

英国政府による金融システム救済第二弾

井上 武

■ 要 約 ■

1. 英国政府は 2009 年 1 月 19 日、金融システム救済のための包括的な対策第二弾を発表した。今回導入された対策は大きく分けると、①市場への流動性供給のさらなる拡充、②不良資産対策による銀行負担の軽減、③その他（ノーザンロック関連、自己資本規制関連）に分けられる。
2. 流動性供給としては、クレジット保証制度の受付期間の延長、新たに資産担保証券に保証を提供、イングランド銀行による流動性ファシリティの改定、イングランド銀行による資産買取制度が導入された。
3. 不良資産対策としては、金融機関が保有する資産に対して、一定金額以上の損失を政府が負担する資産プロテクション・スキームが導入され、2 月 26 日にはロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）、3 月 7 日にはロイズ・バンキング・グループが、同制度の利用で政府と合意した。
4. 英国政府は、この他、RBS とロイズ・バンキング・グループに出資していた優先株を普通株に転換し、配当負担の軽減とコア自己資本の増強を図った。
5. 金融システム対策を受けて両行の株価は、大幅な下落となった。政府持分の増加によって実質的に国有化に近い状況となった両行に対して、英国政府がいずれ完全国有化に踏み切るのではないかと、融資拡大など政府による経営に対する関与が深まるのではないかと、投資家の懸念が広がったものと思われる。

I 包括的な金融システム救済策の発表

英国政府は 2009 年 1 月 19 日、金融機関による貸し渋りを無くし経済回復を促すことを目的に、金融システム救済のための包括的な対策を発表した。英国政府は、2008 年 10 月に欧州主要国の中で、先陣を切って金融機関への資本注入と資金繰り救済に動いたが、金融機関の決算発表シーズンが本格化する前に、さらに踏み込んだ金融システム対策第二弾へと乗り出した¹。財務省が発表した対策は、以下の 7 項目である。

¹ 2008 年 10 月の金融対策については、拙稿「金融システム救済に動き出す欧州各国政府」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号を参照。

図表 1 英国政府が 2009 年 1 月 19 日に発表した金融対策

| 制度 | 詳細 | 開始時期 |
|-------------------------|---|--------------------|
| ① クレジット保証制度の受け付け延長 | ・10月に導入した政府保証による資金調達制度の受け付け期間を2009年4月9日までから同12月31日まで延長。保証と対象となる資金調達の満期については変わらず。 | — |
| ② 資産担保証券に対する保証の提供 | ・新しく資産担保証券に保証を提供するスキームを2009年4月より導入。 ・対象となる担保資産は住宅ローン、企業向け、消費者向けのローン。 ・スキームの透明性が高く、高格付けの資産を担保とするものを対象とする。 ・制度を利用できるのはクレジット保証制度と同じ金融機関やビルディング・ソサエティ。 | 2009年4月より |
| ③ ノーザン・ロックの資産圧縮のペース・ダウン | ・2008年2月に国有化されたノーザン・ロックによる住宅ローン資産の圧縮のペースを落とす。 | — |
| ④ イングランド銀行の流動性ファシリティの改定 | ・2009年1月30日に期限が切れる特別流動性スキーム(2008年4月導入)に代わるものとして、2009年2月2日からディスカウント・ウィンドウ・ファシリティ(2008年10月導入)を利用した貸し出しの満期を30日から364日に拡大。 ・30日を超える貸し出しには25bpsの手数料を上乗せ。 | 2009年2月2日より |
| ⑤ イングランド銀行による資産買取制度の導入 | ・イングランド銀行がファンドを創設し、優良資産を買い取る制度を2009年2月2日より導入。 ・買い取り規模は当初500億ポンドで財務省がファイナンス。 ・対象となる資産は政府保証付き証券、社債、コマーシャル・ペーパー、シンジケート・ローン、特定の資産担保証券。 | 2009年2月2日より |
| ⑥ 資産プロテクション・スキームの導入 | ・金融機関が保有する資産に対して、一定金額以上の損失を政府が負担する制度の導入。 ・経済低迷で将来価値が不透明となっている資産を対象。具体的には、商業用不動産ローン、住宅ローン、資産担保証券のようなストラクチャード資産、企業向け貸付及びレバレッジド・ローン、2008年12月31日時点で保有するヘッジ契約など。 ・対象機関は250億ポンド以上の対象資産を保有する英国の預金受入機関(外国銀行の英国子会社も含む)。 ・一定金額以上の損失について、金融機関も10%など一部を負担する。 ・資産は金融機関のバランスシート上で分離して管理。 ・制度は5年以上の存続を検討。 | 制度詳細は2009年2月末以降に発表 |
| ⑦ 自己資本比率規制に対する確認 | ・自己資本比率規制について、新たに高い基準を設ける予定は無いと明言。 ・プロ・シクリカリティを防ぐために長期的に規制を見直すことについては金融安定フォーラムとバーゼル委員会と協力する。 | — |

(出所) 英国財務相、英国債務管理庁、イングランド銀行、金融サービス機構資料より野村資本市場研究所作成

II 流動性供給の拡充

今回導入された対策は大きく分けると、①市場への流動性供給のさらなる拡充、②不良資産対策による銀行負担の軽減、③その他(ノーザンロック関連、自己資本規制関連)に分けられる。

流動性供給の拡充に該当するのは4つで、1つ目は、2008年10月の金融対策第一弾によって導入された金融機関の資金調達に保証を付ける制度の受付期間の延長で、2009年4月9日が期限であったのを同12月31日まで延長する。2つ目は、これまで保証の対象ではなかった資産担保証券について保証を提供する制度を4月より新設する。3つ目は、イングランド銀行が金融機関の中長期の流動性を支援するために2008年4月より導入している特別流動性スキームの期限が今年1月30日に切れるのに合わせて、引き続き中期の資金調達を支援する制度である。具体的には、イングランド銀行が10月より導入しているディスカウント・ウィンドウ・ファシリティの貸し出しの満期を30日から364日に拡大する。

4つ目は、イングランド銀行が銀行を介さずに直接民間へ資金提供を行う制度の導入である。今回の流動性供給の対策の中でもっとも大きな改革といえる。財務省から提供さ

れた資金で、新たに優良資産を買い取る 500 億ポンド（約 6.6 兆円）のファンドを創設する。買い取り対象は、政府保証付き証券、社債、コマーシャル・ペーパー、シンジケート・ローン、資産担保証券となっている。買い取り総額については将来的な増額も示唆されている。

III 不良資産対策の導入

そして、今回の目玉と思われるのが、金融機関の保有資産の損失を政府が肩代わりするという制度の導入である。米国政府が昨年 11 月にシティ・グループ、今年 1 月にバンク・オブ・アメリカに対して実施した仕組みとほぼ同じものである。具体的には、金融機関が財務省に手数料を支払い²、将来、対象資産で一定金額（ファースト・ロス）以上の損失が生じた場合に、その超えた部分の損失の大部分を政府が負担するという制度である。ちなみに、モラル・ハザードを防ぐために、一定金額を超えた損失部分についても 1 割など金融機関の負担部分を残すものとしている。また、制度を利用する金融機関には、政府が貸し出しや報酬制度などのコミットメントを求めるとされる。制度は 5 年以上の存続を想定している。

対象資産は今回の経済低迷によって最も影響を受けている資産とされており、商業用不動産ローンや住宅ローン、資産担保証券、企業向け貸し出しやレバレッジド・ローン、ヘッジ用の取引³となっている。資産は金融機関のバランスシートに残るものの、不良債権の切り離しと実質同様の効果を狙ったものと考えられる。

資産の評価は財務省及び財務省から雇われたアドバイザーが実施し、手数料やファースト・ロスの金額については、資産の質や納税者の利益を考慮して計算されるとしている。一方で、利用する金融機関が貸し出しのコミットメントを達成できるようインセンティブを与えることも考慮されるようだ。この手数料とインセンティブの問題は、金融機関による制度の利用が進み、思ったような経済効果をもたらされるのかを決めるもっとも重要な点である。また、個別の金融機関や保有資産の状況などによって、手数料の水準が大きく異なることも考えられ、恣意性を疑われないような工夫も必要となろう。手続きの透明性の確保も考えられるが、不安を助長することを懸念する金融機関がかえって利用しなくなるという事態も考えられ悩ましい部分でもある。

2 月 26 日にはロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）が総資産の 15%に相当する 3,250 億ポンドに対して同制度を利用することを財務省と合意、続いて 3 月 7 日にはロイズ・バンキング・グループが総資産の 32%に相当する 2,600 億ポンドに同制度を利用することを合意した（図表 2 参照）。パークレイズも制度の利用を検討していたが、ス

² 手数料は主に優先株の発行によって支払うとされている。

³ 2008 年 12 月 31 日時点で保有していたもの。クレジット・デフォルト・スワップなどを想定しているものと思われる。

図表 2 RBS とロイズ・バンキング・グループの資産プロテクション・スキームの詳細

| | RBS | ロイズ・バンキング |
|-------------|---|---|
| 保証対象資産 | 2008年12月31日時点の資産 | 2008年12月31日時点の資産 |
| 保証対象資産額 | 3250億ポンド(償却後3020億ポンド)(総資産の15%) | 2600億ポンド(償却後250億ポンド)(総資産の32%、83%がHBOS) |
| (資産内訳) | | 住宅ローン 740億ポンド 消費者ローン 180億ポンド 商業貸付(含む不動産担保、レバレッジ貸付) 1510億ポンド 財務資産(含むAlt-A商品) 170億ポンド |
| 第一次損失(免責金額) | 195億ポンド(保証額の約6%) | 250億ポンド(保証額の約10%) |
| 損失負担率 | RBS10%、財務省90% | ロイズ・バンキング10%、財務省90% |
| 手数料 | 65億ポンド(保証額の2%) | 156億ポンド(保証額の6%、7年で償却) |
| 手数料支払い手段 | B株の発行 | B株の発行 |
| (B株の条件) | <ul style="list-style-type: none"> ・利率は7%もしくは普通株配当の250%のいずれか高いほう ・ティア1扱い ・無議決権 ・50pで随時普通株に転換可能、30営業日中20日の間、加重平均株価が65p以上の場合、普通株へ強制転換 | <ul style="list-style-type: none"> ・利率は7%もしくは普通株配当の125%のいずれか高いほう ・ティア1扱い ・無議決権 ・115pで随時普通株に転換可能、30営業日中20日の間、加重平均株価が150p以上の場合、普通株へ強制転換 |
| その他条件 | <ul style="list-style-type: none"> ・2009年中に住宅ローン90億ポンド、上業貸付160億ポンドを増額、さらに2010年中に250億ポンドの貸付金の増額 ・46億ポンド相当(保証額の1.4%)の赤字税効果の利用の放棄 | <ul style="list-style-type: none"> ・2010年3月までに住宅ローン30億ポンド、商業貸付110億ポンドを増額 |

(出所) 英国財務相、RBS、ロイズ・バンキング・グループ資料より野村資本市場研究所作成

トレス・テストの結果を受け、最終的には自己資本が十分であると判断し 3月27日に利用が必要ないとの発表を行った。

RBS とロイズ・バンキング・グループが政府と合意した内容を見ると、自己で負担するファースト・ロスの金額や手数料率の水準に差が見られる。ロイズ・バンキング・グループの保証対象資産の内容が相対的に悪いことや、RBS が手数料軽減のために税効果会計を放棄していることなどが差となって表れているようである。

IV RBS、ロイズ・バンキング・グループの政府持分の増加

今回、金融対策パッケージと同時に、RBS に対する政府持分の変更を発表した。RBS には 2008 年 10 月に発表された金融対策を受けて、普通株で約 150 億ポンド、優先株で 50 億ポンドの政府による資金注入が実施されていたが、今回、優先株の 50 億ポンド分を普通株に転換することとなった。転換価格は 31.75 ペンスで、前回の資本注入時の価格 65.5 ペンスの半分以下となっている。これにより政府による普通株の持分は 58%から上昇して 70%を超える見通しとなった⁴。資産プロテクション・スキームの手数料として発

⁴ 既存投資家は増資に応じる権利があったが、結局、総額のわずか 0.7%の応札しかなかった。”RBS says state stake to rise to 70 percent,” Reuters, April 7, 2009

行した優先株を普通株に転換した場合、政府の持分は最大 95%（議決権 75%）となる。

RBS は同日に発表された決算見通しで、資産及び ABN 買収に伴うのれん代の償却などにより、年度決算が英国企業として過去最大規模となる 280 億ポンドの赤字となると発表。優先株の普通株への転換は自己資本の新たな調達ではないものの、赤字によって棄損するコア自己資本の増強と、年間 6 億ポンドにのぼる優先株に対する配当負担の軽減につながる。RBS は今回の変更でコア・ティア 1 比率が約 1% 上昇すると発表している⁵。

RBS と同様にロイズ・バンキング・グループも合併した HBOS も含めた優先株 40 億ポンドを普通株に転換することで合意した。ロイズ・バンキング・グループの場合、資産プロテクション・スキームの手数料として発行した優先株が普通株に転換すると、政府の持分は最大 77%（議決権 75%）となる。

V 投資家は完全国有化と政府の経営関与を懸念

19 日の発表を受けて、RBS の株価は 66.6% 下落し 11.6 ペンスとなった。転換価格を大きく下回る水準への株価の下落は、損失の拡大及び希薄化の影響だけでなく、今後、さらに完全国有化を目指すのではないかと投資家が懸念したためである。また、今回の救済では、政府は RBS に対して 2008 年 10 月に住宅ローンと中小企業向け融資でコミットした内容、すなわち、競争的な貸し出しについて 2007 年の水準以上を今後 3 年間約束するということを大企業向け融資にも拡大することを求めている。さらに今後 12 か月の間に 60 億ポンドの貸出増加も約束させている。経済環境が悪化する中での貸し出し拡大へのコミットが投資家から懸念された面もあろう。

RBS 同様に政府から資本注入を受けているロイズ TSB の株価も、今後の政府の関与拡大を懸念してか、マイナス 33.9% と大幅な下落となった。また、それ以外の英国銀行株も、バークレイズがマイナス 10.2%、スタンダード・チャータードがマイナス 8.1%、HSBC がマイナス 6.5% と軒並み大きな下落となった。今回の金融対策に対しては、産業界は貸し渋りを解消する上で一定の効果が期待されると軒並み歓迎の意を示している⁶。一方で、投資家は金融機関が代償としてどれほどのコミットメントを政府から求められるのかを判断しかねているようである。

⁵ 2009 年 1 月 19 日に RBS が発表したトレーディング・アップグレードより。

⁶ “Business welcomes fresh bail-out,” *Financial Times*, January 19, 2009