

米国 FDIC による SIFIs の破綻処理戦略

—シングル・ポイント・オブ・エントリーの概要—

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 米国連邦預金保険公社 (FDIC) は2013年12月、米国のシステム上重要な金融機関 (SIFIs) を対象とする破綻処理戦略として、シングル・ポイント・オブ・エントリー (SPOE) 戦略の全体像を提示する文書を公表した。SPOE戦略とは、持株会社を対象に単一破綻処理当局が破綻処理権限を適用するものであり、持株会社が発行する無担保債務の元本削減またはエクイティ転換を通じてグループ内で発生した損失を持株会社に負担させる破綻処理戦略である。
2. FDICのSPOE戦略は、FDICが持株会社のレシーバー (管財人) となって持株会社にレシーバーシップを適用する一方、持株会社の傘下の業務子会社は営業を維持しオペレーションを継続する点が大きな特徴である。金融システムにとって重要なオペレーションを継続し、金融システムの混乱を回避することがSPOE戦略の狙いである。FDICは、SPOE戦略の出口戦略としてブリッジ金融会社を新設される持株会社 (NewCo) に承継するまでの期間を概ね6か月~9か月としている。
3. 今後、国際的な破綻処理制度のコンバージェンスを目指す金融安定理事会 (FSB) の議論の下、破綻処理戦略は国際的に重要な検討テーマとなることが想定される。破綻処理戦略の具体化で先行するFDICのSPOE戦略は、米国SIFIsを対象とするものであるとはいえ、国際的な議論への影響の観点から十分に注視する必要がある。

I. SPOE 戦略の検討の経緯

米国の連邦預金保険公社 (FDIC) は 2013 年 12 月 10 日、米国のシステム上重要な金融機関 (SIFIs) を対象とする破綻処理戦略として、シングル・ポイント・オブ・エントリー (Single Point of Entry; SPOE) の全体像を提示する文書を公表した¹。FDIC は 2012 年 12 月にはイングランド銀行 (BOE) とともに、各々が検討している SPOE 戦略のコンセプトを

¹ FDIC, Resolution of Systemically Important Financial Institutions: The Single Point of Entry Strategy, Notice; request for comments (http://www.fdic.gov/news/board/2013/2013-12-10_notice_dis-b_fr.pdf).

明らかにした共同文書を公表している²。FDIC は今般の文書を公表した目的として、SPOE 戦略に関してより詳細な内容を明らかにし、SPOE 戦略の実現に向けた検討の中で認識された課題に焦点を当てるものという趣旨を述べている³。

金融危機を受けて 2010 年にドッド＝フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法（以下、「ドッド＝フランク法」）が制定され、その第 2 章において FDIC の新たな権限として清算権限（Orderly Liquidation Authority; OLA）が規定された。OLA は、危機後に改めて認識された大規模金融機関のトゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（too big to fail; TBTF）の問題を解決するため、銀行持株会社やノンバンク金融会社の破綻が米国の金融システムに対してシステミック・リスクをもたらす場合に秩序ある破綻処理を実行するための制度である。

FDIC はドッド＝フランク法の制定後、OLA の下で米国 SIFIs を秩序だてて破綻処理するための戦略を検討してきた。それが SPOE 戦略である。金融機関の破綻処理制度の国際的な調和を図る金融安定理事会（FSB）の整理によると、SPOE 戦略とは、グループ最上位の持株会社や最終親会社を対象に単一の破綻処理当局が破綻処理権限を適用するものであり、持株会社または最終親会社が発行する無担保債務の元本削減またはエクイティ転換を通じてグループ内で発生した損失を持株会社や最終親会社に負担させる破綻処理戦略である⁴。SPOE 戦略においては、無担保・無保証の債務の元本削減やエクイティ転換を図る「ベイルイン（bail-in）」の実施が前提となっている。

一方、SPOE 戦略に対する破綻処理戦略として、マルチプル・ポイント・オブ・エントリー（Multiple Points of Entry; MPOE）戦略もある。MPOE 戦略は、複数の破綻処理当局がグループ内の複数の部門に対して個々に破綻処理権限を適用し、各国・地域または各ビジネスラインといった複数の部門に分けて実施される破綻処理戦略である⁵。

以下では、ドッド＝フランク法に規定された OLA を概観した後に、OLA の下で適用されるベイルインを伴う SPOE 戦略について整理を行う。

II. OLA の概要

ドッド＝フランク法第 2 章に規定する OLA は、銀行持株会社、連邦準備制度理事会（FRB）が監督するノンバンク金融会社、その他の金融会社、これらの子会社（銀行子会社を除く）を対象に、FDIC が管財人であるレシーバー（receiver）に任命され、レシーバーシップ（receivership）の下で破綻持株会社の処理を進める清算型倒産手続である⁶。

² FDIC and BOE, “Resolving Globally Active, Systemically Important, Financial Institutions,” A joint paper by the Federal Deposit Insurance Corporation and the Bank of England, 10 December 2012. その概要については、小立敬「米英当局が明らかにした金融機関の破綻処理戦略—シングル・ポイント・オブ・エントリー・アプローチ—」『野村資本市場クォーターリー』2013 年冬号を参照。

³ また、SPOE 戦略に関するいくつかの論点についてコメント募集を行っている（2014 年 2 月 18 日期限）。

⁴ FSB, “Implementing the FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes- How Far have We Come?” 15 April 2013.

⁵ 前掲注 4 参照。

⁶ FRB が監督するノンバンク金融会社（nonbank financial company supervised by the Board of Governors）とは、ド

米国では、連邦預金保険法において、銀行の破綻処理制度として FDIC が銀行にレシーバーシップを適用する制度が従前から手当てされている一方、銀行持株会社や証券会社、保険会社、ヘッジファンドを含むノンバンク金融会社を対象とする特別な制度は存在せず、連邦倒産法（U.S. Bankruptcy Code）を含む一般倒産手続を適用する以外に破綻処理を行う方法がなかった⁷。その結果、金融危機の中で生じたベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、AIG の破綻がノンバンク金融会社を対象とする秩序ある破綻処理制度の整備の必要性を認識させることになり、ドッド=フランク法の中で OLA が手当てされたものである。

ただし、OLA はノンバンク金融会社の破綻の際に常に適用される制度ではない。ノンバンク金融会社に倒産手続を適用して清算を図ると米国の金融システムの安定に深刻な影響を生じることを含め、一定の要件を満たす場合にのみ適用される枠組みである。換言すれば、OLA はシステミック・リスクが顕在化するおそれがある場合に発動される特別な破綻処理制度である。ノンバンク金融会社の破綻がシステミック・リスクをもたらすことがなければ、連邦倒産法や州の倒産法を適用して破綻処理が行われることになる。したがって、システミック・リスクをもたらす SIFIs が破綻した場合には主に OLA が適用されることが想定される。

ドッド=フランク法は OLA の政策目標として、米国の金融の安定に対する重大なリスクを軽減し、モラル・ハザードを最小化しながら、破綻金融会社を清算することを掲げている。破綻金融会社の株主および債権者が損失を負担することが求められ、経営破綻の原因に責任をもつ経営者は更迭される。さらに、OLA は FDIC に納税者負担の回避を義務づけている。こうした OLA の基本理念は、金融機関の破綻処理制度の新たな国際基準として位置づけられた FSB の「主要な特性」が掲げる方針と調和するものとなっている⁸。

OLA の手続は、FDIC および FRB が自らまたは財務長官の要請に応じて、破綻金融会社のレシーバーとして FDIC を任命することについて財務長官に書面で勧告を行うことによって始まる⁹。FDIC および FRB の書面勧告を受けた財務長官は大統領と協議の上、破綻金融会社がデフォルトまたはその危機にあるかどうか、破綻や倒産法の下で清算手続を進めることが米国の金融システムに深刻な影響をもたらすかどうかを含む一定の要件を満たしているか否かを判断し、要件を満たしている場合にのみ FDIC を破綻金融会社のレシーバ

ドッド=フランク法の下、金融安定監督評議会 (FSOC) が認定するシステム上重要なノンバンク金融会社であり、FRB の監督の下で連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社と同様、厳格なプルーデンス規制が適用される。

⁷ 例えば、証券取引委員会 (SEC) に登録する証券会社 (broker-dealers) は、連邦倒産法および 1970 年証券投資者保護法 (Securities Investor Protection Act of 1970) に規定する手続の下に置かれ、州当局の監督を受ける保険会社には州法の倒産手続が適用される。

⁸ 2011 年 11 月のカンヌ・サミットで、G20 首脳は FSB の「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」と題する文書に合意した。主要な特性は、清算手続上の権利の優先順位を踏まえつつ、株主および無担保債権者が損失吸収できる仕組みを通じて、深刻なシステム上の混乱を避け、納税者を損失にさらすことなく、一方で必要不可欠な経済機能を保護しながら、金融機関の破綻処理を可能にすることを目標としている。

⁹ FRB および FDIC はそれぞれ 3 分の 2 以上の理事の賛成が必要である。勧告には、破綻金融会社がデフォルトまたはデフォルト危機にあること、デフォルトが米国の金融の安定に与える影響、倒産法を適用した場合に生じる深刻な影響に関する FRB、FDIC における決定が含まれる。

一に任命することを決定する¹⁰。レシーバーに任命された後に FDIC は具体的な破綻処理を開始する。

FDIC にはレシーバーとして、破綻金融会社の事業を運営・清算し、資産を売却し、債務を清算するための幅広い権限が与えられている。FDIC は、破綻金融会社の重要な機能を維持しながら民間の受皿金融会社に資産を譲渡し、または受皿金融会社と合併させることができる。受皿金融会社との合併が困難である場合には、FDIC はブリッジ金融会社 (bridge financial company) を設立し、破綻金融会社をブリッジ金融会社に承継することになる。

OLA の下、ブリッジ金融会社を設立する権限、取締役会メンバーの指名を含めブリッジ金融会社の経営およびオペレーションを統制する条件を定める権限、さらに株主の同意や承認を得ることなくブリッジ金融会社の資産・負債を移管する権限が FDIC に与えられている。

OLA では、ドッド=フランク法に規定された順位に従って株主、債権者に弁済が行われる¹¹。また、デリバティブ契約を含む適格金融契約 (qualified financial contracts; QFC) を対象に、FDIC がレシーバーに任命された日の翌営業日午後 5 時までの間、QFC の解約、清算、ネットティングに関するカウンターパーティの権利行使を一時停止する措置が設けられている¹²。また、OLA ではノー・クレジター・ワース・オフ (no creditor worse off than in liquidation) の原則も定められており、OLA の適用に際して、破綻金融会社の債権者等に対して清算型倒産手続である連邦倒産法第 7 章 (チャプター 7) を適用した場合に債権者等が受取ることができる額を補償するセーフガードが規定されている。

また、FDIC は破綻金融会社に融資や資産買取り、債務引受、債務保証等を提供することができる。その資金を手当てするため、OLA には預金保険基金とは別の独立した基金として財務省内に OLF (Orderly Liquidation Fund) が設けられる。OLF では、FDIC が債券を発行して資金を手当てすることができる¹³。財務長官は FDIC 債を購入することも可能である。

FDIC 債の返済原資には、破綻金融会社の株主および債権者の負担の下、破綻金融会社の資産の処分等から得られる収入が当てられる。返済原資が不足する場合には金融業界からの事後徴収によって資金を手当てすることになっており、納税者負担を回避する仕組みが設けられている。事後徴収の主な対象は、ドッド=フランク法が米国 SIFIs として位置づける連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社および FRB 監督ノンバンク金融会社であ

¹⁰ 連邦地方裁判所は 24 時間以内に司法審査を実施し、財務長官の判断が恣意的でないとは判断された場合、財務長官が FDIC をレシーバーに任命する権限を付与する命令を発出する。

¹¹ OLA では、①レシーバーの管理費用、②連邦政府への債務、③従業員の賃金・給与等の支払、④従業員の年金制度への拠出、⑤その他の一般債権またはシニア債権、⑥その他の劣後債権、⑦執行役員・取締役の賃金・給与等の支払、⑧株主、ジェネラル・パートナー、リミテッド・パートナーの順に弁済が行われる。

¹² QFC には証券契約、商品契約、先物契約、スワップ (デリバティブ) 契約、レポ契約、その他 FDIC が QFC として認める契約が含まれる。FDIC はレシーバーに任命された日の翌営業日午後 5 時 (東部時間) までにカウンターパーティ等に通知を行い、すべての QFC を他の金融会社 (ブリッジ金融会社を含む) に承継することができる。カウンターパーティは、レシーバー任命日の翌営業日午後 5 時までまたは QFC が承継された旨の通知を受領した後は、QFC の終了、清算、ネットティングの権利を行使することができない。

¹³ ドッド=フランク法は OLF における FDIC 債の発行上限を設けている。FDIC がレシーバーに任命されてから 30 日間は、FDIC 債の発行残高を破綻金融会社の直近のバランスシートの連結総資産の 10%以内、その後は公正価値ベースの連結総資産の 90%以内に FDIC 債の発行を抑えなければならない。

る¹⁴。破綻金融会社の株主や無担保債務者の損失負担ではカバーできずに事後徴収が必要となる場合、個社のリスク評価に基づいて拠出額が決定される。

なお、後述のとおり、SPOE 戦略はベイルインの実施を前提とするスキームであるが、ドッド=フランク法では無担保・無保証の債務の元本削減やエクイティ転換を図るベイルインに関する規定は設けられていない¹⁵。

III. FDIC による SPOE 戦略の概要

ドッド=フランク法に規定される OLA を前提に、FDIC は BOE と連携を図りながら、SPOE 戦略を検討してきた。FDIC が公表した今般の文書は、FDIC と BOE による 2012 年の共同文書に比べると SPOE 戦略がより具体的に描かれている。FDIC は以下のリスクにどのように対応するかを考慮したと述べており、FDIC の SPOE 戦略がこれらの課題への対処という観点から検討されたものであることがわかる。

- 競合する倒産法手続： 倒産法の枠組みが異なる複数の法域が破綻処理に関係する場合、重要なオペレーションが継続できずに不確実性を生じるリスク
- グローバルな協力： グローバル・レベルの協力がいない場合、資産のリングフェンス（囲い込み）、米国の金融システムに対する負の影響、フランチャイズ・バリュアの損失、市場の不確実性を生じる事態をもたらすリスク
- オペレーションと相互関連性： 関係会社またはサード・パーティが提供するサービスが混乱すると、支払・清算を実施する能力が失われるリスク
- カウンターパーティの行動： カウンターパーティの行動が、システミックな市場の混乱または米国の金融システムの不安定化につながるオペレーションの問題をもたらすリスク
- ファンディング、流動性： マージンの要求、契約の終了、短期借入におけるロールオーバーの拒否、代替的なクレジット・ソースへのアクセスの喪失によって、重要なオペレーションを維持するために必要な流動性が不足するリスク

FDIC の SPOE 戦略は、FDIC が持株会社のレシーバーとなってレシーバーシップを持株会社に適用する一方、持株会社の傘下の業務子会社（operating subsidiary）は営業を維持しオペレーションを継続する点が大きな特徴である。金融システムにとって重要なオペレーションを継続し、金融システムの混乱を回避することが SPOE 戦略の狙いである。オペレーションの閉鎖に伴う混乱が避けられることで、無秩序な契約の解除や資産の投げ売りが回避され、金融システムの不安定化とカウンターパーティに対する波及リスクは最小化さ

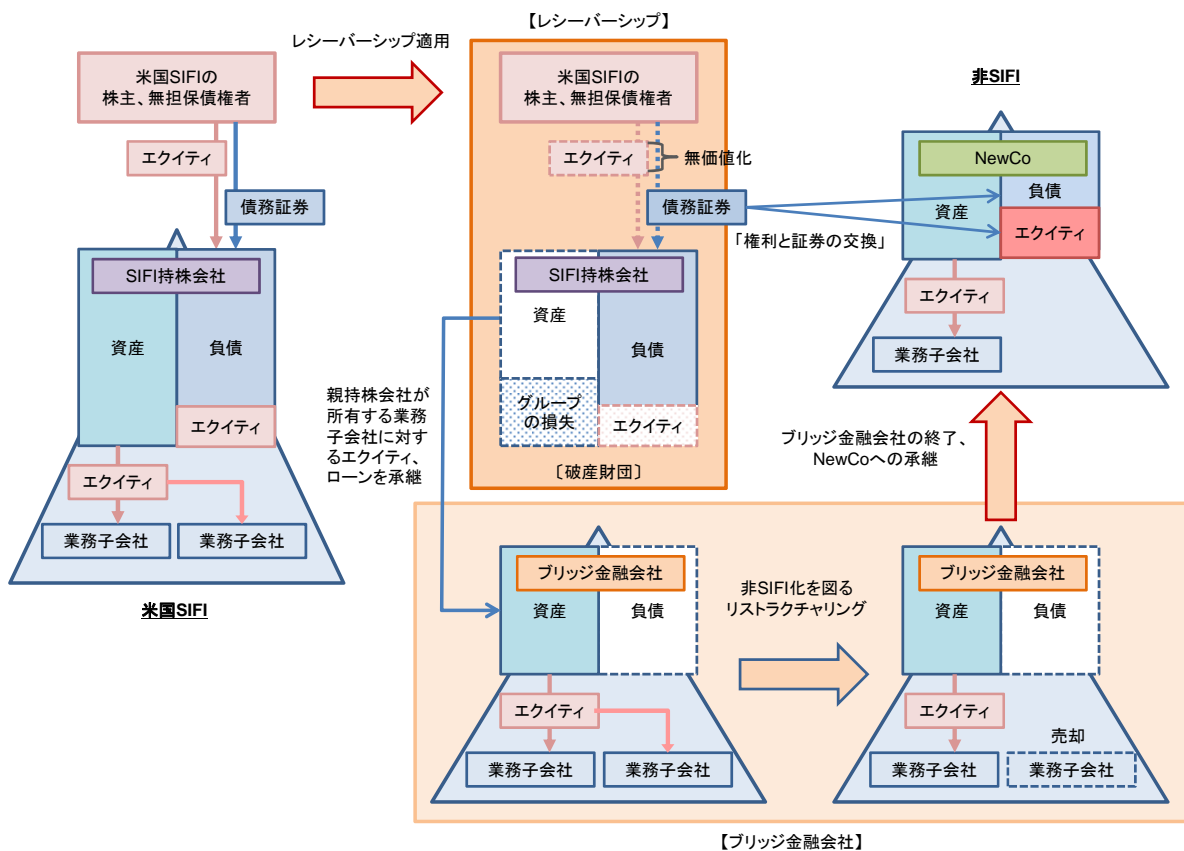
¹⁴ 必要に応じて、連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社、FRB 監督ノンバンク金融会社以外の連結総資産 500 億ドル以上の金融会社からも賦課金を徴収することができる。

¹⁵ ドッド=フランク法の OLA には特にベイルインの規定は設けられていないため、FDIC は公式文書ではベイルインの語を使っていない。

れる。FDIC は SPOE 戦略が混乱を回避できる理由として、①業務子会社はゴーイング・コンサーンとして営業やオペレーションを継続し、②業務子会社の債務はブリッジ金融会社の下に移管され、③デリバティブ契約のカウンターパーティには契約解除やネットィングを行う法的権限が生じないことを挙げる。SPOE 戦略は、破綻処理を持株会社エンティティに限定することで、業務子会社、複数のビジネスライン、多様な法域において破綻処理のトリガーが引かれることを回避するものである。

FDIC は破綻持株会社の一時的な承継機関としてブリッジ金融会社を設立し、レシーバーシップの破産財団 (receivership estate) から破綻持株会社が保有する業務子会社に対する投資やローンをブリッジ金融会社に移管する (図表 1)。一方、破綻持株会社が発行するエクイティ、劣後債務、シニア債務はレシーバーシップに残され、株主または無担保債務者の法的順位に従って損失が割当てられる。そして、「権利と証券の交換 (securities for claims exchange)」を通じて、レシーバーシップに残された債権者にブリッジ金融会社を承継するために新設される持株会社 (NewCo) の債務証券やエクイティ証券が発行される。すなわち、権利と証券の交換によって事実上のベイルインが実行され、NewCo に対する資本再構築 (recapitalization) が行われる。

図表 1 FDIC による SPOE 戦略 (イメージ)



(出所) 野村資本市場研究所

ドッド=フランク法の下では、OLA が適用されると破綻持株会社の破綻に責任をもつ役員および取締役は更迭させられる。FDIC は民間セクターからブリッジ金融会社の取締役会メンバーを指名し、最高経営責任者（CEO）やその他の経営幹部を指名する。新たな経営チームは、FDIC の監視の下でブリッジ金融会社の経営に当たることになる。

FDIC の破綻処理プロセスの間、業務子会社は営業を継続する一方でリストラクチャリングが実施される。具体的には、ビジネスの変更や縮小、より規模の小さいエンティティへの分割、特定の子会社またはビジネスラインの売却、特定のオペレーションの閉鎖である。業務子会社のリストラクチャリングは、倒産法を適用しても米国経済に重大な影響を与えずに破綻処理を可能（resolvable）にするためにより小規模な金融機関にすることを目的として実行される。SPOE 戦略の適用を受けた SIFIs は、もはや SIFIs であってはならないことを意味している。

一方、破綻処理プロセスの間のファンディングについては、FDIC は最大限、民間のファンディングを利用する考えであり、十分な自己資本を有するブリッジ金融会社および業務子会社は、民間市場で通常の流動性ソースから流動性が得られることが期待されている。FDIC はその理由として、破綻持株会社の無担保債務はレシーバーシップに残る一方、資産はブリッジ金融会社に譲渡されるため、ブリッジ金融会社では資産が債務を大きく上回る強いバランスシートになるとする。なお、有担保債務はレシーバーシップのネットの価値を減少させない一方、担保処分に伴う資産の投げ売りを回避する観点からブリッジ金融会社に譲渡することが想定されている¹⁶。

もともと、市場環境を原因として民間市場での調達がすぐには実現できないことも想定される。その場合には、ドッド=フランク法に規定する有担保ベースの流動性バックアップである OLF の利用が想定されている。FDIC は、ブリッジ金融会社と業務子会社に対する民間セクターによる流動性の提供を促すため、OLF を通じたファンディング権限を裏付けに FDIC が保証を提供すること、ブリッジ金融会社の資産を裏付けに FDIC が債務を発行し、OLF から直接ファンディングを得ることを想定している¹⁷。

FDIC は、レシーバー任命に始まりブリッジ金融会社を NewCo に承継するまでの期間を概ね 6 ヶ月～9 ヶ月とする SPOE 戦略のタイムラインを示している（図表 2）。

¹⁶ また、ブリッジ金融会社が日常的なオペレーションを維持するために必要なサービスを提供するベンダーに対する破綻持株会社の債務は、システミック・リスクを緩和する観点からブリッジ金融会社に譲渡される。

¹⁷ ファンディングを得るために OLF が債務を発行する場合、OLA の適用期間中に返済しなければならない。

図表 2 SPOE 戦略のタイムライン

フェーズ	措置	破綻前	措置の決定、レシーバーの任命、ブリッジ金融会社の期間										資本再構築後
			日数										
			-5	-2	-1	0	30	60	90	120	150	180-270	
破綻処理計画の策定	破綻処理計画のレビュー												
	FDICによる評価												
措置の決定	FDIC: 処理計画の策定												
	財務長官へのFRBとの共同勧告												
	財務長官による決定(大統領と協議)												
	司法審査(適用可能な場合)												
任命	レシーバーの任命												
	ブリッジ金融会社の免許付与												
	ブリッジ金融会社の取締役、CEOの任命												
ブリッジ金融会社/ レシーバーシップ	破綻原因に責任を有する経営者の更迭												
	オペレーションに関する合意の実行												
	権利に関するクラスの設定												
	権利に関するファイリングの期限												
	バリュエーション、新たな財務諸表の作成等												
	資本再構築、事業・資本・流動性計画の承認												
	新しい証券の発行、ブリッジ金融会社の終了												
NewCoによるリストラクチャリング計画の継続の合意													
ブリッジ金融会社後	リストラクチャリング、分割の実施、倒産法の下での破綻処理の実効性確保												

(出所) FDIC 資料より野村資本市場研究所作成

IV. SPOE 戦略における重要な論点・課題

1. ブリッジ金融会社の設立と終了

FDIC は、持株会社のレシーバーに任命されるとブリッジ金融会社に免許 (charter) を発行する。ブリッジ金融会社のガバナンス体制を構築する必要があることから、FDIC は事前に調査しプールしておいた候補者の中からブリッジ金融会社の取締役会を組織化する (取締役会議長の指名を含む)。取締役会の最初の会議において、FDIC が事前に調査していた候補者の中からブリッジ金融会社の CEO の指名を行う。最高執行責任者 (COO) や最高リスク管理責任者 (CRO) を含む上級経営職についても速やかに指名が行われる。

FDIC は、ブリッジ金融会社の当初のオペレーションに関する合意をブリッジ金融会社との間で締結する方針である。当該合意には以下の内容が含まれる。

- 破綻持株会社のリスク管理方針・実務のレビュー： 破綻原因を特定し、特定されたリスクを緩和する計画の策定・改善
- ブリッジ金融会社の業務計画の策定、FDIC への提出： 回収を最大化し資産の投げ売りを回避するための資産の処分戦略を含む
- 破綻以前の主要なビジネス、オペレーションの管理に関する実務のレビュー
- 自己資本、流動性、ファンディング計画の策定： 適切な連邦銀行当局またはその他の主たる金融規制当局が策定する資本規制、流動性規制との一貫性を確保
- 会計、バリュエーションのコンサルタント、専門家の確保： 財務諸表の監査、権利

と証券の交換を実施する際に必要なバリュエーション作業の実施

- ブリッジ金融会社のリストラクチャリング計画の策定： 特定の資産、ビジネス、子会社の売却を含む

ドッド=フランク法は、破綻する状況に陥ったことに対して責任をもつ破綻持株会社の経営者を特定して更迭するとともに、破綻原因に重大な責任をもつ現在または過去の上級経営職から報酬を取戻すことを FDIC に求めている。これに対して、ブリッジ金融機関がオペレーションに必要なスキルや専門性を維持する観点から、FDIC は従業員の雇用のほとんどを維持し、子会社および関連会社のほとんどの従業員の雇用には影響が生じないことを想定している。

ブリッジ金融会社の日常業務はその経営者、取締役によって監督されるが、ブリッジ金融会社のガバナンスに関わるハイレベルな事項に関しては、FDIC がコントロールを図る。具体的には、①株式の発行、②定款の改定または修正、③一定基準を超える資本取引、④一定基準を超える資産の譲渡または売却、⑤ブリッジ金融会社の合併・統合・再編、⑥ブリッジ金融会社の取締役の更迭、⑦配当の分配、⑧エクイティ・ベースの報酬制度、⑨バリュエーションの専門家の指名、⑩会計事務所の変更については、FDIC の承認が必要になる。

ブリッジ金融会社の終了に関しては、NewCo のリストラクチャリングの計画を FDIC が承認し、NewCo が規制資本要件を満たしている場合、ブリッジ金融会社の終了、すなわちブリッジ金融会社を NewCo に承継することが認められる。FDIC は、「NewCo または NewCos」と記述しており、SPOE 戦略ではブリッジ金融会社や業務子会社が分割されて複数の NewCo に承継されることも想定されている。

2. ベイルインを通じた資本増強

SPOE 戦略の特徴は、前述のとおり、権利と証券の交換によって事実上ベイルインを実施して損失吸収を図ることにある。FDIC は、倒産法においては新会社の証券発行を通じて債権者に弁済が行われることがあることを指摘し、その上で SPOE 戦略においては、倒産法と同様にレシーバーシップにおける債権者は権利と証券の交換による証券の分配によって弁済されると説明している。もっとも、倒産法では無担保債権者で構成される債権者委員会の同意が必要であるのに対して、OLA では債権者の承認を必要としないという大きな違いが存在する。

権利と証券の交換は、NewCo が発行する新たな債務、エクイティ、場合によってはワラント、オプションといったコンティンジェント証券をレシーバー (FDIC) に発行・配分し、レシーバーが新たな債務、エクイティと債権者の権利とを交換することによって実施されるとする。つまり、これまでベイルインのタイミングが明確ではなかったが、SPOE 戦略における権利と証券の交換は、ブリッジ金融会社を NewCo に承継する際の出口段階で実

施されることが明らかになった。

FDIC は、権利と証券の交換（ベイルイン）のメリットとして資産を処分することなく債権者に代価を提供することが可能である点を挙げている。一方、ワラントまたはオプションの付与に関しては、代価が得られないより順位の低いクラスの債権者について、バリュエーションが過小評価されることで弁済を受けられないという事態から保護するという趣旨を説明している。

3. 破綻処理プロセスの期間

FDIC と BOE の共同文書では、SPOE 戦略を実行する期間は示されていなかった。一方、今般の FDIC による文書によって、破綻持株会社がレシーバーシップの適用を受けてから権利と証券の交換を実施するまでの SPOE 戦略を実行する期間として、6 ヶ月間から 9 ヶ月間を想定していることが明らかになった¹⁸。

破綻処理プロセスの長さは、OLA の下で権利を確定する期間の長さにも影響を受けている。OLA では、倒産法の手続と同様、レシーバーシップに置かれた債権者は、FDIC がレシーバーに就任した日から 90 日以上経過した基準日までに権利のファイリングを行う必要がある。つまり、権利が確定するまでの間は権利と証券の交換を通じたベイルインは実施できないことになる。

4. 非 SIFI 化を図るリストラクチャリング

ブリッジ金融会社の設立時には、ブリッジ金融会社のリストラクチャリングの計画が策定され、その後実施される。リストラクチャリング計画には、米国の金融の安定に深刻な影響をもたらすことなく連邦倒産法の下で破綻処理が可能になることを目標に、特定の資産、ビジネス、子会社の売却を実施することが含まれる。連邦倒産法の下で破綻処理が可能になるということは、システミック・リスクを生じることなく一般倒産手続の適用が可能になることを意味する。

FDIC は、組織の再編、リストラクチャリング、子会社の処分等によって、会社はより小規模になり、オペレーションやリーガル・ストラクチャーはより複雑でなくなるとしている。また、複数の会社に分割され第三者に売却される可能性もあるとする。リストラクチャリングを通じて TBTF を解決し、もはや SIFI ではなくなることを意図されている。他の SIFI がブリッジ金融会社を承継することは前提となっていない。

そして、ブリッジ金融会社を終了し、民間セクターに経営を引継ぐ際には、FDIC はブリッジ金融会社の取締役会、経営者に連邦倒産法を適用して破綻処理することを可能にするためのリストラクチャリングの計画と計画実施の時間軸を定めることを要請する。ブリッジ金融会社の取締役会、経営者は、NewCo が会社の分割、リストラクチャリング、組織再編のための要求を完全に遂行するための条件を定め、NewCo が連邦倒産法の下で破綻処

¹⁸ ドッド=フランク法の規定では、ブリッジ金融会社の存続期間は原則 2 年（最大 3 年）である。

理可能となるための新たなリビング・ウィル（RRP）の策定が求められる。

一方、NewCo の取締役および経営者は、持株会社の承認の条件である当初のオペレーションに関する合意の一環として、策定されたリストラクチャリング計画を実施・継続することを主たる金融規制当局（例えば FRB）との間で合意することとなる。すなわち、NewCo においてもリストラクチャリングが継続され、連邦倒産法の下での破綻処理が可能になるよう非 SIFI 化を実現するための取組みが NewCo でも引き続き行われることになる。

5. 持株会社の資本および債務の水準

SPOE 戦略では、SIFIs が破綻した場合に子会社のオペレーションを継続させる一方、破綻処理とそれに伴う損失を SIFIs の最上位の持株会社に隔離することで市場の混乱を回避することが意図されている。FDIC は、SPOE 戦略の成功の可否は、業務子会社の資本再構築、ブリッジ金融会社の終了と NewCo の設立を可能にするために十分な量のエクイティおよび無担保債務が最上位の持株会社で維持されているかに依拠していることを指摘する。つまり、持株会社のエクイティや無担保債務が十分にあれば、グループ内で生じた損失を吸収し、さらに資本再構築を行った上で NewCo に譲渡することが可能になる。

FDIC は、SPOE 戦略を適用可能なものにするため、規制当局は持株会社のエクイティや無担保債務の適正水準について議論を行っているとしており、SIFIs を対象に最低資本規制に追加するかたちで無担保債務の最低発行規制の導入を検討していることを明らかにしている。無担保債務の最低発行規制については、FRB が主体となって検討を行っており、FRB は FDIC と協議の上、大規模かつ複雑な銀行を対象に持株会社レベルで長期無担保債務の最低発行額の規制提案を行う見通しを明らかにしている¹⁹。一方、FDIC の文書では、SPOE 戦略を適用するためにどのような種類の債務、どのようなマチュリティのストラクチャーが適切かについてコメントを求めている。

無担保債務の最低発行規制に関連して、FSB は現在、破綻処理時の株主や無担保債権者による損失吸収を確保する観点から実質破綻時の損失吸収力を表す GLAC (gone concern loss absorbing capacity) の検討を始めている²⁰。FSB は、市場の信認を得られるような資本再構築を伴う破綻処理戦略を円滑にするためには十分な GLAC が必要であり、少なくとも最低規制資本の水準以上であることを求めている。FRB の検討は GLAC の議論に呼応するものである。

¹⁹ Daniel Tarullo, "Toward Building a More Effective Resolution Regime: Progress and Challenges," at the Federal Reserve Board and Federal Reserve Bank of Richmond Conference, Planning for the Orderly Resolution of a Global Systemically Important Bank, October 18, 2013 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20131018a.pdf>).

²⁰ FSB は 2013 年 9 月の G20 サミットに向けた文書の中で、公的資金によるバイルアウトを回避するために、SIFIs が破綻処理の際に十分な損失吸収力を確保するために GLAC を検討していることを明らかにしている。FSB は、2014 年末までに GLAC の性質、量、発行エンティティ等を検討した提案を準備する予定を明らかにしている (FSB, "Progress and Next Steps Towards Ending 'Too-Big-To-Fail' (TBTF)," Report of the Financial Stability Board to the G-20, 2 September 2013)。

6. ブリッジ金融会社の海外オペレーションの扱い

FDIC は、ブリッジ金融会社の海外にあるオペレーションに関して、外国当局が自国債権者等の利益を保護する観点から米国 SIFIs の海外オペレーションをリングフェンスする可能性を指摘する。SPOE 戦略を成功させるためには、外国当局が SIFIs の海外オペレーションをリングフェンスすることにより生じる影響を回避または最小化する必要があるとの認識をもっている。

米国 SIFIs は通常、子会社または銀行の支店で海外オペレーションを行っている。海外子会社は米国の親銀行から独立したエンティティであり、各々の国で別に免許・認可を受け、自己資本と流動性のソースを有している。FDIC は、海外子会社が十分な資本を有し、自立している限り、営業を維持しオペレーションを継続すること、通常の借入ファシリティを通じてファンディングを行うことが期待されるとする。一方、海外支店の場合は、米国の親銀行のバランスシートに含まれており、SPOE 戦略の下では親銀行が営業を継続し十分な資本を有している限り、海外支店のオペレーションを変更する理由はないとする。FDIC は、SPOE 戦略の下、持株会社にレシーバーシップが適用されている間も海外子会社や海外支店の営業の維持とオペレーションの継続が確保されるよう外国当局と連携を図っていく方針であるとしており、外国当局によるリングフェンスを警戒している。

一方、FDIC は SPOE 戦略の代替的手段である MPOE 戦略について、MPOE 戦略は波及効果 (knock-on effect) を生じることなく部門ごとの破綻処理を可能にするため、オペレーションを十分に独立した子会社に封じ込めることが必要になるとの見方を述べている。つまり、SIFIs の海外オペレーションの子会社化 (subsidiarization) が必要になることを示唆している。もっとも、FDIC は、海外オペレーションの子会社化を求めることが、SIFIs の海外オペレーションに関する問題をすべて解決してくれるかは明確でないとの認識をもっている。FDIC は、リングフェンスが容易になる子会社化に対しては消極的な考えであることが窺われる。

7. クロスボーダーの協力

FDIC は、クロスボーダーの協力・協調が SPOE 戦略の適用において重要な鍵を握ることを指摘しており、クロスボーダーの協力に関して外国当局と検討を行っていることを明らかにしている。FDIC は、BOE との間の共同文書の策定に加えて、スイス、ドイツ、日本を含む外国当局との間の相互の検討を挙げており、欧州委員会との間の破綻処理に関するジョイント・ワーキング・グループの設置や FSB との間の協力の継続を挙げている。

また、クロスボーダーの協力について FDIC は、2013 年 11 月に ISDA に対してデリバティブ取引に関する早期解約条項の一時停止等のための ISDA 文書の標準化を求めるレターを BOE、ドイツ連邦金融監督庁 (BaFin)、スイス金融市場監督機構 (FINMA) と共同で提出したことも述べている。

V. SPOE 戦略に関する若干の考察

FDIC が検討している SPOE 戦略は、SIFIs の破綻処理を持株会社のエンティティに限定し、持株会社の株主・無担保債権者によって損失吸収を図る一方、業務子会社（銀行子会社、証券子会社等を含む）については営業を維持し、オペレーションを継続することによって、市場やカウンターパーティの混乱を回避し、秩序ある破綻処理を図ることを目的とする破綻処理戦略である。

SPOE 戦略は、SIFIs の組織ストラクチャーの態様にも依拠する。FDIC は米国 SIFIs の一般的なストラクチャーとして、持株会社の形態の下、最上位の親持株会社と国境を越えて幅広い法域で活動し、ファンディングやサポート業務を通じて相互関連性を有している何百、何千もの業務子会社で構成されている点を指摘する。また、SIFIs のコアのビジネスラインはリーガル・エンティティのストラクチャーとは無関係であり、重要なオペレーションはリーガル・エンティティや法域にまたがっている点を挙げている。

FDIC は、SIFIs の組織ストラクチャーの下では、会社全体を対象に破綻のトリガーを引くことは、社会的なコストをもたらす、金融システム全体に波及効果を生じる可能性があることを指摘する。一方、SPOE は SIFIs の一部（持株会社）に秩序ある破綻処理を適用することで、社会的なコストを抑制し、システミック・リスクを制御することが狙いである。つまり、SPOE 戦略を推進する背景には、米国 SIFIs の複雑なストラクチャーとグループ内の相互関連性が存在すると言えよう。

金融危機を踏まえて整備されつつある破綻処理制度を実際に適用する際の手段として、SPOE 戦略か MPOE 戦略かという破綻処理戦略の選択が破綻処理の結果に重要な差異をもたらすことになる。SPOE 戦略であれば持株会社の株主・無担保債権者に損失負担が限定されるのに対して、MPOE 戦略は業務子会社の債権者にも損失が発生し得る。その一方で、FDIC の SPOE 戦略においては、ブリッジ金融機関の間やブリッジ金融機関を承継する NewCo において、連邦倒産法の下で破綻処理が可能になるようなリストラクチャリングが実施されることとなっており、業務子会社やカウンターパーティに対する影響がまったく生じないとは言い切れない。

今後、国際的な破綻処理制度のコンバージェンスを目指す FSB の議論の下、破綻処理戦略は国際的に重要な検討テーマとなることが想定される。特に、G-SIFIs 等については個社ごとに母国当局と主なホスト国当局が参加する危機管理グループ（CMG）が設置され、CMG において具体的な破綻処理戦略が検討されることになっている。そのような観点からも破綻処理戦略の具体化で先行する FDIC の SPOE 戦略は、米国 SIFIs を対象とするものであるとはいえ、十分に注視する必要がある。