九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

投資銀行経営は変わるのか ： 外部環境の変化と経営再生の方向

久原, 正治
九州大学大学院経済学研究院 ： 産業・企業システム部門

https://doi.org/10.15017/17084

出版情報：經濟學研究. 76 (6), pp.35-65, 2010-03-31. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

KYUSHU UNIVERSITY

投資銀行経営は変わるのか[1)]

―外部環境の変化と経営再生の方向―

久　原　正　治

はじめに

2008年９月18日ポールソン財務長官は、ジェイミー・ダイモンJPモルガン・チェースCEOに電話を入れ、モルガン・スタンレーの救済を打診したとされる[2)]。この時実質的に全ての大手投資銀行が経営破たんの淵に合ったようだ。この取引が成立すれば、JPモルガン・チェースは1933年のグラス・スティーガル法による銀行と証券業務の分離前のJPモルガンに戻るはずであった。結局投資銀行でただ２社残ったゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは、この危機の中で資金繰りをつけるため銀行持ち株会社に組織を改組し、FRBの窓口割引の対象行となった。その結果、大手投資銀行の組織モデルは消滅した。両行は他の大手商業銀行と並んで政府の金融支援プログラム（TARP[3)]）による資本注入を受け、モルガン・スタンレーはさらに、三菱UFJグループより90億ドルの資本を受け入れることで、何とか生き延びることになった[4)]。

金融機関の将来は正しく動機づけられた優秀な人材と、それを組織化し、動かしていく効果的な組織の目的と使命、それを実現するリーダーの力量にかかる。米国で発達した投資銀行組織の歴史は、そのような組織能力の重要性を物語っている。本論では、米国の投資銀行業務の組織的特徴とその役割の変遷を先行研究に依拠して整理したうえで、投資銀行を揺るがした2008年の金融危機を経て、その組織的特徴がどのように変貌を遂げようとしているのか、その中で変わらない特徴は何なのかを、その外部環境への適応状況を見ながら明らかにする。

ここでは幅広く投資銀行業務を行う金融機関を投資銀行とし[5)]、投資銀行の定義を「非公式な財産権を生むような人的資本と評判を基盤とした専門能力を駆使して、情報を生産し交換しながら金融市場の中で複雑な取引の手助けをする組織」[6)]とする。

そこでまず、外部環境の変化と投資銀行の役割の変遷を振り返る。次に、このような組織の最重要

1）本論文は、科学研究費補助金「平成21年度基盤研究(C)」課題番号19530378の助成を受けた研究成果を利用している。
2）McDonald（2009）page vi
3）Troubled Asset Relief Program。金融危機対策として米政府が2008年10月に実施した1200億ドルの資本注入プログラム。
4）Sorkin（2009）p.481-483ほかによる
5）従って大規模で多角化した金融機関で投資銀行業務を営む銀行も本論の検討の対象とする。
6）Morrison/Wilhelm（2007）p.21，35，38

な内部資源である組織文化、人材の供給とインセンティブの仕組みを、MBA教育の関係と報酬インセンティブの動向からみてみる。最後に、サブプライム危機の中で、経営の成果に差が出た4つの大手金融機関の経営組織を分析する。そこから得られた知見から、これからの企業組織の持続可能な経営の中で、業績と並んだ役割を果たす顧客価値を中心とする価値追求について考えてみる。そのうえで、これらの分析から導き出される投資銀行経営再生への示唆について考える。

第1章　外部環境の変化と投資銀行

1．金融危機と米国大企業経営の問題

今回の100年に一度と呼ばれる金融危機は、これまで長い間米国経済を主導した事業部制大企業組織の限界を明らかにした。

今回の金融危機が企業組織に意味するもの

経営史家チャンドラーの指摘によれば[7]、1920年代以降の世界の大企業組織を支配していたのは事業部制組織であった。そこでは、日常的な事業の意思決定を各事業部門に分権化し、本社は事業部門の業績計数の把握と、各部門に対して賦課する資本に対するリターンに基づいた資源配分による、集権的経営管理と戦略的意思決定を行ってきた。ウィリアムソンによれば[8]、事業部制組織は、内部組織に市場原理を導入し本社が資本市場に代わる役割を果たすもので、取引コストを削減し効率的な企業経営と成長を可能にした。ミルグロム他によれば[9]、それは、本社の株式を公開して企業のガバナンスを外部株主に委ね、企業内部の経営者や従業員には、このような利益最大化の目的に合致したインセンティブとモニタリングの方法を工夫し、部分最適と全体最適の調和を図る組織であった。

この公開された株式会社の企業形態は、それまでのパートナーシップ形態の組織では考えられない多額の資本をひきつけ、アダムスミスが220年前に指摘した「経営者が出資者の資金を大事に経営しない恐れ」という問題[10]を克服してきた。その組織はまた、業務の地理的範囲や製品を多角化し、他方で業務の選択と集中を行うことで経営上の効率を達成してきた。事業部制の導入から約一世紀経過し、世界の多角化した大企業は、何らかの形で事業部制に類似した組織形態をとり、複雑化した組織を効率的に経営しようと努力してきた。

しかし、この効率的と思われた組織が、事業部門ごとの短期的な利益を追求するあまり、企業全体としての方向性を失い、部門同士のシナジーを喪失し、いくつかの伝統的な企業の経営破たんにつながっている。それは、この約一世紀の間続いてきた事業部制公開株式会社という現代企業組織の基本モデルが、崩壊しつつある[11]ことを、示しているのかもしれない。

7）Chandler（1962）p.44，45，362，363
8）Oliver E. Williamson（1975）p.143-148
9）Milgrom & Roberts（1992）p.2-11.
10）アダムスミス（2007）331頁
11）UCLAのルメルト教授は、企業組織のパラダイム転換が起きているとする。Bryan and Rumelt（2009）

米国大企業組織の破綻－GMとシティグループ

2009年６月GMとシティグループの株式は、ダウ平均30種銘柄から除外された[12]。GMは1915年から現在まで残る老舗銘柄であった。製造業から消費財、サービス業への銘柄の入れ替えが進む中で、シティグループは1997年に採用されていた[13]。

事業部制組織により多角化し大規模化した米国大企業の代表格が、GMとシティグループの２社であった。GMはキャディラック、シボレーなどの中小自動車メーカーの統合により設立された。1920年代深刻な財務危機に見舞われたが、スローンの下で分権的組織が採用され、車種ごとの独立した事業部により投資収益率を事業成果の判断尺度とする経営管理手法が一般化した。各事業部は強力な本社の財務統制に服し、分権化された事業部活動とのバランスが企てられた[14]。しかし、1970年代以降、利益率重視で現場を軽視する、GM流の本社統制中心の組織の弱点が明らかになった。今回の金融危機後の急激な米国消費者市場の冷え込みに耐えることができず、2009年６月の破産法11条申請に至った。

一方シティグループは、180年の歴史を持つ米国の代表的商業銀行であるシティコープを前身に持つ。その積極的なグローバル展開とイノベーションを重視する文化で、高い業績をあげていた[15]。証券会社ソロモン・スミスバーニーを傘下に持つ保険会社トラベラーズ・グループと1998年合併することで、商業銀行、証券、保険に多角化した金融コングロマリットが誕生した。そこでは、各部門がその業界でトップの収益を追求するような徹底的な分権化経営が進んだ[16]。市場が成長している間は、この戦略は高い業績と企業成長につながった[17]。しかし各部門が競って利益率の高い部門に取引を集中し、サブプライム市場の崩壊とともに、2007、８年と膨大な損失を計上し、2009年５月実質的な政府管理下に入り金融コングロマリットの解体による企業再編を図ることとなった[18]。

この両社の組織に特徴的なのは、事業が多角化し巨大化しすぎることで組織に経営不全が生じ、大きな環境変化の中で企業全体の大きな方向性を見失った可能性があることである。

２．大企業中心の安定した経済社会から、金融中心の不安定で不確実な経済社会へ

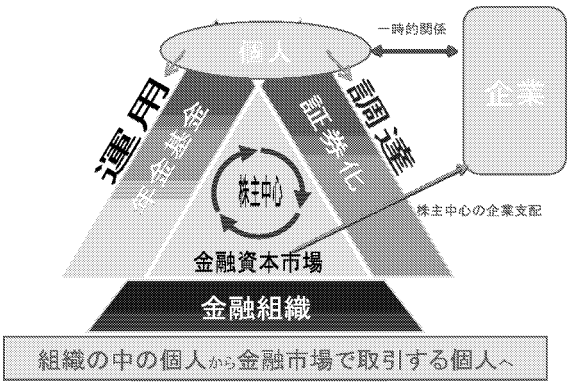
このような中で、製造業大企業に代わり米国経済の中心を占めるようになっているのが金融組織である。すでに米国では製造業を中心とする大企業組織とその中での組織的人間の時代は終わり、金融機能の発達をベースに個人の投資と消費が金融資本市場に直結することで、個人と金融資本市場のネットワークが経済全体の組織構造を規定している。(図１参照)個人の投資の最大のものである年金は、従来のように勤務先の大企業に保証されるものではなく、それぞれの個人が自己責任でファンドを選定し運用をゆだねている。そのファンドが金融資本市場を通した株主ガバナンスの最大の担い手

12）ダウ平均は1886年に始まった米国を代表する工業会社30社を平均した株価指数である。
13）Dow Jonesホームページhttp://www.djaverages.com/（2009年６月）
14）Sloan（1963）p.42-47
15）Miller（1998）Part 4
16）Stone & Brewster（2002）p.217-270
17）沼田（2009）
18）Citigroupホームページ（2009年６月25日）

となっている。個人の消費はその最大のものである住宅を含め、証券化により調達された資金によりその多くが賄われるようになった。そこでは取引を仲介し、情報の非対称性を解決する金融機関の役割がますます重要性を増している。サブプライム危機により、いくつかの行きすぎた金融機関が退場を迫られ、この金融中心の経済モデルは一時的に挫折したように見えるが、その役割の重要性が減退することはなさそうである。

この経済の金融化の特徴は、はやいスピードで世界を移動する投資マネーと負債に依拠した、不確実性が高く不安定な経済にある。この金融化の中心にあるのが株主中心の金融資本市場で、その市場での最大かつ最重要なプレーヤーが投資銀行であった。投資銀行は、金融資本市場における暗黙知としての人的資本、評判資本と、情報の優位性に助けられ、投資ファンドや国家などの資金の出し手と、企業や個人、国家などの資金の取り手を仲介する重要な役割を果たしてきた。この経済の中では大企業はわき役に追いやられている。そこで現代の経営学には、伝統的製造業大企業組織の分析だけではなく、金融機関と金融資本市場を含む金融組織の分析と解明が求められている[19]。

図1　金融組織中心の社会



（出所：Davis（2009）等を参考に筆者作成）

3．組織の危機を繰り返す米国金融機関

事業部制大企業組織に代わり、米国経済の中心的役割を果たすようになった金融機関組織は、それ自体が環境変化に対して不安定で脆弱な組織であることを最近の米国の金融の歴史は示している。

最近の金融危機

1980年代に入り、米国の金融機関は何度も組織の危機を繰り返している。金融機関が安定と信頼に代表される組織の原理原則を怠るようになるのは、外部経済環境の活況に伴い、反社会的なレベルま

19）Davis（2009）ミシガン大学ビジネス・スクール教授のDavisは、サブプライム危機後の2009年に入って、Academy of Management Perspectiveにこのような主張をまとめ、同時に2009年8月のシカゴでのAcademy of Management総会にて、これを発表した。

で利益追求を推し進める組織の行動が合理的となるためである。その背景には、当事者のモラルハザードにつながる業務規制の緩和と金融のイノベーションがあった[20]。最近の金融機関の不祥事を簡単に振り返ってみよう。

①1980年代後半のS&L危機

金融業務規制が緩和される中、多くのS&L（貯蓄金融機関）が固定金利でリスクの大きい商業用不動産貸し付けや、企業買収資金LBOをファイナンスするジャンク債への投資に走った。その結果、企業乗っ取りブームやインサイダー・トレーディングなどの不正が表面化し、ジャンク債市場を開発したマイケル・ミルケンなどの逮捕、投資銀行ドレクセル・バーナムの倒産など、金融業界全体に腐敗が広がる中、不良債権を抱え多くのS&Lが倒産した。この背景にはS&L経営者や投資銀行家の過剰な利益追求があった[21]。

②インターネット・バブルとエンロン問題

1999年代の終盤に、ウォール街の金融機関はインターネット関連企業のIPOに群がった。株式市場の高騰は、投資銀行の過剰報酬や利益追求の行き過ぎを招いた。新興エネルギー企業のエンロン社は、成長の期待できる取引機会をつかもうと周りに群がる、シティグループ、JPモルガン・チェース、メリルリンチ[22]などの投資銀行、会計事務所と協力して、金融イノベーションをエネルギー取引に持ち込んだ。長期の電力やガス取引を、連結外で設立したSPCに現在価値で売却し、本体の利益をかさ上げすることで高成長と高株価の維持を図った。やがてインターネット・バブルの崩壊と内部告発などでこのような不正の仕組みも露呈し、これに関与した大手会計事務所のアーサー・アンダーセンが破たんし、大手投資銀行も株主や当局などから訴えられ、莫大な罰金を払うことになった[23]。

③サブプライム危機とウォール街の投資銀行の破たん

インターネット・バブルから立ち直ったウォール街の投資銀行は、サブプライム・ローンの証券化と関連のデリバティブ取引を主戦場として、資産の回転と高いレバレッジで投下資本に対する利益の極大化を図った。この利益極大化の組織目的に、経営者とプロフェッショナルの報酬インセンティブを同期させ、組織全体で利益追求にまい進した。サブプライム市場の危機を引き金に金融危機が発生し、2007年に5社あったウォール街の多角化した投資銀行は、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの2社に減り[24]、この2社も資金繰りに苦しみ組織形態を銀行持ち株会社に転換した。また、金融コングロマリット化した商業銀行の多くが、経営に致命的な打撃をこうむった[25]。

20）Akerlof and Schiller（2009）Chap.3
21）久原（1999）
22）ゴールドマン・サックスはエンロンの不正に関与していなかった。
23）Eichenwald（2005）
24）ベア・スターンズは2009年3月JPモルガン・チェースにより救済統合。レーマン・ブラザーズは同9月破たん。メリルリンチは同月BOAにより救済統合。
25）FT.com（http://www.ft.com/indepth/global-financial-crisis, 2009年7月3日）

ウォール街の利益文化

これらの米国金融機関の事例からわかるのは、社会規範と市場規範が衝突すれば、市場規範のほうを優先する歴史である。ウォール街の市場規範とは利益文化であるといってもよい。それは高い利益を上げる経営者やプロフェッショナルが高い評価と報酬を得て、報酬の多寡が人材の価値を決める判断基準になることにその基本がある。そこで高い報酬を得た経営者やプロフェッショナル達は、企業に損失が出れば組織を去るだけで、損失に対する責任を自らは負わない。その結果、同様の利益追求の行き過ぎと金融機関の破たんの問題が、一定のサイクルで繰り返し生じている。

特に今回のサブプライム危機に端を発した金融危機はその規模が大きく、経済社会の基盤にあった金融機関に対する信頼や将来に対する希望が失われた[26)]。

繰り返される金融市場の貪欲と破たん

これまで述べてきたように、ウォール街は1980年代に入り、周期的にその貪欲の行きすぎと、金融市場の破綻、そして規制や制度の見直しを繰り返してきた。金融のイノベーションは、常に新たな金融市場やサービスを作り出し、それまで資金調達やリスクヘッジの手段がなかった者にその手段を提供した。しかしそこでの競争の行き過ぎは、利益追求の行き過ぎを招き市場は崩壊する。そこで、人々はスケープゴートを血祭りに上げ、規制を強化し、問題の是正を図るが、そのうちに問題を知る人々は市場から消え、新たな人々が参入し、同じ間違いを繰り返す。

そこでの問題は、米国では富はさげすむものではなく、敬われるべきもので、優秀な人材であればある程、その成功のあかしとしての金銭的な利益を追求することにある。組織としては、事業の目的や使命の明確化、ルールや規制などの仕組みでこのような行きすぎを制御しようとするが、市場のプレーヤーに自制心はないので、ルールや規制の抜け穴を探し求め、貪欲によって再び破局への道を歩む。それが米国流の金融資本主義の原理であり、そこでの自由競争が強力な米国の投資銀行を作り上げてきた。

メリルリンチ、リーマン・ブラザーズ、ベア・スターンズなどの大手の投資銀行の名前が消えてしまった現在、競争相手の減少によって残された投資銀行の収益は急速に回復している。政府の経営介入を受けるシティグループやバンク・オブ・アメリカ[27)]は、強い規制の下で貪欲なもうけ主義に走ることは困難となり、低収益を続ける一方で、公的資金を返済しそのような制約のなくなったゴールドマン・サックスやJPモルガン・チェースは高収益を謳歌する。経営はこれまでよりリスク管理に慎重になり、プレーヤーの報酬についても、過度のリスクを取らないようなボーナス報酬制度の見直し進んでいるが、米国投資銀行の経営原理の根幹は変わっていない。そこに米国の金融機関の強みと弱みがある。

26）Schiller（2008）p.2，3

27）両社ともに、2009年末のボーナス報酬支払いを前に、増資により公的資金を完済することになった。

第 2 章　米国投資銀行の歴史

ここでモリソン/ウィルヘルムなどの先行研究により[28]、米国の投資銀行の歴史を振り返る中から、その経営組織の特徴の変遷を見てみたい。

1．投資銀行の歴史

1800年代終盤には、主要な欧州のマーチャント・バンカーがニューヨークに出先を置き、米国との貿易金融、連邦や州政府の債券引き受け、鉄道建設プロジェクトなどの事業金融業務に従事することになった。JPモルガンのルーツは1800年代中盤のロンドンの金融商社活動にあった。1847年には綿花ブローカーを前身としてリーマン・ブラザーズが、1865年事業金融のキダー・ピボディが、1872にはCPディーラーのゴールドマン・サックスがそれぞれ設立された。

1900年代初頭はそのリスク・テイク力をベースに、鉄道や通信のインフラ事業、繊維、石油、鉄鋼産業などの株式や債券の発行引受け、シンジケーション、事業買収合併の助言等を行った。そこでの有力プレーヤーは商業銀行と投資銀行を兼業する、JPモルガン、ファースト･ナショナル銀行、ナショナルシティ・オブ・ニューヨーク、クーン・ローブ等であった。そこでJPモルガンは、1893年と1907年の金融危機に際し中央銀行に代わる役割まで果たした。1929年の大恐慌による金融危機をきっかけに1933年グラス･スティーガル法が成立し、投資銀行業務の商業銀行業務からの切り離しが行われた。JPモルガンは米投資銀行モルガン・スタンレー、英投資銀行モルガン・グレンフェル、商業銀行のモルガン銀行に分割された。

発行市場の引き受け業務では、少数の投資銀行の取引先企業とのリレーションの強度をベースにした階層関係が成立し、モルガン・スタンレー、ファースト・ボストンなどの名門投資銀行がバルジブラケットとして、力を発揮した。しかし1960年代以降の競争激化とともに、伝統的顧客関係は崩壊し、証券市場が大衆化し変貌し、リテール販売力を持つメリルリンチやトレーディング力を持つソロモン･ブラザーズやゴールドマン･サックス、スワップなどの新金融商品に強い革新的卸売銀行バンカーズ・トラストのような新興グループが台頭することになる。

1980年代中盤には、ゴールドマン・サックス、ソロモン・ブラザーズ、ファースト・ボストン、モルガン・スタンレー、シェアソン・リーマン、メリルリンチの 6 社が主要投資銀行の地位を占める。そこではリテール販売力、トレーディング力、コンピューター技術力が重視されることになり、また資本を持つシティバンクやJPモルガンなどの大手商業銀行が米国債トレーディングから投資銀行業務への多角化を進めることになった。1999年のグラス・スティーガル法の廃止と、商業銀行の投資銀行や保険絵の進出を認めるグラム・リーチ・ブライリー法の成立は、大手商業銀行を非効率で過剰に大規模化し多角化した金融機関に変えることにつながった。

このようにして1980年代に入り、投資銀行は、自己資本を用いた高収益業務へシフトし、自己トレー

28）以下の歴史記述は次の文献を参考にした。Morrison and Wilhelm（2007），Eccles and Crane（1988），佐賀（2009）

ディング、M&Aとそのブリッジ・ローンの供与、プライベート・エクィティ投資、証券化組成へと業務を展開していった。組織形態は、1999年のゴールドマンを最後に全ての大手投資銀行がパートナーシップから株式公開会社となった。この間1980年代にバンカーズ・トラストで開発されたRAROCと呼ばれる計量データを用いた信用リスク、市場リスクの測定システム、JPモルガンが開発したバリュー・アット・リスク（Var）による銀行資産の最大損失を見積もる確率的なリスク計量手法の開発は、リスク管理のイノベーションとなった。

そこで各行は、資本に対するリターン（ROE）の最大化を目指して、激しい競争に入って行った。ROEの構成要素である売上高利益率を多角化による様々なフィー収入の最大化や長短ミスマッチによる利ザヤ収入の最大化に求め、資産回転率を証券化や回転取引に求め、最後にレバレッジを最大化した。このような目的達成のため、M&Aを駆使した多角化による規模の拡大が金融機関経営者の戦略目標となり、投資銀行だけを見ても上位10社の時価総額（CPI調整後）は1960年の10億ドルから2000年には1940億ドルに増加した。また、従業員数は上位５社で1979年の５万6000人から2000年の20万5000人に増加した。

競争環境の激化とリスクテイク、過剰報酬への道

この1980年代からの業界環境の変化により、従来の仲介業務から、より高い収益の得られる自己トレーディングとデリバティブ取引や証券化の業務へ、投資銀行の業務内容がシフトしていった。それは、投資銀行の多角化と競争激化をもたらした。その中で、利益文化が蔓延し、高い利益実績を持つトレーダーの引き抜き競争が一般化した。その結果、トレーダーたちの報酬はウナギ登りで上昇するとともに、その報酬の仕組みが、より高いリスクをとるインセンティブとなった。

モーゲージ証券の金融イノベーションが始まったのは、1980年代初頭のソロモン・ブラザーズであった。グートフレンド会長は若くリスクを恐れない優秀な若者たちをソロモンに集め、モーゲージ債券部門を立ち上げ、さらにそのトレーディング業務を強化して、投資銀行業界のもうけ頭となった。このころから20代のトレーダーが百万ドル単位のボーナスをとるのが普通になり、IT技術の発達と相まって、次々に複雑な証券とその裁定トレーディング取引が広がっていった。

第３章　投資銀行組織の内部資源の特性－人材、業績インセンティブ、企業文化

次に投資銀行の役割をみる中から、その競争優位の源泉となる内部資源の特徴について分析する。

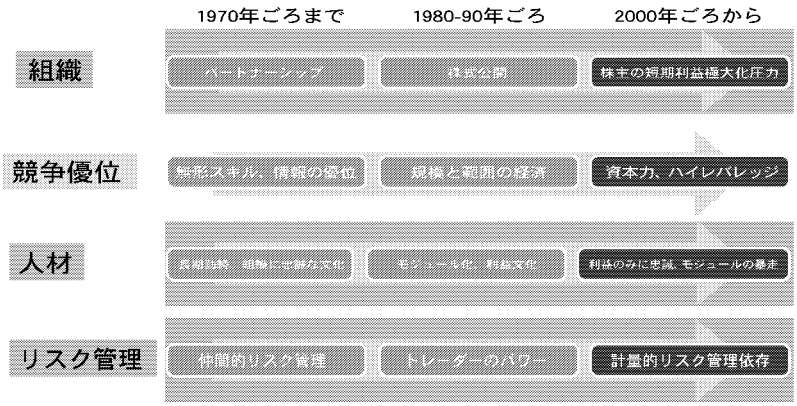
１．投資銀行の役割とは何なのか

伝統的投資銀行の役割と組織の特徴[29)]

投資銀行は、無形価値を交換する市場を創出することで複雑な取引を容易にする。そこでは無形価

29）以下この分野の代表的学術書である、Morrison & Wilhelm（2007）による。

図 2　投資銀行経営の変貌



出所：各種資料による筆者作成

値の上に非公式の財産権が創り出され、行使される。過去の技術進歩により、非公式の財産権を必要とする経済状況は変化し、投資銀行はその変化に応じてその役割を変えてきた。そこでもっとも重要になるのは金融資本市場での情報である。投資銀行は、顧客との親密な取引関係と価値のある評判形成を通じ、情報の獲得を行う。このような情報資産は市場で自由に購入できず、投資銀行は、取引を容易にするための情報市場を創出し運営することで、その存在意義が出てくる。従って、伝統的な投資銀行の組織の優位性には、その顧客との長期関係、顧客や市場における評判、そこで活用できる無形のスキル、そのような組織を効率的に運営し、リスクを分担するパートナーシップの組織形態の存在があった。

投資銀行の役割の変貌

すでに述べたように、1980年代の情報技術の発達と、自己トレーディング業務へのシフトによって、投資銀行はパートナーシップから株式を公開した公開会社の組織形態となることで多額の資本を確保し、大きなバランスシートを用いて自己投資活動を行うようになった。そこでの重要な組織戦略は、規模の経済と取引コストの削減の追求であった。従来の組織に蓄積した人材と評判の持つ暗黙知を用いた取引サービスから、資本力と市場の情報に依拠した自己投資取引による利益追求へ、その戦略の重点が移行した。その結果人材面では企業特殊的な無形資産の蓄積による競争優位が消滅し、結果の見えるトレーディング力のような数量化可能な能力が重視されるようになり、有能な人材の流動化が進んだ。

そのような中で、トレーディング市場を創出し運営することに関する情報の優位性は、引き続き投資銀行の競争優位につながっていた。そのような優位を維持するためにも、各トレーディング市場でトップシェアを占めるような戦略が重視された。

しかしながら、今回の金融危機で、再び企業特殊的な人材による評判や無形のスキルの優位性が見

直されるようになってきている。それはあとで詳しく分析するように、ゴールドマン・サックスやJPモルガン・チェースのような比較的人材の勤続年数が長く、チームワークを重視する企業文化の組織の優位性が明らかになったことにもよる。投資銀行の多角化と規模拡大の行き過ぎは、組織内に様々なコンフリクトを生じさせ、部門間のシナジーが生まれなかったことが判明した。

今後、既存投資銀行に対する規制の一層の拡大が見込まれ、とりわけボーナス報酬に対する課税や様々な規制が見込まれる中で、規制の枠組みの影響の少ない小規模ブティーク組織の優位性が見直されるようになる。大規模投資銀行も、評判と無形スキルを通じた証券市場での情報の競争優位上の価値再考の必要や、組織を分権し独立させる一方で、集権と協調のための組織デザインの見直しが必要になってくる。

投資銀行の組織能力

このように投資銀行の役割の変遷を見ていくと、その競争優位につながる組織能力の特徴が明らかになってくる。それは次の5点に要約される。

1．優れた人材、情報力、分析力、判断力、リスクテイク力などからなる暗黙知としての無形資産
2．部門間の協力やシナジー、報酬インセンティブ設計などの組織力
3．リスク管理、情報管理、イノベーション創出などの経営管理能力
4．これらを束ねる良い企業文化
5．それを引っ張る優れた経営者のリーダーシップ

これらの組織能力の実態については、第4章の事例研究で詳しく検討することにしたい。

2．投資銀行のコアとなる組織能力ー金融プロフェッショナルの育成と報酬インセンティブの問題

ここで、このような投資銀行の組織能力の中核を占める、人材の育成と報酬インセンティブの問題について考えてみたい。まず投資銀行の最大の人材供給先となっている米国の一流MBAコースの就職の実情と、その初任給をデータで見ることで、一流の投資銀行が最優秀の人材資源を獲得する実情を探りたい。

MBA卒後投資銀行就職者の高い報酬

幹部報酬調査会社のオプション・グループの調査によれば[30]、2009年のウォール街投資銀行新興国負債部門セールス担当の1年目のアソシエートの報酬は、基本給8－9万ドルにボーナスが6万5千－7万5千ドルとなっており、2008年と比べて25%の増加である。同じ部門トレーダーの3年目アソシエートをみると、ベース給与が10－12万ドルで、ボーナスが10万5千ドルから12万5千ドルとなっている。投資銀行に就職できるのはハーバードやスタンフォード、シカゴなどのトップランクのMBA卒で、初年度15万ドルもの報酬にありつける魅力的な職となっている。このような高額報酬が優秀な

30）http:www//optiongroup.com（2009年10月）

MBA人材をウォール街に引き付けることになる。

そこで一流投資銀行に多くの人材を送り込んできた名門MBAのシカゴ大学ビジネス・スクールの事例により、いかにして投資銀行が優秀な人材を引き付けたかを見てみよう。

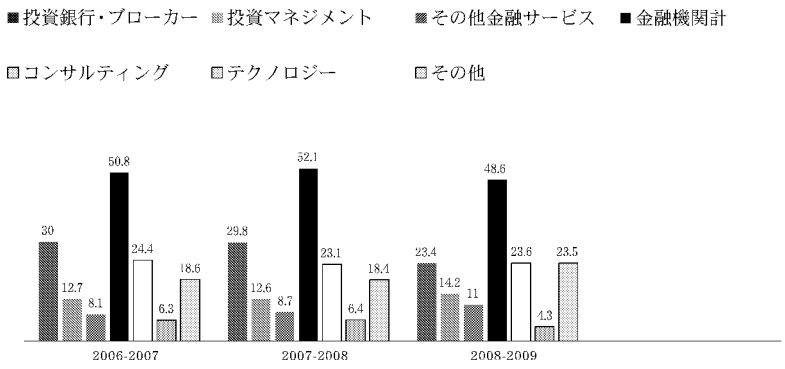
MBA卒業生の進路（シカゴ大学MBAの事例）

シカゴ大学MBAは米国のビジネス・スクールのランキングで常にトップ校の一つにランクされている。同大学の資料により[31]その卒業生約500人の進路をみると（図３参照）、2008年度までは約５割強の学生が金融機関に就職し、中でも投資銀行が３割前後を占め、最大の就職先であった。金融機関の就職先中で投資銀行の次に多い投資マネジメント会社は、投資顧問会社やヘッジファンド、プライベート・エクィティ投資会社であり、これも広義の投資銀行ビジネスとみれば、約４割強の毎年200人以上が投資銀行業界に就職してきたとみてよい。2008年の金融危機を受け、2009年度には投資銀行は23.4％に減り、投資マネジメント会社と合わせても、４割を切ることとなった。これに代わりコンサルティング業界がトップの就職先となっている。

このように同行の卒業生の半分が金融業界に就職することから、授業カリキュラムでも金融関連の科目が中心となっている。そこでは、合理的市場仮説の金融経済学に始まり、金融工学や企業の価値計算、行動ファイナンスなど、卒業後すぐに実用に使える高度の金融関連の教育がなされる。教授陣も６人のノーベル賞受賞者をはじめ、世界トップクラスの金融学者が名を連ねる。金融学者といっても、金融の中心地シカゴで様々なコンサルティングに従事する者も多く、金融実務知識にも優れている[32]。このようにして、シカゴ大学MBA卒業生は、卒業後すぐに金融業界で必要とされるような基本的な分析のツールをMBAコースで学んでおり、ベースの能力が高いことと相まって、投資銀行家の卵としての即戦力を期待されることになる。

図３　シカゴ大MBAの進路

（単位：％、出所：シカゴ大MBAホームページ）



31）同大学MBAホームページによる

32）筆者は毎夏シカゴに出かけ、シカゴ大学のMerton Millerのようなノーベル賞受賞金融学者の講演を聴く機会があるが、聴衆の多くが先物取引所などに勤務する実務家で、実務家が聞いても理解できるような講演を行っている。

シカゴ大学MBA卒業生の投資銀行業界での初任給

表1の通り、シカゴ大学MBA卒業生の投資銀行業界での初任給は中央値が9万5千ドルの高給で、他に同額前後のボーナスが支給されるので[33]、このような一流大学でMBAを取得し投資銀行に就職すれば、初年度20万ドル前後の高額所得が得られた。さらにトレーダー等の職務に就けば、この平均値より高い報酬が期待できた。

表1　シカゴ大学MBA卒業生の投資銀行初任給

	最低給与	最高給与	中央値給与
2006-2007	$74,000	$167,000	$95,000
2007-2008	$85,000	$250,000	$95,000
2008-2009	$75,000	$125,000	$95,000

(出所：シカゴ大学MBAホームページ)

シカゴ大学の授業料は2年間で6万ドル程度と高額で、この間の逸失所得を考慮に入れれば、一流のMBAに20万ドル近い投資をしていることになる。そこで学生はMBA投資の対価に所得の高い職を求め、優秀な学生は投資銀行業界を第1の志望先とする。一方投資銀行はMBA教育に業務で使える金融知識を持つ即戦力を求めるので、その結果シカゴ大のような一流のMBAコースは、そのようなウォール街の利益文化に適合する人材を養成するビジネス教育機関となっていった。

投資銀行の人材の特徴とMBA教育の功罪

投資銀行が取引先との長期的な取引関係をベースに債券の引き受けや様々なアドバイスを行っていた時代は、投資銀行の人材は社内での長期的な教育により育成された。パートナーシップ制の投資銀行はそれぞれに独自の企業文化を持ち、自らの文化に合う人材を採用し、企業内でパートナーへと昇進させていった。それは仲間の文化であり、例えばモルガン・スタンレーやファースト・ボストンのような名門ワスプの文化を持つ銀行は、家柄の良いアイビーリーグ出身の若者を採用しパートナーに育てた。したがって、その時代の名門投資銀行にはMBA教育による即効性のある人材養成はあまり必要がなかった。そこでは、一流のMBA卒は人材の能力のシグナルにすぎなかった。

それが大きく変わったのは、1980年代に入り、トレーディング業務が投資銀行の中心業務となり、資本の必要からその株式が公開されるようになってからである。トレーディング業務の原理はファイナンス理論にあり、MBAコースでは、ファイナンス理論を教える教授陣が最高の給与をもらいファイナンス分野の講座が充実していった。そこで訓練を受けたMBA学生は、投資銀行でのトレーディングやデリバティブ業務のプロフェッショナル候補としての即戦力になっていき、トップMBAスクール

33) 2008年度は金融危機の中で、多くの投資銀行でボーナスが大幅に削減された。しかし、2009年度は多くの生き残った投資銀行が最高益を上げており、ボーナスの額は2007年以前に戻ったと報道される。

の優秀な卒業生たちの最も人気がある職場となっていった。シカゴ大学やスタンフォード大学のファイナンス学科は競って著名な教授を採用し、高度のファイナンス理論の応用分野を広げていった。もちろんMBAコースではビジネス倫理や企業の社会的責任などの科目も開かれていたが、ファイナンス専攻の学生はそのような科目にはあまり興味を示さなかった。また、ビジネス倫理といっても、そこで教えられる内容は日本で想像するような倫理哲学や道徳のようなものを教えるのではなく、マネージャーが意思決定に際して、法律や環境に対する影響の異なる状況に直面した時に、どのような意思決定を行うのが最適か、といったことを教える学問であった。

したがって、このようなMBAコースでファイナンスの技術を学んだ学生は、手っ取り早く高給を得ることばかりを考え、その業務の目的や使命を考えるようなことはなかった。リスク管理にしても、まず教えられるのは利益を上げるにはリスクを取るのが必要だということで、どのようにして利益を上げつつ自社のリスクを他に転嫁したりすることで最小化するのかは教えても、特定の業務や業界全体での過去のデータにないようなリスクについて思いをはすことはなかった。

投資銀行内の人材教育

次に、このような優秀な人材の卵を投資銀行がどのように教育訓練し、実践に使える人材にしているかを見てみよう。

かつてのパートナーシップ制の伝統的な投資銀行では、良家の出でアイビーリーグ学卒のその企業文化に適合した優秀な人材を採用し、場合によってはメールルームから始めて、たたき上げのオンザジョブ・トレーニング（OJT）で、内部昇進により企業文化に合った人材をパートナーに登用していた。そこではチームプレーと、取引先との長期的な関係が重視された。

しかし、1980年代以降の投資銀行産業の競争激化の中で、そのような投資銀行の人材養成の伝統は消滅し、一流のMBAで金融理論を学んだプロフェッショナル候補を採用し、それぞれの専門分野でのOJTにより、プロフェッショナルに養成するとともに、多角化や規模の拡大に必要な人材は、積極的に外部から実績のあるプロフェッショナルを引き抜いて、すぐに利益を上げる即戦力とした。その結果、人材の流動性は増し、勤続期間は短期化し、組織への忠誠から自己の専門分野での利益文化への忠誠へと人材の性格が変貌を遂げた。

企業文化を重視するゴールドマン・サックスの独自の社内教育訓練による競争優位

そのような中で、継続して高い収益を上げ、パートナーシップの文化を色濃く残すことで他社との差別化を図るゴールドマン・サックスでは、独自の人材養成を行うことで、環境変化に対応し最強の投資銀行を築き上げた。

著名な金融サービスのコンサルタント会社グリニッチ・アソシエーツの創業パートナーであるチャールズ・エリスによれば[34]、ゴールドマン・サックスは『働くのに最良の企業でベストの人材を採

34）Ellis（2009）p.XIV

用し保持する特色を持つ真に偉大なプロフェッショナル企業である』とされる。エリスによれば、同社は競合他社と比べ、組織を大事にするような興味をそそる人材を採用してきた。そこでは、共有されたコミットメントや文化が色濃く、より明らかであったとする。そこではあらゆる階層のリーダーが、厳格で思慮深く、全ての面で長期的に組織を良くしようとする方向に向いている。彼らは、長期的展望を持ちながら細部にも注意を払っている。自社の人材のことを良く知っており、それをとても大事にしている。よく働くが、派手さはなく、多くの知識を持ち学習することにハングリーである。彼らは何になりたいかでなく、何を成し遂げたいかを考えているとされる。

南カリフォルニア大学ビジネス・スクールのアレクサンドラ・マイケル等によれば[35]、ゴールドマン・サックスは「組織銀行 (Organization Bank)」と呼ばれる、人材育成の特徴を持つ。そこではスーパースターではなく、組織的人材の育成が行われる。新規に採用された人材は、何の業務経験や知識もないままに、高度の困難な案件をチームで担当させられる。そこでは、チームメンバーや他の専門部署に専門知識を頼りながら、非常に不確実で情報の不確かな状況にじっくり取り組むことが要求される。そのような人材養成を通じ、組織全体の人材が不確実な状況に対応していることを学び、それが、組織がいかなる状況にあっても高いパーフォーマンスを上げ続ける組織知となっていくとする。

後に述べるように、今回の金融危機を通じて、ゴールドマン・サックスは高い業績を上げ続け、もっとも危機の影響が小さかった投資銀行である。そこではパートナーが様々な業務を経験し、トップ経営陣がチームで意思決定を行う伝統があり、組織全体としてリスクに対する備えができていたように見える。

ゴールドマン・サックスでは、パートナーシップ時代の伝統を残す内部昇進の仕組みが、独自の企業文化を強化し、それが組織としての競争優位につながった可能性がある。

3．投資銀行組織のコアとなるボーナス・インセンティブ報酬

すでに述べてきたように、投資銀行は優秀な人材を高額の報酬で引き付けた。それは、優秀な人材の持つ暗黙知こそが投資銀行の最大の競争優位につながったからである。投資銀行の役割が、取引先へのアドバイスから自己ポジションによる利益追求に変化する中でも、優秀な人材をそのような取引に充てて、その報酬をリスクテイクによる収益に連動させる形で設計することにより、全ての投資銀行は2007年まで大きな利益を上げ続けてきた。経営幹部やトレーダーたちにどのような業績報酬を設計するかが、それぞれの投資銀行にとり、組織能力を最大化する基盤となってきたのである。しかしながら、このようなボーナスを中心とする業績ベースの報酬の仕組みは、トレーダーなどのプロフェッショナルに過度のリスクテイクと利益追求を促し、アナリストなどの直接収益を生まないプロフェッショナルも業績報酬が適用されることで、利益の相反などの問題を引き起こした。

35) Michel & Wortham (2009) p.1～6

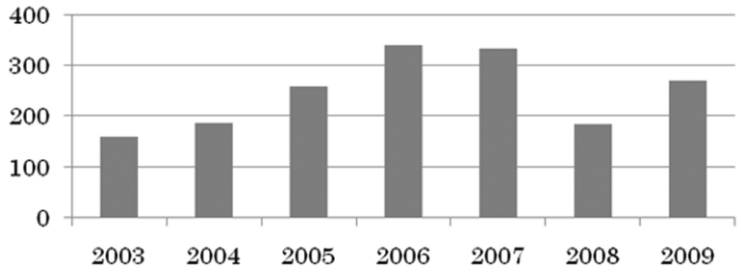
金融危機と業績報酬の問題

そのような過剰報酬と過度のリスクテイクの問題を表面化させたのが、今回の100年に一度といわれる金融危機であった。サブプライム危機を引き起こした要因の一つが、過剰なリスクテイクを促したウォール街のボーナス報酬の仕組みにあるとして、世界中で議論が生じている。

幹部報酬調査会社オプション・グループの2009年10月に発表したエグゼクティブ報酬報告によれば[36](図4参照)、2003年以来ニューヨーク金融センターのボーナス総額は急増を続け、2006年には300億ドルを超え2003年の約2倍になった。この過程で、この多額のボーナスが業界のプレーヤーに過大なリスクテイクを促すインセンティブになった。業績報酬が取引の現在価値をベースに行われ、将来損失が出てもすでに支払われたボーナスの返却を要求されることはなく、退職すれば済むため、リスクとリワードの関係が一方的になったのである。また、この間の好況は、後発の投資銀行に多額のボーナス報酬で他の銀行から利益を上げる人材を引き抜くインセンティブを大きくし、そのような人材の流動化は、投資銀行間でのボーナス水準の引き上げ競争につながった。しかしサブプライム危機の表面化で2007年度のボーナスは減少に転じ、2008年の危機の拡大とともに、ボーナス報酬は過去最高だった2006年に比べて半減した。

同じ調査によれば、2009年度ウォール街の金融機関ボーナス総額は270億ドルと、2008年の184億ドルから50%増加することが見込まれる。2007年の332億ドルには満たないものの、大幅な回復である。これは、投資銀行の数が減った結果、通常の市場取引の利ザヤが拡大し、残された投資銀行が高収益を達成したためである。

図4　ニューヨーク金融センターボーナス総額
(単位：億ドル)(出所：Option Group)



ニューヨーク州のクオモ司法長官は、ウォール街のボーナスの実態を調査したレポートを2009年8月発表した[37]。そこで判明した事実は、シティグループやメリルリンチのように実質的に経営が破たんし、政府による救済を受けた銀行で、それぞれ53億ドル、36億ドルのボーナスが支出され、しかも100万ドル以上のボーナスを支給された従業員がそれぞれ、738人と696人もいたことであった。(表2参照)

36) http:www/optiongroup.com/indexfile/pdfs/OG website Snapshot_09pdf/ (2009年10月)
37) Cuomo (2009)

さらにゴールドマン・サックスでは従業員一人当たり16万ドルものボーナスが支払われていた。この事実は、国民の税金により救済された米国の金融業界に対する国民からの批判につながった。

表2　2008年度の米国投資銀行ボーナス

	Earnings ($ mil)	Bonus pool ($ mil)	Employee (人)	Bonus/Employee ($)	Bonus $3mil超 (人)	Bonus $2mil超 (人)	Bonus $1mil超 (人)
Citigroup	(27,700)	5,330	322,800	16,512	124	176	738
Goldman Sachs	2,322	4,823	30,067	160,420	212	391	953
JP Morgan Chase	5,600	8,693	224,961	38,642	200		1,626
Merrill Lynch	(27,600)	3,600	59,000	61,017	149		696
Morgan Stanley	1,707	4,475	46,964	95,286	101	189	428

【特徴】
・優秀な人材の確保
・リスクテイクのインセンティブ
・金融イノベーションの推進軸

【問題点】
・リスク負担と報酬の非対称
・短期的に過剰なリスクテイクを助長
・時価会計による利益認識の問題

（出所：Cuomo, 2009）

金融危機と金融機関の高額報酬に対する批判

全ての大手銀行が2008年の危機後政府資金の注入を受けており、またその後の低金利政策のおかげで利益を急回復していることから、その高額報酬に対する批判が高まっている。

2009年9月ピッツバーグで開催されたG20では、金融機関の高額報酬に対する規制が取り上げられた。そこでは、ボーナス報酬の多くの部分を自社株で支払い、4年程度その現金化を禁止する。また幹部の報酬体系を開示することが骨子である。ただしボーナスの金額自体に上限を設けるようなことは合意されていない。この合意に基づき、英国政府は諮問委員会を通じ2009年11月27日金融機関の改革報告書を発表し、そこでボーナスを短期ではなく長期的な収益に連動させ、後で問題が分かれば返納させることと、年収100万ポンド以上の報酬を受け取る従業員数を開示することを義務付けることにした[38]。

一方米国では、多額の公的資金投入が行われている大手7社に対し、大統領に指名されたファインバーグ経営幹部報酬特別管理者が、7社136人のトップ幹部のボーナスを平均して50％カットし、総報酬の90％カットを命じた[39]。その後、英国の労働党政権は、ロンドンの金融機関の2009年度一定額以上のボーナスに対してそれを支払う銀行に課税をする[40]ことになり、同様の動きが欧州大陸にも広がっ

38）吉田（2009）
39）Gandel（2009）
40）バンカー・スーパータックスの名目で、2009年12月9日から2010年4月5日までに支払われた2万5千ポンド以上の銀行従業員のボーナス報酬に対し、支払った銀行に対し50％課税する。(Financial Times)

ている。オバマ大統領は2010年に入って、公的資金支出を取り戻すための、銀行の負債総額に課すフィーの構想を発表した。

大衆の怨嗟に支持された政治家はウォール街の報酬に強い規制を求める一方で、金融学者やウォール街の専門家はそのような規制に反対している。

ニューヨーク大学スミス教授の意見

著名な銀行組織と金融市場の研究者であるロイ・スミス、ニューヨーク大学ビジネス・スクール教授は、ウォール街の報酬規制強化に対して次のように批判する[41)]。

第１に､金融危機の主たる原因は金融緩和のマクロ経済政策や金融機関規制の緩和し過ぎにあって、ボーナス報酬のインセンティブが主要因であるという証拠はない。第２に、ウォール街は激しい競争を通じ、資金調達コストを下げ、個人、企業、政府に広範な金融市場へのアクセスを助けることで国の経済をサポートしてきた。今回の危機でもウォール街は企業などのメインストリートより大きな損失を被っている。第３に、高い能力を持つ人材の獲得には、それに見合うコストが必要で、ウォール街の報酬は市場の需給で決まったものだ。第4に、これまでもウォール街の経営幹部の報酬の大きな部分が自社株式で支払われ、彼らには長期的に企業価値を上げるインセンティブがあったことは間違いない。誰も企業価値を下げようと思って大きなリスクをとったわけではない。報酬設計の細部に問題があったことは間違いないが、危機をきっかけに各社がよりよい報酬の仕組みを目指して、自主的な改革を進めている。ボーナスはネット収益の中から支払われており、ここ数年のボーナスはネット収益の50％くらいになっていたが、今では38－43％に低下してきている。第５に、政府が民間企業の報酬上限を決めることは、金融機関の再生にマイナスの影響を及ぼしている。シティグループでは最も高い利益を上げる商品取引子会社のファイブロの稼ぎ頭のボーナスが１億ドルと高いことで、同社全体を安値で売却することを余儀なくされた。AIGやバンク･オブ･アメリカでは優秀なタレントの流出が続き、代わりの人材を雇うことにも支障が出ており、将来の競争に不安が出てきているとする。

ハーバード・ビジネス・スクールのザールマン教授の意見

一方、ハーバード・ビジネス・スクールの金融理論のウィリアム・ザールマン教授は、今回の金融危機は規模こそ大きいが、基本はこれまで何度も起きた危機と同様のもので、そこには金融機関の経営上同様の問題があるとする[42)]。ザールマンは５つの共通する経営上の問題点を指摘する。それは、①リスクとリワードを定めるインセンティブの仕組み､②問題行動を制御する管理や情報技術の仕組み、③経済的利益を量る管理会計の仕組み、④どのような人材を採用し、どのような人に辞めてもらうかを決める人材管理の仕組み､⑤個人や組織の意思決定を導く価値基準としての企業文化の５点である。これらの不全が金融機関の経営の問題を通じ、金融危機につながるとする。他方で、これらをきちん

41）Smith（2009）
42）Sahlman（2009）

と備えた企業は経営に成功する企業である。有能な人材を雇い、これを正当に動機付け、そのリスクを管理し、業績を正確に把握することが金融機関経営の基本である。これまでに問題を起こした金融機関では、誤ったインセンティブの下、不十分なリスク管理で、誤った会計処理が行われ、誠実さや自信を欠く人材が採用され、それらが誤った企業文化で覆われていたとする。

ゴールドマン・サックスの謝罪

ヘラルド・トリビューン紙によれば[43]、ゴールドマン・サックスは、もうけ過ぎやAIG救済はゴールドマン救済であったとの批判の中で、多額のボーナスを支払うのには問題があると考え、ワレン・バフェットやマイケル・ポーターなどがメンバーであるアドバイザリー・ボードの勧めにより、2009年のボーナスプール167億ドルの中から3％の5億ドルを景気低迷の中で苦しむ中小企業支援に回すことを発表した。具体的には3億ドルを中小企業向けの貸し付けや資金支援に充て、2億ドルで地域コミュニティー・カレッジで中小企業経営者のためのビジネスや経営教育を支援する。CEOのブラックフェインは、同社の過去の行動にいくつかの行き過ぎがあったことについて謝罪した。このような異例の行動には、金融危機と引き続く景気低迷の中で、一般国民やマスメデイアからの多額ボーナスの問題を含む様々な非難に対して同社のイメージ低下を避け、業界代表としてウォール街の信頼を取り戻す意図がある。

ウォール街の自己利益追求と秘密行動に対する批判

投資銀行の歴史を振り返ると、ウォール街は常にもうけ過ぎとその共通の利害のための内輪の行動で批判を受け続け、それに対して多額の社会貢献を行うことで批判をかわしてきた。歴史をさかのぼれば、1907年の金融パニックの際は、JPモルガンのリーダーシップで不良金融機関の救済が行われ、ウォール街は生き残った。その後も内輪の相互扶助により幾多の危機を乗り切ってきたが、最近では1998年LTCMの破綻の際のウォール街主要銀行による救済が記憶に新しい[44]。

2009年11月発表されたTARP[45]によるAIGのカウンター・パーティー救済に関する詳細な特別報告は[46]、ウォール街の自己利益を追求する仲間内の利害処理の実態を表に出したともいえる。この報告書によれば、AIGの資金繰り破綻に際し、ニューヨーク連銀はAIGのクレジット・デフォールト・スワップ(CDS)取引を額面通りの100％で履行する決定を下した。ブルームバーグ誌によれば、この救済で、AIGが持っていた620億ドルのCDS保証ポジションに対し130億ドルが必要以上にカウンター・パーティーに支払われたとされる[47]。カウンター・パーティーは少数の投資銀行に占められ、ゴールドマン・サックスが140億ドル、ソシエテ・ジェネラル165億ドル、ドイツ銀行85億ドル、メリルリンチ62

43）Bowley（2009）
44）LTCM救済に参加しなかったために、Bear Sternsは今回の危機でウォール街から見捨てられたといわれる。
45）Troubled Asset Relief Program金融危機の中での金融機関救済策として2008年9月ポールソン財務長官が提示した公的資金注入プログラム。
46）TARP（2009）
47）Teitelbaum（2009）

億ドルとなっている。

リーマン・ブラザーズの破綻の後の市場の大混乱の中でAIGへの公的資金注入は秘密裏に行われ、公的資金が最終的に支払われた先は当時は明らかにされなかった。この取引で銀行との交渉に当たったのがウォール街よりといわれるガイトナー、ニューヨーク連銀総裁(現財務長官)、当時のニューヨーク連銀役員会議長が元ゴールドマン・サックス会長のフリードマンで、当時の財務長官が元ゴールドマン・サックス会長のポールソンということで、この取引が仲間内でゴールドマン・サックスを代表とするウォール街を救済する取引であったと批判されている。一方で、当時の金融混乱の中ではAIGの倒産は取引相手の多くの大銀行の倒産につながり、金融システムの破綻につながった可能性があり、個々のCDSの価格交渉をする時間もない中で、額面での支払いはやむを得ないとの意見もある[48]。

ノーベル経済学者でリベラル派の代表コラムニストのポール・クルーグマンはニューヨーク・タイムズのコラムで[49]、このような政府のウォール街と結託した行動を、国民の信頼を失わせ、日本が経験したような10年にわたる経済低迷につながりかねない間違った政策であると批判している。クルーグマンは、大手金融機関は小さなクラブであり、システムを維持する利害を共有する。彼らはJPモルガンの時代から主要行がひと部屋に集まり、産業全体の利害を代表して短期の利益極大化に走る行動をとるとする。また、個々の銀行は政府と長期的な関係にあり、両社がその関係を保持し続ける利害を持つと批判する。

ウォール街の多額のボーナス報酬をどう考えるか

ウォール街の代表者たちの一部と政府金融政策当事者たちが小さなサークルの中でつながっていることは間違いなく、有能なウォール街のプロフェッショナルが金融政策にかかわる政府の高位の地位についてきた事例が多い[50]。そこで、政府高官が自分の出身企業の利害を最初に考えたと断定することは難しいが、国民にそのような疑いを抱かせるに十分な傍証がみられることも間違いない。このようなことが、ウォール街に対する国民一般大衆の信頼を失わせる結果につながっており、米国の大手金融機関にはこれから難しい経営のかじ取りが求められている。

スミス教授がウォール街のど真ん中のニューヨーク大学で、ウォール街の活力とその自己再生力を信じ、一方ザールマン教授はウォール街を遠く離れ、同じ過ちを繰り返す金融機関を批判的に見ている。しかし、ザールマン教授はプライベート・エクィティの専門家として数多くの卒業生に利益文化を植え付けてウォール街に送り込んできた張本人ともいえる。様々な経営上の問題はウォール街の自助努力で改善することになろうが、そもそも、利益の中から支払われるボーナスを否定することは難しいし、一体いくらのボーナスが巨額過ぎるのかを判断することも難しい。

リスクを過剰に採ることを促す報酬設計の欠陥があり、政府による支援を受け、利益を上げたらす

48）同上
49）Krugman（2009）
50）歴代の財務長官や国務長官の多くが、投資銀行経営幹部出身者であった。最近では、ルービン、ポールソンと２代続けてゴールドマン・サックス出身の財務長官が出た。

ぐにその支援を返済してボーナスを支給しようとした、ウォール街の行動には疑問があったため、多額のボーナス報酬が政府や一般国民の大きな批判を受けることになった。ウォール街で働く人々の動機付けの基本にあるボーナス報酬の仕組みがなくなってしまうことはないが、ウォール街の反社会的な行動は、その仕組みの是正を促されている。今後、社会的倫理にもかない、過度の利益追求を促すことがなく、株主はじめ企業のステークホルダーの長期的利益につながるような、報酬設計の仕組みが検討されていくことになろう。

第4章　投資銀行－事業の目的と使命とは何か

企業の倫理的行動の基本となるのが、事業の目的と使命である。

なぜ多角化し巨大化した金融機関が、経営に失敗することになるのか。戦略的経営の理論的フレームワークを用いて、この問題を事業の目的と使命の観点から考えてみたい。

1．戦略的経営の枠組みによる事業の目的と使命の位置づけ

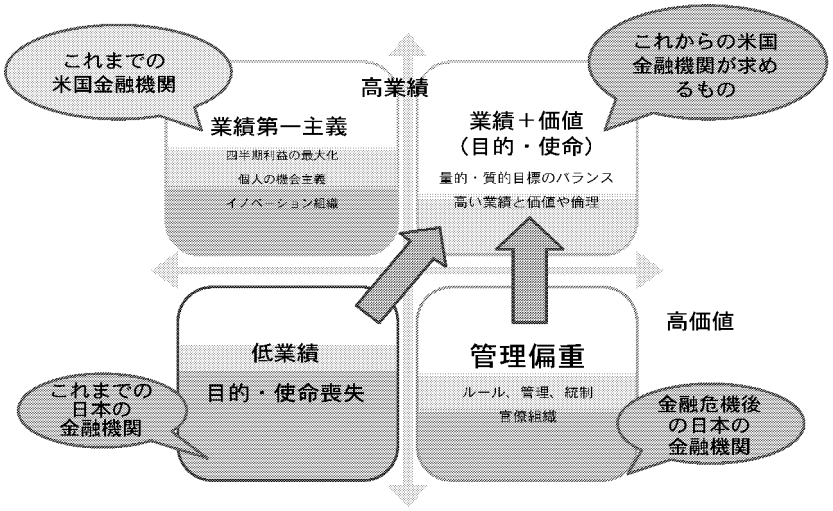
戦略的経営とは、企業がビジョンを策定し、外部環境と内部資源を分析し、企業のステークホールダーに価値を生むような戦略を選択するプロセスのことである。ビジョンとは、企業がありたいと思う姿で、広い意味で企業が究極的に成し遂げたいと思うものである。それは企業の従業員に企業が将来どのようになるのかの目標を与え、企業の倫理的行動の枠組みを提供する。ビジョンは、企業のミッションと将来のありたいと思う姿からなる。ミッションは企業が相手にする市場や提供する製品やサービスを定める。つまりそれは環境変化に対応して、誰に何を提供していくかという企業の目的に関するものとなる[51)]。

効果的に形成されたビジョンとミッションを企業が持つことは、売上、利益、雇用、そして自己資本の伸びによって測られる業績にプラスの効果がある。一方で、適切に形成されたビジョンとミッションを持っていない企業は、適切に形成されたビジョンとミッション言い換えれば事業の目的と使命を持っている企業より、失敗する確率が高いとされる[52)]。

企業の業績と、目的や使命の関係を図にすると次の図2のようになる。そこでは縦軸に業績を、横軸に企業がステークホールダーにもたらす価値を置いている。価値は業績に加えて顧客や従業員に企業の目的や使命の追求を通じたプラスアルファーをもたらすものである。多くの米国の銀行は業績追求を目指すことで、結果的に経営に失敗した。優れた金融機関は好業績と高価値の両方を満たす金融機関ではないだろうかというのがこれから検討する仮説の内容である。

51）Ireland, Hoskisson and Hitt（2009）p.6
52）Hitt, Ireland and Hoskisson（2009）p.18，19

図 5　業績と価値追求のバランス



（出所：筆者作成）

2．ケーススタディー金融危機と米国大手金融機関の事業の目的や使命

企業が明確な企業観の下で適切な事業の目的と使命を持った場合とそうでない場合に、企業の業績はどのようになるのか。100年に一度と言われる金融危機の中で、金融機関を取り巻く大きな環境変化が生じている。そこで米国を代表する大手金融機関の経営行動をケースに取り上げ、経営に失敗した企業と成功した企業の事業の目的と使命にどのような違いがあったかを見てみたい。

勝ち組と負け組

ここで検証の対象に、シティグループとJPモルガン・チェースの多角化した商業銀行 2 社と、ゴールドマン・サックスとメリルリンチの投資銀行 2 社を取り上げる。

シティグループとメリルリンチはサブプライム危機の中で、経営困難に陥り、政府の資本注入を受け、メリルリンチの場合はバンク・オブ・アメリカによる救済合併で救われた。両社ともに、経営に失敗した代表的な金融機関である。一方のJPモルガン・チェースとゴールドマン・サックスはサブプライム危機の経営への影響は軽微で、政府による公的資金も早期に返済し、経営に問題の少ない金融機関である。

4 社の業績比較

この 4 社の業績推移を自己資本利益率（ROE）で見ると次表のようになる。

表3　米大手金融機関4社のROEの推移

（単位：%）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
メリルリンチ	15	15	15	20	27	23	BOAに買収(4)
ゴールドマン・サックス	20	25	22	33	33	5	23
シティグループ	20	17	22	19	3	-21	-1
JPモルガン・チェース	9	10	8	12	13	4	6

（出所：各社アニュアルレポートにより筆者作成）

2000年代に入り、多角化した大手銀行や投資銀行は、20%前後のROEをあげることが経営目標となっていた。この中でゴールドマン・サックスは非常に高い利益率を誇る一方で、シティグループも高い利益率を誇り、メリルリンチはこれより利益率が低く、JPモルガン・チェースの利益率は業界平均を下回っていた。平均を下回る利益率の金融機関は、株式市場からの強い圧力で、利益率向上のための戦略を採用していった。メリルリンチでは、利益率の高い投資銀行部門への積極的な進出が見られ、JPモルガン・チェースではリテール店舗網の拡大のため、バンクワンの買収が行われた。収益の安定性の面では、ゴールドマン・サックスが高位安定、JPモルガン・チェースが低位安定していた。これに対し、シティグループとメリルリンチは、2007年以降の急激な業績悪化でわかるように、不安定で経営に問題のある企業といえる。

4社のビジョン、ミッションの比較

4社のホームページから経営が順調であった2003年と金融危機後の2008年（または破たん前の最終年）のアニュアルレポートの中で、それぞれの倫理的行動の枠組みとなるようなビジョンやミッション当たると考えられる部分を抜き出して比較してみた[53)]。

経営が破たんメリルリンチは、2003年では成長と利益のみを企業の目的としていたように見える。そこでは企業の理念や倫理性にかかわる文言は見られない。2007年の危機が表面化した後は、創業者の精神に戻り顧客への誠実やチームワークなどを重視するという文言が出てきている。一方勝ち組の2行では、一貫して利益以外の目的や使命に関する文言がみられる。JPモルガン・チェースでは2003年には厳格なリスク管理、偉大な文化の追求、2008年には信用、健全、誠実、よき企業市民などが企業の目的や使命として述べられる。その中でも「長期の利益のために短期の機会は犠牲にせよ」という文言は注目できる。ゴールドマン・サックスでは、2003年には「誠実という評判」が最大の組織の

53）2009年6月25日にインターネット検索で、各社の2003年と2008年のアニュアルレポートを検索、（ただし、メリルリンチは2007年度）、そこに書かれているビジョンやミッションにかかわる文言をすべて抜き出し、比較表を作成した（紙幅の関係で比較表はここでは省略）。

優先課題とされ、顧客の機会創造や世界の変革の触媒となることが触れられる。2008年には、顧客第一主義の下で、プロとしての倫理が強調される。最高の人材で最高のサービスをすることがうたわれている。負け組の一つであるシティグループは、2003年からかなり倫理性の高い企業目的がうたわれている。顧客第一主義で最高の誠実性が最初に述べられ、部門の利益でなく株主への高いリターンを目指すことが要求されている。2008年は同様の文言に、収益の早急な回復と価値の再構築が加えられる。

こう見てくると、3社についてはそれぞれの業績と適切な企業（事業）の目的や使命の文言との相関があるといえる。シティグループの場合は、倫理的で適切な目的や使命の言明があるので、業績と価値の両方を追求してきたように見えるが、結果として経営には失敗している。価値追求はお題目だけであったため、経営に失敗したのか、それともそれ以外の要因が経営の失敗につながったのか、この問題をさらに解明するために、4社のこの間の経営組織について、組織構造や企業文化、リーダーシップなどの観点からさらに詳しく見てみたい。

表4　米大手金融機関4社の経営の特徴比較

	事業の目的と使命	危機の業績への影響	トップ（危機発覚直前）	組織	インセンティブ	企業文化
メリルリンチ	企業成長と利益拡大を重視 (危機後)創業者の精神に戻り顧客への誠実やチームワーク重視	大きな損失、BOAに救済合併	トップはたたき上げの投資銀行家、投資銀行業務の遅れ	もともと証券ブローカー、近年投資銀行強化、	トレーダーは自部門収益ベースボーナス	セカンドムーバー、投資銀行部門は2流のイメージ
ゴールドマン・サックス	誠実と評判 顧客の機会を創造し世界の変革の触媒となる	軽微、逆張りトレードで利益をあげたといわれる	市場業務経験シニアパートナーの集団経営	パートナーシップの伝統、長期勤続者多い	幹部層は会社全体の収益に連動した報酬	エリート・トレーダーのパートナー文化
シティグループ	顧客第一主義で最高の誠実性 部門の利益でなく株主へのリターン目指す	巨大級の損失 政府資本注入と大幅リストラ	トップは社内法律顧問上がり、現場を知らなかった	多角化コングロマリット、現場主義分権経営、	プレーヤーは自部門収益に連結した報酬	ジェットコースターのような積極分権経営
ＪＰモルガン・チェース	厳格なリスク管理 偉大な文化の追求 長期利益のために短期機会は犠牲にせよ	軽微な損失 バランスシートの質を重視する保守的なリスク管理	ハンズオンの現場経営者として定評、強いリーダーシップ経営	集権と分権のバランス、長期勤続者比較的多い、リスク部門重視	各部門の収益によるボーナス報酬	伝統的銀行文化とダイモン頂取の現場主義ハンズオン経営の融合

（出所：各社資料により筆者作成）

4社の経営について、リーダーシップ、組織、報酬インセンティブ、企業文化の各特徴を様々な資料に基づき比較分析した[54]。その結果、勝ち組2社と負け組2社間にそれぞれいくつかの共通の特徴を見ることができる。（表4参照）

まずトップのリーダーシップである、ゴールドマン・サックスは市場業務経験者による集団経営で、幹部が他の部門のリスクにも目を光らしていた。JPモルガン・チェースはダイモンCEOのカリスマ経営が特徴である。すぐれた現場主義経営者が企業全体のバランスシートの健全性を徹底させ、各部署

54）分析の詳細は、久原（2008）参照

の業務に目を光らせており、ゴールドマン・サックスより低収益ではあるものの業績が長期的に安定していた。いずれもリスク管理を最重要視している。これに対してメリルリンチは他社に比べ進出が遅れた投資銀行部門のたたき上げがCEOとなり、他社にこの部門で追いつくためにプロフェッショナル人材を引き抜き積極的にリスクをとった。シティグループはエンロンなどのスキャンダルの後で現場に明るくない法律家がトップにつき、現場任せの経営を行った。

組織構造についてみると、勝ち組2社が集権と分権のバランスが取れていた。ゴールドマン・サックスでは投資銀行とトレーディング、資産管理に業務を集中し、パートナーシップの伝統で長期勤続者が多くチームワーク型の組織であった。JPモルガン・チェースは法人とリテール業務の2本立てで多角化した分権組織だが、重要な部門にはトップ自らの目が届く。多角化の程度はシティグループと比べるとはるかに低く、合併銀行ではあるが比較的長期勤続者が多い。一方でメリルリンチとシティグループの組織は現場主義、分権組織で現場が利益さえ出ればリスクテイクを積極的に行うことが許容されていた。両社ともに各々の業界で最も多角化された金融機関のひとつで、従業員は、投資銀行やトレーディング分野では中途採用が多く、組織間の協調は少なかった。

インセンティブは、ゴールドマン・サックスだけが明確に幹部層（数十人いるマネージング・ディレクター層）の報酬は全社収益にリンクされ、その結果他部門の利益やリスクに敏感であった。他の3社は、投資銀行家やトレーダー等のプロフェッショナルは基本的に自分の所属するビジネス単位の成果に連動した業績報酬であった。

企業文化については、ゴールドマン・サックスがパートナーシップの組織文化が残る、エリートによるチームワーク文化であった[55]。JPモルガン・チェースは合併を勝ち抜いた銀行の企業文化が優勢となる組織で、名門投資銀行のJPモルガン・チェースではなく変化の速いケミカル銀行の組織文化に近かった。これに対して、メリルリンチは基本的に独立ブローカーの集まりの文化で、投資銀行部門でもまとまりのない2流の文化で、シティグループは積極的にリスクをとる革新的な文化であった。

まとめてみると、勝ち組2社は多角化の程度が少なく、集団型経営、カリスマ型経営の別はあるが、トップがリーダーシップを発揮し、組織の集権と分権のバランスが取れ、どちらかといえば保守的な企業文化を持っていた。特に最強のゴールドマン・サックスは1998年公開会社となったのちも、長期勤続の一流の人材チームで一流のサービスを提供する従来のパートナーシップ組織文化の良い面を維持していた。一方の負け組には以下に詳しく述べる様々な経営組織上の問題がみられた。

経営に失敗した大手金融機関に共通の経営組織上の特徴

経営に失敗したシティグループとメリルリンチの経営組織をみると、いくつかの共通の特徴が浮かんでくる。

第1に分権化の中での利益最大化の行動原理が行き過ぎたことが挙げられる。株式市場からの強い圧力で高いROEが要求され、分権化した金融機関はこの目標を各部門におろし利益を競わせる。そこ

55) Ellis（2009）p.XVI

では、ROEは売上高利益率、資産回転率、レバレッジに分解され、売り上げに対する利益を上げる、資産を回転させる(証券化)、自己資本に対するレバレッジをあげる、の3つの組み合わせの最大化が分権組織の至上の目標となった。

第2にリスク管理の不備の問題がある。金融機関はリスク管理に優位性を持つ組織であり、それは金融機関の最も本質的な業務である。ところが金融機関の重要な経営目標である利益最大化とリスク管理の厳格化は矛盾する命題となりがちで、それが対立した場合、金融機関の組織は利益最大化のほうを優先しがちになる。特に当該業務の業績が好調で、会社の稼ぎ頭となっているような場合にはリスク管理は甘くなる。金融のイノベーションの複雑化がリスクを増幅させた。ゴールドマン・サックスとJPモルガン・チェースの2社は、トップから幹部まで明確なリスク管理重視の企業観があったのが他社と異なる。

第3に報酬インセンティブの不備がある。金融プロフェッショナルの業績報酬の仕組みが、利益サイドは無限にリスクをとるインセンティブをもたらすが、損失を出した場合には首になり職を失うだけで済む。プロの価値は報酬の多寡ではかられるので、利益のみに忠実な文化が一般化した。CEOの高額報酬の問題も大きい。S&P500社の全産業平均のCEO年俸は2008年で1016万ドルであるが、金融業では2007年が1596万ドル、金融危機の影響が広がった2008年度でも1423万ドルの高額となっている[56]。業績が低迷すればCEOは職を失うが、最初の雇用時に高額の退職パッケージを約束しており金額面ではダウンサイドのリスクはないようになっている[57]。このためCEOは短期で業績を上げるために高いリスクをとるインセンティブが大きい。

3．事例による若干の知見と示唆

ここまでの多角化し、大規模化した米国金融機関の事例に関する議論から得られた知見を簡単にまとめ、そこから得られる示唆を検討したい。

米国金融機関の企業観及び事業の目的や使命と経営の成否との関係

一定の明確な企業観の下で適切と思われる事業の目的と使命を持ったうえで利益を追求した金融機関には、経営に成功したところもあれば失敗したところもある。それに対して事業の目的や使命を明確な形では持たず、利益追求原理だけが前面に出ていた金融機関は経営に失敗した。経営の成功には、業績プラス価値の追求が重要になるが、それ以上にその価値を実現するための様々な経営組織上の特徴のほうが大きな影響を与えている可能性が強い。特に、過度に多角化し大規模化した金融機関は、経営が不全になる傾向がみられる。

長期勤続やローテーション、チームワークといった人事の特徴は、業績報酬とうまく組み合わせれば人材に依存する金融機関の組織の優位性につながる可能性がある。また、企業全体の企業観や事業

56)（AFL-CIO “*Executive PayWatch*” http://www.aflcio.org/corporate watch /paywatch)（2009年6月）
57）経営に失敗すればCEO人材市場での評判は下がる。

の目的と使命の徹底には、個人的に強い倫理観を持つリーダー（達）のリーダーシップが寄与しており、金融機関リーダーの個人的な資質が経営の成否に大きな関係がある可能性がある。

第5章　業績から価値重視へ

1．業績から価値と業績の追求へ

株主利益追求の代表選手と思われていたGEの前CEO ジャック・ウェルチが、『株主価値は結果であり、目的ではない、顧客価値、従業員価値の創造が企業の目的である』と言い出して、ウエルチの改心といわれている[58)]。

2009年8月7日シカゴで開催されたAcademy of Managementの年次総会で、GEの人事担当VPのCulture of High Performanceと題する講演があった[59)]。そこでは、GEでは業績文化を反省し、価値を重視するリーダーシップ教育と人材の登用が行われていることが紹介された。そこでは、業績のみが優れた従業員は、退職を迫られ、業績と価値の尊重を兼ね備えた従業員のみがその報酬を受け、昇進の対象となる。業績が優れなくてもいい価値観を持つ従業員は教育訓練により、業績と価値を兼ね備えた人材となるように育てられるとする。GEでは、この価値の達成を様々な指標により可視化することが図られている。

これからの投資銀行経営が目指す方向、それは業績と企業の目的や使命に代表される価値の追求がバランスした組織であろう。第2章の図2で示したように、縦軸に業績、横軸に企業の価値を置けば、アメリカの金融機関の多くが業績に偏り、価値追求を劣後させた組織になっていた。金融機関が目指すべきは業績と価値目標のバランスであり、企業の目的と使命を明確にして、企業の長期的発展を図ることである。そのためには、経営者のリーダーシップと、組織全体の企業の長期的目的に沿った設計が重要になることを米銀の事例は教えている。

2．持続可能な組織の設計

トクヴィル再訪

米国の企業経営を考える場合、フランスの思想家トクヴィルの見方は参考になる。彼は1831年に米国を訪問しその経験を著した[60)]。そこでは、欧州との比較の形で米国という国家とそこに暮らす人々が、何故自由に活動し成功しているのかを明らかにした。結果の平等ではなく機会の平等を基盤におき、個人のあくなき富の追及を可能にする、移動の自由と様々な所有権の法的な確立のような社会や法制の仕組みが、米国の成功要因であることを喝破した。

英国の優れた経営思想家チヤールズ・ハンディは、トクヴィルの米国観察の現代的意義を問う[61)]。そ

58）FinancialTimes（2009）

59）筆者は等学会のメンバーとして参加し、直接この発表を聞く機会に恵まれた。発表終了後、CEOがウェルチに代わったことが、企業の価値や文化にどのような変化を与えたかを問うたところ、交代後従業員の教育や処遇面で明らかに利益重視から価値重視への転換があるとの答えがあった。

60）トクヴィル（2005）55、72－85ページ

こでは、トクヴィルの問題意識は、なぜ米国では欧州で誹謗されるビジネスがそれほどあがめられ、個人の自由に対して経済的平等より重きを置こうとするのか。そこには、富は相続されるものではなく、自ら獲得するものであり、生活の向上こそが神に認められるしるしであり価値の象徴であるという清教徒の労働倫理がある。神への成功の証として得た使い切れないほどの個人の富は、フィランソロフィーを通じ社会に還元される。

ハンディが提起する疑問は、このような米国流の資本主義が生み出す富の偏在や不平等が、成長の対価として耐えうるものかという点にある。米国流の個人の努力に信頼を置く資本主義がもたらす、人々の間の信頼や社会的共同意識の崩壊は見過ごせない。個人の自由を通じた独立は、その影響を及ぼす社会に対する責任感の認識があってはじめて有効に機能するものであるとハンディは主張している。米国の企業観は個人の倫理に依拠しており、企業組織全体としてあるいは資本主義全体としての倫理や責任をその原理から見出すことにはいくばくかの困難がある。

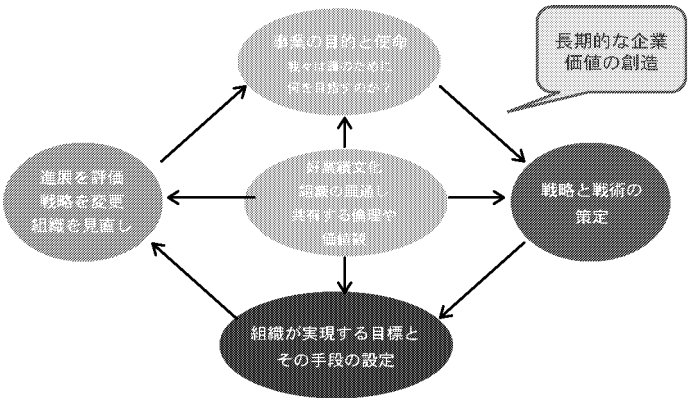
持続可能な企業組織モデルの設計

本論の分析を通じて、株主価値の最大化という一見正しい企業目的が、短期利益の極大化という事業の目的に置き換えられる時、企業自体の存続を困難にするような組織の弱体化、内部資源の空洞化、外部環境適応力の減退につながる兆候があることが分かった。公開会社を株式市場のガバナンスに基づき事業部制で事業部ごとの業績を束ねて企業全体のパーフォーマンスを高めるという1920年代以来の企業経営のモデルが、巨大化しすぎて経営不全の兆候を見せることで、その再検討を迫られている。そこでは巨大化し多角化した企業では経営者が独走した場合に、株主の監視も行き届かず企業の経営は不安定度を増す傾向がある。

金融危機を契機に企業経営の見直しが進んでいるが、そこでは量ではなく質、短期の利益ではなく長期の企業価値、部分最適ではなく全体最適の報酬インセンティブなどの視点を重視する変化の兆しがみられる。今後、企業の戦略策定と遂行にあたり、企業の好業績文化と組織の倫理や価値観を中心にして、その上に事業の明確な目的と使命を置き、長期的な価値創造を従業員や顧客がサポートするような持続可能な企業組織の検討が必要になると考えられる。

61）Handy（2001）

図6　持続可能な組織の設計



（出所：Beer（2009）を参考に筆者作成）

3．投資銀行の再生

米銀経営の見直しの方向

このような中で、米銀の中では、規制当局や政府からの圧力もあって経営の見直しの動きがみられる。企業が巨大化しすぎて経営不全の兆候を見せることで、その再検討を迫られている。すでに破たんした金融機関や職を失った金融プロフェッショナルが集まって、小さな専門組織が多く生まれつつある。金融機関が成長産業として引き続き優秀な人材を引き付け続けることは間違いない。そのような優秀な人材が金融のイノベーションをリードするが、その中で経営に問題が出た大規模金融機関の魅力は減少する。より専門化した小規模のブティーク金融機関が、そのような人材を引き付けることになろう。そのようなブティークでは、自社ですべての資源を持つことは難しく、他社との協調やネットワークが重要になる。そこでは従来の人材より幅広い知識を持ち、チームワークのできる人材が求められることになる。

投資銀行の再生

最後にこれまでの検討から得られた投資銀行再生へのヒントをまとめてみよう。

株主利益の最大化を目的とする、投資銀行の部分最適の組織設計と組織行動が、それに適したリスク管理と報酬制度の設計をもたらした。結果的にそのような一見合理的な経営行動が、全体として投資銀行経営の失敗をもたらすことになった。投資銀行のビジネス自体は、情報の非対称を克服し専門的なスキルを必要とする金融資本市場にとり、不可欠のものでその重要性は高まりこそすれ、減少するものではない。

そこでこれから必要なものは、長期的な事業目的と使命の下で、持続可能な組織の設計である。それは部分的なリスク管理の強化や先端のシステムの導入、ボーナス報酬制度の見直しなどではなく、経営全体にわたる、投資銀行の人材資源の暗黙知に支えられた競争優位の基本原則に戻った長期的に持続可能な組織の設計と再生であろう。金融のイノベーションは専門・特化、敗者の淘汰・創造的破

壊のプロセス であり、投資銀行のこのような役割は変わらない。しかし、その組織は、従来のように野放図な多角化と大規模化を続けるのではなく、その持つ人材や組織能力に裏付けられ、優れたリーダーと企業文化に率いられた、よりフォーカスした組織になっていくであろう。

その根底にあるのは、短期的な株主利益追求を企業の目的自体に置くのではなく、従業員や顧客に長期的に信頼され価値を向上する組織をいかに築き、その結果として株主利益の向上が図られるという発想の転換である。

（参考文献）

Akerlof, George A. and Robert Schiller (2009), *Animal Spirits,* Princeton University Press

Beer, Michael (2009), *High Commitment High Performance*, Jossey Bass

Boatright, J. B. (1999), *Ethics in Finance*. Massachusetts: Blackwell Publishing Ltd.

Bowley, Graham (2009), A Goldman Bonus-for Small Business. International Herald Tribune. (2009年11月19日)

Bryan, Lowell and Richard Rumelt (2009), "Managing lessons from the financial crisis" *McKinsey Quarterly,* June 2009

Chandler, Alfred D.J. (1962), *Strategy and Scope*. Massachusetts: The MIT Press.

Cohan, William D. (2009), *House of Cards,* Doubleday

Collins, Jim (2009), *How the Mighty Fall*, Harper Collins

Cuomo, Gerald (2009), "No Rhyme or Reason: The 'Heads I win, Tails you lose' Bank Bonus Culture", Attorney General, State of New York, July 31, 2009

Davis, Gerald F. (2009a), "The Rise and Fall of Finance and the End of the Society of Organization" *Academy of Management Perspective,* August 2009

Davis, Gerald (2009b), *Managed by the Markets*, Oxford University Press

Eccles, Robert G. and Dwight B.Crane (1998), *Doing Deals*, Harvard Business School Press

Eichenwald, Kurt (2005), *Conspiracy of Fools,* Broadway Books

Ellis, C. D. (2009), *The Partnership-The Making of Goldman Sachs-*. New York: Penguin Books.

Ferguson, Nieall (2009), *The Ascent of Money,* The Penguin Press

Fox, Justin (2009), *The Myth of the Rational Market*, Harper Business

Gandel, Stephen (2009) (Nov.02, 2009). "Wall Street, Meet Ken Feinberg", *The Pay Czar Time*

Geisst, Charles R. (2009), *Collateral Damaged*, Bloomberg Press

Handy, Charles (2001), "Tocqueville Revisited" *Harvard Business Review*, January 2001

Hitt, Michaek, Dulane Ireland and Robert E.Hoskisson (2009), *Strategic Management,* 8th Ed. Cengage

Ireland, Dulane, Robert E. Hoskisson and Michael A. Hitt (2009), *Understanding Business Strategy* 2e, South-Western

Kaufman, Henry (2009), *The Road to Financial Reformation*, John Wiley & Sons

Krugman, Paul (2009),. The AIG report. *The New York Times*. (2009年11月18日)

McDonald, Duff (2009), *The Last Man Standing,* Simon and Shuster

Michel, Alexandra & Wortham Stanton (2009), *Bullish on Uncertainty- How Organizational Cultures Transform Participants-*. Cambridge Unversity Press.

Milgrom, P., & John, Roberts. (1992), *Economics, Organization and Management*. New York: Prentice Hall,.

Miller, Richard B. (1998), *Citicorp,* McGraw Hills

Milne, Alister (2009), *The Fall of the House of Credit,* Cambridge University Press

Morrison, Alan D. and William J. Wilhelm (2007), *Investment Banking : Past, Present, and Future,* Oxford University Press

Morris, Charles (2009), *The Sages*, Public Affairs

Posner, Richard (2009), *A Failure of Capitalism,* Harvard University Press

Ricards, Jim (2009), "A New Risk Management Model of The Wall Street" *The RMA Journal,* March 2009

Sahlman, A.William (2009), "Management and the Financial Crisis" *Harvard Business School Working Paper 10-033*.

Salter, Malcom (2009), *Innovation Corrupted,* Harvard University Press

Schiller, Robert J. (2008), *Subprime Solution,* Princeton University Press,

Sloan, Alfred P.Jr. (1963), *My Years with General Motors,* Doubleday & Co. 1963.

Smith, R. C. (2009), "Myths about Wall Street pay days." *The Washingtpon Post*. (Octover 25, 2009).

Smith, R. J., & I. Walter, (2006), *Governing the Modern Corporation*. Oxford: Oxford University Press.

Sorkin, Ross Andrew (2009), *Too Big to Fail- Inside The Battle to Save Wall Street-*. New York : Penguin Book.

Stone, Amey & Mike Brewster (2002), *King of Capital,* John Wiley & Sons,

TARPInspector General of Special (2009). "Factors Affecting Efforts to Limit Payment to AIG Counterparties." Washington DC: Office of SIGTARP. (November 17, 2009).

Teitelbaum, Richard, SonHugh. (2009) "The New York Fed's Secret AIG Deal." Bloomberg Markets, (December 2009).

Venzin, Markus (2009), *Building an International Financial Service Firm*, Oxford University Press

Welch, Jack (2009), "The Welch Way", www.welchway.com/management/US-Economy- 8/5/2009

Williamson, Oliver E. (1975), *Markets and Hierarchies,* Free Press.

アダム・スミス著　山岡陽一訳（2007)、『国富論　下巻』日本経済出版局
吉田ありさ（2009)、「英、報酬規制を来年導入」『日本経済新聞』(2009年11月27日)
久原正治（1999)、『金融イノベーター群像』シグマベイスキャピタル
久原正治（2008)、「サブプライム問題と金融コングロマリット組織の有効性」『経済学研究』第75巻第２・３合併号　p.53-81　九州大学経済学会　2008年12月５日
佐賀卓男（2009)、「金融システム危機と投資銀行の衰退」(『証券レビュー』第49巻１号　p.56-70　日本証券経済研究所
アレクシル・ド・トクヴィル著　松本礼二訳（2005)、『アメリカのデモクラシー』(上）岩波文庫
沼田優子（2009)、「シティグループ大幅縮小で再出発」『週刊エコノミスト』(2009年６月23日)

〔九州大学大学院経済学研究院　教授〕