

## 日本の G-SIBs を対象とする SPE に関する論点整理

### —英米で検討される SPE との比較—

小立 敬

#### ■ 要 約 ■

1. 金融庁は2016年4月に「金融システムの安定に資する総損失吸収力（TLAC）に係る枠組み整備の方針について」を公表した。これは金融安定理事会（FSB）において検討されてきたTLACの最終化を受けて、今後、日本が国内でTLACの枠組みをどのように整備するのかという全体的な方針を示すものである。
2. 金融庁の整備方針は、日本のG-SIBsの破綻処理戦略としてシングル・ポイント・オブ・エントリー（SPE）が預金保険法の特定第2号措置の下で実施されることを明らかにした。まず、銀行等の主要子会社で発生した損失を持株会社が吸収した上で、持株会社に特定第2号措置を適用し、その後に預金保険法の下で破綻持株会社が保有する主要子会社の株式を含む事業等を特定承継金融機関等に譲渡する一方、事業等の譲渡後の破綻持株会社には破産手続を適用するスキームである。
3. 日本と英米のSPEを比較すると、英米のSPEは、優先的な破綻処理戦略として位置づけられているのに対して、日本のSPEは、複数の破綻処理スキームの中の1つの選択肢である。また、英米のSPEにおいて実施されるバイルインは、法的なバイルインである一方、日本のSPEにおいては、その他Tier1、Tier2には契約上のバイルインが適用されるものの、普通株式やTLAC適格社債については破産手続の中で損失吸収が行われる。また、日本のSPEでは、バイルインは専ら損失吸収を目的とする元本削減によって行われ、株式への転換はスキームの上では想定されていない。
4. 今後、金融庁あるいは預金保険機構において、必要な法制化を含めてSPEアプローチをより実行可能なものに具体化していくことが想定される。投資家サイドとしては、日本も含めたG-SIBsの母国当局によるTLAC合意文書を踏まえたTLACの国内法化、あるいはバイルインの技術的な課題といった国際的な検討を受けたG-SIBsの破綻処理戦略の具体化の進展を見極めていく必要がある。

## I. 金融庁による整備方針の公表

金融庁は2016年4月に「金融システムの安定に資する総損失吸収力（TLAC）に係る枠組み整備の方針について」（以下、「整備方針」）と題する文書を公表した<sup>1</sup>。TLAC（total loss absorbing capacity）とは、G-SIBsを対象に破綻処理の際の損失吸収力や資本再構築力を求める新たな規制の枠組みである。整備方針は、金融安定理事会（FSB）において検討されてきたTLACの最終化を受けて、今後、日本が国内でTLACの枠組みをどのように整備するのかという全体的な方針を示すものである。日本のG-SIBs（3メガバンク）は、FSBによるTLACの枠組みの最終化を受けて早々にTLACへの対応を図るシニア債の発行を開始しており、金融庁としては異例のことではあるが、規制の適用時期よりもかなり早い時期に国内法化の方針を示すことにしたものである。

TLACの国際的な枠組みを規定しているのは、2015年11月のアンタルヤ・サミットにおいて承認されたFSBの「グローバルなシステム上重要な銀行の破綻時の損失吸収力および資本再構築力に係る原則」（以下、「TLAC合意文書」）である<sup>2</sup>。G-SIBsに対しては、TLACの最低基準として、リスク・アセット比で2019年からは16%以上、2022年以降は18%以上が要求される。また、レバレッジ比率エクスポージャー比で2019年からは6%以上、2022年以降は6.75%以上が求められる<sup>3</sup>。したがって、G-SIBsの母国当局は、TLACの適用が始まる2019年よりも前にTLACの枠組みの国内法化を図る必要がある。例えば、米国では連邦準備制度理事会（FRB）が2015年10月にTLACの国内法化を図る規則提案を公表している<sup>4</sup>。

金融庁の整備方針は、TLAC合意文書とバーゼル委員会の自己資本規制との一体性が確保されているとして、銀行法52条の25に基づく自己資本告示の改正によりTLACの国内法化を行う考えを示している<sup>5</sup>。さらに、TLACの適用は、各G-SIBsに適用される破綻処理戦略（resolution strategy）に依拠することから、整備方針は、日本のG-SIBsのグループ組織構造を踏まえた破綻処理の可能性を考慮し、日本のG-SIBsの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; SPE）のアプローチを選択することが望ましいとの方針を明らかにした。

<sup>1</sup> <http://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20160415-3.html> を参照。

<sup>2</sup> FSB, “Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution; Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet,” 9 November 2015. その概要は、小立敬「最終化された総損失吸収力（TLAC）の枠組み—TBTFの終結を図る新たなG-SIB規制の概要—」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号を参照。

<sup>3</sup> 日本のG-SIBsは、2019年以降はリスク・アセットの2.5%分、2022年以降は3.5%分をTLACに算入できる。

<sup>4</sup> その概要については、小立敬「FRBが明らかにした米国版TLACに関する提案」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号を参照。

<sup>5</sup> 銀行法52条の25は、「内閣総理大臣は、銀行の業務の健全な運営に資するため、銀行持株会社が銀行持株会社及びその子会社その他の当該銀行持株会社と内閣府令で定める特殊の関係のある会社（以下この節において「子会社等」という。）の保有する資産等に照らし当該銀行持株会社及びその子会社等の自己資本の充実の状況が適当であるかどうかその他銀行持株会社及びその子会社等の経営の健全性を判断するための基準であって、銀行の経営の健全性の判断のために参考となるべきものを定めることができる」と定めている。TLACが経営の健全性を判断するための基準に該当するか否かについては、些か議論の余地があるように思われる。

本稿は、金融庁の整備方針の中でも主に日本のSPEアプローチに焦点を当てて、海外のSPEアプローチ、特に英米で検討されているスキームとの比較を交えながら、主要な論点を整理する。

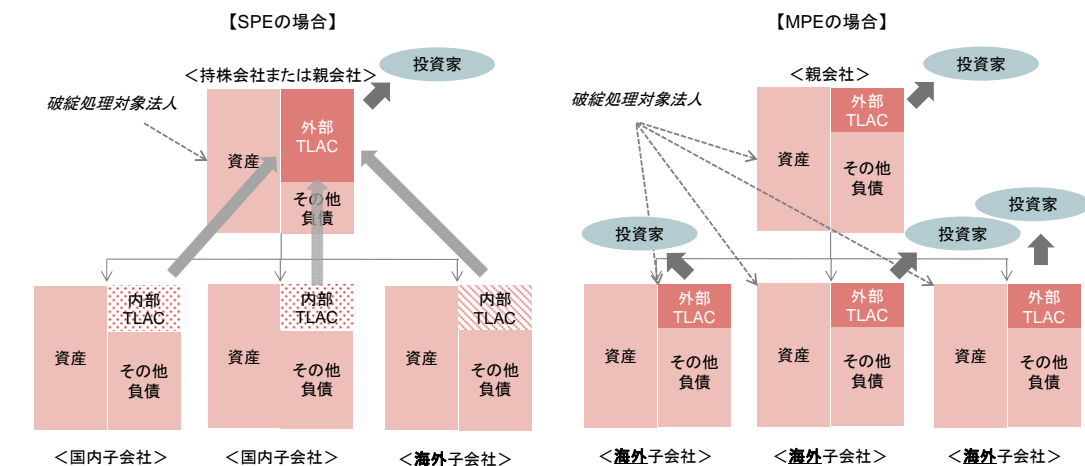
## Ⅱ. TLAC と破綻処理戦略との関係

TLACは、各G-SIBsの破綻処理戦略によって規制の適用の仕方が異なる点が特徴である。破綻処理戦略とは、G-SIBsに策定が求められる再生・破綻処理計画（recovery and resolution plan; RRP）のうち破綻処理計画の根幹を為すものであり、破綻処理戦略には大別すると、SPEとマルチプル・ポイント・オブ・エントリー（multiple point of entry; MPE）がある。

SPEとは、単一の破綻処理当局がG-SIBグループの最上位の持株会社または親会社を対象にバイルイン（bail-in）を含む破綻処理ツールを適用する破綻処理戦略である。SPEの下では、G-SIBグループを構成する銀行子会社、証券子会社を含む金融業務を営む会社（operating company）で発生した損失は、持株会社等が発行する株式および無担保債務の元本削減、あるいは無担保債務の株式への転換を通じて吸収される。一方、MPEとは、G-SIBグループ内の個々の法人（legal entity）に対して、複数の破綻処理当局が各々の破綻処理権限の下で別々に破綻処理ツールを適用する破綻処理戦略である。

SPEにおいては、業務子会社の業務継続を確保する観点からG-SIBグループで発生した損失の吸収を図るためには、持株会社等が十分な損失吸収力を保持している必要がある。一方、MPEでは、G-SIBグループを構成する法人（およびその子会社）に個々に破綻処理が適用されるため、各法人に十分な損失吸収力が備わっていなければならない。すなわち、TLACの適用は、SPEの場合には破綻処理の対象となる持株会社等にTLACが求められ、MPEの場合にはグループ内の個々の破綻処理対象法人にTLACが求められる（図表1）。すなわち、SPEかMPEかの選択がTLACの適用に際して重要な要素となっている。

図表1 SPE、MPEとTLACの適用



(出所) 野村資本市場研究所

TLAC には、最低基準としての外部 TLAC (external TLAC) に加えて、内部 TLAC (internal TLAC) がある。外部 TLAC とは、グループ内の破綻処理対象法人が投資家に発行する TLAC 適格商品であり、投資家に損失負担を求めることを意図するものである。一方、内部 TLAC は、破綻処理が適用されない法人から破綻処理対象法人にグループ内で損失を移すことを目的とする。FSB の TLAC 合意文書は、外国に所在する主要子会社 (material sub-group) から破綻処理対象法人である母国親会社に損失を移転するものとして海外の主要子会社を対象に内部 TLAC を適用することを規定している<sup>6</sup>。これに対して、金融庁の整備方針は、国内の子会社から持株会社に損失を移転する観点から国内の主要子会社にも内部 TLAC を求める考えを明らかにしている。

他方、自国の G-SIBs に破綻処理戦略として SPE を適用する方針を表明している母国当局は、米国、英国、スイスの当局であり、いずれも SPE についてある程度具体的なスキームを示している<sup>7</sup>。一方、現時点では、MPE を採用することを明らかにしている母国当局はない。なお、EU では、域内共通の破綻処理の枠組みとしてバイルインを含む銀行再生・破綻処理指令 (BRRD) がすでに導入されているが、BRRD においては、破綻処理戦略として SPE および MPE の両者が想定されている。

FSB は SPE と MPE の選択について、①SPE は流動性やトレーディング、ヘッジ、リスクなどの集中的な管理を通じて高度に統合された業務が行われている金融機関に相応しいとする一方、②MPE は分散化された組織構造を有し、国または地域によって財務的、法律的、業務的な面でより分離されており、相対的に独立した子会社グループを有する金融機関に望ましいと述べている<sup>8</sup>。別の角度から整理すれば、SPE は自己資本や流動性の管理が集中化され、グループ内ポジションが相当に上るホールセール・バンキングに適切である一方、MPE は子会社が各地域で預金によって資金を調達し、資本または流動性の管理は分散化され、グループ内ポジションが限定されているリテール・バンキングに相当である<sup>9</sup>。

例えば、グローバルにホールセール業務を展開している JP モルガン・チェースやゴールドマン・サックスには SPE が適用されるが、リテール業務をグローバルに展開するサンタンデールには MPE が適用される見通しである<sup>10</sup>。ただし、FSB は、SPE と MPE の選択は

<sup>6</sup> TLAC 合意文書の主要子会社とは、①リスク・アセットが G-SIB グループの連結リスク・アセットの 5%以上であること、②業務収益が G-SIB グループの業務収益の 5%以上であること、③総エクスポージャーが G-SIB グループの連結レバレッジ・エクスポージャーの 5%以上であること、④G-SIBs の危機管理グループ (CMG) によって重要な機能の実行に重要と判断されることのいずれかの要件を満たす子会社グループを指す。

<sup>7</sup> 米国に関しては、連邦預金保険公社 (FDIC) が 2013 年 12 月に自国の G-SIBs を対象とする SPE のスキームを提示し、意見募集を行っている。英国のイングランド銀行 (BOE) は 2012 年 12 月に FDIC と共同文書を公表し、その中で自国の G-SIBs に SPE を適用する考えを明らかにしている。スイスの連邦金融市場監督機構 (FINMA) は 2013 年 7 月に自国の G-SIBs に SPE を適用する方針を公表している。それらの概要については、小立敬「欧米におけるバイルインの導入上場と論点の整理」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

<sup>8</sup> FSB, “Recovery and Resolution Planning for Systemically Important Financial Institutions: Guidance on Developing Effective Resolution Strategies,” 16 July 2013.

<sup>9</sup> Santiago Fernández de Lis, “The multiple-point-of-entry resolution strategy for global banks,” BBVA Research, 25 February 2015.

<sup>10</sup> フィナンシャル・タイムズは、TLAC 合意文書の最終化の作業において、MPE が適用されるサンタンデールが SPE を適用される銀行とのレベル・プレイング・フィールドを確保するための措置を勝ち取ったことを報道し

必ずしも二者択一ではなく、両者を組合せたハイブリッド型の破綻処理戦略があり得ることも指摘しており、各 G-SIBs にどのような破綻処理戦略が適用されるのかについては、さらに具体的に見極めていくことが必要になる。

### Ⅲ. 日本の G-SIBs に適用される SPE アプローチ

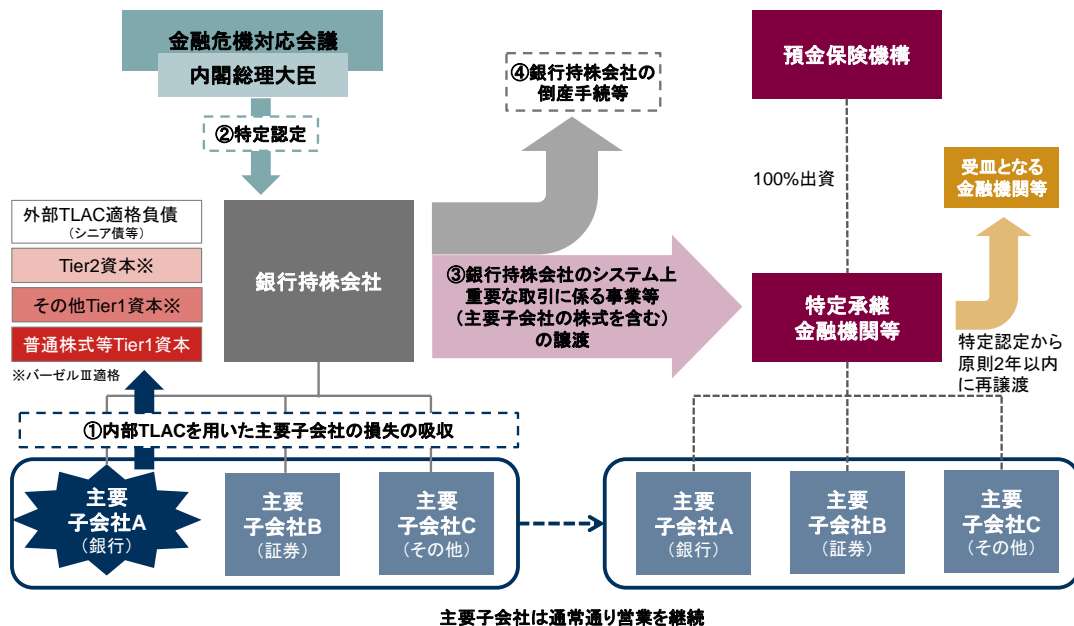
#### 1. SPE アプローチの概要

金融庁の整備方針は、日本の SPE アプローチが預金保険法に規定される特定第 2 号措置の下で以下のプロセスによって実施されることを明らかにしている。

- ① システム上の重要性を有するとして金融庁が指定した主要子会社において発生した損失を持株会社が吸収
- ② 主要子会社の損失を吸収した持株会社について、内閣総理大臣が預金保険法に定める特定第 2 号措置に係る特定認定および特定管理を命ずる処分を実施
- ③ 預金保険法の下、破綻持株会社が保有する主要子会社の株式を含むシステム上重要な取引に係る事業等を特定承継金融機関等に譲渡
- ④ 事業等を譲渡した後の破綻持株会社に法的倒産手続を適用

また、金融庁は整備方針の公表とともに、「銀行持株会社形態を採る日本 G-SIBs の秩序ある処理の一例」という日本の SPE の具体的なイメージを明らかにしている（図表 2）。

図表 2 日本の SPE スキームの例



（出所）金融庁「銀行持株会社形態を採る日本 G-SIBs の秩序ある処理の一例」

ている（“HSBC and Santander win change to proposed capital rules,” Financial Times, 9 September 2015）。

## 2. 外部 TLAC および内部 TLAC の要件

金融庁の整備方針は、SPE アプローチの前提となる外部 TLAC および内部 TLAC の要件を提示する。特に、外部 TLAC の要件は、すでに日本の 3 メガバンクが発行を始めているシニア債が TLAC の適格性を満たし得るかという点を確認する上で重要な要素である。

FSB の TLAC 合意文書に規定された TLAC タームシートは、TLAC 適格商品の要件を詳細に定めており、適格外部 TLAC のトリガーとして破綻処理時の元本削減、株式転換が契約上のトリガー（損失吸収事由）または法的な仕組み（statutory mechanism）の下にあることを求めている<sup>11</sup>。整備方針はこの点に関して、日本には「法的な仕組み」は存在すると述べており、日本の G-SIBs が発行する TLAC 適格社債には損失吸収事由（バーゼルⅢ適格資本に係る PONV 条項に相当）は不要であるとの判断を示している。すなわち、TLAC 適格社債は、法的な仕組みという位置づけの下で法的倒産手続によって損失吸収が図られることになる。

一方、内部 TLAC については、TLAC 合意文書は、海外子会社から母国の親会社に損失を移転する観点から海外主要子会社を対象に内部 TLAC を要求するが、前述のとおり整備方針は、国内の子会社から持株会社に損失を移転することを目的として、国内子会社の中から金融庁が「主要子会社」を選定し、その主要子会社に内部 TLAC を要求する考えを示している。ただし、主要子会社に要求される内部 TLAC の水準は明らかではない。

## 3. SPE アプローチの具体的なプロセス

次に、金融庁が整備方針で示した日本の SPE アプローチについて、整備方針の記述を踏まえながらそのプロセスを具体的に確認する。

### a) 持株会社による主要子会社の損失吸収

整備方針は、預金保険法の適用に先だって持株会社による主要子会社の損失吸収を図るとする。具体的には、金融庁が選定する主要子会社に要求される内部 TLAC について、主要子会社に損失が発生した場合には、当局の関与の下で持株会社が当該主要子会社の損失を吸収することを目的とする措置が講ぜられると述べており、主要子会社で発生した損失は、内部 TLAC を通じて持株会社に移転される。ただし、内部 TLAC を通じた主要子会社の損失吸収について、当局のどのような権限の下でどのような措置によって実行されるかは定かではない。

### b) 内閣総理大臣による特定認定

次に整備方針は、持株会社が特定第 2 号措置の発動要件を満たすことを条件として、金融危機対応会議の議を経て内閣総理大臣による特定第 2 号措置に係る特定認定および特定

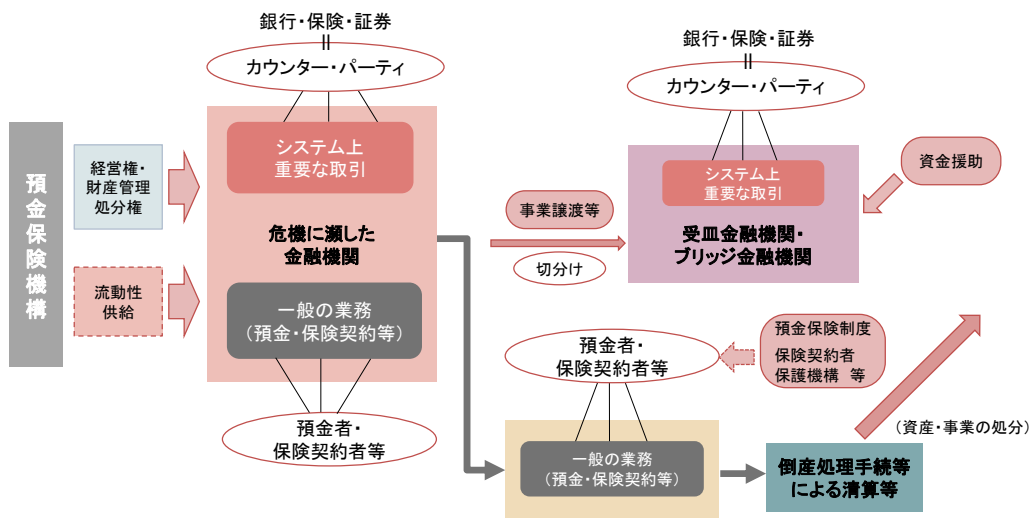
<sup>11</sup> TLAC タームシートの詳細については、前掲注 2 を参照。

管理を命ずる処分を行うとする<sup>12</sup>。なお、特定第2号措置の下での処分は、市場の混乱を防ぐ観点から休業日である週末にかけて迅速に実施することが想定されている。

2013年6月の預金保険法改正によって「金融システムの安定を図るための金融機関等の資産および負債の秩序ある処理に関する措置」（以下、「秩序ある処理」）が手当てされた<sup>13</sup>。秩序ある処理は、金融機関に当該措置が講じられなければわが国の金融市場その他の金融システムの著しい混乱が生じると内閣総理大臣が認めた場合に適用されるものである。金融危機の経験を踏まえて日本が整備した措置であり、市場を通じて伝播する市場型のシステムミック・リスクに備える措置である。

秩序ある処理には、債務超過ではない金融機関等に適用する特定第1号措置と、債務超過等の金融機関等に適用する特定第2号措置がある。それらの措置は、既存の破綻処理制度が対象とする預金取扱金融機関に加えて、銀行持株会社を含めてグループ全体を対象とすることができる<sup>14</sup>。日本のSPEが前提とする特定第2号措置は、民間で受皿金融機関が見つからない場合に金融システムの安定を図るために不可欠な債務等をブリッジバンクである特定承継金融機関等に承継し、残余の資産や事業を法的倒産手続の下で清算する措置である<sup>15</sup>（図表3）。

図表3 改正法成立時に想定された特定第2号措置のスキーム



（出所）金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成25年法律第45号）に係る説明資料」

<sup>12</sup> 特定第2号措置に係る特定認定とは、内閣総理大臣が議長を務める金融危機対応会議において措置を講じる必要がある旨を認定することであり、特定管理を命ずる処分とは、特定第2号措置に係る特定認定が行われた場合に預金保険機構が破綻金融機関の業務および財産の管理することを内閣総理大臣が命じる処分を指す。

<sup>13</sup> その概要については、小立敬「わが国の金融機関の秩序ある処理の枠組み—改正預金保険法で手当てされた新たなスキーム—」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号を参照。

<sup>14</sup> 銀行持株会社以外にも、保険会社および保険持株会社（それらの子法人等を含む）、証券会社（第一種金融商品取引業者のうち有価証券関連業に該当するもの）および総資産1兆円以上の第一種金融商品取引業者の親会社のうち指定された指定親会社（それらの子法人等を含む）も対象となっている。

<sup>15</sup> 特定第2号措置が適用される金融機関としては、その財産をもって債務を完済することができない金融機関に加えて、その財産をもって債務を完済することができない事態が生ずるおそれがある金融機関、債務の支払を停止した金融機関、債務の支払を停止するおそれがある金融機関が含まれる。

さらに整備方針は、特定第2号措置に係る特定認定の後、持株会社が発行したバーゼルⅢ適格のその他 Tier1 および Tier2 について、破綻持株会社の他の負債（外部 TLAC 適格性を有する社債等を含む）に先だって、当該資本商品の条件（社債要項等）に従って元本の削減等（元本の削減または普通株式への転換）が行われると述べる。

バーゼルⅢの下では、その他 Tier1 および Tier2 の資本算入要件として原則、実質破綻時（point of non-viability; PONV）に元本削減または株式転換を図る条項を当該資本商品の商品契約に手当てすることが求められる。これを受けて日本では、持株会社が発行するその他 Tier1、Tier2 については、実質破綻認定の際に元本の削減または普通株式への転換が行われる特約を定めることが自己資本告示において求められている<sup>16</sup>。そして、金融庁の自己資本比率規制に関する Q&A では、持株会社の場合、特定第2号措置に係る特定認定が行われる場合を実質破綻認定時として位置づけている<sup>17</sup>。したがって、日本の SPE においては、持株会社が発行するその他 Tier1、Tier2 の損失吸収のトリガーは、実質破綻認定時として特定第2号措置に係る特定認定が行われた場合が該当する<sup>18</sup>。

整備方針は、破綻持株会社の業務に係る動産または債権のうち内閣総理大臣が指定する特定承継金融機関等に譲渡されるものについては差押えが禁止されるとしている（同法126条の16）。外国法準拠の TLAC 適格社債にはその効力が及ばないとみられることから、当該規定について同意を図る条項が必要になるとみられる。なお、整備方針に記述はないが、改正預金保険法で手当てされたデリバティブ契約等の早期解約条項の発動を一時的に停止する権限（同法137条の3）、いわゆるステイに関しては、特定承継金融機関等への譲渡は一括清算条項には該当しないと考えられていることから、カウンターパーティによる早期解約は発動されないことが想定されている。

### c) 事業等の譲渡

整備方針は、内閣総理大臣による特定事業譲受け等を行うべき旨の決定が行われた後に、株主総会の特別決議に代わる許可を裁判所から得た上で、特定承継金融機関等に破綻持株会社の事業等の譲渡を行うとする。一般に、会社が事業の全部または重要な一部を譲渡するには株主総会の特別決議が必要とされるが、市場の混乱を回避し、秩序ある破綻処理を図るためには、迅速な譲渡が求められる。そこで、預金保険法に定める裁判所の代替許可（同法126条の13第1項3号）を得た上で特定承継金融機関等への速やかな事業譲渡が行われることになる。

<sup>16</sup> 持株会社自己資本告示では、その他 Tier1 および Tier2 について、「元本の削減等又は公的機関による資金の援助その他これに類する措置が講ぜられなければ発行者が存続できないと認められる場合において、これらの措置が講ぜられる必要があると認められるときは、元本の削減等が行われる旨の特約が定められていること」が求められる。なお、元本の削減等とは元本の削減または普通株式への転換を指す。

<sup>17</sup> 自己資本比率規制に関する Q&A の第6条-Q9 を参照。

<sup>18</sup> なお、2013年6月の預金保険法の改正の際に同法の中に契約上のベイルインに関する規定が手当てされ、優先株式および劣後債、劣後ローンに関しては、特定認定が行われる際には内閣総理大臣が自己資本等における取扱いを決定することが可能になった（預金保険法126条の2第4項）。整備方針では明確にはされていないが、内閣総理大臣の権限の下で契約上のベイルインが行われることが想定される。



特定承継金融機関等に承継される事業等には、破綻持株会社が保有する主要子会社の株式が含まれ、その結果、主要子会社は特定承継金融機関等の下で通常通り営業を継続することができる。特定承継金融機関等は、特定第2号措置に係る特定認定から原則2年以内に民間の受皿金融機関に事業譲渡を行ってエグジットすることが求められる。一方、持株会社の普通株式やTLAC適格社債は、特定承継金融機関等には承継されずに破綻持株会社に残ることになる。

#### d) 破綻持株会社の法的倒産手続

子会社株式を譲渡した後の破綻持株会社については、預金保険機構が法的倒産手続の申立てを行うことになる。整備方針は、会社更生手続や民事再生手続といった再生型の倒産手続ではなく清算型の倒産手続である破産手続を適用する方針を示している。また、整備方針は、TLAC適格社債の所有者を含む破綻持株会社の債権者については、破産法の下で破産財団の範囲で配当を受けるため、破綻手続において損失吸収が図られるとしている。すなわち、日本のSPEでは、その他Tier1およびTier2と普通株式およびTLAC適格社債では損失吸収のメカニズムが異なっており、前者は契約上のトリガー（損失吸収事由）であり、後者は法的倒産手続によって損失吸収が行われる。

## IV. 英米におけるSPEアプローチ

日本以外の国で自国のG-SIBsにSPEアプローチを適用することを表明しているのは、米国および英国、スイスの当局である。本章では、より具体的なスキームが明らかで日本との比較がしやすい米国と英国で検討されているSPEを概観し、その特徴を整理する。

### 1. 米国のSPEアプローチ

米国では、連邦預金保険公社（FDIC）が米国のG-SIBsにSPEを適用することを検討している。2010年7月に成立したドッド＝フランク法は、銀行持株会社やノンバンク金融会社を対象とする新たな破綻処理制度としてOLA（Orderly Liquidation Authority）を定めるとともに、OLAの権限をFDICに与えている。FDICは、OLAをベースとするSPEアプローチに関する市中協議文書を2013年12月に公表している<sup>19</sup>。FDICはその後、SPEに関する文書を公表しておらず、ここでは市中協議文書に基づいて米国のSPEの特徴を整理する。

米国のSPEでは、OLAの権限の下、破綻したG-SIBの管財人としてFDICがレシーバー（receiver）に任命され、持株会社に清算型倒産手続であるレシーバーシップ（receivership）が適用される。一方、持株会社傘下の業務子会社については、レシーバーシップを適用せ

<sup>19</sup> FDIC, “Resolution of Systemically Important Financial Institutions: The Single Point of Entry Strategy,” Notice; request for comments, Federal Register, Vol. 78, No. 243, December 18, 2013. その概要については、小立敬「米国FDICによるSIFIsの破綻処理戦略—シングル・ポイント・オブ・エンリーの概要—」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号を参照。

ずに、OLA の下で FDIC が設立するブリッジ金融会社 (bridge financial company) の傘下で業務子会社の業務を継続させる。米国の SPE はスキーム全体が FDIC の権限の下で行われることになる。

破綻持株会社が保有する業務子会社に対する出資やローンは、レシーバーシップの破産財団 (receivership estate) からブリッジ金融会社に承継される。一方、破綻持株会社が発行する株式、劣後債務あるいはシニア債務は破産財団に残されることになり、レシーバーシップの下で OLA に規定される支払順位に従って株主や無担保債権者に損失が割当てられることになる<sup>20</sup>。

なお、FRB は、業務子会社から持株会社に損失を移転するための内部 TLAC である国内内部 TLAC (domestic internal TLAC) として、①子会社に無償供与できる質の高い流動資産 (HQLA) を持株会社に保持させ、子会社が重大な損失を被った場合には子会社に HQLA を割当てること、または②子会社に対する負債や株式を持株会社に予め保有させ、子会社に重大な損失が発生した場合にはそれらを使って損失吸収を図る仕組みを検討していることを明らかにしている<sup>21</sup>。

一方、ブリッジ金融会社の下では業務子会社の業務は継続されるが、単に業務継続を図るだけではない。金融危機後の重要な政策方針であるトゥー・ビッグ・トゥ・フェイル (TBTF) の終結を図る観点から、ブリッジ金融会社の傘下の業務子会社においては、システム上の重要性を抑制し、非 G-SIBs 化を図るためのリストラクチャリングが行われる。

そして、破綻処理プロセスからのエグジットとしては、単一または複数の承継持株会社 (NewCo) に業務子会社を承継し、株主が保有する株式を毀損させる一方、無担保債権者については、権利交換証券 (securities for claims) を通じて損失の吸収を図るとともに、NewCo の債務証券または株式が交付される。すなわち、エグジットの際に無担保債務のペイラインを通じて NewCo への資本供与が行われることになる。

FDIC は、市中協議文書の中で SPE に関して図表 4 のスケジュールを明らかにしている。それによると、SPE による一連の破綻処理プロセスとしてレシーバーの任命から NewCo に業務子会社を承継するまでの期間として、約 6~9 ヶ月 (180~270 日) の期間が想定されている。

<sup>20</sup> OLA においては、①レシーバーの管理費用、②連邦政府に対する債務、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・パートナーの順に支払が行われることが定められている。

<sup>21</sup> FRB が 2015 年 10 月に公表した TLAC の国内法化を図る規則提案においては、業務子会社から持株会社に損失を移管するための国内内部 TLAC に関する検討が明らかにされており、①無償供与可能なリソース (contribution resource) と、②事前割当てされたリソース (prepositioned resource) という 2 つの方法が示されている (前掲注 4 を参照)。前者は、持株会社が HQLA を保有し、子会社に損失が発生した場合に持株会社が子会社に HQLA を無償供与することによって損失吸収を図るという方法である。後者は、持株会社に子会社の株式または債務を保有させるものであり、子会社に損失が発生した場合には債務免除等によって損失吸収が図られる。後者が採用された場合には本文の記述とは異なり、破綻持株会社が保有する業務子会社に対する出資やローンの一部は、損失吸収に利用されることになる。

図表4 米国のSPEのスケジュール

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	
			ブリッジ金融会社の期間、										
			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, “Resolution of Systemically Important Financial Institutions: The Single Point of Entry Strategy,” (December 2013)より野村資本市場研究所作成

## 2. 英国のSPEアプローチ

英国では、中央銀行であると同時に破綻処理当局としても位置づけられるイングランド銀行(BOE)が、自国のG-SIBsに適用するSPEアプローチを検討している。BOEは、2012年12月にFDICとともにSPEに関する共同文書を公表しており、そこで英国のSPEの具体的なスキームを明らかにしている<sup>22</sup>。BOEはFDICと協力しながら検討を進めてきたものの、BOEのSPEはFDICとはスキームが異なる。また、2014年10月にはBOEはG-SIBs以外の銀行も含めた英国の破綻処理アプローチに関する文書を策定している<sup>23</sup>。もともと、その中ではG-SIBsの破綻処理についてはFDICとの共同文書を参照するように述べている。そこで、ここでは主に2012年の共同文書に基づいて英国のSPEを整理する。

英国のSPEは、持株会社にベイルインを適用するトップダウン・レゾリューション(top-down resolution)と称される。英国では、SPEの中でブリッジバンクは利用されず、(破綻処理当局もしくは裁判所から)任命された管財人(trustee)の下でSPEが実行される。具体的には、破綻したG-SIBの株式や債務証券は、株主および証券保有者から管財人に承継される。管財人は、予想損失の程度を把握し、資本再構築(recapitalisation)の条件決定に必要なバリュエーションを行う。資本再構築の条件が決まると、当初の証券保有者に対してベイルインの最終条件が提示されることになる。

<sup>22</sup> 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「英米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。

<sup>23</sup> BOE, “The Bank of England’s Approach to Resolution,” October 2014.

ベイルインの実施に当たっては、債務の水準を引下げて金融機関のソルベンシー（資本の健全性）を回復するために、債務の取消または元本削減が行われ、倒産法の順位を考慮しながら損失が割当てられる。また、持株会社から業務子会社へのあらゆるローンは、子会社がソルベントかつ存続可能となることを確保するために元本削減が実施されるとしており、内部 TLAC の機能を担うものとして捉えることができる。

その後、管財人は当初債権者に対して、株式とともに一部の元本削減された債務証券を返還する。管財人の下で管理されていた信託（trust）は終了する一方、資本再構築が行われた金融機関は業務を再開することとなり、当該金融機関は主に破綻した G-SIB の当初債権者によって資本を所有されることになる。

一方、BOE は、2014 年の英国の破綻処理アプローチに係る文書の中で、G-SIBs 以外の銀行を含むベイルインのタイムラインを示している（図表 5）。それによるとベイルインのプロセスを開始し、実際にベイルインを実施するまでに約 3 ヶ月の期間が想定されている。

図表 5 BOE によるベイルインのタイムライン

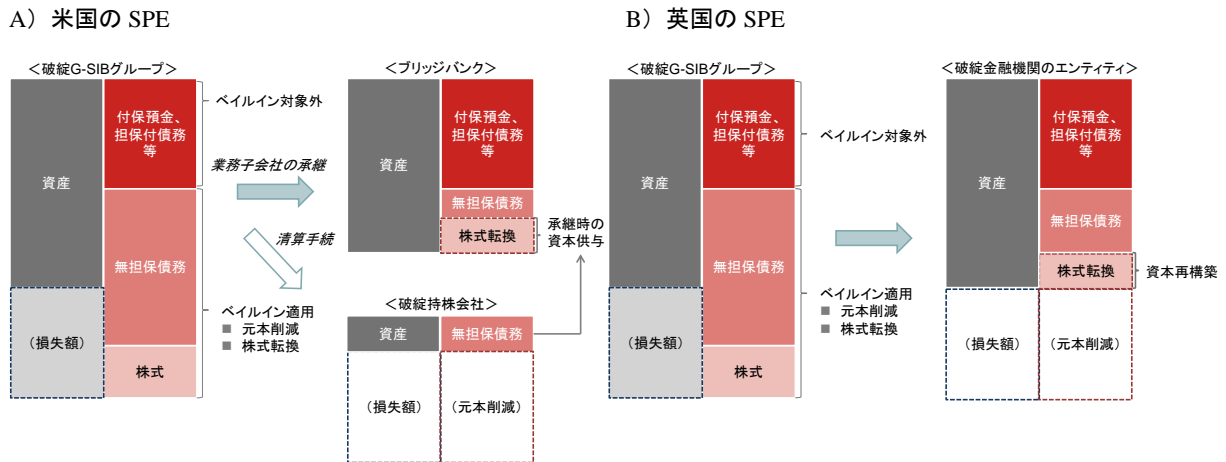
レゾリューション・ウィークエンド		ベイルイン条件公表		交換終了
ベイルイン実施前	ベイルイン期間	交換期間	ベイルイン実施後	
	約3ヵ月	約2～3週間		
<ul style="list-style-type: none"> <li>金融行為規制機構 (FCA) による株式、債券の上場停止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ベイルインの対象となる債権者等に権利書 (certificate) を発行</li> <li>債券トレーディングの禁止、株式上場停止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>破綻管財人が議決権を管理</li> <li>株式の法的権利は預託銀行において管理</li> <li>株式の受益権はかつての債券保有者が保有</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最終的なバリュエーション、破綻処理後の資本要件に基づく交換条件を公表 (交換比率を含む)</li> <li>ベイルイン管理人が議決権を管理</li> <li>かつての債券保有者から提出された受益者のステートメントに従って、権利書保有者に株式を交付</li> <li>交換期間終了時に株式議決権はかつての債券保有者に返還</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>補償されたかつての債券保有者は、株式の所有権を有し、議決権を行使</li> </ul>

(出所) BOE, “The Bank of England’s Approach to Resolution,” (October 2014) より野村資本市場研究所作成

### 3. 英米の SPE の違い

米国と英国とでは、同じ SPE であってもベイルインの機能あるいは役割が異なる。米国の SPE では、持株会社に清算手続を適用して持株会社を閉鎖する一方、システム上重要な業務子会社はブリッジバンクに承継して業務継続を図り、エグジットに際して承継持株会社に資本供与 (capitalization) を図るためにベイルインが実施される。これに対して英国の SPE は、法人格を存続させながら、資本再構築によってソルベンシーを回復し、破綻金融機関を再生させることを目的としてベイルインが実施される (図表 6)。

図表6 米国のSPEと英国のSPE



なお、ベイルインの役割や機能の違いについては、破綻処理の枠組みの新たな国際基準である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」（以下、「主要な特性」）においても明確に書き分けられている。主要な特性では、①重要な金融機能を提供する存続不能な法人に対する資本再構築と、②存続不能な法人を閉鎖する一方で重要な金融機能を承継する新設の法人またはブリッジバンクに対する資本供与という2つのベイルインが規定されている。

## V. 日本と英米のSPEアプローチの比較

日本のSPEアプローチは、破綻持株会社に清算型の倒産手続を適用して持株会社を閉鎖させるといった点では、米国のSPEに近いと言えるが、その他Tier1、Tier2と普通株式、TLAC適格社債とで損失吸収のメカニズムが異なるという点では、英米のSPEとは性格を異にする。本章では、英米のSPEと比較しながら、日本のSPEの特徴あるいは論点を整理する。

### a) 破綻処理戦略の選択肢

英米のSPEは、債務超過か否かにかかわらず破綻または破綻のおそれのあるG-SIBsの破綻処理戦略として位置づけられているが、日本のSPEは、持株会社が債務超過である場合に限られる。すなわち、日本のSPEは債務超過を要件とする特定第2号措置の下で実行され、持株会社が実質破綻認定の要件を満たすことでその他Tier1やTier2の損失吸収トリガーがひかれる。したがって、持株会社が特定第2号措置の要件を満たさない、つまり、債務超過ではない場合には特定第1号措置の下で処理が行われる。また、従来からある預金保険法上のスキームとして102条1項の措置を適用する選択肢が排除されているわけで

はない<sup>24</sup>。

すなわち、英米では、SPEはG-SIBsの優先的な破綻処理戦略(preferred resolution strategy)として位置づけられているのに対して、日本のSPEは、G-SIBsに適用される可能性のあるいくつかの破綻処理スキームの中の1つのオプションであると言える<sup>25</sup>。

#### b) ベイルインの位置づけ、役割または機能

英米のSPEの中で実施されるベイルインは、破綻処理当局であるFDICやBOEの法的権限の下で行われる法的なベイルイン(statutory bail-in)である。一方、日本のSPEでは、その他Tier1、Tier2の損失吸収は社債要項等の損失吸収事由に基づく契約上のベイルイン(contractual bail-in)として位置づけられるが、普通株式やTLAC適格社債はその他の債務等とともに破産手続の中で損失吸収が行われる。すなわち、日本のSPEにおいては、金融商品の種類によって損失吸収のメカニズムが異なる。これは、2013年6月の改正預金保険法が契約上のベイルインを導入する一方、その対象をバーゼルⅢ適格資本であるその他Tier1、Tier2に限定していることが要因である<sup>26</sup>。

また、英米と日本のSPEとでは、ベイルインが果たす役割や機能が異なることも指摘できる。米国のSPEの下では、ベイルインは損失吸収とともに承継持株会社に対する資本供与のために行われ、英国のSPEの下では、損失吸収を図った上で破綻金融機関のソルベンシーを回復させるためにベイルインが実施される。一方、日本のSPEでは、ベイルインを通じた資本供与あるいは資本再構築は予定されておらず、専ら損失吸収を目的とする元本削減によって行われるものとなっている。つまり、株式転換は想定されていない。

#### c) バリュエーション

ベイルインの実施の際、金融機関に発生した損失の把握、資本供与や資本再構築の条件決定のためにバリュエーション(資産価値の評価)の実施が必要になる。米国のSPEでは、前述のとおり、約6~9カ月の間にバリュエーションが実施されることになっている。一方、英国に関しては、2014年の文書の中で、G-SIBs以外の銀行も含めたバリュエーションの時間軸が示されており、ベイルインの転換条件の決定のための「交換バリュエーション」については、3ヵ月程度の期間が想定されている<sup>27</sup>(図表7)。

<sup>24</sup> 預金保険法102条1項には、①預金保険機構が株式引受けを行う第1号措置(公的資本増強)、②預金全額保護を図る第2号措置、③預金保険機構が破綻銀行の株式を取得し一時国有化を図る第3号措置(特別危機管理)がある。第1号措置はりそな銀行に対して、第3号措置は足利銀行に適用した実績がある。

<sup>25</sup> ただし、英米でもSPE以外のオプションが完全に排除されているわけではない。例えばBOEは、SPEが英国のG-SIBsを対象にあらゆる場面において適用されるものではなく、グループの組織構造やビジネスの性格、グループで生じた損失の規模や場所を踏まえて、より適切であればSPEではなく業務子会社レベルで破綻処理を行う戦略を採用する可能性はあるとしている。

<sup>26</sup> 預金保険法126条の2第4項を参照。

<sup>27</sup> 英国では、交換バリュエーションに加えて、ノー・クレジター・ワース・オフ(NCWO)原則に則した補償バリュエーション(compensation valuation)が財務省の管轄の下でベイルイン実施後に行われる。NCWO原則とは、破綻金融機関に倒産手続を適用した場合に債権者が受取る清算配当よりも、ベイルインを適用した場合に受取る配当が下回る場合に債権者は経済的に補償されるというセーフガードを表す。

図表7 BOEのバリュエーションのタイムライン

	ペイルイン実施前	レゾリューション・ ウィークエンド	ペイルイン期間	交換	ペイルイン実施後
当局	<ul style="list-style-type: none"> <li>● BOEは破綻処理に係るバリュエーションを行う独立の評価者を任命</li> <li>● 破綻または破綻のおそれを評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● どの債権者等が対象かを決定するため、暫定的な交換バリュエーションを利用</li> <li>● 債券トレーディング禁止、株式上場停止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 交換バリュエーションの検証、資本要件の評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 最終的なバリュエーション、破綻処理後の資本要件に基づく交換条件の公表</li> <li>● 対象債権者等の元本削減・転換および株式の補償提供</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 財務省が「補償バリュエーション (compensation valuation)」を行う独立の専門家を任命</li> </ul>
外部 アドバイザー	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直近のBSを準備</li> <li>● 金融機関とともに「交換バリュエーション (exchange valuation)」を決定 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 資産・負債</li> <li>● エクイティ</li> </ul> </li> <li>● 債務超過の推計</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 破綻日時点の交換バリュエーションの決定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 最終的な交換バリュエーションの設定 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 資産・負債</li> <li>● エクイティ</li> </ul> </li> <li>● 3か月程度かかる可能性</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 補償バリュエーションの準備 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 倒産法適用の結果の推計</li> <li>● 実際の取扱い</li> </ul> </li> <li>● 2か月程度かかる可能性</li> </ul>

(出所) BOE, “The Bank of England’s Approach to Resolution,” (October 2014)より野村資本市場研究所作成

このように、英米のSPEでは、相応の時間をかけてバリュエーションが実施されることになっている。一方、日本のSPEでは、整備方針によると、休業日である週末にかけて契約上のペイルインを含む特定第2号措置のプロセスを迅速に行うことが想定されている。日本のSPEにおいては、ペイルインを行う前にバリュエーションにどの程度の時間がかけられるのか、時間的な制約がある中で正確な資産価値の評価が可能かという点が重要な論点となる。

#### d) 非SIFI化を図るリストラクチャリング

金融危機後の金融規制改革の中で、TBTFの終結を図る観点から、RRP（破綻処理戦略を含む）、ペイルイン、TLACの枠組みが導入された。米国のSPEにおいては、同様の観点から、破綻処理後の金融機関が再びシステム上重要な金融機関（SIFIs）とならないようブリッジ金融会社の下で非SIFI化を図るリストラクチャリングが行われる。具体的には、承継持株会社に譲渡されてエグジットするまでの間に、業務の変更または縮小、より規模の小さい会社への分割、特定の子会社またはビジネスラインの売却、特定業務の閉鎖を実施することが想定されている。その結果、法的倒産手続を適用しても経済に重大な影響を与えることなく処理できるようになることが目的である。

英国のSPEでは、ペイルインによってソルベンシーを回復した後、エグジットまでの間にリストラクチャリングのフェーズに入ることが明らかになっているが、それが非SIFI化を図るまでに徹底されたものかどうかは定かではない。一方、日本のSPEでは、特定承継金融機関等の下で主要子会社がどのような取扱いとなるかについて整備方針の中では明らかにされていない。



## VI. SPE、TLAC に係る課題と今後の留意点

金融庁が整備方針を明らかにしたことで日本の SPE アプローチの概要が明らかになり、日本のメガバンクが発行する持株会社発行シニア債の TLAC における位置づけが明らかになり、外部 TLAC の適格要件として、日本の TLAC 適格社債は倒産手続の下で損失吸収が図られることが示された。ただし、メガバンクのシニア債が TLAC 適格か否かを法的に確認するには、TLAC 合意文書に規定された TLAC タームシートの要件を満たしているかということに加えて、日本の SPE アプローチを前提に今後金融庁が策定する TLAC に関する規則（自己資本告示）に照らして判断する必要がある。

TLAC 適格か否かを確実に判断できないという状況は、日本だけでなく、外国の G-SIBs でも同様である。ただし、米国はすでに TLAC の国内法化を図る規則案を提示しており、その規則が最終化されれば、米国の G-SIBs については発行する資本商品あるいは債務が TLAC 適格か否かは判断できるようになる。一方、EU に関しては、BRRD に規定する EU 独自の損失吸収力に係る規制である自己資本・適格債務最低基準（minimum requirement for own funds and eligible liabilities; MREL）の適格要件と、TLAC 合意文書が規定する TLAC の適格要件に違いが生じている。この両者の違いにどのように対応するかが定まらなると EU 加盟国における TLAC の国内法化は完了しない。この点に関して欧州委員会は、2016 年末までに BRRD に規定する MREL の見直しと併せて、EU 域内で TLAC を導入するための法案を策定する方針を明らかにしている。

また、TLAC タームシートは、適格要件として TLAC の除外債務に対する劣後性を求めている。そのオプションとして、①除外債務に契約上劣後していること（契約上の劣後）、②除外債務よりも法的順位が下位にあること（法的劣後）、③TLAC 適格債務と同順位または劣後する除外債務を持たない持株会社等が発行していること（構造劣後）という 3 つの選択肢を認めている。持株会社に SPE を適用する場合には構造劣後を選択すればよいが、MPE を含むその他の破綻処理戦略の場合には、各国において契約上の劣後または法的劣後を選択することが必要になる<sup>28</sup>。

さらに、TLAC は G-SIBs の破綻処理戦略に依拠しているため、破綻処理戦略の選択を見極める必要がある。米国では、FRB 規則の下で米国の G-SIBs を含む一定規模のシステム上重要な金融機関に対して破綻処理計画の要点の開示を求めている。その開示によると、米国の G-SIBs のうちウェルズ・ファーゴとバンク・オブ・ニューヨーク・メロン（BNY メロン）を除く 6 社については、優先的な破綻処理戦略として SPE を適用する方針を明らかにしている（図表 8）。

<sup>28</sup> ドイツは 2015 年 11 月に無担保シニア債を他のシニア債務に劣後させる法改正を行い、スペインは 2015 年 6 月の BRRD 国内法化の際、TLAC 適格シニア債に契約上の劣後を要求している。また、フランスも TLAC 適格債に契約上の劣後を求めることを検討している。一方、EU では、劣後性の要件に関してアプローチを統一しようとする動きもある（“Brussels to intervene on bailing in bank bondholders,” Financial Times, 22 June 2016）。



図表 8 破綻処理計画に記載された破綻処理戦略

米国G-SIBs	破綻処理戦略	外国G-SIBs	破綻処理戦略
JPモルガン・チェース	SPE(持株会社)	HSBC	MPE
シティグループ	SPE(持株会社)	パークレイズ	SPE(持株会社)
バンク・オブ・アメリカ	SPE(持株会社)	BNPパリバ	不明
ゴールドマン・サックス	SPE(持株会社)	ドイチェ・バンク	SPE(親会社)
モルガン・スタンレー	SPE(持株会社)	クレディ・スイス	SPE(持株会社)
バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	倒産法(持株会社)／ ブリッジバンク(銀行子会社)	BPCE	不明
ステート・ストリート	SPE(持株会社)	クレディ・アグリコール	不明
ウェルズ・ファーゴ	倒産法(持株会社)／ ブリッジバンク(銀行子会社)	ノルディア	不明
		RBS	不明
		サンタンデル	不明
		ソシエテ・ジェネラル	不明
		スタンダード・チャータード	SPE(持株会社)
		UBS	SPE(持株会社)
		ユニ・クレジット	不明

- (注) 1. FRB に提出された G-SIBs の直近の破綻処理計画から各社のグローバルの破綻処理戦略を抽出。  
2. 日本および中国の G-SIBs を除く。

(出所) 各 G-SIBs の破綻処理計画より野村資本市場研究所作成

一方、ウェルズ・ファーゴと BNY メロンが想定する破綻処理戦略は SPE ではない。両社ともに預金取扱機関を対象とする連邦預金保険法 (FDIA) に基づいて銀行子会社をブリッジバンクに承継する一方、FDIA の適用対象外であるノンバンク子会社には連邦倒産法を適用して売却を図り、持株会社には連邦倒産法 11 章 (チャプター11) を適用する破綻処理戦略が示されている<sup>29</sup>。もっとも、両社の破綻に際して、FDIC が両社の破綻処理戦略に沿って破綻処理を行うのか FDIC が検討する SPE を適用するのかは定かではない。

FRB 規則は、外国の G-SIBs にも米国子会社の破綻処理計画の開示を求めており、銀行の中にはグローバルな破綻処理戦略について記述しているところがある。英国の G-SIBs では、パークレイズとスタンダード・チャータードの破綻処理戦略は SPE である一方、HSBC は MPE としている<sup>30</sup>。一方、ドイチェ・バンクは持株会社のグループ構造を採用していないが SPE としており、親会社である銀行に SPE が適用されることになる。持株会社ベースの SPE の場合は業務子会社にはペイルインは適用されないが、親会社ベースの SPE の場合は業務を行う親会社にもペイルインが適用され、損失吸収が行われるとみられる。同じ SPE であってもペイルインの適用が異なることが想定される。

他方、日本の SPE アプローチにおいてはいくつかの課題がある。英米の SPE においては、普通株式からその他 Tier1、Tier2、その他の劣後債務、シニア債務へと法的順位に従ってペイルインによって順に損失吸収される。一方、日本の SPE では、その他 Tier1 および Tier2

<sup>29</sup> ウェルズ・ファーゴは、FDIA に定める FDIC のレシーバーシップの下でブリッジバンクに銀行子会社を承継してコアな銀行業務を継続し、証券子会社を含むノンバンク子会社を倒産法の下で売却する一方、持株会社にはチャプター11を適用することを優先的破綻処理戦略としている。BNY メロンは、FDIA に基づく FDIC のレシーバーシップの下で銀行子会社をブリッジバンクに承継し、資産運用子会社を含む他の子会社は倒産法の下で売却し、持株会社にチャプター11を適用する破綻処理戦略を提示する一方、SPE の適用についても引き続き検討する考えを明らかにしている。

<sup>30</sup> ただし、米国の TLAC 規則案が公表されたことを機に、HSBC は MPE から SPE に破綻処理戦略を変えたとの報道がある (“HSBC Alters Debt-Issuance Strategy on Fed Bank-Failure Plan,” Bloomberg, 4 March 2016)。

には特定第2号措置の下で契約上のベイルインによって損失吸収が行われるのに対して、普通株式やTLAC適格社債を含むその他の一般債務については、ベイルイン実施後に破産手続の中で損失吸収が行われる。その結果、破産手続の開始を決定した後に、債権者集会を経て債権者に配当が行われるまでの間、TLAC適格社債を含む持株会社の債務は凍結されることになると考えられる<sup>31</sup>。

この点に関して、投資家が保有するTLAC適格社債が破産手続の中で凍結されることに対してどのような反応を示すかが重要である。例えば、SPEの適用の蓋然性が高まった場合、投資家がTLAC適格社債を投売りするなど市場の混乱の要因となる可能性も考えられる。TLAC適格社債の投資家には、相対的に情報劣位にある海外投資家も含まれる。そのため、持株会社の破産手続にどの程度の期間を要するのかといった時間軸、または日本のSPEアプローチは破綻処理スキームの選択肢の1つであることを含め、日本のSPEアプローチについて、内外投資家の正確な理解を得るための情報発信が重要であると考えられる。

また、日本のSPEアプローチでは、バリュエーションのタイミングの課題が存在するように窺われる。英米のSPEでは、破綻処理プロセスに入った後に数ヶ月の時間をかけてバリュエーションを行うことが想定されている。一方、日本のSPEは、債務超過を要件とする特定第2号措置を前提とし、週末にかけて迅速に特定第2号措置を実施することが前提となっていることから、SPEのプロセスに入る前には基本的に資産価値の評価は終わっていないなければならない。もっとも、金融危機の際に経験した市場を通じて伝播する市場型のシステミック・リスクの場合には、バリュエーションを実施する時間的な余裕がないということも考えられる。十分な評価を実施できないままに破綻処理のプロセスに入ると、その他Tier1やTier2は元本が全額毀損する一方、その後の評価によって破産財団に財産が生じた場合には、TLAC適格社債のみならず普通株式にも配当が生じるという事態に陥る可能性も考えられなくもない。

今後、金融庁あるいは預金保険機構においては、必要な法制化を含めてSPEアプローチをより実行可能なものに具体化していくことが想定される。こうした中、現在FSBでは、バリュエーションやベイルインに係る株式転換メカニズムを含むベイルインに関する技術的な課題についての国際的な検討が行われており、2016年末までに報告書が提示される予定である<sup>32</sup>。ベイルインの技術的な課題に関する議論は今後、各国の破綻処理戦略に影響していくように思われる。投資家サイドとしては、今後、G-SIBsの母国当局によるTLAC合意文書を踏まえたTLACの国内法化、あるいはベイルインの技術的な課題といった国際的な検討を踏まえつつ、G-SIBsの破綻処理戦略の具体化の進展について見極めていく必要がある。

<sup>31</sup> 例えば、TLAC適格社債が仮に財団債権に該当すれば、破産手続によらないで破産債権に先だって弁済が行われるが、TLAC適格社債は破産法に規定する財団債権には該当しないとみられる。

<sup>32</sup> FSB, "Removing Remaining Obstacles to Resolvability," Report to the G20 on Progress in Resolution, 9 November 2015.