

## ノーザン・ロックの国有化

井上 武

### ■ 要 約 ■

1. 2007年9月13日の問題発生から約5ヶ月間、民間ベースでの解決策が模索されていたノーザン・ロック問題は、2008年2月17日、最終的に政府による国有化という形で決着した。
2. 当初は、買収に興味を持つグループが複数存在したが、最終的な入札まで残ったのはヴァージン・グループと経営陣による自力再建案だった。政府は両案とも納税者の利益を守るという観点では不十分と判断し、一時的な国有化を決定した。
3. 今後、株主への補償金額が独立した評価者によって査定されることとなるが、株主と政府の間で金額についての激しいやり取りが予想される。
4. また、民間と競合しない形で新生ノーザン・ロックを運営し、利益が出る形で民間に売却するという目標は、政府にとって思った以上にハードルが高いものとなる。

### I 買収交渉の長期化

2008年2月17日、日曜日の午後2時、ダーリング財務大臣からノーザン・ロックを一時的に国有化することが発表され、その後、2月22日に法律の規定によって国有化が実施された。2007年9月13日の問題発生から約5ヶ月間、民間ベースでの解決策が模索されていたノーザン・ロック問題は、最終的に政府による国有化という形で決着した。

問題発生当初は、国内だけでなく海外も含めて、多くの金融機関や投資グループがノーザン・ロックの買収に興味を示していた。2007年11月16日に実施された第一回目の入札の締め切りでは、少なくとも8つの投資グループが買収提案を行っていたとされ、中でも有力とされたのは、ヴァージン・グループが率いる投資グループ<sup>1</sup>、UBS とアビー・ナショナルの元 CEO であったルークマン・アーノルド氏が率いるバイアウト・ファンドのオリバント、米国の有力バイアウト・ファンドの JC フラワーズであった。その他にも、

<sup>1</sup> ウィルバー・ロス氏が率いる WL Ross & Co、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、香港の著名投資家ビクター・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。

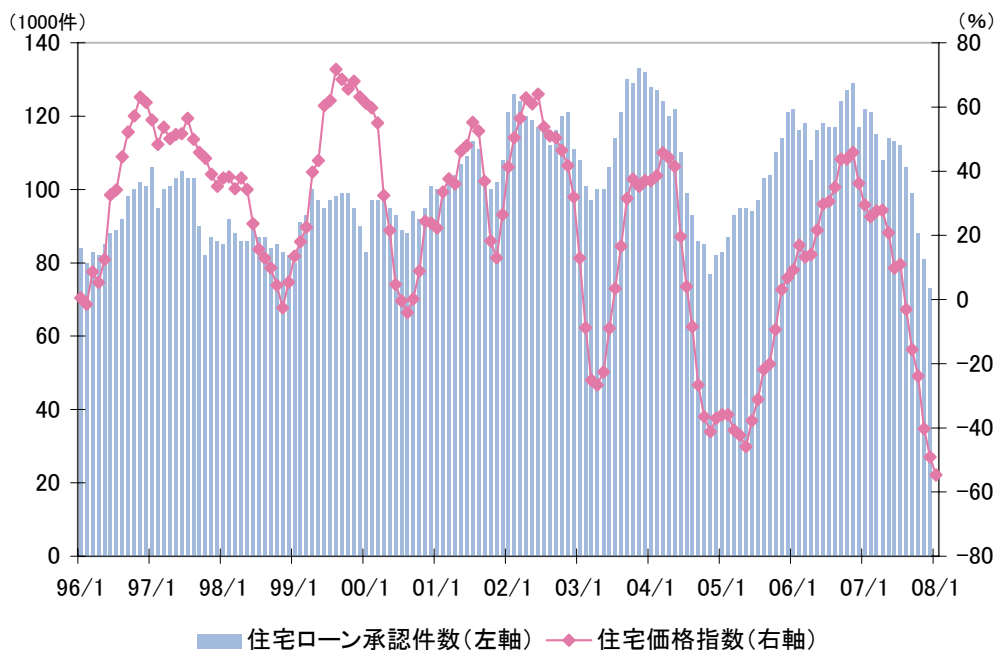
サーベラス、アポロ・マネジメント、トーマス・H・リーなど米国の有力なバイアウト・ファンドの顔もあった。

その後、11月26日には、ノーザン・ロックの経営陣と金融当局によって、ヴァージンの提案が有望との発表がなされた。しかし、既存株主の持分が大幅に希薄化するヴァージンの提案に対して、ノーザン・ロック株式を買い進めていたヘッジ・ファンドの RAB キャピタルや SRM グローバル<sup>2</sup>から反対の声が上がり、また、他の入札参加者からも再提案の機会を求める声が上がったため、当局は引き続き提案を受付けることとなった。

各提案で焦点となっていたのは、追加的な資本の注入額や既存株主の持分の希薄化以外に、既に250億ポンド（約5.6兆円）にまで積み上がっていたとされるイングランド銀行からの借り入れをどのようなスケジュールで返済するかという点であった。納税者の利益を守ることを最優先としていた財務省は特にこの点に関心を持っていた。

ヴァージンの案では即時に100億ポンドを返済し残りを2-3年で返済するという案が提示され、JCフラワーズは対抗して150億ポンドを即時返済することを提案していた。しかし、世界的なクレジット市場の悪化に歯止めが見られないこと、また、好調だった英国の住宅市場にだんだんと陰りが見え始めたことなどから、返済資金の手当ては日を追う毎に困難となっていっていった（図表1参照）。

図表1 英国の住宅マーケット



(注) 住宅ローン承認件数、住宅価格指数とも季節調整済みの数値。住宅価格指数は王立調査士協会が毎月実施しているサーベイを基にした指数で、過去3ヶ月間で住宅価格が上がったと応えた人の割合(%)から下がったと応えた人の割合(%)を引いて計算。

(出所) イングランド銀行、王立調査協会、データストリームより野村資本市場研究所作成

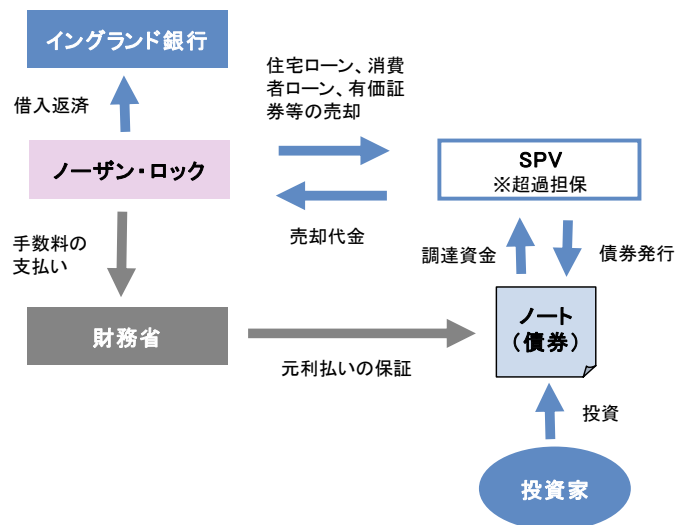
<sup>2</sup> SRM グローバルは2008年2月12日時点で発行済株式の11.5%、RAB キャピタルは2008年2月14日時点で同8.18%を保有。

こうした中、最有力候補の一つであった JC フラワーズが、一旦は 11 月 30 日に再提案を行ったものの、12 月 6 日には撤退を表明、多くの投資グループも機を同じくして、入札から手を引いていった。政府は民間での解決を優先するとの姿勢を変えていなかったが、この頃から国有化という選択肢もありうる事が議会やメディアなどでも議論されるようになった。

ダーリング財務大臣はクリスマス前にノーザン・ロックの問題に決着を付けると宣言していたが事態は進展せず、民間による解決をサポートするために追加的な措置が相次いで導入された。財務省はまず、12 月 18 日にノーザン・ロックの債務の保証を新規の法人債権や担保付の債権にまで拡大し、更に、年明けには、財務省のアドバイザーとして雇っていたゴールドマン・サックスに買収を容易とするための資金調達パッケージを検討させた。

資金調達パッケージは 1 月 21 日に正式に公表された<sup>3</sup>。内容は、ノーザン・ロックの資産を特別目的会社に売却し、この資産を裏付けとして特別目的会社が債券を発行して資金調達を行うといういわゆる証券化を利用したスキームとなっている。債券の投資家へのタイムリーな元利払いについては財務省が保証し<sup>4</sup>、保証の見返りとしてノーザン・ロックが財務省に対して手数料を支払う仕組みとなっている。なお、調達した資金は、イングランド銀行からの借り入れを返済するために利用される。現在、民間の証券化市場は利用が困難な状況にあるが、財務省が利払いを保証することによって、調達を可能にしようというものであった（図表 2 参照）。

図表 2 準備された資金調達パッケージ



(出所) 財務省、ロンドン証券取引所資料より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> ゴールドマン・サックスには 1 月 11 日までに資金調達案を財務省に提出することを求めていた。スキームについては、財務省のウェブサイト及びロンドン証券取引所における適時開示を参照。

[http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/2008/press\\_04\\_08.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2008/press_04_08.cfm)

<http://www.londonstockexchange.com/LSECWS/IFSPages/MarketNewsPopup.aspx?id=1686785&source=RNS>

<sup>4</sup> 詳細な仕組みは不明であるが、超過担保の仕組みを採用しており、更に、担保資産の毀損リスクについてはまず優先的にノーザン・ロックが負担する仕組みとなっている。

この資金調達パッケージは、買収提案者のいずれもが利用することが可能とされ、これを受けた買収提案の受付の期限が2月4日に再設定された。当局からは、買収提案が一つも無かった場合、もしくは当局が適当と判断する提案が無かった場合には、一時的にノーザン・ロックを国有化することもこの時に表明された。EUから緊急対応としての政府援助が認められている期限は3月17日であり、仮に国有化となった場合の準備も含めるとぎりぎりの日程であった。

## II 国有化の判断

政府にとって大きな誤算だったのは、JCフラワーズに引き続き、有力視されていたオリバントが直前になって提案を取りやめたことである。政府によって入札参加への説得が試みられたようだが、資金調達パッケージに対する政府保証の期間が3年と短いことを理由に提出を拒否したと言われている。

結果として、2月4日の締め切りに提出された提案は僅かに2つとなった。外部からはヴァージン・グループのみ、もう一つは、ノーザン・ロックの経営陣による自力再建の提案であった。しかし、いずれも、政府が掲げる三つの原則、①納税者の利益を守る、②金融システムの安定化に寄与する、③消費者を保護するといった観点からまだ不十分とされ、再度、改善策の提出を2月15日までに提出することが求められた。

最終的なヴァージンの案は、グループが所有するネット金融機関のヴァージン・マネーと増資の合計で12.5億<sup>5</sup>ポンドの資本増強を実施し、社名もヴァージンの名前に変更するという内容であった。政府に対しては、最低でも250億ポンドと見込まれた資金調達パッケージに対する保証料として1~2億ポンドを支払い、更に、買収後、企業価値が27億ポンドを上回った場合に、1~2億ポンドを得られるワラントの提供を提示した。

自力再建案は、1月18日にノーザン・ロックの社外取締役役に任命されたポール・トンブソン氏を中心にまとめられたもので、増資によって7.5億ポンドの資本増強を実施し、同時に事業の大幅なリストラを行うという内容であった。資金調達パッケージへの支払いはヴァージンの案とほぼ同様とされるが、政府に対するワラントの提供はない。

最終的な提案も上記三つの原則から判断すると不十分とされ、財務省のアドバイザーのゴールドマン・サックスも国有化が最も納税者にとって有利であると意見したことから、2月17日の午後2時、政府はノーザン・ロックを一時的に国有化することを決定した。ヴァージンの案については、資金調達パッケージにおける政府への保証料の支払いが不十分であること、また、買収後、経営が順調に推移した際の政府（納税者）の取り分が少なかつたこと、一方、経営陣による再建案は、計画している資本増強が不十分であり、再破綻の懸念があること、また、政府による預金の保証についてより長期の継続を求めている

<sup>5</sup> ヴァージン・グループによる出資が5億ポンド、既存株主からの増資が5億ポンド、ヴァージン・マネーの企業価値が2.5億ポンド。

ことが不採用の主な理由とされた。

最終締め切りの直前の2月8日には、ノーザン・ロックが統計局から経営への公的な関与が大きいと判断され統計上、公的機関に分類された。この分類は民間への売却後も継続するものと思われた。約900億ポンドの負債はGDPの6.7%に相当し、公的債務の残高はブラウン首相が公約とするGDPの40%を超えて44.4%となってしまう。「統計上の国有化」も民間での解決へのこだわりをなくす要因となったのかもしれない。

### III 国有化のスキーム

決定の翌日の2月18日には国有化を進めるための法案<sup>6</sup>が議会に提出され、21日に議会を通過成立<sup>7</sup>、22日にノーザン・ロックの国有化の手続きが開始された。国有化の決定に至るまでは時間を要したものの、一旦、国有化が決まった後は迅速に処理が進められた。

法律は、国有化に必要な二つの命令を財務省が実施できる内容となっている。一つは、預金機関の発行した有価証券をイングランド銀行、財務省のノミニー・アカウント、イングランド銀行もしくは財務省の100%子会社等に譲渡させるという命令<sup>8</sup>であり、もう一つは、預金機関が保有する資産や権利、抱えている負債をイングランド銀行もしくは財務省の100%子会社等に譲渡させるという命令である。

ちなみに、法律は形式上ノーザン・ロックだけでなく、他の銀行やビルディング・ソサエティ<sup>9</sup>についても同様の命令を実施できる内容となっている。命令の発動の目的は、①金融システムの安定性に重大な問題がある場合、②同様の理由で財務省による財務的な救済が既に実施されている状況で公共の利益を守るために必要な場合、とされている。ダーリング財務大臣の議会での証言によれば、ノーザン・ロックだけを対象とした法律よりも他の機関も対象とできるような内容にした方が、議会での承認をスムーズにできるというテクニカル上の問題があったという。一方で、今年中に予定されている金融危機対応や金融監督体制、預金保険制度の見直しまでの空白期間を埋めるという意図もあるようで、法案の有効期間も12ヶ月と設定されている<sup>10</sup>。

譲渡については、保有者の同意を必要とせず、また、物的な証書等の譲渡も必要なく、移転に関わる所有者の登録なども実施できるというように、非常に強い強制力を持つ内容となっている。譲渡の対価については、財務省から任命された独立した評価者が命令の発表後、3ヶ月以内に実施することとなっている。評価は、イングランド銀行や財務

<sup>6</sup> Banking (Special Provisions) Bill, 17条の条文と二つの附則で構成されている。  
[http://www.hm-treasury.gov.uk/media/E/4/banking\\_specialprovisionsbill180208.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/media/E/4/banking_specialprovisionsbill180208.pdf) を参照。

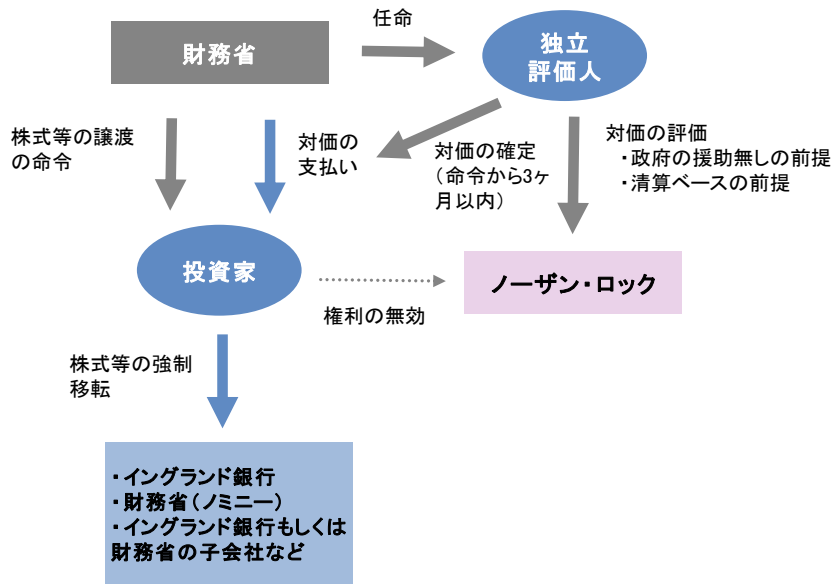
<sup>7</sup> 施行は22日。

<sup>8</sup> 有価証券の引受権などの有価証券に関わる権利の消滅、さらに、クラスなど種類の異なる有価証券への差し替えも含まれる。

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 'Bill will provide power for Bank bail-out' Financial Times, February 19, 2008

図表3 国有化のスキーム



(出所) Banking (Special Provisions) Bill、財務省資料より野村資本市場研究所作成

省からの救済措置がなかったという前提で、清算価値ベースで実施される。評価の基準日は、法律が成立した前日もしくは譲渡の実施された日の前日となっている。

#### IV 今後の焦点は売却価格と運営方針

現在、議論の焦点となっているのは、①既存株主への補償金額と、②今後のノーザン・ロックの運営方針の2点である。

先述したように、補償金額は、政府の援助が仮に無かった場合に事業を清算していたとすれば幾らになるかという前提で計算される。解釈が難しいのは、国有化時点でノーザン・ロックがいわゆる債務超過の状況にはないという点である。大株主は、純資産額を基準とすれば、一株当たり 4~4.5 ポンドの価値があると主張している。ちなみに、取引停止直前の株価は 90 ペンスで時価総額は 3 億 7910 万ポンドであった。現在のクレジット市場の状況を考えると、政府保証が無い状態で資産を売却すれば大幅なディスカウントとなり、株主に配分する残余財産は限られると思われるが、ダーリング財務大臣自らも FSA (金融サービス機構) から債務超過ではないという確認をとったと主張していることもあり議論を呼びそうである。

また、財務大臣は、国有化の理由として将来的に納税者に還元できる利益が売却によって得られることを主張している。一定期間の政府の援助を前提にした価値ではあるものの、これはフランチャイズ・バリューがあるということを暗に認めていることになる。清算価値のみで補償額を計算する方法に対しても、今後、株主からの不満の声があがるであろう。

既に、大口株主や小口投資家のグループの間では訴訟への動きが見られており、今後、政府との間で激しいやり取りが繰り返されることとなろう。

この他、評価の問題としては、約 27 億ポンドに上る資本性の負債の取扱いもある。もともと財務省は、シニア債については預金・債権の補償の対象とする一方で、劣後債やハイブリッド証券は対象から外していた。個別の債券の条件にもよるが、資本性が高いとみなされた場合には、普通株と同等の取扱いを受けることも考えられる。

次に、国有化後の運営についてであるが、ノーザン・ロックの会長としてはロン・サンドラー氏、CFOとしてはアン・ゴッドビヒア女史が政府から任命された<sup>11</sup>。

サンドラー氏は、90年代後半、ロイズ保険組合のCEOとして業務の建て直しを行ったことで有名な人物で、その後、1999年にはロイヤル・バンク・オブ・スコットランドに買収される前のナットウェストにCOOとして招聘され、また、最近では、ステークホルダー年金やチャイルド・トラスト・ファンドなどの政府による低コストの貯蓄スキームの提案を取りまとめたことでも知られている<sup>12</sup>。ゴッドビヒア女史はスイス再保険の元CFOでプルデンシャル保険の社外取締役でもある。

ノーザン・ロックの経営は、両氏の下、政府からは独立した形で、商業ベースで運営し、できる限り早急に民間へ譲渡するという方針が掲げられている。しかし、ビルディング・ソサエティや経営者団体などからは、独立して運用されるとしても究極的には国の保護の下にある金融機関の活動が、民間金融機関の競争環境に影響をもたらさないかが懸念されている。民間よりも有利な預金金利や貸出金利を設定するのは論外としても、仮に、同レベルの金利を提示したとしても国の保証がある分だけで十分有利ではないかということである。

このような懸念に対して、政府は2月21日、野党からの要求に応える形で、ノーザン・ロックが公正取引委員会の調査を毎年受けるという譲歩案に応じた。更に3月31日にノーザン・ロックから発表された業務改革案においては、自ら競争を制限する内容のコミットメントが発表された。

具体的には、①マーケティング資料において国有であることを明示しない、②英国及びアイルランドにおける預金のシェアを過去平均よりも低い1.5%、0.8%にそれぞれ制限<sup>13</sup>、③住宅ローンの新規成約の市場シェアが2.5%を超えない<sup>14</sup>、④2008年中はリテール向け貯蓄商品の価格トップ3に入らない<sup>15</sup>、となっている。

業務改革案では、2010年までにイングランド銀行からの借り入れを完済し、更に2011年までに財務省による預金等への保証を外すという目標が掲げられており、これを達成す

<sup>11</sup> ちなみに、サンドラー氏には月額9万ポンド（約1900万円）、ゴッドビヒア女史には同7万5000ポンド（約1600万円）が報酬として支払われる。

<sup>12</sup> ステークホルダー年金やチャイルド・トラスト・ファンドについては林宏美「英国で導入されたステークホルダー商品」『資本市場クォーターリー』2005年春号を参照。

<sup>13</sup> 資料では過去の英国の平均が1.9%、アイルランドが1.3%としている。

<sup>14</sup> 2007年前半は約20%であった。

<sup>15</sup> 金融商品の比較情報を提供しているMnoeyfactsが設定しているリテール向け貯蓄商品の15のカテゴリーについて、ベスト・パイの上位3つに入らない。

るために、総資産は 2007 年末の 1,070 億ポンドから 2011 年にかけて 500 億ポンドに半減させることが計画されている。住宅ローンの更新をできるだけ抑制し、更に無担保ローンや商業ローン、デンマークの事業から撤退することで資産の圧縮を図るとされている。これに伴い、約 6000 人の従業員のうち 3 分の 1 が削減される。

改革の目標としてノーザン・ロックをより小さく、事業を絞った、財務的に強固な貯蓄銀行へと転換することが掲げられている。財務面では、問題の原因となった市場経由の資金調達を減少させ、2012 年には預金からの調達シェアを 50% にするとしている。

計画は住宅ローン業務を中心にかなりスケール・バックした内容となっており、民間と競合できない厳しい足枷が付けられた状況においては、預金や優良な住宅ローンの獲得も容易ではないものと思われる。将来的に納税者にとって利益が出る形でノーザン・ロックを売却するというダーリング財務大臣が宣言した目標は、思った以上にハードルが高いといえよう。

今回のノーザン・ロックの国有化は、1984 年の米国のコンチネンタル・イリノイ銀行の救済をモデルにしているとの声も聞かれる。当時資産規模で全米 7 位の同行は、積極的な商業貸付の拡大によって、多額の不良債権を抱え、経営の悪化、株価の急落により、預金の取付けが生じた。金融当局、預金保険公社 (FDIC) からの救済の下、民間への売却を 2 ヶ月間模索したが最終的に国有化された<sup>16</sup>。救済コストの計算は様々だが、1994 年にバンク・オブ・アメリカに売却したことによって政府は最終的に利益を上げたといわれている。

コンチネンタル・イリノイ銀行の問題は、その後の金融機関に対する自己資本規制の強化、BIS 規制の導入につながったともいわれている。ノーザン・ロックの問題の大きな違いは、自己資本規制上は全く問題が無かった銀行が、突然の流動性の消失により危機に陥ったという点である。証券化市場の拡大により、資本市場を介して急激かつ巨大に広がった新しいタイプのシステムック・リスクを防ぐための救済措置が、皮肉にも伝統的な金融危機である銀行取付けへと拡大してしまった。その点では、金融監督における流動性の管理という論点に加えて、金融危機における当局の対応の仕組みについても大きな論点をもたらしたといえよう。

英国政府は、既に、預金保険制度の拡充、金融危機時のイングランド銀行の権限の強化と対応手段の多様化、FSA による監督の強化に着手している。直接的では無いものの、今回のクレジット危機を背景とした初めての国有化という救済措置と金融監督及び危機管理体制の見直しとなる。まだ危機は収束する気配には無いが、サブプライム危機の解明と教訓を考える上でも参考となる。

<sup>16</sup> 1984 年、石油・ガス業界への貸付が不良化したことで経営が悪化、預金の取付けが生じ、①連邦預金保険公社 (FDIC) が 15 億ドル、民間銀行が 5000 万ドルを劣後債の購入で提供、②FRB (米連邦準備制度理事会) が無制限の資金供給を発表、③民間銀行 24 行が 53 億ドルのスタンドバイ・クレジットを提供、④FDIC が預金保険の対象となる預金以外にまで保証を拡大。更に、FDIC が同行の不良債権 45 億ドルのうち 30 億ドル分を 20 億ドルで買い取り、残り 15 億ドルについても 3 年をかけて FDIC が買い取り処分、親会社のコンチネンタル・イリノイ・コープの優先株 10 億ドルを購入し実質的に国有化された。救済に際してはトゥー・ビッグ・トゥー・フェイルの問題も議論となった。



図表4 ノーザン・ロック国有化までの歩み

日付			
2007年	9月13日(木)	ノーザン・ロックがイングランド銀行に緊急の流動性供給を求めたとのニュースが出る。	
	9月14日(金)	イングランド銀行がノーザン・ロックに対して無制限の流動性供給を実施すると発表。ノーザン・ロックの店頭で預金引き出しを求める行列が出来る。	
	9月17日(月)	財務省がノーザン・ロックの預金の全額保証を発表。	
	10月1日	預金保険の上限が31,700ポンドから35,000ポンドに引き上げられる。	
	10月9日	財務省が預金の保証を個人の新規の預金にも拡大すると発表。イングランド銀行からの借り入れに利用できる担保資産の拡大。	
	10月11日	財務省、FSA、イングランド銀行の連名で、預金保険制度の見直しに関するディスカッション・ペーパーが発行される。	
	10月12日	ヴァージン・グループがノーザン・ロックの買収に参入。	
	10月19日	ノーザン・ロックの会長が辞任。	
	11月13日	売却の類型やイングランド銀行からの借り入れ及び将来収益の見通しを記したアドバイザーの投資銀行が作成したメモが流出。	
	11月16日	第一回目の提案受けの締め切り。	
	11月26日	経営陣及び金融当局よりヴァージンの案が有力と発表。	
	11月28日	ブラウン首相が民間での解決を支持すると発言。	
	11月30日	JCフラワーズ、サーベラスが条件を変更した案を再提出。	
	12月6日	オリバントが条件を変更した案を再提出。EUによってノーザン・ロックに対する公的な対応が6ヶ月間を限度とする臨時的な救済措置として認められる。イングランド銀行がノーザンロックへの貸付が300億ポンドに上ることを発表。	
	12月7日	JCフラワーズが買収からの撤退を表明。	
	12月13日	ノーザン・ロックのCEOが辞任。	
	12月18日	財務省が劣後債権を除いた新規の法人債権、担保付債権にも保証を拡大すると発表。	
	2008年	1月11日	財務省のアドバイザーとして雇われているゴールドマンサックスが、買収をサポートするための政府保証による証券化を利用したファイナンス・パッケージを提案。
		1月14日	政府は国有化を選択した際にはロン・サンドラー氏を雇うと発表。
1月15日		ノーザンロックが臨時株主総会を開催。株主提案のうち新株発行に関する株主権の強化は可決。資産売買時における株主権の強化は否決。	
1月18日		元レゾリューションCEOのポール・トンプソンが社外取締役役に任命される。	
1月21日		財務大臣がファイナンス・パッケージの詳細を発表。これを受けた提案受けの締め切りを2月4日とした。	
1月30日		財務省が金融危機対応、預金保険制度、今後の金融監督体制の見直しについての案を発表。	
2月4日		最終的な提案受けの締め切り(改善案を2月15日に再締め切り)。オリバントが撤退。	
2月8日		ノーザン・ロックが統計局によって統計上は公的機関に分類される。	
2月15日		政府が求めた改善案の受付の再締め切り。	
2月17日		政府が国有化を発表。	
2月22日	国有化を実施。		

(出所) 野村資本市場研究所作成