

ノーザン・ロックへの取り付けとその影響

井上 武

■ 要 約 ■

1. サブプライム問題に対して保守的な対応をとってきた英国で、クレジット市場の影響から 140 年ぶりの大手金融機関への取り付けが生じた。
2. 住宅ローン残高で英国第 5 位のノーザン・ロックは、資金調達の多くを市場からの調達に依存していたため、サブプライム問題の発生によって資金調達難に直面した。
3. 今回の取り付け騒動では、金融当局の対応の不備を非難する声も強く、三者協定 (tripartite agreement) の見直しや、預金保護制度の改革が主張されている。
4. この他、銀行監督において、いかに流動性の確保を図っていくのかということが改めて認識された。

I ノーザン・ロックへの取り付け

サブプライム問題に対しては、ドイツやフランスなど比べて金融機関への影響が小さいとされ、また、中央銀行であるイングランド銀行も保守的な姿勢をとってきた英国で、9月14日から17日にかけて、銀行取り付け騒ぎに発展する事態が生じた。英国における銀行取り付けの発生は、1866年以來¹のことであり、英国の金融制度を揺るがす一大事となった。

取り付けの引き金となったのは、2007年9月14日にイングランド銀行が住宅ローン残高で英国5位のノーザン・ロックに無制限の流動性供給を実施すると発表したことであった²。イングランド銀行が最後の貸し手として金融機関に資金を提供するのは、1998年に政策の独立性が認められて以来初めてであり、事態を深刻に受け止めた預金者が取り付けに走った。

ノーザン・ロックは主に英国で住宅ローンの供給を行っている大手金融機関で、米国のサブプライム関連への投資は、2007年6月末時点で総資産の0.24%とほんのわずかであった。しかし、住宅ローンの供給に必要な資金調達を証券市場に大きく依存していたため、今年の春以降の渇水状態となったクレジット市場の影響を受け、資金調達に行き詰

¹ 1866年に銀行向け金融を行っていた Overend and Gurney が支払い停止し、その後、企業や銀行の破綻が相次ぎ、銀行への取り付けが生じた。

² <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2007/090.htm>

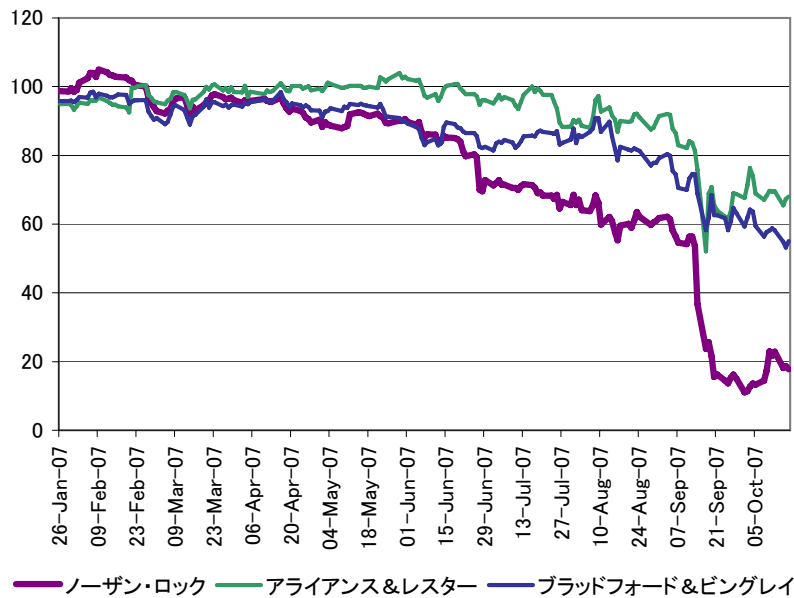
てしまった。

ノーザン・ロックがイングランド銀行に資金提供を求めたという報道は、イングランド銀行から正式な公表がなされる前日の13日の夜には伝わり、14日の朝からノーザン・ロックの支店には破綻を懸念する預金者の行列ができた。また、ウェブサイトにはインターネット経由で資金を引き出す動きが殺到し、処理のスピードが著しく低下した。14日から週末にかけての預金引き出し額は、預金残高の8%、20億ポンドに上ったといわれている。

預金者の不安は、他の中堅金融機関にも広がる気配を見せた。ノーザン・ロックと同様にビルディング・ソサエティ³から商業銀行に株式会社化したアライアンス&レスターやブラッドフォード&ビングレイの株価も下落し、更なる取り付けの懸念が広がった⁴。

深刻な事態が金融市場全体に広がることを危惧して、ダーリング財務大臣は17日の17時50分に、異例とも言える預金の全額保護の声明を発表した⁵。翌日、18日には政府の発表を好感してノーザン・ロックへの取り付けはようやく落ち着きを見せた⁶。

図表1 ノーザン・ロック、アライアンス&レスター、ブラッドフォード&ビングレイの株価



(注) 2007年1月2日の株価を100とした数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

³ 預金者、債務者を会員とする協同組織の金融機関で、主要業務は会員向け貯蓄業務と住宅ローンを中心とした貸付業務。

⁴ アライアンス&レスターは1997年、ブラッドフォード&ビングレイは2000年に株式会社化。

⁵ http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2007/press_95_07.cfm

⁶ 会社の発表によると、18日に取り付けの列が見られたのは76支店のうち4支店で、コールセンターへの電話は1/10に減少した。

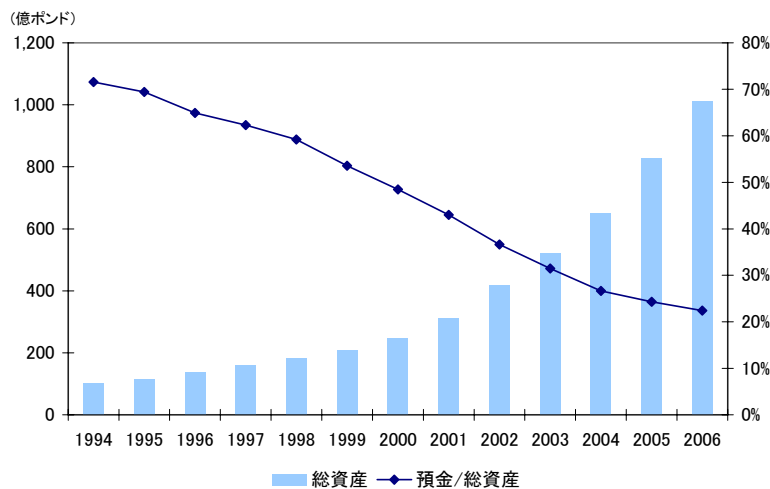
Ⅱ ビルディング・ソサエティから大手銀行に成長したノーザン・ロック

ノーザン・ロックは 1997 年にビルディング・ソサエティから株式会社へと転換した金融機関で、19 世紀に設立された複数のビルディング・ソサエティを母体としている⁷。歴史的な背景から、業務はリテール向けの貯蓄と貸出が中心で、住宅ローンはその資産の 76.5%を占める中核的な業務となっている。

ノーザン・ロックは 1999 年に証券化を初めて利用し、以降、証券市場からの資金調達を梃子に急速に業容を拡大させてきた。2000 年以降の運用資産の成長率は毎年 20%を超え、英国住宅ローン市場に占めるシェアは 1997 年の 3%から 2006 年は 7.2%にまで拡大し、住宅ローン残高では英国で第 5 位、新規貸出では 3 位となっている。

その一方で、証券化を利用する以前は 6 割を超えていた個人預金による調達の割合⁸は 2006 年 12 月末では 22%まで低下した。アニュアル・レポートにおいても、資金調達手段としての個人預金は制限が大きくコストも高いとして⁹、証券化をコスト効率の高い手段として積極的に活用することをうたってきた。

図表 2 ノーザン・ロックの総資産と預金による調達比率の推移



(注) IFRS の導入により 2005 年から証券化の対象となっている資産がバランスシート上に計上されるようになった。2004 年以前の数値は証券化の対象となった資産を戻した運用資産合計の数値を利用。また、2005 年以降は時価会計 (IAS32、39) 導入後の数値。

(出所) 会社資料より野村資本市場研究所作成

⁷ 1965 年にノーザン・カウンティーズ・パーマナント・ビルディング・ソサエティ (1850 年創業) とロック・ビルディング・ソサエティ (1865 年創業) が合併してノーザン・ロック・ビルディング・ソサエティが誕生。その後、複数のビルディング・ソサエティを吸収合併して現在に至る。

⁸ 総資産に対する個人預金の割合を利用。

⁹ 単純な金利コストだけでなく、支店ネットワークの構築、維持などの業務コストも含めた考え方と思われる。ちなみに 2006 年の個人預金の金利コストは 4.4%で債券の金利コスト 5.0%よりも低い。

こうした経営は、少なくともクレジット危機が起きるまでは、市場からも賞賛され、ノーザン・ロックの株価も業種平均を大きく上回っていた。ところが米国を発端とするクレジット市場の問題は、調達コストの上昇という形でノーザン・ロックの経営を直撃し、2007年6月の中期決算報告においても、2007年度の収益見通しについて、調達コストの影響を表明していた。

住宅ローン大手の中では、ノーザン・ロックは大手金融グループに属していない独立系で、総資産の額が比較的小さく、また、総資産に占める住宅ローンの割合が高いモノラインの金融機関である。先述のように預金による調達割合が低くなっており、資金調達手段としては資本市場に大きく依存する形となっていた。主に、SPEを利用した証券化や、カバード・ボンド、ミディアム・ターム・ノートなどの債券の発行を利用していた。こうした事業モデルは米国のモーゲージ・バンカーと非常に類似したものであったといえる。

証券化を利用することで、信用リスクや流動性リスクを切り離していると考えられるものの、資産と負債の流動性のギャップは、2006年末では、1年未満の短期資金について300億ポンド（7兆円強）であった。ちなみに、2007年中に償還を迎える債券は130億ポンド（約3兆円）に達していた。

これらの状況から、今回の短期金利の上昇によるクレジット危機の影響が大きいと判断され、投資家、特にヘッジ・ファンドを中心に、6月頃から株式に対して売り圧力がかかっていた。株価の下落とともにノーザン・ロックへの信用がさらに低下し、資金調達環境が加速度的に悪化、最終的にイングランド銀行に流動性の供給を求めざるを得ない状況に陥ったのである。

ノーザン・ロックへの取り付けは、17日のダーリング財務大臣による預金全額保護の声明の後、とりあえず沈静化した。その後、9月20日に財務省から公表された預金保護に関する詳細¹⁰では、新規口座については、他の金融機関との公平性を考慮して保証の対象から外されていたが、10月11日には、新規口座についても保証が拡大された。他の機関による買収も含めた解決策が模索されているが、時間を要しており、ブランド価値を維持するために保証の拡大が必要とされたようだ。

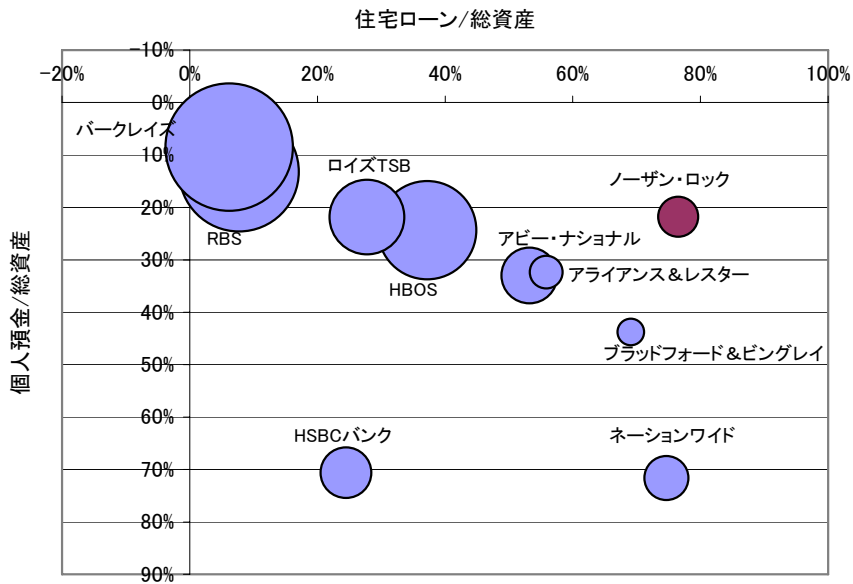
買収者としては、日本長期信用銀行の買収の経験があるJCフラワーズやおぞら銀行を買収したサーベラスなどのプライベート・エクイティが名乗りをあげている。10月12日には、ヴァージン・グループがAIGなど¹¹との連合による買収を表明した。

買収が進まない背景には資金繰りの問題がある。既に130億ポンドに上っているイングランド銀行からの調達をどのようにして返済するか、また、来年満期を迎える140億ポンドに上る資金をどう手当てするのかというのが当面の課題である。それらと同時に、買収者は、市場からの資金調達で住宅ローンをファイナンスするビジネス・モデルの転換に取り組まなければならない。金融機関の破綻に良く見られる投資による損失とは違う、難題にチャレンジしなくてはならない。

¹⁰ http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2007/press_96_07.cfm

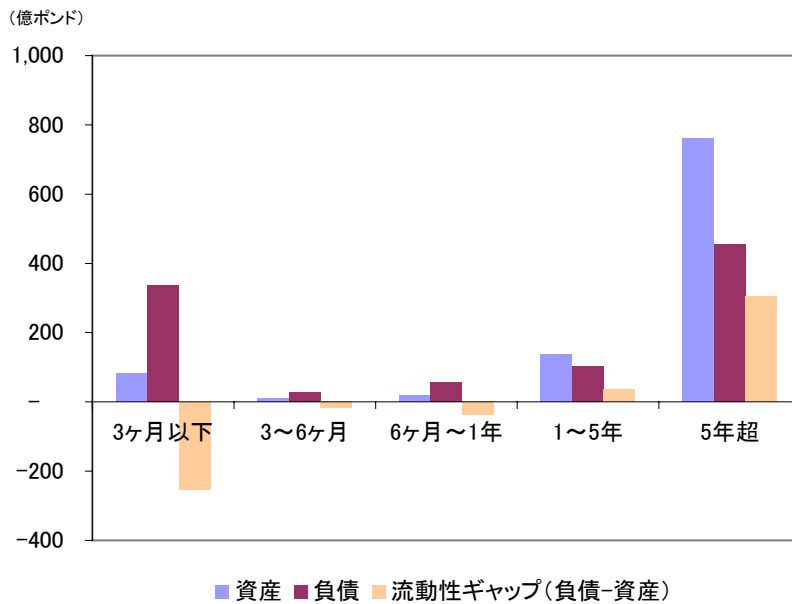
¹¹ この他元ロイヤル・バンク・オブ・スコットランドの会長が率いるトスカファンド、香港のビクター・チュウが運営するファースト・イースタン・インベストメントが参加。

図表3 英国住宅ローン大手の資産内容と調達構成



(注) 1. HSBC Bank (英) の総資産は金利収益資産 (interest-earning assets)、同預金は顧客勘定 (customer accounts) の期中平均残高。
 2. 円の大きさは総資産規模を表す。
 (出所) 会社資料より野村資本市場研究所作成

図表4 ノーザン・ロックの満期別資産・負債残高



(出所) 会社資料より野村資本市場研究所作成

III 危機対応に対する不満

1. 危機対応に対する当局への批判

今回のノーザン・ロックの問題では、イングランド銀行や財務省、金融サービス機構（FSA）への批判が高まっている。

イングランド銀行は、今回の問題が生じるまでは、欧米で生じているクレジット危機に対して、主要国の中央銀行が機動的かつ柔軟な資金供給を行う中、流動性の供給をオーバーナイトに限定し、しかも信用力の高い担保を要求するなど厳しい姿勢をとってきた。ノーザン・ロックへの流動性供給を発表した前日の財務省の委員会でも、キング総裁は、安易な資金提供はモラルハザードを助長し、更なる危機の芽を生み出すと報告していた。

こうしたイングランド銀行の姿勢について、もっと早くに柔軟な対応を行っていたら、今回のような取り付けにまで発展するような事態にはならなかったのではないかという批判も強い。ECB や FRB と同じように、3ヶ月物のように期間が長めの資金を提供したり、住宅ローン担保証券のような多少流動性の低い証券も担保として認めていれば、取り付け騒ぎは防げたという意見も多い¹²。結果として、イングランド銀行は19日に、これまでずっと拒み続けてきた3ヶ月の資金の供給を100億ポンド規模で開始すると発表し¹³、また、同時に、これまで認めてこなかった住宅ローン担保証券などを担保として受け入れることを発表した。

また、財務省に対しては、ダーリング財務大臣の行動が遅すぎたことを批判する意見も出ている¹⁴。預金保護を早期に表明していれば、全国的な取り付け騒ぎにまでは発展しなかったのではないかという批判である。FSA に対しては、金融機関の監督者の立場からノーザンロックの市場への資金調達に過剰な依存を未然に防げなかったのかという疑問の声が上がっている。

また、より根本的な問題として、イングランド銀行、財務省、FSA がお互いをけん制する三者協定（tripartite agreement）の仕組みが危機対応の機動性を損なったという指摘がある。三者協定では、イングランド銀行による有事のオペレーションについては、財務大臣、イングランド銀行総裁、FSA 長官の三者で構成される委員会を招集し、それぞれの分析について意見を交換し、最終的に財務大臣の判断によって実行されるとなっている¹⁵。ノーザン・ロック向けの流動性供給の決定もこうした手続きを経て実施されたが、そもそも政策判断や目的が異なる組織で合意を形成するため、時間がかかってしまったのではないかと批判されている。

¹² “Recriminations fly at handling of Rock crisis” Financial Times, September 19, 2007

¹³ <http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/documentation/statement070919.pdf>、詳細については9月21日に発表された（<http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/documentation/statement070921.pdf>）。

¹⁴ “Recriminations fly at handling of Rock crisis” Financial Times, September 19, 2007

¹⁵ http://www.hm-treasury.gov.uk/documents/financial_services/regulating_financial_services/fin_rfs_mou.cfm

2. 預金保護の仕組みに対する批判

イングランド銀行のキング総裁は、9月20日に開催された財務省の特別委員会で、今回の事態を招いた要因として、近年、導入されてきた様々な法規制が複雑に絡まったことをあげた。

イングランド銀行が身動きが取れなかった理由としては、二つの法規制の存在をあげている。ひとつは、2006年会社法による買収規定である。規定では上場企業に対する買収提案を市場で公表する義務があるため、他社によるノーザン・ロックの買収を水面下で進めることができなかったということである。次に、2005年に導入された市場における不正行為に関する規定（Market Abuse Directive）の存在である。内部取引を防ぐために、イングランド銀行が、ノーザン・ロックに対して非公開の形で貸出を行うことができなかったと主張している。

次に、預金者が取り付けに走ったことについて、二つの法規制の問題を指摘した。まず、2002年企業法による破産制度によって、仮にノーザン・ロックが破綻する事態となれば、預金者の口座が凍結される事態となったこと、さらに、2000年金融サービス市場法により設定された金融サービス補償制度（FSCS）が不十分なため、預金者が取り付けに走ったのは、ある意味合理的であったとした。

後者の預金保護については、FSAは当座の対応として、10月1日からそれまでの補償上限31,700ポンド¹⁶を35,000ポンドに引き上げた。その後、更なる改革を議論するために10月11日に、財務省、FSA、イングランド銀行の連名で、預金保護制度の見直しを提案するディスカッション・ペーパーを出した。12月5日までに意見を募集し、2008年早々には、詳細な改革の提案をコンサルテーション・ペーパーでまとめ、同年上半期に法改正による実施を目指している。

ディスカッション・ペーパーには具体的な提案はなされていないが、諸外国と比べて少ない¹⁷補償上限を引き上げるべきかどうかを提案している。また、FSCSは預金だけでなく保険や投資商品も対象とする仕組みであるが、それぞれのセクターの負担額が年間の支払い能力を超えた場合に、他のセクターがそれをカバーすることを検討していると伝えている。他のセクターからの不満の声が上がると思われるが、金融サービスの監督、規制の一元化を目指している日本にとっても興味深い仕組みである。

また、仮に金融機関が破綻し、預金保護が発動した場合、英国では預金者が最終的に補償金を手にするのに、最短で4週間、複雑且つ大規模なケースでは数ヶ月の時間を要するといわれている。今回、ノーザン・ロックの店頭には、高齢者とみられる方が多く並んでいたが、仮に、金融機関が破綻した場合には、こうした人々にとっては、生活資金が引き出せない事態ともなるため、取り付けのような事態となったともいえる。

ディスカッション・ペーパーでは、決済機能のように生活や企業活動にとって重要な銀

¹⁶ 最初の2000ポンドが100%、次の33,000ポンドが90%となっており、合計で31,700ポンドであった。

¹⁷ 米国は10万ドル（約5万ポンド）、日本は1,000万円（約4万4000ポンド）。

行機能については、破綻の影響を受けずに継続できるような仕組みを導入すべきか提案を行っている。米国や日本で導入されているような、救済もしくは買収機関が資産と負債を迅速に引き継ぐ資金援助方式（P&A：Purchase and Assumption）をイメージしているものと思われる。日本において 2002 年のペイオフ解禁のときに、株主総会の特別決議に代わる裁判所の許可（代替許可）等によって営業譲渡の手続きを短縮化する日本版 P&A が導入されたことが思い起こされる。

IV おわりに

今回の英国による取り付け騒ぎからは、この他にも様々な問題が提起されている。ひとつは、インターネット経由の取り付けという問題である。今回の取り付けでは約 3 分の 2 がインターネット経由で、しかも夜間も引き続いて、預金が引き出されたといわれている。銀行からの資金移動が個人顧客においても、場所と時間の制限なしに瞬時に行えることが、資金流出を加速化した面も考えられる。一方で、週末にウェブサイトへのアクセスが集中してパンク状態となったことが、預金者にさらに不安を与えたともいわれている。インターネット時代における預金者の行動と銀行経営についての問題を提起したといえよう。

さらに、より大きな問題として、銀行の資金調達リスク（流動性リスク）をどのように管理していくかということが挙げられよう。FSA に対しては、ノーザン・ロックが資金調達手段として過度に市場に依存していく状態を放置した責任が問われ、FSA 自身も十分なストレス・テストを行っていなかったことを認めた。FSA にとっても短期金融市場がまったく機能しなくなることなど想定外の事態であったのであろう。銀行監督においては、これまで、銀行のバランスシートの資産サイドについて、リスク管理の高度化が進められてきたが、今回の件では、改めて資産と負債の総合的な管理（ALM）の重要性が問われたといえよう。