

## クロスボーダー金融グループの破綻処理 －新たなアプローチ－

淵田 康之

### ■ 要 約 ■

1. リーマン・ショックを契機に、クロスボーダー金融グループの破綻がもたらす混乱を防ぐための取組みが、FSB やバーゼル銀行監督委員会主導で進みつつある。2012 年から 2013 年にかけて、各国の破綻処理制度に対するピア・レビューや、各 G-SIFI ごとのレゾリューション・プランの策定、レゾルバビリティ・アセスメントが実施される。
2. クロスボーダー金融グループの破綻処理制度の整備が遅れていたのは、各国の金融制度や破綻処理制度に相違があることや、損失分担のあり方で合意が困難であったためである。これらの問題を回避できる手法として、最近、米国の当局が提唱するシングル・レシーバーシップのアプローチが注目される。
3. このアプローチは、ホーム国当局の主導によりホーム国の持株会社のみ破綻処理し、内外の子会社の重要な機能はそのまま維持するというものである。持株会社の資産と一部の負債は、ブリッジ持株会社に移転され、ベイルインによるリキャピタライゼーションを経て、新会社となる。金融機関の巨大化につながる救済合併は行わない。
4. 国際的な金融機関の業界団体である IIF は、FSB 等による取組みに支持を表明しつつ、その実効性を確保する上で、今後、国際条約を締結していくことを提言している。またシングル・レシーバーシップのアプローチについては、米国の大手金融機関のグループ構造には適しているが、金融機関グループ構造には多様性があることに配慮すべきと主張している。
5. 米国の大手金融機関の海外業務の 8 割以上が、英国で行われているが、英国もシングル・レシーバーシップ・アプローチを支持し、米英による具体的な検討が進んでいる。2012 年中にも、検討を踏まえた何らかの成果が示されると見られ、注目される。

## ようやく本格化する国際的取り組み

国際的に業務展開する大型の金融機関の破綻が、世界経済に甚大な混乱を引き起こす可能性については、かねてより関係者の間では懸念されていたところであるが<sup>1</sup>、2008年9月のリーマン・ショックでそれは現実のものとなった。

一国内における預金取扱金融機関の破綻をもたらすシステムリスクに対しては、通常の破産法とは異なる破綻処理制度が用意され、また預金保険制度や中央銀行の緊急貸出などのセーフティネットが整備されている国も多い。

しかし、国境を越えた危機の伝播への対応は、各国の破綻法制や金融制度の相違もあり、バーゼル規制等、危機の事前予防のための制度整備や、資金決済リスクへの対応<sup>2</sup>などはなされてきたものの、危機発生時の体制整備という面は、手付かずのままになってきたのである。

さらに今回のリーマン・ショックのように、銀行以外の金融機関が関係するシステムリスクは、どの国においてもこれまで十分な想定がなされておらず、国内制度すら整備されていなかったというのが現実である。

そこで、リーマン・ショック後の2008年11月に開催された、ワシントンにおける最初のG20において、大きくて複雑なクロスボーダー金融機関の秩序ある破綻処理を実現するために、破綻処理レジームと倒産法を見直すことが、アクションプランの一つに掲げられ、FSBやバーゼル銀行監督委員会において検討が始まったのである。

バーゼル銀行監督委員会は、既にサブプライム問題が表面化した2007年12月の時点で、クロスボーダー・バンク・レゾリューション・グループ(CBRG)を設置し、クロスボーダー金融機関の破綻への対応を検討してきたが、その後の情勢を踏まえつつ、2010年3月に10の勧告を発表した<sup>3</sup>。この勧告は、2010年6月のG20トロント・サミットで承認され、破綻処理フレームワークの構築に向けての国際的な取り組みが本格化した。

FSBは、クロスボーダーの危機管理フレームワークについての合意形成には時間がかかると見られるため、まずG-SIFIに焦点をあてた危機対応のフレームワークの整備を優先させることとし、2010年11月のG20ソウル・サミットにおいて、「実効的な破綻処理制度の主要な特性(Key Attributes of Effective Resolution Regimes)」を策定することなどを含み、一連の取組方針を発表している<sup>4</sup>。

その後、CBRGの勧告やFSBの方針などを踏まえた各国の制度整備の進捗状況を、

<sup>1</sup> 例えば、2004年9月に開催されたシカゴ連銀の国際銀行コンファレンスは、Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvenciesをメインテーマとし、クロスボーダー問題は、その主要なアジェンダとなっていた。

<sup>2</sup> いわゆるヘルシュタット・リスクへの対応として、2002年にCLS(Continuous Linked Settlement)が稼働を開始し、外国為替取引のPVP(Payment versus Payment)が実現するようになった。

<sup>3</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, March 2010

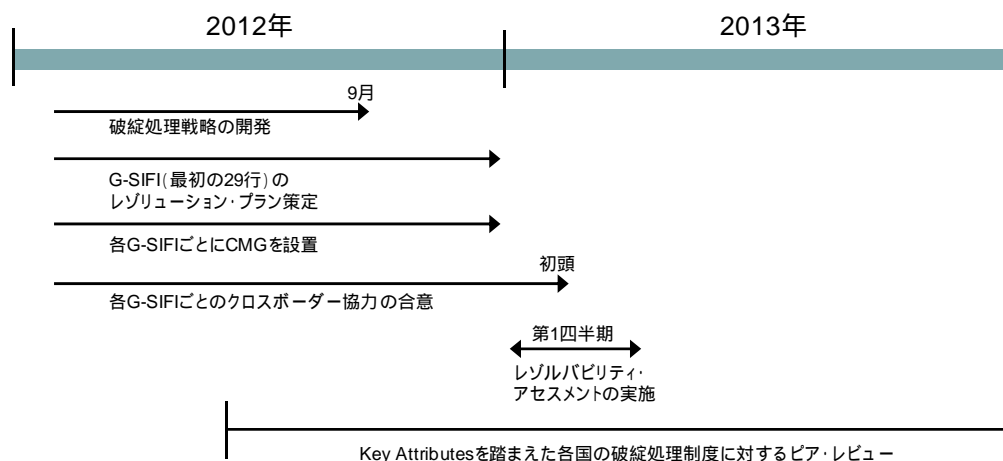
<sup>4</sup> FSB, *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions*, 20 October 2010.

CBRG がとりまとめ、2011年7月に発表しているが<sup>5</sup>、ここでは、クロスボーダーの枠組み作り以前に、まだ国内制度の整備が進んでいない国が多いことが問題とされている。例えば、銀行のみならず、その持株会社や各種の金融会社に対しても、通常の破綻処理レジームとは異なる特別な破綻処理制度（Special Resolution Regime：SRR）が必要であるが、これがまだ無い国が多い状況であった。

こうした経緯を踏まえ、FSBは、2011年10月に「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」という報告書を発表した<sup>6</sup>。同報告書は、クロスボーダー金融機関の破綻処理における混乱を防ぐために、各国の破綻処理制度が共通に兼ね備えて置くことが望ましい点や、各国間の政策協調のあり方などについてとりまとめたものである。

同報告書は、2011年11月に開催されたG20カンヌ・サミットで承認され、現在、ここで確認された方針に基づき、G-SIFIごとの回復・破綻処理計画（Recovery and Resolution Plan: RRP）を策定すること、この前提として、2012年9月までに破綻処理戦略について検討すること、G-SIFIごとに主要関連国の関係当局者で構成されるクライシス・マネジメント・グループ（CMG）を設置し、監視や危機時の協力体制を構築することなどが推進されている（2012年末までに実現）。2012年後半からは、各国の破綻処理制度がKey Attributesに示される、望ましい破綻処理当局の権限や破綻処理手段のあり方などに照らして妥当かどうかを評価する、最初のピア・レビューがスタートする。そして2013年第1四半期には、レゾルバビリティ・アセスメント（解体可能性評価）が実施される運びとなっている（図表1）。

図表1 G-SIFIに対する破綻処理制度の整備方針



(出所) FSB

<sup>5</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Resolution policies and frameworks – progress so far*, July 2011.

<sup>6</sup> FSB, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, October 2011.

## 新たなアプローチ

### 1. 米欧の枠組みと Key Attributes

FSB が主導して導入を目指す、グローバルな金融グループの破綻処理のアプローチの主な特徴としては、次のような点が指摘できる。

納税者の負担により金融グループを救済することはせず、株主及び債権者に損失を負担させる。一定の債権者については、損失負担の可能性を事前に明確化し、迅速な破綻処理を実現する<sup>7</sup>。

破綻時の混乱を限定できるよう、平時においてレゾルバビリティの高いグループの組織・業務構造を要求する。レゾルバビリティについて、アセスメントを行なう。

さらに、各金融グループごとに RRP を策定することで、危機時の対応が平時から準備できているようにする。

各国の金融機関破綻処理制度全般の統一ではなく、Key Attributes を特定してその採用を求めると同時に、各 G-SIFI を対象とする CMG における関係当局者の検討を通じて、秩序ある破綻処理を行なう上での障害を特定し、関係国間の MOU 等を通じてこれに対処していく。

このうち、～ とほぼ同様の考え方は、米国ではドッド・フランク法で既に導入され、2012 年 6 月に欧州委員会が提案した金融機関の破綻処理制度の EU 指令案<sup>8</sup>にも採用されている。

また銀行のみならず、その持株会社や各種の金融会社に対する SRR の導入や、破綻処理当局の設置、破綻処理過程時に必要な業務を継続させるための一時的な流動性供給の仕組み、デリバティブなどのコントラクトの期限前契約の一時停止など、FSB の提示する Key Attributes の多くの項目も、既に米国では導入され、EU 指令案にも盛り込まれている。

すなわちリーマン・ショックの教訓を踏まえ、各国レベルで、金融グループの破綻処理への基本的アプローチとして、共通の発想が採用されつつあるのである。この結果、グローバルなレベルでも、上記 に示される各国の協調の枠組み作りが円滑に進展することが期待されるところである。

### 2. 持株会社の破綻処理と子会社の機能継続

さらにここに来て、一つの注目すべきアプローチが提示されている。これは、FDIC が 2012 年 1 月のシステムミック・レゾリューション・アドバイザー・コミティで発表し、

<sup>7</sup> EU 等では、この仕組みをベイルインと呼ぶことが多い。

<sup>8</sup> 小立敬「欧州委員会による銀行破綻処理の枠組みの提案」『野村資本市場クォーターリー』2012 年夏号参照。

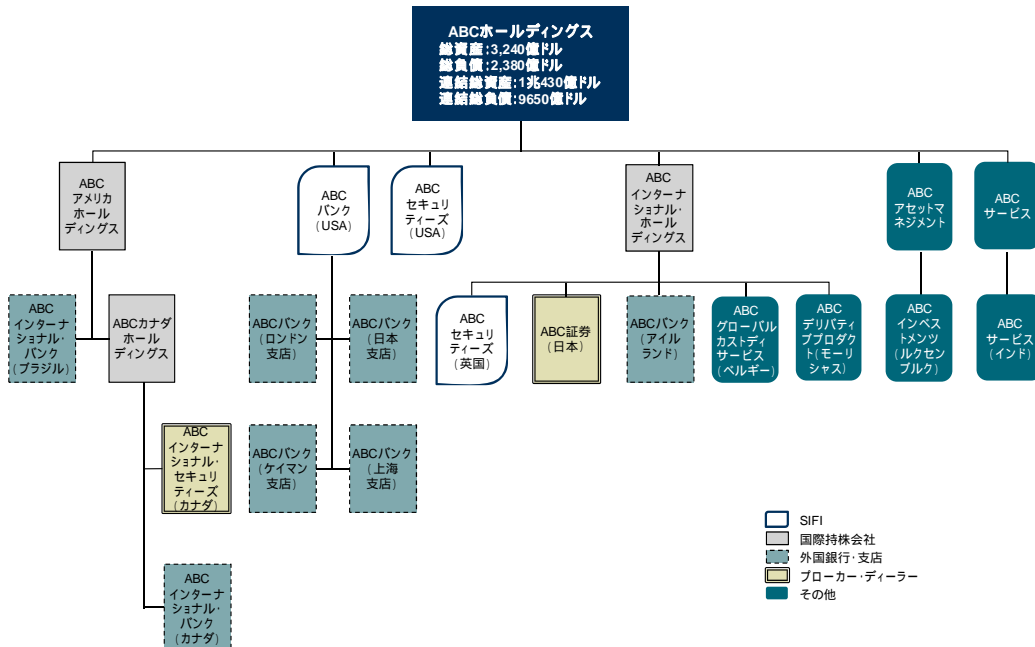
2012年5月のFDICのグルーエンバーグ総裁代行の講演<sup>9</sup>の中でも紹介されているもので、グローバルに業務展開する米国の大手金融グループについては、FDICが管財人となり、その持株会社を破綻処理手続き下に置く一方、グローバルに所在する多くのソルVENTな子会社については、基本的に業務を継続させるという方針である。このアプローチは、Single Receivership - Parent Company Entry、あるいはSingle Point of Entry Receivershipとも呼ばれる（以下、シングル・レシーバーシップと称す）。

ドッド・フランク法では、破綻しつつある金融会社が、米国の金融安定への重要なリスクとなるとしてFDIC及びFRBが勧告する場合<sup>10</sup>、財務長官は大統領との協議の上、当該金融会社を、同法第二編に規定される整然清算（orderly liquidation）の対象とし、FDICを管財人として任命する<sup>11</sup>。

しかし、クロスボーダーに展開する大手金融グループに対して、この措置を発動した場合、本当に混乱なく破綻処理プロセスを遂行しうるのか、多くの疑問が呈せられてきた。海外に所在する子会社に、こうした米国の法制や行政措置がそのまま適用されるわけではないこと、またFDICは預金保険法の下での中堅・中小の預金取扱金融機関の破綻処理の経験は豊富であるものの、ドッド・フランク法第二編で付与された巨大で複雑な金融グループ持株会社の破綻処理権限は未知の領域であり、経験は皆無であるからである。

今回、提示されたシングル・レシーバーシップのアイデアでは、図表2に示すような大

図表2 大手グローバル金融グループのリーガル・エンティティのイメージ図



(出所) FDIC

<sup>9</sup> Remarks by Martin J. Gruenberg Acting Chairman, FDIC to the Federal Reserve Bank of Chicago Bank Structure Conference, Chicago, IL, May 10, 2012.

<sup>10</sup> 対象金融会社がブローカー・ディーラーの場合または対象金融会社の米国における最大子会社がブローカー・ディーラーである場合、SEC及びFRBがFDICと協議して勧告。

<sup>11</sup> 子銀行の通常の破綻処理の場合は、従来どおり預金保険法が適用される。

手グローバル金融グループが破綻の危機に瀕した場合、ドッド・フランク法第二編が適用されるのは、持株会社（ABC ホールディングス）だけであり、その傘下の子会社等にとっては親会社がブリッジ持株会社に変化するのみで、重要な業務は継続されるため、混乱の拡大は避けられる。運営を継続するために必要な流動性の調達に支障を来すような場合は、ドッド・フランク法に規定された整然清算基金（Orderly Liquidation Fund: OLF）<sup>12</sup>を活用し、ブリッジ持株会社における流動性が確保され、子会社等に必要な資金がトランスファーされることになる<sup>13</sup>。

FDIC を株主として運営されるブリッジ持株会社は、FDIC 持分の民間投資家への売却や、旧持株会社の無担保債権をエクイティに転換するなどして資本の再構築を行うことにより、新持株会社に転換される。

シングル・レシーバーシップに対峙するアプローチは、Multiple Receiverships-Parent & Subsidiary Entry、あるいは Multiple Point of Entry Receivership と呼ばれるものであり、親会社レベル、子会社レベルのそれぞれで、破綻処理手続きが行われる。

例えば、預金保険対象銀行については、FDIC が預金保険法に基づく通常の銀行破綻処理を行い、持株会社やグループのノンバンク SIFI に対しては、ドッド・フランク法第二編に基づく整然清算を行う。再生可能性のない預金保険対象外の法人については、破産法が適用される。

このような処理が行われる場合の問題点は、グループ法人間での融資や保証、マッチしたデリバティブのブックイングが他のグループ内法人で行われている場合など、破綻前におけるグループ内の取引関係が分断されてしまい、グループ全体のフランチャイズ・バリュウの崩壊につながりかねないことである。そこで、FDIC はシングル・レシーバーシップの方が適していると考えているのである。

### 3．救済による金融機関の巨大化を回避

2011 年、FDIC は、もしも 2008 年時点でドッド・フランク法第二編があれば、リーマンを秩序ある形で破綻させることができた、とするレポートを発表している<sup>14</sup>。そこでは、FDIC は、リーマンの問題を早期に察知すると、期限を区切って資本増強や会社の身売りなど抜本的な対策をリーマンに要求すると同時に、デューディリジェンスを行い、FDIC 主導で入札方式による会社売却の準備を秘密裏に始めるとされている。そして期限内に会社側が対応できなかった場合、整然清算が発動されて FDIC がレシーバーとなり、入札が実施され、例えばパークレイズがリーマンを買収するとされている。

しかし、上記のシングル・レシーバーシップのアプローチでは、入札により他の大手金融機関が買収するのではなく、持株会社を破綻処理し、債権のヘアカットや株式への転換

<sup>12</sup> 210 条(n)。

<sup>13</sup> 後述する、銀行持株会社による銀行子会社の財務支援義務（source of strength）による。

<sup>14</sup> 淵田康之「リーマンの整然清算が可能だったとする FDIC 報告書」『野村資本市場クォーターリー』2012 年夏号参照。

によるリキャピタライゼーションを通じて新持株会社とすることとなっている。これについて、FDIC の担当者は、他の大手金融機関に買収されることにより生じる市場集中度の高まりを避けることができると説明している<sup>15</sup>。

#### 4 . シングル・レシーバーシップを支持する動き

バンク・オブ・イングランドの金融安定担当副総裁のタッカー氏も、2012 年 5 月のスピーチにおいて、このシングル・レシーバーシップのアプローチ（タッカー氏は、トップダウン・アプローチと呼んでいる）への支持を表明している<sup>16</sup>。米英は既に、このアプローチを実践する上で、現状、どのような障害があるか、それにどう対応するかについての検討を進めており、2012 年中にこの検討を踏まえたシングル・レシーバーシップに関するより詳しい議論が明らかになる見込みである。

この米英の取組みは、重要な意味を持っている。というのも、図表 3 に示すように、米国の大手 SIFI の海外業務の 8~9 割が、英国に集中しているからである。従って、米英の二国間だけにおいてであっても、シングル・レシーバーシップのアプローチが導入されることとなれば、これまで解決が容易ではないとされてきた、クロスボーダー金融機関の破綻処理の問題が、かなりの程度、解消されることとなるわけである。米英がこのアプローチを導入する場合、これがスタンダードとみなされ、他国で追随する動きが広がれば、こ

図表 3 米国主要 SIFI の海外業務の実態

地域	SIFI A	SIFI B	SIFI C	SIFI D	SIFI E	合計
英国	93%	91%	84%	82%	89%	88%
日本	1%		5%	5%	4%	3%
オーストラリア	1%	4%	3%			2%
シンガポール	1%	2%	2%			1%
モーリシャス				8%		1%
ケイマン諸島				3%	2%	1%
ブラジル			1%			0.4%
南アフリカ	1%					0.2%
インド		1%				0.2%
ドイツ					2%	0.1%
アイルランド				1%		0.1%
ルクセンブルク					1%	0.1%
パハマ						0.1%
合計	97%	98%	95%	99%	98%	97%

- (注) 1. 海外業務は、支店及び現法の 資産、 オフバランスシートのデリバティブ想定元本、  
その他のオフバランスシート項目の合計（信用状、保証、未使用コミットメント）。  
2. 各 SIFI に付き、海外業務量の上位 5 カ国のみを対象。

(出所) FDIC

<sup>15</sup> 2012 年 1 月の FDIC システムック・レゾリューション・アドバイザリー・コミティ議事録より。

<sup>16</sup> Tucker, Paul “Resolution- a progress report”, speech at the Institute for Law and Finance Conference, Frankfurt, 3 May 2012.

の点はさらに確実なものとなっていこう。

米国は、2012年7月初めまでに、大手金融グループ9行にレゾリューション・プランを提出させたが、この中で、JPモルガンとシティグループは、シングル・レシーバシップをより好ましい破綻処理戦略である、と評価している。

またFSBにおいては、先述の通り、2012年9月までに、どのような破綻処理戦略を採用するか検討しているが、この破綻処理戦略には、シングル・レシーバシップ・アプローチが含まれるということである<sup>17</sup>。

## シングル・レシーバシップのプロセス

### 1.ブリッジ持株会社、新持株会社の設立

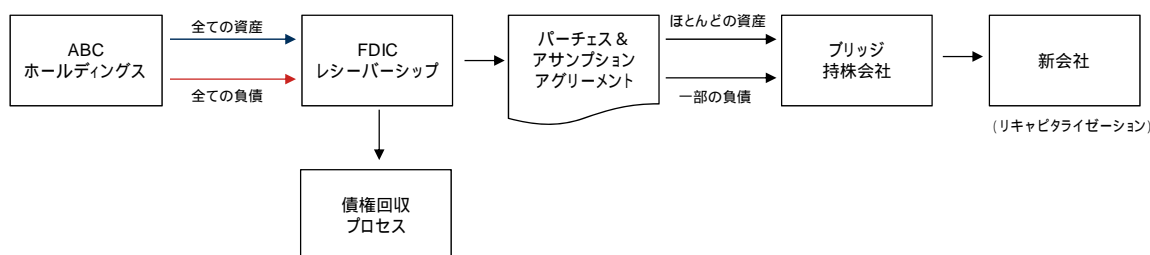
FDICの資料を参考に、シングル・レシーバシップのプロセスをもう少し詳しく見てみよう(図表4)。

ドッド・フランク法第二編が発動され、FDICが管財人に指名されると、持株会社の全ての資産(子会社への投資持分や融資など)は、FDICの管理下に置かれる。その上で、これら資産は、パーチェス&アサンプション(Purchase & Assumption: P&A, 営業譲渡方式に相当)により新たに設立されたブリッジ持株会社に移管される。旧持株会社の株式、劣後債権、及び無担保債権については、管財人の管理下に置かれる。ブリッジ持株会社は、リキャピタライゼーションを経た上で、新持株会社となる。

ブリッジ持株会社の株主は、FDICとなるが、子会社の運営を継続させる上では、資本と流動性が十分確保されている必要がある。またFDICの管理下からエグジットし、新持株会社となるためには、新たな株主が必要となる。

資本については、ベイルインにより、旧持株会社の債権の一部が新持株会社のエクイティに転換される。これを行なう上では、FDICは、損失を推計し、旧持株会社の株主、劣後債保有者、無担保債権者に、その優先順位に従って損失を負担させる。この結果、通

図表4 シングル・レシーバシップのプロセス



(出所) FDIC

<sup>17</sup> FSB, *Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, 19 June 2012.



常、株式は無価値となり、損失を被らずに残った債権が、新持株会社の株式に転換されるのである。さらに債権の一部は、資本不足時に、株式に強制転換される条項が付いた劣後債に転換され、追加的な資本バッファとなる。なお、損失を負担したエクイティや劣後債の保有者に対しては、新会社のエクイティに対するコール・オプションやワラントが付与される場合がある。

図表 5 の例は、推定された 1,300 億ドルの損失を負担させた結果、エクイティと劣後債が 100% 毀損し、無担保シニア債が 3% のヘアカットを受けた場合を示している。

なおこれら債権者の最終的な損失負担額は、当該金融機関を連邦倒産法第 7 章（チャプター・セブン）の下で清算した場合に負担したであろう損失を上回ることはいない<sup>18</sup>。

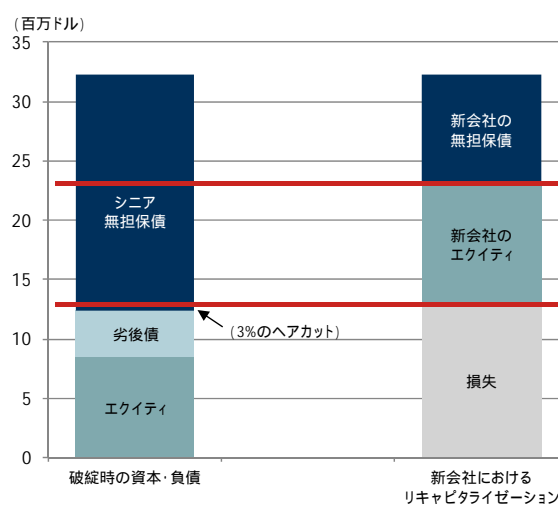
## 2 . 流動性の供給

子会社における債務のロールオーバーへの対応など、子会社の運営継続のために必要であれば、まずブリッジ持株会社が市場から資金調達をするなどして、流動性を供給する。これが困難である場合には、ドッド・フランク法が用意した、OLF の仕組みを活用する。

OLF は国庫に設置され、FDIC は OLF を用いて、ブリッジ持株会社に対する債務保証を提供するほか、直接、流動性を投入することも可能である。

なお OLF からの借入は、破綻処理を通じて回収される資金で返済されるが、不足する場合は、各大手金融機関から事後徴収することとし<sup>19</sup>、納税者が損失を負担することはないと定められている。

図表 5 株主・債権者の扱い



(出所) FDIC

<sup>18</sup> ドッド・フランク法 210 条(a)(7)(B)。なお後述の NCWOL 原則を参照。

<sup>19</sup> ドッド・フランク法 214 条。

### 3 . ガバナンス

ブリッジ持株会社は、当初、FDIC が破産管財人としてその株主となり、暫定的な取締役と CEO を民間セクターから探し、指名する。彼らは FDIC の監視の下で、経営を担う。

次の段階として、旧持株会社の債権者が上記の債権の転換により、ブリッジ持株会社の株主となると、この株主が新たな取締役を選出する責任を負うことになる。そしてこの新たな取締役会が、CEO を指名する。

このプロセスを経て、ブリッジ持株会社は、完全に民営の新会社に転換する。FDIC は、このプロセスは短期で完結することを期待している<sup>20</sup>。

#### IIF の意見

以上、クロスボーダー金融機関の破綻処理に関し、FSB の Key Attributes に示されるグローバルな方向性と、米英が導入に向けて検討を進めているシングル・レシーバーシップ・アプローチを紹介した。

国際的な金融機関の業界団体である IIF (Institute of International Finance) は、2012 年 6 月に発表した報告書<sup>21</sup>において、Key Attributes の完全な採用を支持するとしつつ、この実現に向けて、今後、留意すべき点を指摘している。以下、ポイントを紹介しよう。

#### 1 . 国際条約の必要性

IIF は、実際のクロスボーダー破綻処理を円滑に進めるには、各国が Key Attributes を踏まえた制度を導入しているだけではなく、各国の当局者間におけるより包括的、実質的な取り決めが必要であると指摘する。CMG も、直接関係する当局者間の信頼と自信の醸成に役立つが、これだけではクロスボーダーの問題のあいまいさや各種の疑問を解決できない。

例えばホーム国がシングル・レシーバーシップによる破綻処理開始を決定し、海外子会社の運営は維持しようとした時、一部の国がこの方針を受け入れず、自国の破綻処理制度を発動し、自国に存在する法人の資産を、自国の債権者のために確保しようといった動きをすれば、大きな混乱を引き起こしかねない。

国際的な企業の倒産に関しては、一国の倒産手続きの効力はその国内に限られるという属地主義 (territorial approach) の考え方と、それが世界中に及ぶという普及主義 (あるいは国際主義、universal approach) の考え方がある。

前者の場合、各国がそれぞれの判断で、自国に所在する拠点に対して、自国の破綻法制

<sup>20</sup> ドッド・フランク法 210 条(a)(1)(F)では、ブリッジ金融会社は原則 2 年間存続、1 年ずつ最大 3 回まで延長可能とされる。

<sup>21</sup> Institute of International Finance, *Making Resolution Robust- Completing the Legal and Institutional Frameworks for Effective Cross-border Resolution of Financial Institutions*, June 2012.

に則り破綻処理を行なう事態が生じうる。またそれ故、自国債権者保護のため、自国拠点に一定の資産を保持することを平時から要求することも生じうる。これに対して、後者では、所在地に係わらず企業グループを全体としてとらえ、すべての債権者間の平等を図り、個別的な権利行使が制限される。国際連合国際商取引法委員会（United Nations Commission on International Trade Law：UNCITRAL）の国境を越えた支払い不能に関するモデル法（1997年）では、各国の主権を尊重しつつも、後者の観点を重視するアプローチが採用されている。

金融分野では、すべての債権者間の平等という観点に加え、グローバルな金融システムの安定という観点からも、普及主義的なアプローチ（あるいは修正された普及主義）の採用を重視するのが、FSBやIIFの立場と言えよう<sup>22</sup>。

IIFは、Key Attributesは各国へのガイドラインといった性格のものに過ぎず、各国がより明確にその遵守にコミットする取決めが不可欠であるとし、今後、UNCITRALのモデル法に見られるようなクロスボーダー倒産条約を、グローバル金融機関の分野でも確立し、各国が合意していくことが望ましいとする。

なお従来のクロスボーダー金融機関の破綻処理を巡る議論は、結局、どこの国がどの程度、金融機関の救済資金を負担するのか、という点が問題となり進展しないという側面があったが、今日の議論においては、金融機関の救済は想定されておらず、破綻処理のテクニカルなプロセスに関する合意が中心となる。破綻処理がどのように行なわれるかについて、予測可能性があることは、金融機関が発行する債券等への投資家にとっても重要であり、その意味でも、国際条約の確立が重要であると、IIFは主張する。

## 2. ベイルインの在り方

既述の通り、新たな金融機関の破綻処理アプローチにおいては、公的資金による救済を避けるため、ベイルインが重要なツールに位置づけられている。そこでEU指令案の場合、十分な額のベイルイン適格債務<sup>23</sup>を維持する観点から、総負債に対して一定比率以上の自己資本および適格負債の合計額を維持すべきとしている。欧州委員会は、総負債に対する適格債務の比率の例として、最低10%という数字も提示している。

しかしIIFは、こうした規制は望ましくないとする。例えば、預金による調達を主体と

<sup>22</sup> Claessens, Stijn., Richard J. Herring and Dirk Schoenmaker, "A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions", *Geneva Report on the World Economy 12*, July 8, 2010 は、自国権益の保持、クロスボーダー・バンキングの促進、グローバルな金融安定の維持の3つが同時には成り立たないとし、これを金融のトリレンマと称している。普及主義では、自国権益の保持が不十分となる恐れがあり、EUのような統合性の高い国家間でなければ困難である。一方、属地主義の下では、各国における金融グループ資産のリングフェンスが生じ、クロスボーダー・バンキングは阻害され、またグローバルな金融安定も確保されない。そこで、現実的な対応として、各国が主権を放棄しないものの、改善された共通のレゾリューション・ルールを採用し、またSIFIに対するレゾリューション・プランを策定するといった「修正された普及主義」のアプローチが提案されている。FSBやIIFが目指すのも、修正された普及主義のアプローチと言えよう。

<sup>23</sup> 劣後債、シニア無担保債など。預金保険対象預金、担保付債務、短期の債務、給与、ITサービス、不動産賃貸、税・社会保障当局への債務等はベイルイン対象外とされる。

している金融機関に、ホールセール調達を強制することは、ビジネスモデルを歪め、また必ずしも金融安定に資するとはいえないからである。預金主体の金融機関の破綻処理については、預金保険基金へのベイルイン適用も含めて、検討されるべきとする。

またグループ会社内で、資本を融通するような仕組みがあったり、グループの一部をリングフェンスするような構造を採用している場合は、ベイルインの適用にあたっては、これらに留意すべきとしている。

### 3. グループ構造の相違を踏まえた対応

IIF はシングル・レシーバシップが有効な金融グループもあるが、様々な金融グループの構造があるため、一律の対応は望ましくないと指摘する。IIF は、以下の 5 つのグループ構造を例示して説明している。ここで重要なのは、グループ構造の相違に加え、債権者が銀行債権者（預金者、支払いサービス、カスタディサービス）、投資銀行業務債権者（スワップ・カウンターパーティ、トレーディングのカウンター・パーティ、レポなどその他の投資銀行ビジネスのカウンター・パーティ）、ファンディング債権者（長期の債券保有者、その他無担保ファイナンスの供給者）など、いくつかの類型に分かれることである。

#### 1) 「持株会社によるファンディング」モデル

持株会社がファンディングの主体となり、その傘下に銀行や投資銀行が位置づけられているグループ構造で、米国の大手金融グループに一般的な形態である（図表 6-a）。この形態には、シングル・レシーバシップの適用が有効と見られる。

#### 2) 「ビッグ・バンク」モデル

持株会社の傘下の銀行が、資金調達の主体となっており、また投資銀行業務を行っている（図表 6-b）。デリバティブやトレーディング業務も、銀行において行われている。カウンター・パーティにとって、信用度が高いためである。

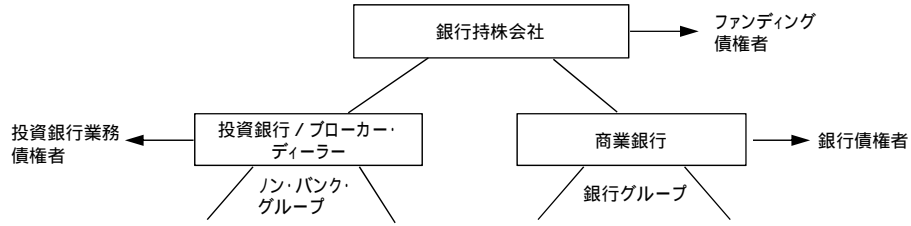
#### 3) 「バンク／ノンバンク」モデル

持株会社の下に、銀行と投資銀行等ノンバンク子会社が位置づけられているという点では、に似ているが、持株会社がファンディングの主体というわけではなく、持株会社、銀行、ノンバンクが、それぞれのエンティティがシニア・デットを発行し、資金調達を行っている（図表 6-c）。銀行とノンバンクは、ブランド、広告、IT、事務プロセス、支払いシステム等を共有している可能性があり、危機の際にノンバンクが生存できるかどうかは、銀行が生存できるかどうかにかかっている。

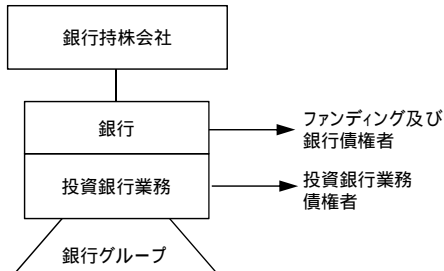
この構造の場合、破綻処理がグループレベルで行なわれるのが最適であるが、持株会社レベルでは、十分な債権者が存在しない可能性がある。この場合、銀行子会社に

図表 6 金融機関のグループ構造と債権者

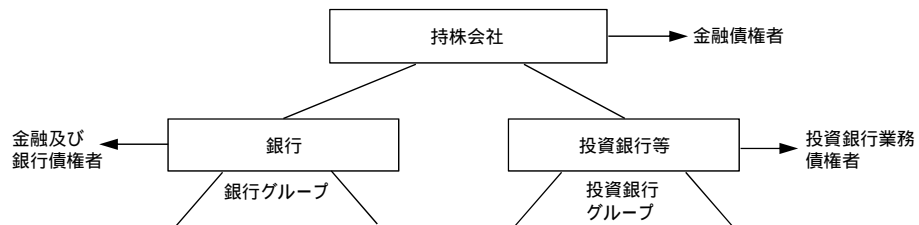
a. 「持株会社によるファンディング」モデル



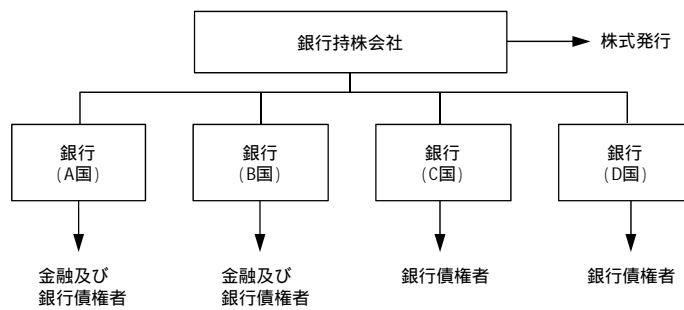
b. 「ビッグ・バンク」モデル



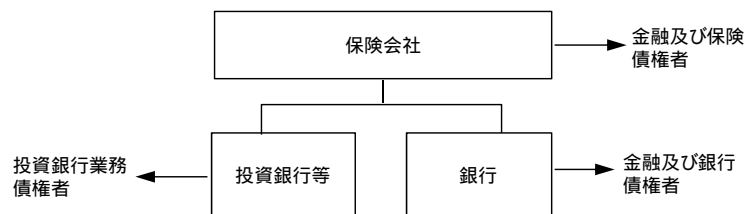
c. 「バンク/ノンバンク」モデル



d. 「グローバル・マルチバンク」モデル



e. 「金融コングロマリット」モデル



(出所) IIF

対する債権者が、投資銀行子会社の破綻コストの一部も負担する結果になるという問題が生ずる可能性がある。

#### 4) 「グローバル・マルチバンク」モデル

各国に、現地で資金調達を行なう子会社銀行を展開する銀行グループである（図表 6-d）。持株会社レベルでも資金調達を行なっている可能性があるが、各地の銀行が独自に、預金保険対象のリテール預金調達を含む資金調達を行なっている。この場合、問題が生じた子会社銀行のみを対象とした破綻処理が可能と考えられる。RRP も、各国当局の監督の下、その地域の子会社銀行ごとに策定されるのが適切と考えられる。ただし、傘下の子会社銀行の多くが不安定となった場合は、グループレベルの対応がより適切となる<sup>24</sup>。

#### 5) 「金融コングロマリット」モデル

保険会社が、子会社に銀行等を保有する形態である（図表 6-e）。保険会社の破綻処理は、銀行等とは別扱いのプロセスになるため、子会社レベルでの RRP を策定することが適切となる。

## 4. 債権者への配慮

### 1) NCWOL

Key Attributes は、金融機関特集の破綻処理制度を適用した結果、通常の破産法の下で清算処理を行なった場合よりも債権者が不利になることがないようにする（No Creditor Worse Off than in Liquidation: NCWOL）という原則を示している。この原則は、ドッド・フランク法や EU 指令案にも盛り込まれている考え方であり、IIF もこれを支持し、今後、成立を目指すクロスボーダー金融機関の倒産に関する条約に明記することを提言している。

### 2) 預金及び支店の扱い

預金者については、預金保険対象額までは特別な優先権が認められるが、IIF は、それを超えて、自国の預金者を保護しようとする措置は、廃止されるべきとしている。また米国など多くの国では、自国内に所在する外国金融機関の支店に対して、自国の法制度の下で破綻処理を行なうことが可能となっているが、この場合、当該国の債権者が他国の債権者よりも優遇される恐れがあるため、こうした国内制度は見直されることが望ましいが、それが政治的に困難である場合は、国際条約において、こうした

<sup>24</sup> シングル・レシーバーシップのアプローチは、クロスボーダーの危機の防止を目的として発動されるものであるため、ローカル拠点に対するホスト国の破綻処理制度の発動で收拾しうる場合は、ローカルな危機であるため、シングル・レシーバーシップを適用することはもともと想定されないと思われる。

ルールを無効にすることを認めるべきとしている<sup>25</sup>。

なお支店の扱いに関しては、Key Attributes では、各国は自国の法制度の下で外国金融機関の支店を破綻処理する権限を持つべきであるとしつつ、この権限をホーム当局による破綻処理を支援するために用いることができるべきであるとしている。ただし、例外的に、ホーム当局がアクションを起こさない、あるいは自国の金融安定を維持するのに必要な対応を十分に取らない場合は、自らのイニシャティブで支店の破綻処理を行なえるとしている<sup>26</sup>。

以上に関連し、IIF は、NCWOL 原則が採用されれば、個別国でのリングフェンス的な行動が抑制されることが期待されるとしている。

### 3) 持株会社と子会社の債権順位

持株会社は子会社の株主であり、子会社の債権者が弁済を受けた後のステイクを保有しているという意味で、子会社の債権者よりも持株会社の債権者の方が劣後するとの見方がある。信用格付においても、持株会社の発行する債券の格付は、子会社の発行する債券の格付よりも、低くなるのが一般的である。また米国においては、ドッド・フランク法において、保険加入預金金融機関の持株会社、あるいは保険加入預金金融機関を直接・間接に支配する会社に対しては、当該預金金融機関に対する財務支援義務が規定されている<sup>27</sup>。

今後、シングル・レシーバーシップが採用され、持株会社発行の債券がベイルインの対象となる一方、子会社発行の債券には影響が及ばないこととなると、親会社発行の債券にリスクプレミアムが付加され、債券発行主体を持株会社から子会社にシフトする動きが一般化することも考えられる。

これについて、IIF は、持株会社の債権者が子会社の債権者に常に劣後するとすべきではなく、個々のグループの構造を踏まえてケースバイケースで検討されるべきと主張する<sup>28</sup>。そしてあるグループの破綻処理において、親会社の債権者が劣後する可能

<sup>25</sup> 銀行全体を対象として清算を行なう考え方を単一法人主義 (single-entity liquidation)、倒産管轄区域に所在する支店を銀行組織の他の部分と切り離して清算する考え方を支店分離清算主義 (separate-entity liquidation) と呼ぶ。米国 (及びニューヨーク州) は、1991 年に破綻した BCCI の破綻処理など多くの例で、後者の立場から、米国内の支店を独立した法人格を有すると仮定した場合の債権者に対し、当該支店の州内の財産 (州内に所在しているか、州内の支店の財産として登録されているもの) を接收して弁済に充てている。オーストラリアも同様な枠組みを採用している。森下哲郎「国際的な銀行破綻処理と預金保険制度」『預金保険研究』預金保険機構、2008 年 6 月参照。

<sup>26</sup> Key Attributes の 7.3。

<sup>27</sup> 子銀行の危機時に、銀行持株会社が支援措置を行なうことは、source of strength ドクトリンとして、FRB のレギュレーション Y や FDICIA に関連規定があったが、限定的にしか運用されていなかった。しかしドッド・フランク法 616 条(d)により、連邦預金保険法に新たに 38A 条が付加され、支援義務が明確となった。

<sup>28</sup> 例えば前記の「グローバル・マルチバンク」モデルにおけるように、独立性の高い外国拠点が破綻し、当該拠点への現地の破綻処理制度の発動で事態が収拾し、クロスボーダーの危機に至らないような場合は、当該拠点の債権者ではなく、持株会社の債権者が率先してベイルインされるという構図は考えにくいと思われる。そもそも、シングル・レシーバーシップは、危機がクロスボーダーに波及する恐れがある場合に発動されるものと考えられる。逆に言えば、危機の性格によって、持株会社の債権者と子会社の債権者の優先順位が変化する可能性があり、必ずしも子会社に債券発行をシフトさせれば有利ということにならないのかもしれない。

性が高い場合は、透明性や予測可能性の観点から、その点がディスクロージャーされるべきとする。また、グループ間信用も含め、全てのグループ会社の全ての債権者にNCWOLの原則が適用されるべきと主張する。この点についても、国際条約で明確に規定することが望ましいとする。

また予測可能性という点では、どの債権者がどのように扱われるかが事前に明確になっていることに加え、破綻処理の方向性についての概要が開示されることが必要としている。

今後、ペイルインが導入されることにより、無担保債権者が損失を被る可能性が生じるが、金融機関が発行する証券への投資家にとって、透明性、公平性が保たれなければ、金融機関の資金調達のリスクプレミアムの上昇が生じるおそれがある点を、IIFは懸念しているのである。

## 5. 金融契約の解約条項等の発動停止

### 1) 解約条項とその発動停止の意義

前記のように大手金融機関の破綻処理においては、各種の金融契約がブリッジ金融機関などに承継されることにより、混乱を拡大させないことが目指されている。預金の取付け騒ぎがこうした混乱の代表例であるが、金融機関同士や投資家との間の各種の相対金融取引契約などが一斉に解除され、担保の大量処分などが行なわれる場合も、金融システム全体に大きな影響をもたらしかねない。

通常の破綻法制においては、破綻処理が開始されると、債権者による契約の解除、債権の取立て、担保処分等は、一部の例外を除いて自動的に停止される（automatic stay）。双方が相手に義務を負っている双務契約については、破綻側がこれを解除するか、債務を履行して相手の債務の履行を請求できる。

しかしデリバティブ取引などの金融契約においては、一方の当事者の破綻により契約の価値が急速に悪化したり、契約の解除によりヘッジ取引の再構成を迫られることなどにより、取引相手にも危機が伝染する恐れが大きい。そこで、デリバティブ取引等においては、主要国の破綻法制において、automatic stayの対象外と位置づけられるようになっている。

そしてデリバティブ等の基本契約上、通貨や期限に係わらず両者間に残った債権・債務を打ち消して一つの債権・債務に整理して終了・清算することが可能とされている（close-out netting、一括清算ネットティング条項）。また、担保を処分することもできる。

このような解約条項の存在は、金融システムの安定を意図したものであるが、リーマンのような巨大金融機関の破綻時には、数千のカウンター・パーティによる何百万件の金融契約が同時にクローズアウトされかねず、それ自体が市場により大きな混乱をもたらしてしまう。1998年9月のLTCM破綻の際も、こうした事態を避けるため



に、FRB が主要なカウンター・パーティを召集し、事態の收拾を図らざるをえなかったのであった。今回は、リーマン・ショックを踏まえ、デリバティブ契約等の早期解約条項への対応を、正式に導入することが必要とされているのである。

FSB の Key Attributes においては、破綻処理の開始が、相殺権限の発動や、期限の利益の喪失条項、早期解約権限の行使につながるイベントとされるべきではないこと、こうした事態が生じる可能性がある場合は、破綻処理当局は、自動的にあるいはその裁量により、例えば 2 営業日を超えない限定された期間、その発動を一時的に停止させる権限を持つべき、とされている。

## 2) 発動停止の期間

このように、金融契約がブリッジ金融機関やサードパーティに承継されるまでの短期間、破綻処理の開始のみを理由とした解約条項の発動を停止させるという措置は、米国、英国、ドイツの金融機関の破綻処理制度において、既に導入されている。

米国の場合、ドッド・フランク法 210 条(c)において、適格金融契約（後述）の当事者は、FDIC が管財人に任命されたことを理由またはそのことに付随してのみにより、その有する適格金融契約の終了・清算・ネットティングの権利について、FDIC 管財人任命の翌営業日の東部時間午後 5 時まで、または 当該適格金融契約が移転された旨の通知を受領した後は、行使できない、とされている。欧州案でも、一時停止の期間は、破綻処理当局が通知を行なった日の翌営業日の午後 5 時までとされている。

FSB は、自動停止の期間の例として、最長 2 営業日としているが、IIF は、1 営業日を超えない期間の停止措置とすべきとしている。ただし承継が完了すれば、発動停止は恒久的となる。承継金融機関は、健全な先であるため、カウンター・パーティとしても、旧金融機関が破綻処理されたことだけを理由に解約を行なう必然性はないと考えられる。

なお破綻金融機関を当局が国有化するなどし、当局が資本や流動性を供給することでも、金融契約の一斉解約を防ぐことができるが、この方法は納税者の負担につながりかねず、またモラル・ハザードを助長する破綻処理手法であるため、昨今では、否定される傾向にある。

## 3) 対象となる金融契約の範囲

FSB は、金融契約の範囲を詳細に明示していないが、IIF は、範囲を明確に定義することが重要であるとし、カウンター・パーティとの全ての金融契約、及び関連する担保、保証、その他の信用サポート、関連する権利・債権・利害関係が、一時停止の対象となるべきとしている。

米国のドッド・フランク法においては、証券契約、コモディティ契約、先渡し契約、買戻し契約、デリバティブ合意（swap agreement）その他 FDIC が規則・決議・訓令で定める類似の合意が、適格金融契約（qualified financial contract）と規定されている。

なお、こうしたカウンター・パーティとの取引契約ではなく、単なる資金調達のために発行された無担保社債などは、ベイルインの対象となるのであり、一時停止の対象とはならない。

FSB の Key Attribute に盛り込まれていないが、IIF は、クロス・デフォルト条項の停止も重要であることを指摘している。例えば子会社の運営を継続させるために、持株会社にシングル・レシーバーシップを発動した時、持株会社が保証を提供していた子会社の債務が、同条項によりデフォルト扱いとなつては、混乱回避という目的が達成されないからである。

なお米国のドッド・フランク法においては、FDIC の管財下の金融会社が保証する子会社や関連会社の契約を、早期解約条項に係わらず実行できるとしており、クロス・デフォルトが生じないよう手当てされている<sup>29</sup>。

#### 4) 国際的合意の重要性

IIF は、ある国の破綻処理当局が発動した停止措置が、他国でも有効となるような、国際的なレジームの確立が必要であることを強調する。国によって対応が異なり、一部のカウンター・パーティの権限行使が停止され、他のカウンター・パーティは権限を行使できるといった事態を避けなければならないからである。

そこで、理想的には、各国の当局が、ある国の破綻処理当局による解約条項の停止措置の発動を、自国でも承認する法的権限を持つことが望まれる。UNCITRAL において、クロスボーダー破綻処理の促進のため、ある国の破産裁判所が、他国の破産裁判所の措置を承認し協調することが規定されているが、クロスボーダー金融機関の破綻処理においても、これを参考に行政当局レベルで同様の対応を確立することが考えられる。そこで、前記のように、IIF はこうした点に関する国際条約の導入を提言している。

## 6 . 破綻処理に際しての流動性供給

破綻処理時の流動性供給は、グループの破綻処理を主導するホーム国の当局（あるいはサブグループが所属するホスト国の当局）が担うことが想定されるが、IIF は、民間セクターが破綻処理金融機関に対してスーパー・プライオリティを持つ債権者として、流動性供給を行なうという仕組み（いわゆる DIP ファイナンス）があった方が、国からの資金 - それが一時的な流動性支援であり、最終的納税者の負担にならないとしても - に依存するしかない姿よりも良いと指摘する。

<sup>29</sup> ドッド・フランク法 210 条(c)(16)。

## 7 . RRP の在り方

IIF は、金融グループが、関係会社が所在する各国の当局に対して、それぞれ RRP を提出するのではなく、一つの首尾一貫した RRP を策定するようにすべきと提案している。分権的な構造を持つグループの場合は、複数の RRP を策定することも考えられるが、その場合もそれぞれが相互にリンクし、論理的に一貫性を持つ RRP となっているべきとする。

さらに、こうした RRP の内容に関して、FSB がさらなるガイダンスを開発すること、そして RRP のレビューは、CMG のみによって行なわれるべきであると提案している。

また RRP において、破綻時にも運営が継続されるべき重要な機能を特定しておく必要があるが、現状、何がそうした機能に該当するか、各国において、また当局者の間で明確な方針がないことが問題であるとしている。

### 終わりに

長年の課題であったクロスボーダー金融機関の破綻処理への体制整備が、リーマン・ショックを経て急速に進みつつある。特に、シングル・レシーバーシップのアプローチは、これまでクロスボーダーの破綻処理の障害となっていた問題を回避でき、また国際的金融取引が集中する米英二カ国主導で導入が実現する可能性が高いため、事態を大きく進展させることが期待される。

この場合、IIF が指摘するように、ホーム国の破綻処理が、他国においても円滑に承認され、ホスト国のリングフェンス的行動が阻止され、金融契約の解約条項等の発動停止等がグローバルに整合的に実現するよう、現状の FSB 主導による各国間の協調的対応に留まらず、将来的に国際条約が確立することが望まれる。

IIF は、金融グループ構造には様々な形態があるため、シングル・レシーバーシップ以外のアプローチも重要と指摘する。ただし、複数の破綻処理制度間のアービトラージが行なわれる結果として、特定のグループ構造や、資金調達構造が選好されるような事態は避ける必要がある。

金融グループ構造については、危機予防の観点から米国、英国、フランス、EU 等において、業務分離規制の強化の動きがある他、レゾルバビリティの向上という観点からも、従来のある方が見直されていく可能性があることにも留意しなければならない。

いずれにしても、米英におけるシングル・レシーバーシップ導入の検討を踏まえた議論の成果が、年内にも明らかになると見られ、この内容が注目されよう。