで、本稿における、「コーポレート・ガバナンス」という用語の使用方法を明らかにしておこう。本稿では、コーポレート・ガバナンスを、会社の行動を社会全体にとって望ましい方向に規律付ける仕組みの総称として位置付ける。会社制度は、我が国を含む多くの国々において、経済活動を支える重要なインフラとして定着している。会社に関する制度には各国ごとに微妙な差異があるが、概ね、出資者から独立した法人格、出資者の有限責任、持分譲渡の自由、出資者によって選任された機関を中心とした経営、出資者による会社の「所有」(“ownership”)という特徴を共有していると言われている。このような特徴を備える組織形態であるが故に、会社は経済活動を支えるインフラとして機能することができる。その一方で、株式会社の組織形態としてのメリットは、同時に、株主と経営者、株主間（特に支配株主と少数派株主）、株主と株主以外の会社利害関係人の間に、いわゆるエージェンシー問題を発生させる原因でもある<sup>2</sup>。

コーポレート・ガバナンスの目的は、これら 3 つのエージェンシー問題を解決することにある。会社の行動を規律する手段は会社法には限られないことから明らかなように、これらの問題を解決する手法にも様々なものがある。会社法の規律についてすら、3 つの問題の中で何を優先的に解決すべきかについて争いがある。株主中心主義のコーポレート・ガバナンスとは、会社法の規律は株主と経営者のエージェンシー問題の解決を主たる目的とすべきとする考え方に

---

<sup>2</sup> Kraakman *et al.* [2009] pp.36-37. エージェンシー問題は、最も広く定義すると、A（エージェント）の意思決定によって、P（プリンシパル）が利益又は不利益を受けたりする場合に発生する。この場合、P の利益を最大化させるよう A を規律付けることが課題となる。株主と経営者の間では、株主が P、経営者が A に、支配株主と少数派株主の間では、支配株主が A、少数派株主が P に、株主と株主以外の会社利害関係人の間では、株主が A、株主以外の会社利害関係人が P となる。

なお、本稿は、「経営者」を、アメリカにおける取締役 (“director”) と役員 (“officer”) に相当する機関を指す用語として用いている。これに対して、「役員等」という用語は、我が国の会社法の「役員等」（会社法 423 条）を指す用語として用いられている。

基づく仕組みである。その特徴としては、以下の点を挙げることができる。第1に、会社の目的は株主の利益を最大化することである。第2に、独立取締役を中心とした取締役会が、株主利益の観点から、会社の経営を監督することである。第3に、会社支配権市場など資本市場による規律が重視されることである。

かつては、著名な研究者によって、株主中心主義のコーポレート・ガバナンスは世界的に共通した望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組みであり、それに向けてコンバージェンス（収斂）が生じるとの主張がなされたこともあった<sup>3</sup>。このような主張の要旨は、経営者－株主間のエージェンシー問題の解決の手法としては、独立取締役を中心とする取締役会や会社支配権市場による規律が最も効果的であるということである。株主利益最大化のために最も効果的なコーポレート・ガバナンスの仕組みが存在すれば、各会社が自主的に又は法制度を通じて強制的に、株主中心主義のコーポレート・ガバナンスが伝播することになる。

しかし、注意しなければならないのは、株主中心主義のコーポレート・ガバナンスへのコンバージェンスを主張する見解は、株主と株主以外の会社利害関係人の問題は無視されるべきであるとまで主張しているわけではないということである。株主中心主義のコーポレート・ガバナンスは、会社が生み出す付加価値を最大化するための仕組みとして最も効果的であるとの主張がなされているに過ぎない。会社が生み出す付加価値が最大化されるためには、従業員や取引先など株主以外の利害関係人の利益も保護されなければならないことは当然の前提とされている。株主中心主義のコーポレート・ガバナンスへのコンバージェンスを主張する見解も、従業員の利益保護などの重要性を否定するわけではない。ただ、従業員の利益保護などの問題の解決は、会社法ではなく、契約や他の制度に委ねた方が効率的であると主張されているのである<sup>4</sup>。

言い方を変えれば、株主中心主義のコーポレート・ガバナンスを採用する国では、株主と経営者の問題と株主と株主以外の会社利害関係人の問題は分離されている。そして、少なくとも会社法の規律は、主に前者の問題を解決する手法として位置付けられている。後者の問題は、会社法以外の手段によって解決することが予定されている以上、会社法は前者の問題、すなわち、株主と経営者の問題を解決することに尽力することが合理的となる。株主と株主以外の会社利害関係人の問題は契約や会社法以外の法令によって解決される。したがって、会社がこれらの契約や法令を遵守する範囲において、経営者を株主利益最

---

<sup>3</sup> Hansmann & Kraakman [2001].

<sup>4</sup> Hansmann & Kraakman [2001] p.441.

大化のために行動するよう規律付けることがコーポレート・ガバナンスに課せられた課題となる<sup>5</sup>。

このような枠組みに従った場合、金融規制は株主と株主以外の利害関係人の間に生じるエージェンシー問題を解決する仕組みの一つとして位置付けられることになろう。金融規制の目的の一つである預金者保護は、まさに株主と会社債権者である預金者の間に生じるエージェンシー問題を解決することと言い換えることができる。このほかに、個々の金融機関の健全性ととどまらない金融システムの健全性維持も、金融規制の目的であることに疑いはないと思われる。そして、この問題も、先に述べた枠組みにおいて、ある金融機関の株主と当該金融機関が破綻することによって影響を受ける利害関係人間のエージェンシー問題と位置付けることができるように思われる<sup>6</sup>。

株主と経営者のエージェンシー問題の解決を目的とする法制度と預金者保護又は金融システムの健全性維持を目的とする法制度が相互に独立しているのであれば、それぞれの領域において、最適な制度を設計することが志向されるべきである。株主中心主義のコーポレート・ガバナンスは、契約法、不法行為法又は行政規制によって、株主以外の利害関係人の利益が十分に保護されていることを前提としている<sup>7</sup>。しかし、金融危機によって、我々は会社法と金融規制の複雑な関係を再認識せざるを得なくなったように思われる。

たとえば、金融危機以前から、預金保険制度や「政府の暗黙の保証」など預金者保護又は金融システムの健全性維持を目的とする仕組みの存在が、金融機関による過剰なリスクテイキングの誘因となる可能性があることは広く知られていた。しかし、このような問題は自己資本比率規制など金融規制によって対処されるべき問題であり、少なくとも会社法によって解決されるべき主たる問題ではないと認識されてきたように思われる。金融危機は、株主と経営者のエージェンシー問題を解決するという観点からは望ましいコーポレート・ガバナ

---

<sup>5</sup> ただし、株主と株主以外の会社利害関係人の問題について明示的な法規制が存在しない場合であっても、人権や環境問題など株主以外の会社利害関係人の利益を保護することが、社会の構成員として会社に求められる場合がある。いわゆる *Corporate Social Responsibility (CSR)* である。大杉 [2014] 31 頁（「CSR は法ルールではないものの、外部から取締役の内面に働きかけ、その行動をコントロールするソフトローであると考えべきである。そして、会社法の原則は株主利益の最大化であるが、これを貫くことが適切でない場合に、CSR がこの原則を補正する原理として機能する、とみるべきである」）。

<sup>6</sup> 前注 (2) の用語法に従えば、ある金融機関の株主（又は彼らによって選任される経営者）が A、当該金融機関が破綻することによって影響を受ける利害関係人が P となる。この場合の P の利益は、A が金融システムの健全性を阻害しない行動をとることと定義される。

<sup>7</sup> See, e.g., Macey [1991] pp. 36-39（株主と異なり、株主以外の利害関係人は契約によって自衛できると主張する）。

ンスの仕組みが、金融機関による過剰なリスクテイキングを促進させたのではないかとの懸念を生み出したのである。仮に株主と経営者のエージェンシー問題を解決するという観点から望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組みと望ましい金融規制が抵触するのであれば、金融機関のコーポレート・ガバナンスについては、特に株主中心主義のコーポレート・ガバナンスを促進する会社法の原則が修正されなければならない場合があり得るように思われる。

株主と経営者のエージェンシー問題を解決することは、会社制度を利用する全ての国が直面する問題であり、コーポレート・ガバナンスの重要な目的の一つであることに疑いはない。この問題を解決するためには、会社法は全ての会社を対象として一般的に適用される規律を用意している。ところが、金融危機は、金融機関には他の企業とは異なる固有のコーポレート・ガバナンスの問題が存在するか否かを分析する契機となったのである<sup>8</sup>。金融規制が十分に機能していれば、会社法と株主利益の抵触は深刻な問題とはならない。金融機関が株主利益最大化のために行動しても、預金者保護や金融システムの健全性維持は金融規制によって果たされるからである。しかし、金融規制が十分に機能していない場合には、金融機関が株主利益最大化のために行動することによって、その預金者の利益又は金融システムの健全性が害される。したがって、会社法と金融規制の関係を考察する際には、まず、金融機関が株主利益最大化のために行動する際に、その預金者の利益又は金融システムの健全性がどのように害されるかを明らかにする必要がある。(2)では、この点が検討され、その結果、金融規制の目的を達成するためには、金融機関のコーポレート・ガバナンスを通じて株主利益と金融規制の抵触が回避されなければならないことが明らかになる。(3)では、その方法として金融規制が会社法を補完又は代替することの意義を、その後、(4)では、会社法が金融規制を補完することの是非を検討する。

## (2) 株主利益と金融規制の抵触とコーポレート・ガバナンス

### ①株主利益と金融規制の抵触

株主利益と金融規制の抵触は、融資などを通じて金融機関が引き受けるリスクの量について、社会全体にとっての最適水準と株主にとっての最適水準が異

---

<sup>8</sup> これに対して、金融危機以前は、金融規制の担い手の間を除き、金融機関に固有のコーポレート・ガバナンスの問題は存在しないとの見解が一般的であったと指摘されている。See Hopt [2012] pp.338-339.

なる可能性があることから生じ得る<sup>9</sup>。金融機関が株主利益を追求することによって、金融機関が引き受けるリスクの量が社会全体にとっては許容不可能な水準を超える可能性が高いのであれば、株主利益と金融規制は抵触していると評価されることになる。

このような懸念を理論的に裏付ける要素として、以下の2点を挙げることができる。

第1に、金融業では負債に対する資本の比率が他の業態よりも低く、また、金融機関は自らの保有する資産の構成を変化させることが容易であるため、株主と預金者をはじめとする他の利害関係人の利益が乖離しやすい<sup>10</sup>。

株主と他の会社利害関係人の利益が必ずしも一致しないため、両者の間にエージェンシー問題が発生する。この問題は、株主有限責任が認められることによって発生するのであるから、金融業に特有の問題ではなく、株式会社制度一般に共通する問題である<sup>11</sup>。しかし、前述した金融業の特殊性から、この問題が深刻化しやすいのである<sup>12</sup>。たとえば、負債に対する資本の比率が低い場合には、会社が損害を被った場合に株主に加えて債権者が損害を被る可能性が高くなる。しかし、会社が収益を挙げた場合、株主はその大半を得ることができる。そのため、負債に対する資本の比率が低ければ低いほど、株主は会社がハイリスク・ハイリターンの投資を行うことを好むことになる。

金融機関は自らの保有する資産の構成を変化させることが容易であるということは、資産代替問題を悪化させる<sup>13</sup>。資産代替問題とは、簡単に言えば、会社の負債を引き受けた債権者が資金を拠出した後に、会社がリスクの低い資産の保有額を減らしリスクの高い資産の保有額を増やすことを言う<sup>14</sup>。会社が収益性は高いがリスクの高い資産の保有額を増やしたとしても、券面額が確定してい

---

<sup>9</sup> 家森・清水 [2009] 10~11 頁、大杉 [2010] 53 頁。See Macey & O'Hara [2003b] p.339. *AIG* や *Fannie Mae*、*Freddie Mac* が金融危機以前にとった行動は、株主利益最大化の観点からは合理的な行動であることを理論的に示す文献として、Squire [2010]がある。

<sup>10</sup> See generally Mehran *et al.* [2011] pp.3-5; Mülbart [2010] pp.16-19; Sepe [2012] pp. 338-342.なお、大杉 [2013] 151~152 頁（「株主にはテール・リスクに無関心になりがちであるというインセンティブ上の問題点が存在するため、当局の監視機能を市場規律により代替することには限界があるように思われる」）も参照。

<sup>11</sup> Kraakman *et al.* [2009] pp.36-37.

<sup>12</sup> Macey & O'Hara [2003b] p.327.

<sup>13</sup> 神吉 [2004] 3~4 頁（銀行株式会社において、株主と会社債権者である預金者の利害対立を深刻なものとする原因として、預金保険制度の存在と負債比率の高さを理由とする資産代替問題の悪化が挙げられている）。

<sup>14</sup> Schwartz [1981] p.11; Sepe [2012] p. 338.

る金銭債権者が利益を得ることはない。むしろ、会社の財務状況が悪化し債務に対する支払いが滞るリスクが高まることは、債権者にとって不利益となる。金融機関が保有する資産の多くは第三者との金融取引から生じる債権であるから、固定資産を多く保有する事業会社と比較して、資産構成を変更することが容易であると言えよう。そのため、金融機関では資産代替問題が悪化するのである。また、資産構成の変更が容易であることは、債権者が金融機関の資産構成を継続的に監視・監督することも困難にする。そのため、債権者が契約などによって金融機関における資産代替問題から自衛することにも限界がある<sup>15</sup>。

第 2 に、預金保険制度の存在や、いわゆる“*too-big-to-fail*”又は“*too-complex-to-fail*”のため、事業に失敗した金融機関が公的に救済される可能性が高いという認識が一般的であるならば、金融機関が引き受けるリスクが過大であっても、経営者も株主も預金者も誰もそれを是正しようとしなくなる<sup>16</sup>。

預金保険制度は、預金者保護という金融規制の目的を達成するためには必要不可欠の制度のように思える。小口預金者に、複雑な金融ビジネスの詳細を理解した上で銀行が引き受けているリスクを評価し、預金先の選択等によって自衛することを求めることは困難である<sup>17</sup>。また、預金保険制度は、取り付け騒ぎ（“*bank runs*” or “*banking panics*”）を防止するという点で重要な役割を果たす<sup>18</sup>。預金保険制度によって預金が保護されるのであれば、預金者が預金の引き出しを求めて銀行の窓口に殺到するという事態が避けられるからである<sup>19</sup>。

しかし、預金保険制度が存在する結果、銀行が負債による資金調達を行う際の市場規律が大きく歪められる点が問題になる。預金保険制度により預金者は保護される代わりに、預金者が保護される銀行とその他の銀行及び納税者の間にエージェンシー問題が発生する<sup>20</sup>。理論的には、市場規律に代わり預金保険制

---

<sup>15</sup> See Squire [2011] p.646.

<sup>16</sup> Mehran *et al.* [2011] pp.18-19; Mülbart [2010] p.18; Hopt [2012] p.351; Sepe [2012] pp. 375-376.

<sup>17</sup> See Armour & Gordon [2013] p.11 (“It is widely believed that retail depositors make systematic errors in the pricing of risk *ex ante*, leading them to underprice the level of risk undertaken by a bank”).

<sup>18</sup> Macey & O’Hara [2003b] p.328. 取り付け騒ぎは、財務上の健全性に問題がある銀行だけではなく、問題がない銀行についても起こり得るという点で深刻な問題である。See Macey & O’Hara [2003a] p.97.

<sup>19</sup> Macey & O’Hara [2003a] p.97.

<sup>20</sup> この問題は、特に銀行の財務状況が悪化した場合に深刻化する。通常、財務状況が悪化した会社は市場から資金を調達することが困難となる。これに対して、預金保険制度によって保護されている預金者は銀行の財務の健全性を調査するインセンティブを持たないので、銀行は破綻寸前まで預金者から預金を通じて資金調達し、財務状況を劇的に回復させることができるようなハイリスク・ハイリターン投資を行うことができる。そして、このような投資のリスクは最終的には、他の銀行又は納税者によって負担されるのである。See Macey & O’Hara [2003b] p.329.

度を運用する機関が銀行の行動を監視する役割を果たすことができる。しかし、個々の銀行が引き受けているリスクの量を預金保険の保険料に適切に反映させることが困難であることや公的機関によるエンフォースメントの限界などの問題が指摘されている。そのため、公的規制が負債による資金調達が行われる際の市場規律に完全に代替することは困難であると思われる<sup>21</sup>。

金融機関の破綻の影響を被るのは、当該金融機関の株主や債権者に限られない。その規模によっては、金融システムだけではなく経済全体が深刻な影響を被る可能性がある<sup>22</sup>。そのため、政府は金融機関の破綻を防ぐために公的支援を行う強い誘因を持っている。しかし、事業に失敗した金融機関が公的に救済される可能性が高いという認識が一般的であるならば、預金者とは異なり自衛できる債権者も取引先の金融機関が引き受けているリスクの量に注意を払わなくなる可能性がある<sup>23</sup>。

## ②コーポレート・ガバナンスによる株主利益と金融規制の抵触の顕在化

株主利益と金融規制が抵触する理論的可能性を指摘するだけでは、金融機関が社会全体にとっては許容不可能な水準のリスクを引き受けるインセンティブを持っていることを説明するためには不十分である。なぜなら、経営者は、分散投資を行うことが可能な株主と比較して、一般的にリスク回避的な選好を持つと言われているからである<sup>24</sup>。そのため、経営者は、そもそも株主にとって最適水準のリスクを会社に引き受けさせるインセンティブを持っていない。すなわち、経営者がリスク回避的な選好を持つことは、金融機関が過大なリスクを引き受けることに対する防波堤となっているのである<sup>25</sup>。

しかし、会社法のコーポレート・ガバナンスに関する規律を通じて、経営者と株主のエージェンシー問題が緩和されることによって、株主利益と金融規制が抵触する理論的可能性が現実化する。経営者と株主のエージェンシー問題が緩和されるということは、経営者は株主利益最大化のために行動するように規

---

<sup>21</sup> Macey & O'Hara [2003b] pp.328-330. 仮に個々の銀行が引き受けているリスクの量を預金保険の保険料に適切に反映させることができたとしても、銀行破綻によって社会一般が被る費用を銀行に内部化させるという点では不十分であることにも留意する必要がある。See Armour & Gordon [2013] pp.12-13.

<sup>22</sup> Armour & Gordon [2013] pp.7-11.

<sup>23</sup> Armour & Gordon [2013] p.14.

<sup>24</sup> Kraakman *et al.* [2009] p.117; Mülbart [2010] p.15; Hopt [2012] p.348; Sepe [2012] p. 343.

<sup>25</sup> See Macey & O'Hara [2003b] p.339. But Hopt [2012] p.348 (取締役は、理論的には分散投資を行う投資者よりもリスク回避的であるが、それは彼らがリスクの内容を理解できている場合に限り主張する)。

律付けられていることを意味するからである。たとえば、ストック・オプションなど業績連動型報酬を利用することで、経営者と株主の利益を一致させることは理論的に可能である<sup>26</sup>。その結果、経営者が株主利益の観点からは望ましいが社会全体にとっては望ましくないリスクを銀行に引き受けさせてしまう可能性がある<sup>27</sup>。実際に、金融機関によるリスクテイキングは、そのコーポレート・ガバナンスの仕組みによって影響を受ける可能性を示唆する実証研究も存在する<sup>28</sup>。

会社法のコーポレート・ガバナンスに関する規律によって金融機関の経営者と株主のエージェンシー問題が緩和されれば、金融機関が引き受けるリスクの量は株主にとっての最適水準に近づくことになる。その結果、金融危機に至るまで、金融機関は社会全体にとっての最適水準以上のリスクを引き受けていた可能性がある。これに対して、金融機関の経営者は株主利益を無視した自己利益追求行為を行っており、それが金融機関による過剰なリスクテイキングにつながったという見解も理論的に成り立ち得る。すなわち、金融機関のコーポレート・ガバナンスに問題があったため、経営者が自分自身の利益を最大化するために、金融機関に過剰なリスクを引受けさせていたという見解である。このような見解に立つ場合、金融機関は株主利益からも正当化できないほどのリスクを引き受けていたと主張されることになる。

金融危機の一因として、金融機関の経営者が過剰なリスクテイキングを行ったことが挙げられるべきことについて争いはないように思われる。しかし、金融機関の経営者が株主利益を無視して自己利益追求行為を行ったのか、株主利益を重視するコーポレート・ガバナンスが経営者に過剰なリスクテイキングを行わせたのかについては、様々な見解が主張されている<sup>29</sup>。

---

<sup>26</sup> Kraakman *et al.* [2009] p.75; Mülbart [2010] p.15. *See also* Armour & Gordon [2013] p.22 (“[T]he use of options as a ‘carrot’ coupled with the absence of any liability ‘stick’, encourages managers to focus on activities that will increase the stock price over the time horizon of their option”).

<sup>27</sup> *See* Macey & O’Hara [2003b] p.339; Sepe [2012] pp.344-346.

<sup>28</sup> *See, e.g.,* Erkens *et al.* [2012] (2006年12月末日に上場していた金融機関(銀行(投資銀行を含む)、証券仲介会社、保険会社)について、2007年1月から2008年9月の株式収益率(前記金融機関の株式を2007年第1四半期から、2008年第3四半期の終わるか上場廃止のいずれか早い時点まで保有していた場合の収益率)と、コーポレート・ガバナンス(取締役会に占める独立取締役(“non-executive directors”)の割合並びに機関投資家の株式保有割合(投資信託や年金基金、銀行の信託勘定などファンドマネージャーによって運用されているもの))の間には、負の相関関係があることが明らかにされている。また、機関投資家の株式保有割合と金融機関によるリスクテイキングの量にも正の相関関係があることが明らかにされている)。

<sup>29</sup> *See, e.g.,* Zingales [2009] p.413 (2007年から2008年にかけて発生した金融危機によって、長期的な企業価値を破壊することになることを厭わず短期的なボーナスを得ようとした経営者が過剰なリスクテイキングを行っていたことが明らかになった。また、主要金融機関の破綻により、適切なリスク管理と取締役会の *accountability* が欠如していることが明らかになった)、p. 414 (真

この点に関する見解の相違は、会社法と金融規制の関係の現状認識と関連する。そのため、どのような見解に立つかによって、金融機関による過剰なリス

---

の問題は、取締役の選任方法を主たる原因とする、経営者の株主に対する *accountability* の欠如である。この問題を解決するためには、機関投資家に取締役候補者の推薦を認める必要がある)、p.415 (経営者に短期的利益を追求させた原因は、株主にあるのではなく、取締役会の株主に対する *accountability* の欠如にある。経営者に支配されている取締役会は、株価変動に極端に神経質になる。しかし、取締役会の役割は株価を盲信するのではなく、株主利益の最大化を図ることである。そして、正統性が高い取締役会の方が、理由のない株価変動に抵抗することが可能となる) ; Cheffins [2009] pp.36-37 (2008年にS&P500から除かれた37の株式会社では、コーポレート・ガバナンスが機能していたことを示す兆候が見られた。たとえば、一部にはヘッジファンドによるアクティビズムが見られたりしたが、インセンティブ報酬を得ていた経営者による詐欺的行為は見られなかった。また、取締役会に大衆からの批判は限定的であったし、CEOの交代が数多く生じた。さらに、金融機関を除き、経営者に対する報酬への批判は限定的であった)、p.37 (コーポレート・ガバナンスは決して最適に機能したとは言えない。しかし、1970年代に形作られ初めて株主利益最大化原則を前提とするコーポレート・ガバナンスは、金融危機に対して様々に意味ある形で反応した。したがって、抜本的な改革を正当化する理由はまだない)、pp.37-38 (金融危機後のコーポレート・ガバナンスに対する批判の中心は金融機関であったが、金融機関においても、取締役会によるCEOの交代や機関投資家によるアクティビズムなどコーポレート・ガバナンスが機能した例もあった。しかし、*systemic risk*の存在は、金融機関について他の会社よりも厳格なコーポレート・ガバナンスを課す規制を正当化する。特に、金融機関に一定のリスク管理の基準を遵守させることが必要である) ; Bratton & Wachter [2010] p.658 (株主中心主義 (“A shareholder-based agency model of corporation”) は、経営者に、ある単純な命令を与える。それは、あらゆる状況において、株式の市場価格を最大にするように経営を行えということである。それは、まさに破綻した金融機関が最近行っていたことである)、p.719 (株式市場は銀行が引き受けていたリスクの量を過小評価していた)、pp.720-721 (株式市場は、より高いレバレッジをかけてリスクが高い融資をする銀行を高く評価し、そうではない銀行を低く評価していた) ; Erkens *et al.* [2012] (大規模金融機関では、取締役会の独立性と機関投資家の株式保有割合が高ければ高いほど、金融危機時にCEOの交代が多く生じただけでなく、被った損失の額も大きいものであった。したがって、取締役会と株主は成績がふるわないCEOを交代させることによってモニタリング機関の役割を果たしたように思われるが、同時に、金融危機時の莫大な損失につながった金融危機前のサブプライムローンへの投資を促進したようにも思われる) ; Howson [2009] pp.47-48 (経営者を株主のために行動させることを目的とするコーポレート・ガバナンスの仕組みは、金融機関の株主は当該機関の長期的な健全性や金融システム全体への興味がなく現在の収益にしか興味がないため、当該機関に高いリスクをとらせることについて無責任な判断を行うインセンティブを経営者に与えると同時に、経営者が長期的な収益性や市場全体の安定性を考慮することを妨げると指摘する) ; Tarraf [2010] p.19 (Howson [2009]と同旨) ; Hopt [2012] p.347 (金融機関のコーポレート・ガバナンスの失敗が明らかになった以上、それが金融危機の原因となったか否かを論じるよりも、そのような失敗を修正していく方が重要であると主張する)、p.348 (金融危機は、金融機関によるリスク分析と管理がいかに未成熟であったか、そして、*systemic risk*を事前に認識することがいかに難しいかを示したと指摘する) ; Winter [2012] p.369 (コーポレート・ガバナンスの失敗は、おそらく、金融危機を引き起こした決定的な要因ではないが、コーポレート・ガバナンスに問題なかったならば、それは金融危機の影響を和らげることに役立ったであろうし、金融機関の中には破綻を回避できたものもあったであろうと主張する) ; Hopt [2013] p.237 (金融危機の原因として金融機関のコーポレート・ガバナンスが果たした役割は限定的であるとの見解が多数派を占めつつあると指摘する)、p.238 (金融規制の担い手達や政治家が金融機関のコーポレート・ガバナンスの失敗が金融危機を引き起こしたと主張する動機として、金融規制の失敗を目立たなくし、金融機関のコーポレート・ガバナンスに関する規制を強化したいことが挙げられることに留意されるべきと主張する)。

クテイキングを抑止するための処方箋として考慮され得る選択肢の範囲が変化  
する可能性がある。たとえば、会社法のコーポレート・ガバナンスに関する規  
律によって金融機関の経営者と株主のエージェンシー問題が十分に対処されて  
いなかったことが、金融機関の経営者による過剰なリスクテイキングを許した  
主たる原因であると考えてみよう。この場合、それを是正する手段として、会  
社法を改正し金融機関の経営者に株主利益に沿った経営を行わせることが考慮  
されるべきことになる。

実際に、金融危機に至る過程で株主と経営者のエージェンシー問題の解決を  
目的とするコーポレート・ガバナンスの仕組みが上手く機能しなかった例も報  
告されている。たとえば、金融機関の経営者の報酬は経営者と株主の利益を一  
致させるという点で、株主と経営者のエージェンシー問題を解決するための重  
要な手段として考えられてきた。しかし、その仕組み方を誤れば、経営者の報  
酬は経営者と株主の利益を一致させることはできなくなる。それにとどまらず、  
業績連動型報酬の設計によっては、株主利益の観点からも正当化できないよう  
なリスクを金融機関に引き受けさせるインセンティブを、金融機関の経営者が  
持ってしまう可能性がある。

学説の中には、金融危機を深刻化させる引き金となった *Bear Stearns* と *Lehman*  
の破綻に関連して、経営者の報酬の仕組みに問題があったと指摘するものがあ  
る。その主張をまとめれば以下の通りとなる<sup>30</sup>。CEO 等に対して付与される業績  
連動型報酬の内容が、短期的な収益に基づいて大量の報酬を得ることができ、  
かつ、業績が急激に悪化した後もそれを維持することを可能にするような仕組  
みであった。そのため、彼らに、将来的に莫大な損失が発生する危険を犯して  
も短期的な業績の改善を追求するインセンティブを与えていた。具体的な問題  
として、両社が経営破綻する前数年間の好調な業績を基準として CEO 等に支払  
われたボーナス（金銭）を彼らは経営破綻後も保持することが認められていた  
ことと、同時期に彼らは株式の売却やオプションの行使等によって利益を得る  
ことができたこと、が挙げられている。

この他に、金融危機に至る過程で株主と経営者のエージェンシー問題の解決  
を目的としたコーポレート・ガバナンスの仕組みが上手く機能しなかったこと  
を示唆する事情として、株式市場がバブルの状態にあったことも考慮されるべ  
きだと思われる。株主利益とは、株主が将来、会社から得ることができる経済  
的利益の割引現在価値を意味すると考えるとしよう。株価は、このような意味  
で定義される株主利益の大きさを数字で表したものである。そして、上場会社

---

<sup>30</sup> Bebchuk *et al.* [2010] p.274.

のコーポレート・ガバナンスにおいて株価は、株主利益を表す指標として重要な意味を持つ。

たとえば、業績連動型報酬の一種であるストック・オプションは、株式市場における株主利益の評価を利用して、経営者に株主利益最大化のインセンティブを与える仕組みである。また、株式市場は上場会社又は第三者によって開示される当該会社に関する情報に反応し株価に織り込もうとするので、株価を社外・独立取締役が利用可能な会社経営についての重要な情報手段として位置付ける見解も存在する<sup>31</sup>。

しかし、仮に株価が株主利益を表す指標として適切ではないならば、以上に述べた仕組みの前提が覆されることになる。株式市場がバブルの状態にあったということは、前述した意味の株主利益の大きさが構造的に過大評価されていたことを意味する。現在の視点から見れば過剰なリスクを引き受けているという行為も、当時は、株式市場において好意的に受け入れられていた。この場合、このような行為を行わないことを選択することは、株式市場の継続的な評価にさらされている金融機関の経営者にとって容易なことではない<sup>32</sup>。したがって、株価が株主利益を表す指標として適切であることを前提とする種々の仕組みが、意図せぬ形で機能した可能性がある。言い方を替えれば、金融機関において株主と経営者のエージェンシー問題を解決すること自体ではなく、それを株価に過度に依存したコーポレート・ガバナンスの仕組みによって達成しようとしたことが問題であった可能性がある<sup>33</sup>。このような仕組みが、株式市場にバブルが発生していたことと相まって、金融機関の経営者に過剰なリスクテイキングを行う誘因を与えたとの評価も十分に成り立ち得るのである<sup>34</sup>。

---

<sup>31</sup> Gordon [2007].

<sup>32</sup> See Winter [2012] p.379. このような状況を表すものとして、Citi Group の CEO であった Chuck Prince による “When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing” との表現が著名である。See Erkens *et al.* [2012] p.392 note9.

<sup>33</sup> 金融機関のコーポレート・ガバナンスに限ったわけではないが、コーポレート・ガバナンスにおいて株価を重視し過ぎることに警鐘をならす見解として、大杉 [2014] 21～22 頁（「情報の非対称性により、長期的には株主の利益に合致する経営であっても一般株主にその価値が理解されないため、株主が短期的な株主利益の実現を経営者に要求するというシナリオには、一定の現実味があると思われる。アメリカの会社法学界では、利益・株価を用いた実証研究を援用してヘッジファンド等のアクティビズムは株主の利益を増加させていると論じることが一般的であるが、そもそも短期主義批判は利益・株価に短期的には反映しない企業の収益力を問題にしているのであるから、（結論としてではなく）方法論として、アメリカでの議論の通用力には限界があると考えるべきである」）などがある。

<sup>34</sup> See, e.g., Cheffins [2009] p.2, 38（投資家、政治家、規制機関、ジャーナリズム、そして住宅取得者の間でさえ、加熱する金融システムは“fundamentally sound”であると暗黙の了解が存在した中で、注意を促す者は無視された。したがって、主要金融機関が金融危機前の基準で最新技術の

### ③小括

株主利益と金融規制の関係について、以上に述べた内容をまとめると、以下のように整理される。確かに、株主利益と金融規制の目的は抵触する可能性がある。しかし、この抵触が具体的な問題として現れるためには、以下の 2 つの条件のいずれかが満たされる必要がある。第 1 の条件は、経営者が株主利益を追求することに対して規律付けられていることである。すなわち、経営者と株主のエージェンシー問題がコーポレート・ガバナンスによって十分に対処されているということである。コーポレート・ガバナンスを通じて経営者による株主利益の追求が促進されることによって、金融機関によるリスクテイキングが過剰になる危険が生じる。第 2 の条件は、コーポレート・ガバナンスが十分に機能していなかったため、経営者が株主利益ではなく自己利益を追求することが可能となっていたことである。

第 2 の条件は、金融機関のコーポレート・ガバナンスの仕組み自体に問題があった場合だけではなく、株式市場がバブルの状態にあったため通常時には機能する仕組みが予期せぬ機能を果たすようになった場合にも満たされる。このような状況が発生する理由は、株式市場で肯定的に評価されている行為を、特に株価を重視する仕組みが採用されていた場合には、コーポレート・ガバナンスによって是正することを期待できない点にある<sup>35</sup>。

---

(“state-of-the-art”) コーポレート・ガバナンスの仕組みを持っていたとしても、それらは 2008 年の金融危機によって破綻していたかもしれない) ; Bratton & Wachter [2010] pp.715-716 (情報の非対称性により、長期的な企業価値 (fundamental value) の最大化を目指して経営することと、株式の市場価格の最大化を目指して行動することには大きな溝が作られることがある。また、株価が投機的に変動することも、同様の溝を作ることがある)、 pp.722-723 (金融機関は株価を上昇させるために、high-risk/ high-return な経営戦略をとっていた。金融機関の経営者は、現金ボーナスに加えて、ストック・オプションと譲渡制限付株式報酬を受けていたのであり、株主のインセンティブと大まかには一致したインセンティブを持っていた。少なくとも事後的な評価としては、市場は金融機関が引受けていたリスクの量を過小評価し、モニタリングの目的にとって有用な客観的で批判的な情報を提供することはできなかった)。

<sup>35</sup> なお、株式市場がバブルの状態にある場合以外にも、株価が株主利益を表す指標として適切ではなくなる場合があり得るか否か検討の余地がある。株価が株主利益を表す指標として適切ではなくなる理由として、個々の金融機関の株価には、当該金融機関の行為によって金融システム又は経済全体が損害を被るリスク、すなわち、systemic risk が反映されていないことを挙げる見解もある。See Armour & Gordon [2013] pp.23-26, 45. Armour & Gordon の主張の要旨は、その破綻が金融システムや経済全体に損害を与えるような金融機関が過剰なリスクテイキングを行うことによって systemic risk が増加すれば分散投資を行う投資者は損害を被るはずであるが、当該金融機関の株価にそのことが織り込まれてこなかったことにあると思われる。その結果、株価を向上させることが分散投資を行っている株主の利益最大化につながらないことになる。

### (3) 金融規制による会社法の補完・代替

金融規制の目的を達成するためには、株主利益と金融規制の抵触が回避されなければならない。そのため、金融規制は株主利益並びにそれを利害調整の原則とする会社法を補完又は代替する必要がある。

たとえば、預金者保護という点で、金融規制は会社法の債権者保護規制を補完している<sup>36</sup>。預金者保護は、金融規制の重要な目的の一つである。会社法の枠組みの中で、預金者保護は債権者保護規制の対象となる種類の債権者に過ぎない。会社法の債権者保護規制によって預金者が十分に保護されているのであれば、金融規制が追加的な保護を債権者に与える必要はない。預金者保護に関する金融規制の存在は、立法的に、会社法の債権者保護規制のみでは預金者の利益が十分に保護されないと判断されたことを意味している。その結果、預金者保護のために、金融規制によって会社法の債権者保護規制が補完されているのである<sup>37</sup>。

会社法と金融規制の関係を分析する視点として、抵触と補完に加えて、理論的には、金融規制による会社法の代替ないし修正という側面も挙げられ得る。預金者保護に関する金融規制は、会社法の債権者保護規制を強化するという意味で、会社法を補完していると思われる。この場合、会社債権者を保護するという基本原則について、会社法と金融規制は共通している。その基本原則に沿った具体的な規制を構築するという点で、金融規制は会社法を補完しているのである。これに対して、金融規制によって会社法の基本原則自体を修正するこ

---

<sup>36</sup> See Mülbert [2010] pp.25-26 (銀行のコーポレート・ガバナンスと金融監督規制の関係を、預金者など負債の引き受け手に関する問題と株主に関する問題に分けて分析すべきことを提案する。その理由として、前者について、金融監督規制と預金者等は個々の銀行の健全性を維持するという点で共通の利害関係を持っているが、後者について、金融監督規制は銀行の長期的な存続を望ましいと考えるが株主は株式投資からのリターンの最大化を目指すという点で、両者の利害関係が乖離する可能性があることが挙げられている。具体例として、金融監督規制は銀行のリスクテイキングを監督する能力とインセンティブが預金者等に欠けていることによって彼らが被る可能性がある不利益を是正するという点では預金者の利益を保護していること、銀行の経営者並びに従業員の報酬について金融監督規制の目的を達成するために必要とされる規制は株主利益の観点から望ましい報酬制度を銀行が採用することを制限すること、が挙げられている); Hopt [2012] pp. 350-351 (銀行システムの維持並びにそれに貢献するような銀行のコーポレート・ガバナンスを維持するためには、銀行規制は株主又は債権者に委ねるだけでは適切なコーポレート・ガバナンスの仕組みを達成できないという問題への必要な対応策と位置付けることができるとした上で、銀行規制は株主よりも債権者の利益の観点から行われるべきことは明らかであると指摘する)。

<sup>37</sup> また、金融業のように保有する資産の流動性が高い場合には、内部者との利益相反取引や詐欺的な行為が行われる危険が高いことが指摘されることもある。Macey & O'Hara [2003b] p.329. この問題が深刻である場合には、会社法の利益相反取引に関する規制を金融規制によって強化するという形で補完することが政策判断として望ましい。

とが望ましい場合もあり得る<sup>38</sup>。

たとえば、我が国においては、伝統的に、子会社であっても独立した会社と同じく経営されるべきであるとする考え方が根強いように思われる<sup>39</sup>。このような子会社の法人としての独立性を重視する考え方は、必ずしも金融規制と整合していない面がある。特に、銀行法には、銀行持株会社が子銀行の管理について一定の権限を持ち義務を負っていることを前提としているかのような規定が存在するからである<sup>40</sup>。たとえば、銀行持株会社について、その業務範囲は子銀行など子会社の経営管理及びこれに付帯する事業に限定されるとともに、子銀行の業務の健全かつ適切な運営の確保に努めることが要求されている（銀行法 52 条の 21）。また、内閣総理大臣は、子銀行の業務の健全かつ適切な運営を確保するため必要があると認めるときは、改善計画の提出等を命令することもできる（銀行法 52 条の 33 第 1 項）。金融コングロマリット監督指針（平成 21 年 6 月最終改訂）も同様の立場に立っているようである<sup>41</sup>。同指針では、「金融コングロマリットにおける持株会社等の経営管理会社は、グループ全体としての適切な経営管理の態勢構築・遂行に責任ある役割を果たさなければならない。そのためには、経営管理会社の代表取締役、取締役・取締役会、監査役・監査役会及び内部監査部門が果たす責務が重大である」と定められている（金融コングロマリット指針 II-1）。

ただし、金融規制は、子会社の法人としての独立性について、会社法に完全に代替しているわけではない。金融規制は、子会社の法人としての独立性という会社法の原則を前提としている。そのため、銀行持株会社が銀行監督規制の要請を十分に果たすことができる手法を、会社法は用意していないとの見解が

---

<sup>38</sup> アメリカ法では、子銀行の財務状態が悪化した場合に銀行持株会社に一定の責任が課されている（“source-of-strength doctrine”）。岩原 [2011] 445～446 頁。このような規制は、株主有限責任原則という会社法の基本原則を金融規制の観点から修正するものと位置付けられるべきであろう。なお、アメリカ法では、かつては、預金者保護並びに銀行による過剰なリスクテイキングの防止を目的として、連邦法に基づき設立される国法銀行並びに州法に基づき設立される州法銀行の双方において、銀行の株主は出資済みの額に加えて株式の額面額に相当する金額について銀行の債権者に責任を負う旨（“multiple liability”）が定められることが一般的であった。See Macey & O’Hara [2003b] pp.330-333.なお、multiple liability が廃棄されるに至った経緯については、後注（59）を参照。

<sup>39</sup> 大隅 [1993] 106 頁以下など。

<sup>40</sup> 前田 [2006] 46 頁、岩原 [2006] 69～72 頁。なお、岩原 [2011] 442 頁（「業務やリスク管理等に関しては、子会社についてそれがあたかも銀行の一内部部門であるかのように銀行持株会社がコントロールすることを、銀行法は求めている」）も参照。

<sup>41</sup> 金融コングロマリット監督指針とは、コングロマリットの形態をとる金融機関に対し、金融監督行政がどのような視点に立って行われるべきかを示す指針として、金融庁によって定められたものである。岩原 [2006] 67 頁。

有力に主張されている<sup>42</sup>。したがって、我が国においては、金融規制が会社法に代替することは理論的可能性にとどまっている<sup>43</sup>。しかし、金融規制による会社法の代替の可否という視点は、現行法の枠組みの評価や会社法又は金融規制の改正の要否を論じる際に有益な視点となり得るように思われる。特に、金融規制によって会社法の基本原則を修正できる限界を探ることは、金融機関のコーポレート・ガバナンスのあり方を論じる際に大きな意味を持つ<sup>44</sup>。

#### (4) 会社法による金融規制の補完

会社法と金融規制の抵触を回避する方法には、会社法による金融規制の補完という選択肢もある。会社法による金融規制の補完は、以下の2つの異なった側面で問題になり得る。

第1に、金融規制のエンフォースメントの手段として、会社法は金融規制を補完できる可能性がある。たとえば、金融機関が金融規制に違反する行為を行ったことにより損害を被ったので、その株主が取締役の当該金融機関に対する

---

<sup>42</sup> 銀行持株会社が子銀行の健全性維持など銀行監督規制の要請を果たすために必要な法的手段を会社法によって与えられていないという問題は、我が国に固有の問題ではない。See Hopt [2013] p.247.

<sup>43</sup> 岩原 [2006] 72～73 頁（金融コングロマリット指針は、銀行持株会社による子会社管理について、「法令等に抵触しない範囲」で行われるべきことを要請しているに過ぎない）、74～75 頁（銀行持株会社が相当な努力をしても会社法上の限界のために監督指針を実行できない場合は、銀行法52条の33や同52条の34の処分等の対象となしえないと考えるべきであろう）、岩原[2011] 434 頁（「金融監督コングロマリット監督指針が求める金融持株会社による子会社に対する内部統制も、その内容が長期的に見ても子会社の不利益になるような場合には、会社法的な限界があると言えよう」）も参照。なお、学説の中には、銀行法52条の21等の銀行法の規定により、銀行持株会社には子銀行の経営管理の権限が認められており、子銀行はそれに従う義務を負うと主張する見解もある。今井 [2005] 312 頁以下。しかし、このような主張は、「子会社であっても独立した会社と同じく経営されるべきである」という会社法の基本枠組みを超えた権利を銀行持株会社に与えることやそのような義務を子銀行に課すことを意図しているか否かは明らかではないと評価されている。岩原 [2011] 76 頁。

<sup>44</sup> たとえば、親会社の経営者は子会社の経営者の責任追及を懈怠する可能性があるという問題を考えてみよう。この問題は、親会社株主と親会社経営者の間のエージェンシー問題が顕在化する一局面である。平成26年6月に可決成立した会社法改正によって導入された多重代表訴訟は、親会社株主に子会社経営者の子会社に対する責任を追及する訴訟を提起する権限を与えることで、その解決を図ったものと理解できる。このような改正は、親会社株主に対する子会社の法人としての独立性を部分的に修正することを意味している。しかし、この問題を解決する手法は、多重代表訴訟に限られない。たとえば、前注(38)で紹介したような親会社の子会社株主としての有限責任を制限するという規制による解決も選択肢としてあり得る。このような規制が存在する場合には、親会社経営者は親会社の責任を回避するために子会社経営者の子会社に対する責任を追及するインセンティブが発生するからである。仮に、金融機関については後者のような形で問題を解決することが望ましいのであれば、金融機関を多重代表訴訟の対象範囲から外すという形で、金融規制が会社法に代替することもあり得るように思われる。

損害賠償責任を追及するための株主代表訴訟を提起したとしよう。この場合、我が国の判例では、被告である取締役が金融規制違反という法令違反行為を金融機関に行わせることを自ら決定した場合には、その法令違反行為の存在のみによって、当該取締役の任務懈怠（会社法 423 条 1 項）が基礎付けられる<sup>45</sup>。これに対して、取締役がそのような法令違反行為に直接的に関与していなかった場合には、株主が当該取締役の行為が会社に対する任務懈怠に該当することを主張立証する責任を負う。すなわち、我が国では、法令違反行為に直接的に関与した取締役の責任を追及することが、他の場合よりも容易なのである。このような状況について、株主が取締役の法令違反行為を理由に任務懈怠責任を追及することは、金融規制のエンフォースメントの一環であることを重視する見解がある<sup>46</sup>。

もちろん、金融規制は、その具体的な内容としてエンフォースメントに関する規定を有している。これらの規定のみでは金融規制のエンフォースメントの仕組みとして十分ではないのであれば、会社法の諸制度を利用した金融規制のエンフォースメントが可能であることの意味は大きい。

第 2 に、金融規制の実質的な内容を補う手段として、会社法は金融規制を補完できる可能性がある。預金者保護や金融システムの健全性維持といった目的を達成するために必要十分な内容を金融規制が備えていれば、エンフォースメントの面を含めて、会社法が金融規制を補完する必要はない。これに対して、金融規制が不完全であれば、エンフォースメント以外の局面で会社法が金融規制を補完できる可能性がある。このような補完は、金融機関の取締役の義務・責任の解釈を通じてなされ得る。

我が国の判例の中には、金融機関の取締役については、いわゆる経営判断原則によって保護される裁量の範囲は一般企業の取締役の場合よりも狭くなると述べるものがある<sup>47</sup>。このような判例は、具体的な金融規制違反が存在しない場合でも、金融規制の趣旨に照らして、金融機関の取締役の義務・責任を解釈するものと言える。

取締役が会社に対して負うべき義務・責任の内容は、当該会社を取り巻く社会・経済状況によって異なることは当然である。個別具体的な状況に直面した裁判所が、株主利益の観点から、取締役の義務・責任の内容を解釈によって具体化していくことは、会社法という法制度に予め組み込まれている。しかし、

---

<sup>45</sup> 最判平成 12 年 7 月 7 日民集 54 卷 6 号 1767 頁。

<sup>46</sup> 岩原 [2004]（銀行法について）。

<sup>47</sup> 最判平成 21 年 11 月 9 日刑集 63 卷 9 号 1117 頁。

ある会社が金融機関のように業法によって規制されている場合に、裁判所が、株主利益とは直接的に関連しない業法の趣旨を取締役の義務・責任を具体化する際にどの程度考慮して良いか又はすべきか否かは、未解決の問題であるように思われる。

取締役の義務・責任の解釈を通じた金融規制の補完は、理論的な可能性としてはあり得る。そして、金融規制に明らかな不備があり、何らかの理由でそれが立法又は行政によって放置されている場合には、司法による対応がなされる必要があるとの立場も成り立ち得る。ただし、どのような場合に取締役の義務・責任の解釈を通じた金融規制の補完が望ましいか否かは、慎重に検討されるべき問題と思われる。裁判所が金融規制に不備があることを前提にして積極的に金融規制の補完を図ろうとすることにより、金融規制全体の整合性が揺らぐ可能性があるからである。

### 3. 金融機関のコーポレート・ガバナンスにおける会社法と金融規制の調和— 試論—

#### (1) 会社法と金融規制の関係を分析する視点

これまでの検討から、株主利益と金融規制の抵触は、金融機関のコーポレート・ガバナンスを通じて、深刻な問題として顕在化する可能性があることが明らかになった(2.(2)③)。したがって、金融規制の目的を達成するためには、金融機関に固有のコーポレート・ガバナンスの仕組みを構築する必要があるように思われる。最近のコーポレート・ガバナンスの発展の傾向として、会社の属性によって望ましいコーポレート・ガバナンスの内容が異なることを示唆する見解がある<sup>48</sup>。このような見解に立てば、金融機関のコーポレート・ガバナンスが全ての会社を対象として定められる一般的なコーポレート・ガバナンスとは異なることは、むしろ、当然の帰結と評価され得る<sup>49</sup>。

<sup>48</sup> See Hopt [2012] p.343.

<sup>49</sup> See Hopt [2012] p.343 (銀行について)。なお、銀行、証券、保険といった金融機関が行う業務内容に差異があれば、当該金融機関のコーポレート・ガバナンスの構造も業務内容に応じて変容せざるを得ない。しかし、個々の金融機関又は金融グループが行う事業が多様化すると、たとえば、「銀行か証券会社か?」といった区別の意味が薄れていくように思われる。本稿は、株主中心主義のコーポレート・ガバナンスが金融機関による過剰なリスクテイキングを促進させることを株主利益と金融規制の抵触と定義した上で、抵触を回避する方法には金融規制による会社法の補完・代替若しくは会社法による金融規制の補完があることを示し、会社法と金融規制の関係を分析する視点を提供することを目的としている。そして、過剰なリスクテイキングの問題は金融業一般に共通するものであるから、それが株式会社形態で行われている場合には本稿の分析の多

しかし、金融機関が株式会社形態を利用する以上、金融機関のコーポレート・ガバナンスも、会社法を初めとする全ての会社を適用対象とする法制度を前提して構築されざるを得ない。そのため、望ましい金融機関のコーポレート・ガバナンスを構築するためには、金融規制が会社法を補完したり、その基本原則を修正し会社法に代替したりすることが必要となる（2.（3））。場合によっては、会社法が金融規制を補完することが必要となるのかもしれない（2.（4））。

本稿のように会社法と金融規制の関係を、抵触・補完・代替の3つの観点から分析することには、以下のような意義がある。

第1に、会社法と金融規制の関係が明確になる。まず、株主利益と金融規制の抵触に着目することによって、金融機関のコーポレート・ガバナンスについて金融規制が対処しなければならない問題が明らかになる。そして、その問題を解決する手段を検討する際に、金融規制による会社法の補完で足りるのか、金融規制が会社法の基本原則を修正する必要があるのかを論じることができる。このような枠組みから、金融機関のコーポレート・ガバナンスについて金融規制が定めるべき規制の内容は、会社法によって影響を受けることが明らかになる。たとえば、会社法によって株主と経営者のエージェンシー問題の解決を目的としたコーポレート・ガバナンスの仕組みが整備され十分に機能している場合には、株主利益と金融規制の抵触が深刻となる可能性が高い。したがって、株主利益と金融規制の抵触を回避する仕組みを導入する必要性が高い。これに対して、株主と経営者のエージェンシー問題が会社法によって十分に対処されていない場合には、金融規制の内容として経営者による私的利益追求行為を是正する仕組みを導入する必要性が高いということになる。すなわち、金融規制が金融機関の行動に与える影響は、各国の会社法によって異なる可能性があるということである。

第2に、金融規制が会社法を代替することの是非を正面から検討する必要性が明らかになる。金融機関のコーポレート・ガバナンスに関する規制を構築する際に、会社法の基本原則を修正する必要があるのであれば、それは選択肢として否定されるべきではない。ただし、金融規制が会社法に代替することが行き過ぎると、金融機関が株式会社形態で営まれていることの意義が損なわれる可能性がある。したがって、その是非は、金融規制による会社法の補完にとどまる他の選択肢と比較の上で、慎重に検討されなければならない。株主利益と金融規制の抵触は、金融規制による会社法の代替を常に正当化するものではな

---

くは妥当するようと思われる。もちろん、本稿は、金融業の中で特定の業種にしか発生しない問題があり得ることを否定するものではない。

い。会社法の基本原則が修正されることによって生じる種々の影響が考慮されなければならない<sup>50</sup>。また、ある事項について立法を通じて明示的に金融規制が会社法に代替することにより、金融機関を対象とした様々なコーポレート・ガバナンスに関する要請が、特段の検討がなされることなく、全ての会社を対象とした一般的な要請として位置付けられてしまうことを避けるという意義もある。金融機関を対象としたコーポレート・ガバナンスに関する規制は、他の会社にとっては過剰規制となり得ることに留意されるべきである<sup>51</sup>。

第3に、金融機関のコーポレート・ガバナンスに関する規制は、会社法と金融規制の双方から構成されることが意識される。金融規制の内容として金融機関のコーポレート・ガバナンスを規制することは、金融規制が会社法を補完したりその一部に代替したりすることを意味するに過ぎない。すなわち、金融規制のみで金融機関のコーポレート・ガバナンスに関する規制が完結するわけではない。この点は、金融規制によって全ての金融機関に適用されるコーポレート・ガバナンスの仕組みを詳細に定めすぎることには弊害があることを意識する契機となる。金融機関とその他の企業とでは、望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組みが異なるということは、全ての金融機関に妥当する望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組みが存在することを当然に意味する訳ではない<sup>52</sup>。個々の金融機関又は株主の選択の余地を著しく狭めることは、個々の金融機関が最適なコーポレート・ガバナンスの仕組みを追求しようとするインセンティブを削ぐことになりかねない<sup>53</sup>。金融規制によって解決することが望ましい問題とそうではない問題を区別することが重要である<sup>54</sup>。

## (2) 金融機関における株主利益最大化原則の意義

会社法と金融規制の抵触は、金融機関が、株主利益最大化の観点からは望ましいが預金者保護や金融システムの健全性の観点からは望ましくない量のリス

---

<sup>50</sup> See Bebchuk [2013] pp.1642-1643 (株主による短期的利益追求行為によって会社が長期的な観点からは望ましい事業を行うことが阻害されていることを理由に株主権の強化に反対する見解は、経営者の地位が保護されることによって発生する費用を十分に考慮していないと批判する)。

<sup>51</sup> Hopt [2012] pp.366-367.

<sup>52</sup> See Winter [2012] p.382 (リスク管理の問題を除き、金融規制によって、取締役会が個々の会社に適したコーポレート・ガバナンスの仕組みを株主との対話の中で探求することが妨げられるべきではないと主張する)。

<sup>53</sup> See Hopt [2013] pp.243-244 (金融規制が強化されると取締役会の自主性 (“independence”) と損なわれ、会社の利害関係人が金融機関の監視に力を尽くすことが少なくなることを示す研究が存在することを紹介する)。

<sup>54</sup> Winter [2012] p.388.

クを引き受ける可能性があることによって生じる。この問題は、主に、金融機関が引き受けることができるリスクの量を自己資本比率規制や禁止行為の類型などを設けることによって対処されてきた。しかし、金融危機によって、このように金融機関の行為を直接的に規制することには限界があるということを再認識せざるを得なくなったように思われる<sup>55</sup>。金融機関の業務や扱われる金融商品の内容が複雑になればなるほど、金融機関の行動を詳細なルールによって規律することには限界がある。

そのため、金融規制としては、金融機関のコーポレート・ガバナンスの中に、金融機関が預金者保護や金融システムの健全性の観点からは望ましくない量のリスクを引き受けることを事前に防止するための仕組みを組み込むことが課題となる<sup>56</sup>。金融危機後の金融規制改革の動きは、金融機関のコーポレート・ガバナンスについてソフトローを設けることで、「金融機関の内部者による自律を、監督当局が監視する」という枠組みを導入するともものと評する見解もある<sup>57</sup>。次に問題となるのは、このような仕組みを、会社法の利害調整の原則として株主利益最大化原則を維持したまま機能させることができるか否かということである。

金融機関が預金者保護や金融システムの健全性の観点からは望ましくない量のリスクを引き受けることを防止する手段として、理論的には、金融機関について、株主利益最大化原則を利害調整の原則から外すという選択肢もあり得る<sup>58</sup>。株主利益最大化原則を維持しつつ、株主有限責任を一定の範囲で制限することにも類似の効果が期待できる<sup>59</sup>。しかし、このような選択肢は、いずれも会社法

---

<sup>55</sup> See Armour & Gordon [2013] p.27 (株主利益最大化原則 (“Shareholder Value Norm”) を金融規制によって修正する際の限界として、金融システムの健全性を害する行為を事前に明確化することの困難さ、一律の規制では個々の金融機関の特徴に十分な配慮をすることができなくなり規制の効果が十分に発揮されない可能性があること、金融業界からのロビー活動等によって規制が骨抜きにされることを挙げる)。

<sup>56</sup> なお、神吉 [2004] 19 頁 (「本来、銀行経営の健全性は、他からの強制によることなく、銀行自らによって主体的に実現され、維持されるべきものである」と主張する) も参照。

<sup>57</sup> 大杉 [2013] 159~160 頁、193~195 頁。

<sup>58</sup> 神吉 [2004] 17 頁 (無担保債権者に過ぎない預金者の利益を銀行自身が保護しなければ銀行業は成り立たないという銀行業の性質を根拠にして、銀行株式会社では、株主利益最大化原則自体も修正されるべきことを主張する)、20 頁 (銀行の経営破綻を回避する各種のセーフティネットの存在は、株主が残余請求権者であることに疑念を抱かせることから、株主利益最大化原則をそのまま銀行にあてはめることに慎重であるべきと主張する)、神吉 [2005] 59 頁 (銀行の株主は残余財産最大化のインセンティブを持っていないとして、「銀行株式会社における企業価値の最大化とは、多くの場合、資産内容の健全化を実現することによる債権者価値の最大化である」と主張する)。See also Hopt [2013] p.243 (“[T]he theory of bank governance differs from the general theory of corporate governance as it is not shareholder centred, but debtholder oriented”).

<sup>59</sup> 前注 (38) でも述べたように、かつてアメリカでは破綻した銀行の株主に multiple liability が

の基本原則を大幅に修正することを提案するものである。このような選択は、我が国のように銀行や証券会社は株式会社であることを要求することの意義を問い直すことにもつながることになる。

金融システムの参加者である金融機関が効率的に経営されることは、市場メカニズムを通じて資源が効率的に分配されるための必要条件であるように思われる。そして、金融機関の組織形態として株式会社が利用されることは、金融機関の経営の効率化の観点から正当化できる余地がある。なぜなら、株主利益最大化原則が会社法の利害調整の原則として重視される理由の一つは、それが会社の生み出す付加価値の最大化につながると考えられているからである<sup>60</sup>。したがって、会社法と金融規制の抵触を回避する方法として、株主利益最大化原則を全面的に放棄することは妥当ではないと思われる。このような選択は金融機関が株式会社形態で営まれることの意義を大きく損なうからである。株主利益最大化原則と株主権に関する諸制度並びに株式市場の規律は、経営者による私的利益追求行為を是正するという点でも重要な役割を果たしている<sup>61</sup>。経営者による私的利益追求行為が是正されることは、金融機関の健全性の維持にもつながるように思われる。

### (3) 金融規制と株主利益の調和の方法

(2) の検討から、会社法と金融規制の抵触の回避は、株主利益最大化原則を全面的に放棄するのではなく、株主利益と金融規制を調和させることによって達成されるべきであることが明らかになった。その方法の一つは、株主利益と金融規制の抵触を深刻にする可能性のある領域に限り、株主又は株式市場の

---

課されていた。株主有限責任が制約されれば、金融機関が預金者保護や金融システムの健全性の観点から望ましくない量のリスクを引受けることによって被る損失を株主も負担することになる。そのため、株主利益の観点から金融機関が引き受けることが望ましいリスクの量が減少する。Multiple liability の特徴は、銀行経営に関与したか否かを問わず全ての株主に銀行破綻に伴う一定の責任を課す点にある。しかし、multiple liability は、国法銀行については 1953 年に、州法銀行については 1944 年までに 31 の州で廃止されるなど、現在では、過去の遺物となっていると評されている。See Macey & O'Hara [2003b] p.333.

<sup>60</sup> 落合 [1998] 8~9 頁。同様の理由から、株主に議決権が付与されることも基礎付けられる。加藤 [2007] 67 頁。もちろん、我が国における協同組織形態の金融機関など金融機関が株式会社形態以外で営まれる場合もあり得る。そして、金融機関が営む事業内容によって、株式会社ではなく協同組織形態が効率的な経営のための最適な組織形態となる可能性もあり得る。本稿は、株式会社形態で営まれる金融機関の経営の効率化は、株主利益最大化原則とそれを前提とした諸制度によって達成されると主張しているに過ぎない。

<sup>61</sup> Bebchuk [2013] p.1679. もちろん、金融機関が株式会社形態で営まれることの意義を別の点に求める場合には、本稿とは別の結論が導き出されることもあり得る。

規律が金融機関の経営に与える影響力を制約することである<sup>62</sup>。金融機関の経営者の報酬は、このような領域に属するように思われる。金融機関の経営者の報酬について株主総会の承認を要求することのみでは、金融機関が引き受けるリスクを社会全体にとって許容可能なレベルに限定する効果は期待できないと解する見解が有力である<sup>63</sup>。したがって、金融機関の経営者の報酬の改革が重要な政策課題となる場合には、会社法では株主総会に経営者の報酬を決定する権限が認められていたとしても、金融規制の内容としてその権限を制約する仕組みを導入することに合理性が認められる。

また、株主利益と金融規制の調和を考える際には、金融機関の株主構成や金融グループの構造の多様性にも留意されるべきである。これらによって、株主が株主権を行使することで金融機関の経営に関与できる範囲や資本市場の規律が金融機関の経営に与える影響力の大きさが異なるからである。たとえば、銀行の株式が分散保有されている場合、集合行為問題のために、株主が銀行の経営に直接的に関与することは困難である。しかし、銀行の事業内容は株式市場を通じて継続的に評価されるので、銀行の経営者は株式市場の評価を無視することはできない。その報酬が株価と連動している場合には、なおさらである。

これに対して、銀行が銀行持株会社の傘下にあるとしよう。銀行持株会社の株式は証券取引所に上場されているが、子銀行の株式は上場されていないとする。この場合、子銀行の事業内容は、銀行持株会社を頂点するグループ企業の一要素として株式市場で評価される。すなわち、子銀行は、資本市場の規律に直接的にさらされるわけではない<sup>64</sup>。銀行持株会社は、子銀行に加えて、銀行業以外の事業を営む子会社を有することができる。銀行持株会社はグループ全体の事業ポートフォリオを設計することで、グループ全体の収益の変動幅を減少させることができる。しかし、銀行持株会社はグループ全体としての事業活動

---

<sup>62</sup> 本稿では十分に検討することはできなかったが、会社法と金融規制の抵触を回避する方法として、金融機関の資本構成を工夫することによって、いわば市場メカニズムを通じて金融機関による過剰なリスクテイキングを規律する方法もある。たとえば、大規模な金融機関に対して、当該金融機関の財務状態が著しく悪化した場合に強制的に株式に転換される転換社債（convertible bond）の発行を一定量義務付けることが挙げられる。See Carnell *et al.* [2013] pp.287-288.このような社債に市場価格が存在する場合、それは金融機関の健全性の指標となり得る。

<sup>63</sup> See, e.g., Bebchuk & Spamann [2010] p.275; Bratton & Wachter [2010] pp.724-726; Gordon [2009] p.365, 366; Cheffins [2009] pp.39-40, 41,42-43.

<sup>64</sup> 銀行持株会社は、子銀行が直接的に資本市場の規律にさらされることを防いでいるといえなくもない。このことが、子銀行の経営にどのような影響を与えているかは興味深い。See Iacobucci & Triantis [2007]（親子会社形態を、親会社と子会社で異なった最適資本構成（レバレッジの比率だけでなく、負債に関しては貸し手の属性や信用供与契約の内容について、資本に関しては株式保有の集中の程度、敵対的企業買収、取締役会の構成を含む）を達成する手段として位置付ける）。

のリスクを考慮するのであるから、場合によっては子銀行に過剰なリスクを引き受けさせる可能性がある<sup>65</sup>。銀行持株会社が子銀行の発行済株式全部を保有している場合、子銀行のレベルでは株主間のエージェンシー問題は存在しないし、株主と経営者のエージェンシー問題も大幅に減少する。したがって、株主と株主以外の利害関係人のエージェンシー問題の解決が重要となる。金融規制に関しては、子銀行の預金者保護及び健全性の確保が課題となる。このような課題に対処するために、アメリカ法では、子銀行の財務状況が悪化した場合、銀行持株会社に子銀行を救済する義務が課されている（いわゆる“source-of-strength doctrine”）<sup>66</sup>。“Source-of-strength doctrine”のような規制が存在する場合には、銀行持株会社には子銀行の健全性を維持するために監視・監督権限を行使するインセンティブが発生すると言えよう<sup>67</sup>。

“Source-of-strength doctrine”のような規制は、銀行が銀行持株会社の傘下にあるという特殊な組織形態を念頭に置いて、子銀行のレベルで株主利益最大化原則を包括的に修正するものである。このような規制は、金融機関が事業活動を行う組織形態によって株主利益と金融規制の抵触の度合いに差異があることによって正当化できる。一般的に言えば、金融機関の役職員の報酬や銀行持株会社と子銀行の関係など株主利益と金融規制の抵触を深刻にする可能性のある領域を特定できれば、株主と経営者のエージェンシー問題を解決する観点からは望ましい会社法の規律を金融機関について修正することが正当化できる。しかし、このような領域を事前に網羅的に特定することは不可能である。また、金融機関を取り巻く経済社会状況が変化すれば、株主利益と金融規制の抵触が深刻な新たな領域が生じる可能性もある。

新たな問題が顕在化するたびに金融規制が迅速に対応することができれば、株主利益と金融規制の抵触が個々の金融機関の健全性や金融システム全体の健全性を害する事態の発生を妨げることができる。しかし、金融規制による個別対応に限界があることを踏まえると、金融機関のコーポレート・ガバナンスを構成する一要素として、監督官庁による具体的な行政処分を経ずに、金融機関が金融規制の目的と抵触する株主利益追求行為を行うことを是正する仕組

<sup>65</sup> Macey & O'Hara [2003a] p.96. 理論的には、子銀行にリスクの高い事業を行わせる場合でも、子銀行以外の子会社に安定的な事業を営ませることによって、グループ全体の事業活動のリスクを低く抑えることができる。

<sup>66</sup> Macey & O'Hara [2003a] p.96.

<sup>67</sup> Macey & O'Hara は、株式が分散保有されている場合、集合行為問題のために、銀行の株主が銀行の行動を監視・監督することは困難であるが、銀行が銀行持株会社によって集中的に保有されている場合はこのような問題は発生しないとして、子銀行の監視者としての銀行持株会社の取締役会の役割は、金融機関の活動の国際化並びに複雑化によって規制機関の活動が制約されることを踏まえると、その重要性が増していると指摘していた。See Macey & O'Hara [2003a] pp.96-97.

みを用意しておくことが望ましいように思われる。金融機関のコーポレート・ガバナンスは、株式会社形態のメリットを損なわずに、金融機関に金融規制のポリシーに沿った行動を自主的にとらせる仕組みであることが望ましいのである。この要請を達成するためには、金融機関の経営者の資格・義務・責任など金融機関内部のガバナンス構造を強化する必要がある。

#### (4) 金融規制による金融機関内部のガバナンス構造の強化

金融機関が過剰なリスクテイキングを行うことで預金者の利益ないしは金融システムの健全性が害されるか否かは、最終的には、金融機関の経営者がどのように行動するかによって決まる。したがって、金融規制が機能するためには、金融機関の経営者に、預金者保護や金融システムの健全性維持に反しない行動をとらせることが必要となる。以下では、その手法として想定されることの多い、金融機関の経営者の資格と経営者の義務・責任について、これまでの検討を踏まえて分析を加えていく。

金融規制が金融機関の経営者の資格を定めるべきか否か検討する際に、まず、問題となるのは、一般の会社の取締役に対して要求されている独立性に関する規制の取り扱いである。金融危機に至る過程において、会社法や上場規則等の要件を満たす独立取締役は金融機関の業務を十分に理解できず、金融機関の経営を監督する役割を十分に果たすことができなかつたのではないかとの疑念が主張されている<sup>68</sup>。そして、取締役の独立性を強調する種々の規制が、金融機関が金融関連の専門知識を持った人材を取締役に登用することを妨げていると指摘する見解が主張されるに至っている<sup>69</sup>。取締役会が金融機関の経営を監督するためには、CEO などの上級役員からの独立性が必要である<sup>70</sup>。したがって、取締役の独立性は、金融機関のコーポレート・ガバナンスにおいても、基本原則として維持されるべきである。しかし、金融危機後に明らかになった事情を踏まえると、その具体的な基準は、金融機関の独立取締役が備えるべき資質を踏まえた上で、金融規制によって定められることが望ましいように思われる<sup>71</sup>。すなわち、金融規制による補完が必要である。

<sup>68</sup> See Hopt [2012] pp.344-345; Winter [2012] pp.375-377.

<sup>69</sup> See Tarraf [2010] pp.14-15 (取締役の独立性の強調が、金融機関が金融関連の専門知識を持った人材を取締役に登用することを妨げていると指摘する見解を紹介する)。

<sup>70</sup> 川濱 [1997] 30~32 頁。

<sup>71</sup> ただし、金融機関だけではなく会社一般についても、取締役の独立性のみを重視するのではなく、取締役には能力と経験も必要であることが強調されるようになりつつあるようである。See Hopt [2013] p.249.

次に、金融機関の経営者が経営判断を行ったり内部統制システムを構築したりする際には、株主利益に加えて、預金者保護や金融システムの健全性維持を考慮する義務を会社に対して負うと解することの是非を取り上げたい。株主中心主義のコーポレート・ガバナンスは、契約法、不法行為法又は行政規制によって、株主以外の利害関係人の利益が十分に保護されていることを前提としている。これに対して、株主以外の利害関係人の利益を保護する制度が十分に機能していないのであれば、会社の目的は株主利益最大化であるという株主中心主義のコーポレート・ガバナンスの前提が崩れることになる。したがって、裁判所によって経営者の義務・責任の内容が具体化される際に、株主利益以外の要素が考慮されることを正当化する余地もあり得る。これは、会社法による金融規制の実体的内容の補完の一例である。

経営者が意思決定を行う際に株主利益以外の要素を考慮することを義務付ける又は認めることには、経営者が従うべき行為規範の内容が複雑化・不明瞭化する結果、経営者が恣意的に経営を行うことが可能になるという問題がある<sup>72</sup>。それに加えて、裁判所が、金融機関の経営者が預金者保護や金融システムの健全性維持の観点から望ましい行動をとったか否かを事後的に判断するのに適切な地位にあるか否かも問題となる<sup>73</sup>。金融機関の経営者の行為が義務違反と評価されるか否かは、個別具体的な事案を踏まえて判断される問題である。これに対して、預金者保護や金融システムの健全性維持の問題は、高度に政策的な問題であり、金融規制の全体の整合性も考えて判断されなければならない。会社法による金融規制の実体的内容の補完は、例外的な措置として位置付けられるべきである。

経営者の義務・責任の解釈を通じた会社法による金融規制の実体的内容の補完は、少なくとも導入時には十分に機能することを想定されていた金融規制が実際には機能していないことが明らかになった場合などに重要な意味を持つとはいえ、例外的な措置としてしか正当化できない。これに対して、予め金融規制の内容として、金融機関の経営者は預金者保護や金融システムの健全性維持を考慮する義務を負う旨を定めて置くことが考えられる。この手法は、会社法

---

<sup>72</sup> 落合・前掲注(60) 21-22頁。

<sup>73</sup> コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会[2012] 53-54頁。たとえば、大杉[2014] 33頁は、金融規制は政治過程において骨抜きにされたり抜け穴探しによって機能不全に陥るので、銀行法等の解釈と会社法の解釈の両方において、プリンシプル(金融機関の健全性を維持するという「重要な原則」)の遵守は株主利益の最大化に優先すると考えるべきとしつつ、プリンシプル遵守のエンフォースメントの仕組みは、事後的エンフォースメント(違反者に民刑事責任)よりも事前エンフォースメント(金融機関の内部ガバナンスを行政庁が監督することなど)が望ましいと指摘する。

による金融規制の実体的内容の補完ではなく、金融規制による会社法の補完・代替の一例として位置付けられるべきである。

一見すると、金融規制によって会社法が補完・代替される場合でも、金融機関の経営者の義務違反を裁判所が判断することが予定されているため、会社法による金融規制の実体的内容の補完と同様の問題が生じるように思われる。しかし、金融規制による会社法の補完・代替の場合には、裁判所の判断に委ねる領域を金融規制の内容として予め定めておくことも可能である。また、監督官庁が金融機関の経営者が預金者保護や金融システムの健全性維持の観点から考慮すべき事項をガイドラインのような形で公表すれば、裁判所が金融規制全体の整合性を揺るがすような判断を行う可能性が減少するように思われる<sup>74</sup>。

金融機関の経営者の義務・責任については、金融規制による会社法の補完と代替を明確に区別することは難しい。株主中心主義のコーポレート・ガバナンスでは、会社法の規律として、金融機関の経営者は金融規制を構成する個別的な規則を遵守し株主利益最大化の観点から最適な経営を行うことを義務付けられる。これに対して、金融規制による金融機関の経営者の義務・責任に関する会社法の規律の補完・代替とは、経営者に、職務に際して、株主利益だけではなく、預金者保護や金融システムの健全性維持を考慮する義務を課すことを意味する<sup>75</sup>。経営者に、金融規制を構成する個別的な規則の遵守に加えて、株主利益よりも預金者保護や金融システムの健全性維持を優先する義務を明示的に課すことは、金融規制によって会社法の原則を大幅に修正することを意味する。しかし、このような修正が実質的な意味を持つのは、金融規制と株主利益最大化原則が抵触する場合に限られる。このような抵触が存在しない場合には、金融機関が株式会社形態で営まれる限り、株主利益最大化原則が金融機関の経営

---

<sup>74</sup> 金融機関のリスク管理と内部統制については、既に数多くのガイドライン等が公表されている。See, e.g., Basel Committee [2010] pp.17-24.

<sup>75</sup> 経営者の義務・責任に関する金融規制が会社法を補完するのにとどまっているのか、それとも代替しているかは、結局、経営者が株主利益を追求することをどの程度許されているかによって決まる。その評価は、経営者の義務・責任の実体的な内容に加えて、そのエンフォースメントの仕組みを踏まえて行われなければならない。たとえば、金融規制の内容として経営者は預金者の利益及び金融システム全体の健全性を考慮する義務を負うと定められたとしても、そのエンフォースメントが不十分であれば、金融規制の観点から金融機関による株主利益追求が十分に規制されているとは評価できないであろう。See also Sepe [2012] p. 335 (健全性の観点から望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組みを採用する銀行を対象として、自己資本比率規制や預金保険料などに関する優遇措置を設けることを提案する) ; Schwarcz [2015] pp.34, 40-41 (金融機関の経営者は社会に対して過剰なリスクテイキングを行わない義務を負うべきであると主張するが、この義務のエンフォースメントの担い手としては、株主は金融機関が社会全体に損失をもたらすような過剰なリスクテイキングの是正に興味関心を持っていないので適切ではなく、監督官庁が適切であると述べる)。

者の行為規範であるべきである。

いずれにせよ、金融機関の経営者の義務・責任について、金融規制が会社法を補完・代替する範囲と程度には、様々な選択肢があるように思われる。株主利益と金融規制の抵触を回避するために、金融機関の行為を禁止行為の類型などを設けることによって直接的に規制できるのであれば、経営者の義務・責任について金融規制が会社法を補完・代替すべき範囲は小さくなる。逆に、金融機関の行動を直接的に規律するという伝統的な規制手法に限界がある場合には、金融機関の経営者の義務・責任について、金融規制が踏み込んだ規制を行うことに合理性が認められる。

たとえば、*Macey & O'Hara* は、アメリカ法を念頭に置いて、取締役は株主だけでなく預金者を含む金銭債権者（“fixed claimants”）に対して義務・責任を負うべきこと、並びに取締役の義務違反によって損害を被った金銭債権者は取締役の責任を追及する訴訟を提起できるとすべきことを主張する<sup>76</sup>。その理由として、銀行の財務内容の不明瞭さに加えて、科学技術と金融技術が急激に発展した結果、伝統的な規制の仕組みによって銀行システムの健全性を促進できるか否かが問われていることを挙げる。そのため、取締役の信認義務によって取締役の自己利益追求行為を規律するのと同じように、銀行を規制する方法として取締役の信認義務は有用であると主張する<sup>77</sup>。

具体的には、取締役の義務・責任の（実質的な）名宛人が拡大される結果、取締役には以下の3点を満たすことが要求されると主張されている。第1に、利益相反を避けること。銀行の融資先企業の経営者が銀行の取締役を務める場

---

<sup>76</sup> Macey & O'Hara [2003b] pp.340-341. なお、*Macey & O'Hara* は、金銭債権者が取締役に対して追及できる責任は会社に対する責任なのか金銭債権者に対する責任なのかを明示していない。See also Armour & Gordon [2013] p.6 (“[W]e also make the case for the imposition of liability rule for directors and officers of banks. Such liability, appropriately structured, makes agents behave in a more risk-averse fashion, which the conventional wisdom underpinning the business judgment rule suggests is contrary to the interests of diversified shareholders. Our analysis reveals that when a firm's actions affect systemic risk, the conventional wisdom is reversed: diversified shareholders want managers to take less risk. This undercuts the case for business judgment protection.”).なお、経営者の義務・責任の解釈を通じて株主利益と金融規制の抵触を回避するという手法が現実的な選択肢となるか否かは、会社法において経営者の義務違反に基づく責任が株主代表訴訟によって追及されることの位置付けと関連するように思われる。たとえば、ドイツでは、コーポレート・ガバナンスにおける株主代表訴訟の役割は大きくない。加藤 [2012] 1939 頁。したがって、ドイツでは、*Macey & O'Hara* の提案に対して否定的な見解が有力であることも肯ける。See, e.g., Hopt [2012] p.354.金融危機後の規制改革において、EU 委員会は金融機関の取締役の民刑事責任の強化の是非について、関係国等に意見照会を行った。See European Commission, Green Paper, “Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies”, p.17 (Brussels, 2 June 2010).これに対しては批判的な意見が大多数を占めたため、具体的な制度改正が提案されることはなかったようである。See Hopt [2013] p.244.

<sup>77</sup> Macey & O'Hara [2003a] p.93.

合には、当該取締役は利益相反のために独立した立場から意思決定を行うことができなくなる。なぜなら、彼らは自分が経営者を務める企業に対する融資への影響を恐れて銀行の経営者の意思決定などを批判することを避ける可能性があるからである<sup>78</sup>。Macey & O'Hara によって明示的に述べられている訳ではないが、銀行の融資先企業の経営者は銀行の取締役としての適格性を欠くということではないかと思われる。

第 2 に、銀行の取締役は、意思決定をする際に、銀行の健全性に対する影響を考慮する法的義務を負う。具体的には、ある意思決定によって金銭債権者に対する債務の支払能力が低下するか否か、銀行が引き受けているリスクが著しく増加するか否か、銀行の自己資本が著しく減少するか否かを考慮することが要請される<sup>79</sup>。

第 3 に、銀行の取締役が負う監視・監督義務の内容は、一般的な会社の取締役が負う義務よりも厳格に解されるべきである<sup>80</sup>。また、アメリカでは州会社法に基づき定款の定めによって取締役の注意義務違反の責任を排除することが認められているが、銀行がこの仕組みを利用することは認められるべきではない<sup>81</sup>。

Macey & O'Hara の提案は、金融機関の経営者の義務・責任について、金融規制による会社法の代替を主張するものと言えよう。金融機関の経営者の義務・責任については、Basel Committee on Banking Supervision, Principles for enhancing corporate governance (*Basel Committee Principles*) の影響を無視することはできない<sup>82</sup>。Basel Committee Principle は、Macey & O'Hara の提案のように明示的に金融規制による会社法の代替を目指すものではないが、その運用によっては、株主中心主義のコーポレート・ガバナンスの修正につながり得る内容を含んでいるように思われる。

*Basel Committee Principles* は、各国のコーポレート・ガバナンスに関する規制に差異があることを前提にした上で、銀行の取締役会と上級役員がなすべき業務を明確化することや、リスク管理委員会並びに CRO (“chief risk officer”) の設

---

<sup>78</sup> Macey & O'Hara [2003b] pp.341-342.

<sup>79</sup> Macey & O'Hara [2003b] pp.342-343.

<sup>80</sup> Macey & O'Hara は、一般的な会社の取締役は“sustained and systematic failure to provide oversight”が存在する場合に限り損害賠償責任を負うが、この基準は銀行の取締役については緩すぎると主張している。

<sup>81</sup> Macey & O'Hara [2003b] pp.343-344.

<sup>82</sup> Basel Committee [2010]. See also Hopt [2010] pp.355-364 (*Basel Committee Principles* の提案を踏まえつつ、金融規制の内容として銀行に要求されるべき取締役会の構成、グループ管理、事業構造、内部統制システム等を分析する)。

置を義務付けるなどを提言している<sup>83</sup>。しかし、*Basel Committee Principles* の提言の中には、株主中心主義のコーポレート・ガバナンスの修正につながり得る内容も含まれている。たとえば、取締役会はリスクテイキングの基準（“risk tolerance/appetite”）の決定を含め銀行経営について全面的な責任を負うことに加え、取締役会がそのような責任を果たす際には、株主、預金者並びに他の利害関係人の正当な利益を考慮すべきであることも明示されている<sup>84</sup>。取締役会がリスクテイキングの基準を決定する際に考慮すべき事項の範囲は、銀行のリスク管理のあり方に大きな影響を与える可能性がある。なぜなら、*Basel Committee Principles* の提言にあるリスク管理には、取締役会によって決定されたリスクテイキングの基準と実際のリスクテイキングの整合性を確保することが含まれるからである<sup>85</sup>。たとえば、取締役会がリスクテイキングの基準を決定する際に株主利益を重視できる程度が高ければ、銀行が引き受けるリスクの量は、結果として、金融システムの健全性の観点からは過剰と評価される事態が発生し得る。

金融規制の目的を達成するためには、*Basel Committee Principles* のように、リスク管理システムの枠組みを金融規制によって明確化する程度で足りる場合もあり得る。*Basel Committee Principles* 以上の規制が必要か否かは、各国の会社法の構造や株主構成等によって決まるように思われる。なぜなら、会社法の構造や株主構成等によって、金融機関の取締役が株主利益最大化のために行動することを動機付けられている程度が異なるからである。株主利益と金融規制が抵触する程度が低いのであれば、*Basel Committee Principles* のような規制でも、株主利益と金融規制の抵触を是正するためには十分であるかもしれない。しかし、株主と経営者のエージェンシー問題を解決する制度が整備された国においては、*Basel Committee Principles* のような規制では株主利益と金融規制の抵触を是正するためには不十分である場合もあり得るように思われる。前述した *Macey & O'Hara* は、アメリカ法を前提として、取締役は株主だけでなく預金者を含む金銭債権者に対して義務・責任を負うべきことを主張した。このような主張は、アメリカのように株主中心主義のコーポレート・ガバナンスが定着した会社法を前提とすると合理的であるように思われる。

以 上

---

<sup>83</sup> CRO とは、*Basel Committee Principles* の定義に従えば、主に規模が大きく国際的に活動する銀行が設置すべきとされている、銀行のリスク管理について専門的な責任を負い他の業務を兼任しない独立した上級役員を指す。Basel Committee [2010] pp.17-18.

<sup>84</sup> Basel Committee [2010] p.8.

<sup>85</sup> Basel Committee [2010] p.18.

## 参考文献

- 今井克典、「子銀行の経営悪化に対する銀行持株会社の責任（４・完）」、『名古屋大学法政論集』208号、2005年、305頁以下
- 岩原紳作、「金融機関取締役の注意義務 一会社法と金融監督法の交錯一」、『落合誠一先生還暦記念 商事法への提言』、商事法務、2004年、173頁以下
- 、「金融持株会社による子会社管理に関する銀行法と会社法の交錯」、金融法務研究会『金融持株会社グループにおけるコーポレート・ガバナンス』、全国銀行協会、2006年、66頁以下
- 、「銀行持株会社による子会社管理に関する銀行法と会社法の交錯」、『門口正人判事退官記念 新しい時代の民事司法』、商事法務、2011年、421頁以下
- 大杉謙一、「会社法と金融規制その他の業規制との関係——取締役の行動規範の内容」、『法律時報』82巻12号、日本評論社、2010年、51頁以下
- 「コーポレート・ガバナンスと日本経済：モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営」、『金融研究』第32巻第4号、日本銀行金融研究所、2013年、105頁以下
- 「会社は誰のものか——株主利益最大化と短期主義批判、会社の社会的責任（CSR）に関する覚書」、『落合誠一先生古稀記念 商事法の新しい礎石』、有斐閣、2014年、1頁以下
- 大隅健一郎、「会社の親子関係と取締役の責任」、『商事法研究（下）』、有斐閣、1993年、103頁以下
- 落合誠一、「企業法の目的—株主利益最大化原則の検討—」、『岩波講座 現代の法7 企業と法』、岩波書店、1998年、3頁以下
- 加藤貴仁、『株主間の議決権配分——株—議決権の機能と限界—』、商事法務、2007年
- 、「グループ企業の規制方法に関する一考察（2）」、『法学協会雑誌』、129巻9号、2012年、1907頁以下
- 、「企業結合法制と銀行規制の関係について」、金融法務研究会報告書（23）、『金融規制の観点からみた銀行グループをめぐる法的問題』、2013年
- 川濱昇、「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全性確保と取締役の責任』、有斐閣、1997年、3頁以下
- 神吉正三、「銀行株式会社とその株主権に関する序論的考察」、『流経法学』4巻2号、2004年、1頁以下

——、「預金者の法的地位—銀行のコーポレート・ガバナンスの観点から」、  
『流経法学』5巻2号、2005年、1頁以下  
コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会、「株主利益の観点からの法  
規整の枠組みの今日的意義」、『金融研究』第31巻第1号、日本銀行金融  
研究所、2012年、1頁以下  
前田重行、「持株会社による子会社の支配と管理 —契約による指揮権の確保—」  
金融法務研究会『金融持株会社におけるコーポレート・ガバナンス』、全  
国銀行協会、2006年、43頁以下、  
家森信善・清水克俊、「金融制度の脆弱性と法規制—経済主体のインセンティブ  
を理解した規制を」、『法律時報』81巻11号、日本評論社、2009年、9頁  
以下

Armour, John and Jeffrey N. Gordon, “Systemic Harms and Shareholder Value,”  
*Columbia Law and Economics Working Paper*, 452, 2013.

Basel Committee on Banking Supervision, “Principles for Enhancing Corporate  
Governance,” 2010.

Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen and Holger Spamann, “The Wages of Failure:  
Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008,” *Yale Journal  
on Regulation*, 27, 2010, pp.257-282.

——, and Holger Spamann, “Regulating Bankers' Pay,” *Georgetown Law Journal*,  
98, 2010, pp.247-287.

——, “The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value,” *Columbia Law  
Review*, 113, 2013, pp.1637-1694.

Bratton, William W. and Michael L. Wachter, “The Case Against Shareholder  
Empowerment,” *University of Pennsylvania Law Review*, 158, 2010,  
pp.653-728.

Carnell, Richard Scott, Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, *The Law of Financial  
Institutions*, Fifth Edition, Wolters Kluwer Law & Business, 2013.

Cheffins, Brian R., “Did Corporate Governance 'Fail' During the 2008 Stock Market  
Meltdown? The Case of the S&P 500,” *ECGI Law Working Paper*, 124, 2009.

Erkens, David H., Mingyi Hung and Pedro P. Matos, “Corporate Governance in the  
2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide,”  
*Journal of Corporate Finance*, 18, 2012, pp.389-411.

Gordon, Jeffrey N., “The Rise of Independent Directors in the United States,  
1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices,” *Stanford Law  
Review*, 59, 2007, pp.1465-1568.

- , "Say on Pay: Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In," *Harvard Journal on Legislation*, 46, 2009, pp.323-368.
- Hansmann, Henry and Reinier Kraakman, "The End of History for Corporate Law," *Georgetown Law Journal*, 89, 2001, pp.439-468.
- Hopt, Klaus J., "Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis," in E. Wymeersch, K. J. Hopt and G. Ferrarini, ed. *Financial Regulation and Supervision: A Post-Crisis Analysis*, Oxford University Press, 2012, pp.337-367.
- , "Corporate Governance of Banks and Other Financial Institutions after the Financial Crisis: Regulation in the Light of Empiry and Theory," *Journal of Corporate Law Studies*, 13, 2013, pp.219-253.
- Howson, Nicholas C., "When 'Good' Corporate Governance Makes 'Bad' (Financial) Firms: The Global Crisis and the Limits of Private Law," *Michigan Law Review, First Impression*, 108, 2009, pp.44-50.
- Iacobucci, Edward M. and George G. Triantis, "Economic and Legal Boundaries of Firms," *Virginia Law Review*, 93, 2007, pp.515-570.
- Kraakman, Reinier, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry B. Hansmann, Gérard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda and Edward B. Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, Oxford University Press, 2009.
- Macey, Jonathan R., "An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties," *Stetson Law Review*, 21, 1991, pp.23-44.
- , and Maureen O'Hara, "The Corporate Governance of Banks," *Economic Policy Review*, 9, 2003a, pp.91-107.
- , and ———, "Solving the Corporate Governance Problems of Banks: A Proposal," *Banking Law Journal*, 120, 2003b, pp.326-348.
- Mehran, Hamid, Alan Morrison, and Joel Shapiro, "Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, Staff Report, 502, 2011.
- Mülbert, Peter O., "Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis - Theory, Evidence, Reforms," *ECGI Law Working Paper*, 130/2009, 2010.
- Schwartz, Alan, "Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories," *Journal of Legal Studies*, 10, 1981, pp.1-37.
- Schwarcz, Steven L., "Excessive Corporate Risk-Taking and the Decline of Personal Blame," *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series*, 2015-9, 2015.
- Sepe, Simone M. "Regulating Risk and Governance in Banks: A Contractarian

- Perspective,” *Emory Law Journal*, 62, 2012, pp.327-406.
- Squire, Richard, “Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt,” *Harvard Law Review*, 123, 2010, pp.1151-1213.
- , “Strategic Liability in the Corporate Group,” *University of Chicago Law Review*, 78, 2011, pp.605-669.
- Tarraf, Hussein, “Literature Review on Corporate Governance and the Recent Financial Crisis,” 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1731044> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1731044>.
- Winter, Jaap W., “The Financial Crisis: Does Good Corporate Governance Matter and How to Achieve it?,” in E. Wymeersch, K. J. Hopt and G. Ferrarini, ed. *Financial Regulation and Supervision: A Post-Crisis Analysis*, Oxford University Press, 2012, pp.368-388.
- Zingales, Luigi, “The Future of Securities Regulation,” *Journal of Accounting Research*, 47, 2009, pp.391-425.