

AIG 問題の複雑化と巨大複合金融機関の公的管理に関する課題

関 雄太

■ 要 約 ■

1. 2008年9月16日に、連邦準備制度（FRB）からの特別融資という形で始まったアメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）に対する公的支援は、その後、同年10月8日の融資枠拡大、11月10日のスキーム変更（財務省からの優先出資など）、2009年3月2日のスキーム変更（財務省からの追加出資など）を繰り返している。
2. 問題が複雑化した背景には、AIGの流動性問題が、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）や証券貸借取引など、信用収縮下では清算・解約が難しいポジションによって創り出されてしまったこと、グローバルな金融危機の進展で、事業部門の売却を進められるような市場環境ではなくなってしまったことなどが影響している。
3. このままでは処理は長引き、一方で、すべてのカウンターパーティを保護しつづけることに対する議会・世論からの批判は、さらに厳しくなっていく可能性もある。
4. AIG問題の教訓を踏まえ、非銀行の巨大複合金融機関に対する公的支援・破綻処理制度において、AIG型とリーマン・ブラザーズ型の間位置するようなメカニズムが求められる可能性が高い。
5. 最近、米国財務省が提案している金融制度改革の中には、巨大複合金融機関の破綻処理に関するものが含まれている。今後の巨大複合金融機関の監督行政あるいはAIGグループの支援・処理スキームに、どのような影響があるのかが注目される。

I はじめに

2009年3月3日、米連邦準備理事会（FRB）のバーナンキ議長は、上院予算委員会での証言で、アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）は「きちんとした監督のない投資銀行・ヘッジファンドに、巨大・複合・グローバルな保険会社がかつついたような組織だった」と指摘した上で、「この18ヶ月の金融危機の最中、AIGのエピソード以上

に私を憤慨させたものはない」と怒りをあらわにした¹。

その後、AIG が 2008 年分のボーナスの一部として、幹部約 400 人に合計約 1 億 6500 万ドルを支給すると報じた 3 月 15 日付のニューヨーク・タイムズ紙がきっかけとなり、オバマ大統領を初めとする米国閣僚や世論から激しい批判が起きたことは記憶に新しい²。

公的支援・救済を受けた金融機関ならば他にもあるのに、なぜ AIG に批判が集中するのだろうか。公的資金の量・用途の問題はもちろんだが、政府・FRB が何回も救済スキームを変更しなければならなかったこと、今後この問題がどのように終息するのかがわからないことなども影響していると思われる。以下では、AIG 公的管理の経緯を概観しながら、課題と今後について考えてみたい。

II AIG グループの流動性に大きな影響を与えた CDS

1. 4410 億ドルの CDO プロテクションを引受

まず、AIG グループを流動性危機に陥れたクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) の問題について、経緯を振り返ってみる。

CDS は、AIG が、フィナンシャル・プロダクツ部門 (AIGFP) を通じ、さまざまなストラクチャード・ファイナンス商品にクレジット・プロテクションを提供する際に使われたデリバティブ取引である。典型的な契約は、企業や国、ローンプールなどの参照主体を対象として、倒産リスクあるいはデフォルトリスクを回避したい金融機関・投資家と AIGFP が CDS 契約を結んで保険料 (プレミアム) を受け取り、参照主体に何らかのクレジット・イベントが発生した時に AIGFP が補償を行うというものである。AIGFP は、ドレクセル・バーナム・ランバート (1990 年 2 月に破綻) 出身のメンバーを中心に 1987 年に立ち上げられた組織で、航空機リース部門 (インターナショナル・リース・ファイナンス・コーポレーション: ILFC) やモーゲージ貸付を行うアメリカン・ゼネラルなどとともに、AIG グループの「金融サービス部門」の中核を形成し、ロンドンオフィスを中心に、デリバティブ事業を展開していた³。

AIGFP がプロテクションを付与した CDO ポートフォリオで特に問題となったのは、サブプライム RMBS を含む複数の証券化商品から組成する「マルチセクターCDO」関連の保証で、2007 年 12 月時点で 614 億ドルの名目エクスポージャー (ネット) があつた (2008 年 6 月時点で 578 億ドル)。マルチセクター以外にも、AIGFP は大量の CDO にクレジット・プロテクションを供給しており、名目エクスポージャー (ネット) の合計は、2008 年 6 月末時点で 4410 億ドルにもものぼっていた (図表 1)。

¹ “Bernanke Says Insurer AIG Operated Like a Hedge Fund”, *Bloomberg*, 3/3/2009

² “A.I.G.Planning Huge Bonuses After \$170 Billion Bailout”, *The New York Times*, 3/15/2009

³ “Behind Insurer’s Crisis, Blind Eye to a Web of Risk”, *The New York Times*, 9/28/2008, “Inadequate cover”, *Financial Times*, 10/6/2008, “Behind AIG’s Fall, Risk Models Failed to Pass Real-World Test”, *The Wall Street Journal*, 11/3/2008 など参照

図表 1 AIGFP の「スーパーシニア」クレジットデリバティブ事業の状況

(10億ドル、%)

	2007年12月5日開示			2007年12月時点 2007年2月29日開示			2008年6月時点 2008年8月7日開示		
	グロス想定 元本	AIGFPネット 想定元本	加重平均サブ オーディネーション	グロス想定 元本	AIGFPネット 想定元本	加重平均サブ オーディネーション	グロス想定 元本	AIGFPネット 想定元本	加重平均サブ オーディネーション
コーポレート	354.3	280.6	20.8%	393.3	300.0	NA	307.7	226.5	NA
バランスシート型CDO	—	—	—	306.0	229.6	22.0%	235.8	172.7	23.2%
アービトラージ型CDO	—	—	—	87.3	70.4	18.3%	71.9	53.8	18.9%
欧州モーゲージ	167.7	145.4	13.2%	182.8	149.1	13.8%	—	—	—
モーゲージ:キャピタルCDO	—	—	—	—	—	—	163.1	132.6	13.4%
マルチセクターCDO	106.0	79.5	NA	110.1	78.2	21.9%	112.6	80.3	NA
サブプライムを含む	84.4	62.4	23.2%	82.8	61.4	23.3%	79.6	57.8	23.9%
サブプライムを含まない	21.6	17.1	14.8%	27.3	16.8	18.0%	33.0	22.5	16.3%
合計	—	—	—	—	—	—	587.5	441.0	19.6%

(注) 「—」は情報がないことを示す。説明会の度に開示情報の項目は異なっていた。「加重平均サブオーディネーション」とは、スーパーシニアトランチよりも損失を先に負担する劣後トランチの発行額に占める比率のこと。損失がサブオーディネーション比率を超えると、スーパーシニアトランチにも損失が発生する。「バランスシート型CDO」とは、主に銀行等の金融機関が自己のバランスシートリスク削減・コントロールを目的として組成するCDO。アービトラージ型CDOは、投資銀行等のアレンジャーが裁定を目的として組成するCDO。

(出所) AIG 投資家向け資料より野村資本市場研究所作成

2. 評価損の拡大と担保拠出による流動性危機

大量の CDS 取引は、評価損による赤字拡大と担保拠出という 2 つのルートで AIG グループの流動性を蝕むことになった。

米国の会計基準は、四半期ごとに CDS 契約の時価評価を行うことを求めている。モノラインや AIG は、契約条件、クレジット・スプレッド、格付けなどによる証券化商品の評価モデルを作成し、CDS の時価評価を行っていた。この際、多くの保険会社が、CDS 契約の満期保有が前提であるため、評価損の多くは原則として実現することのない損失であるとの見解を示していたのに対し、マルチセクターCDO あるいはその原債権であるサブプライム RMBS に対する市場の評価は急激に低下していたため、両者の間に乖離と混乱が生じていった。AIG の場合、CDS ポートフォリオの価値修正に伴う評価損は、2008 年 6 月末までの 12 ヶ月で合計 261 億ドルにも達したが、もしこれがなければ、全社レベルの赤字はほとんど発生せず、AIG が今日ほどの苦境に陥らなかった可能性もある。

また AIGFP は、CDO にプロテクションを提供する時などに、信用補完の一環として担保を拠出していたが、AIG が格下げされた場合には信用力が低下するので、追加担保の拠出が必要であった。2008 年 8 月のクレジット投資家向け説明会で明らかにされたところによれば、7 月末時点で CDS ポートフォリオの担保は約 165 億ドル設定されており、格下げされた場合には、130 億ドル強もの追加担保を求められる可能性があった。

上記の問題により、AIG は、実現損を出しながら CDS ポートフォリオを整理・縮小しない限り、格付け機関のレーティングアクションに流動性が大きく左右される状況に陥ってしまった。

実際、スタンダード&プアーズ (S&P) が 9 月 12 日に AIG を格下げする可能性を示唆すると、株価はこの日だけで 30%強の下落となった。前後して、9 月 7 日のファニーメイ・フレディマックの一時国有化決定、15 日のリーマン・ブラザーズによるチャプター 11 手続申請から、AIG の運用ポートフォリオの毀損と CDS 契約での支払い負担の増加も確実な情勢となった。9 月 15 日には、さまざまな流動性支援が講じられたが、打開策が見えないまま、同日の夕方から夜にかけて AM ベスト、フィッチ、S&P、ムーディーズが相次いで AIG を格下げした。この結果、AIG は追加担保の拋出を迫られることになり、翌 9 月 16 日に、ニューヨーク連銀を通じた最大 850 億ドルの緊急融資が決定された。

この時、政府・FRB が考慮したと思われるのは、第一に個人投資家・一般事業法人など保険契約者に混乱が発生するのを避けたかったということであろう。当然、AIG が 140 社以上の金融サービス業者を傘下に所有し、約 130 カ国で事業を展開していることも勘案されたと思われる。第二に、保険部門を中心に健全な事業部門がほとんどであったことである。AIG の連結総資産は 1 兆ドルを超えており、グループごと救済する機関を探すのは無理だが、事業・資産売却を進めることで、融資は回収できると考えられた。第三に、AIG を債務不履行条項に該当させてしまうと、社債・CP・CDS などに与える影響が大きいことである。既存株主の責任については、ファニーメイ、フレディマックの時と同様、株主価値をおよそ 5 分の 1 に希薄化するようにしたもの、政府が保有するのはワラントで、当面は株式の上場も維持されることになった。

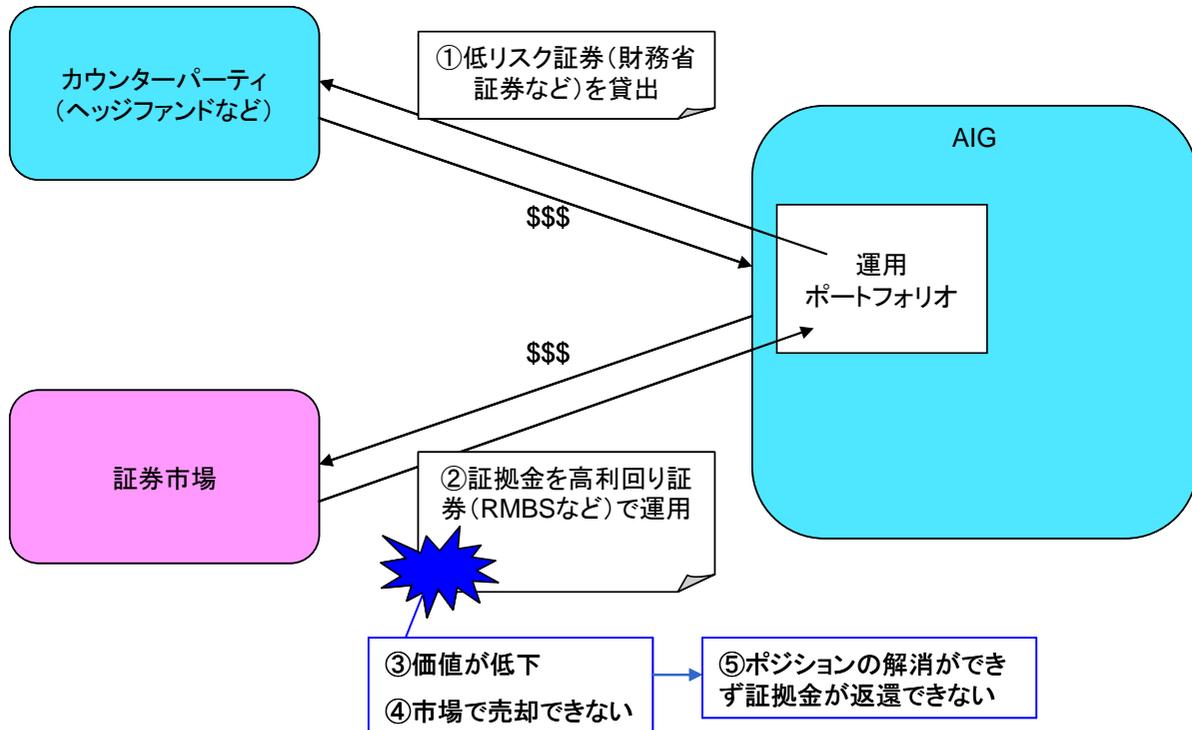
III 証券貸借と第 2 次・第 3 次救済策

ところがこの後、AIG グループには、証券貸借 (レンディング) によるもうひとつの流動性問題があることが明らかになってきた。AIG の証券貸借プログラムは、関連会社 AIG セキュリティーズ・レンディング・コープを通じて、1990 年代に開始された。取引の基本的な構造は、保険勘定で長期保有する低リスク・低利回りの債券をサードパーティに貸出し、貸出料を獲得するのみならず、担保として預かる証拠金を社債や MBS 等へ運用して運用収益をも追求するというものであった (図表 2)⁴。AIG は、運用側でサブプライム RMBS の比率を高めることで運用益を極大化しようとして図り、2007 年半ばのピーク時には証券貸借のポートフォリオ残高を約 940 億ドルまで拡大した。

2008 年 9 月にはポートフォリオは約 700 億ドルまで縮小していたが、AIG の格下げ・特別融資を受けて、カウンターパーティが証券貸借のキャンセル・証拠金の返還を一斉に求めたため、流動性に大きな影響が出た。その頃には MBS の価値劣化が進み、MBS の売却もままならなくなっていたからである。

⁴ “A.I.G. to Get Additional \$37.8 Billion”, *The New York Times*, 10/8/2008, “An AIG Unit's Quest to Juice Profit”, *The Wall Street Journal*, 2/5/2009, 貯蓄金融機関監督局 (OTS) の Scott Polakoff 暫定局長の連邦議会下院金融サービス委員会における証言 (2009 年 3 月 18 日: [http://www.house.gov/apps/list/hearing/ financialsvcs_dem/ots_3.18.09.pdf](http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/ots_3.18.09.pdf)) など参照

図表 2 AIG が構成していたと考えられる証券貸借取引ポジション



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

10月3日には、AIGが850億ドルの緊急融資枠のうち、すでに610億ドルを引き出したことが明らかになり、10月8日には、ニューヨーク連銀が、AIGから378億ドル相当の公社債(投資適格)を借入れる代わりに現金を供与する形で、追加貸出(第2次救済策)が発表された⁵。資金流出が急速だったのは、追加担保の拠出に加えて、CDS取引、証券貸借取引の解約・清算に大量の流動性が必要であったからと推測されている。

結局、財務省・FRBは、救済策のスキームを大幅に変更せざるを得なくなり、2008年11月10日に第3次救済策を発表した(図表3)⁶。

この時には、財務省が、緊急経済安定化法で認められた金融機関への公的資金注入の予算(通称TARP資本購入プログラム)を有していたので、財務省がAIGの優先株に新たに出資することとし、FRBの信用枠を850億ドルから600億ドルへ減らした。一方で、解消が困難となったCDS契約と関連資産を特別目的ビークル(SPV)「メイデン・レーン3」に、また売却が困難となった証券貸借取引の関連資産をSPV「メイデン・レーン2」に移管して、回収を図ることとした⁷。これら特別目的ビークルに対する資金供給まで含めると、AIGに対する公的支援の規模は約1500億ドルとなり、当初の850億ドルからほぼ倍増してしまった。

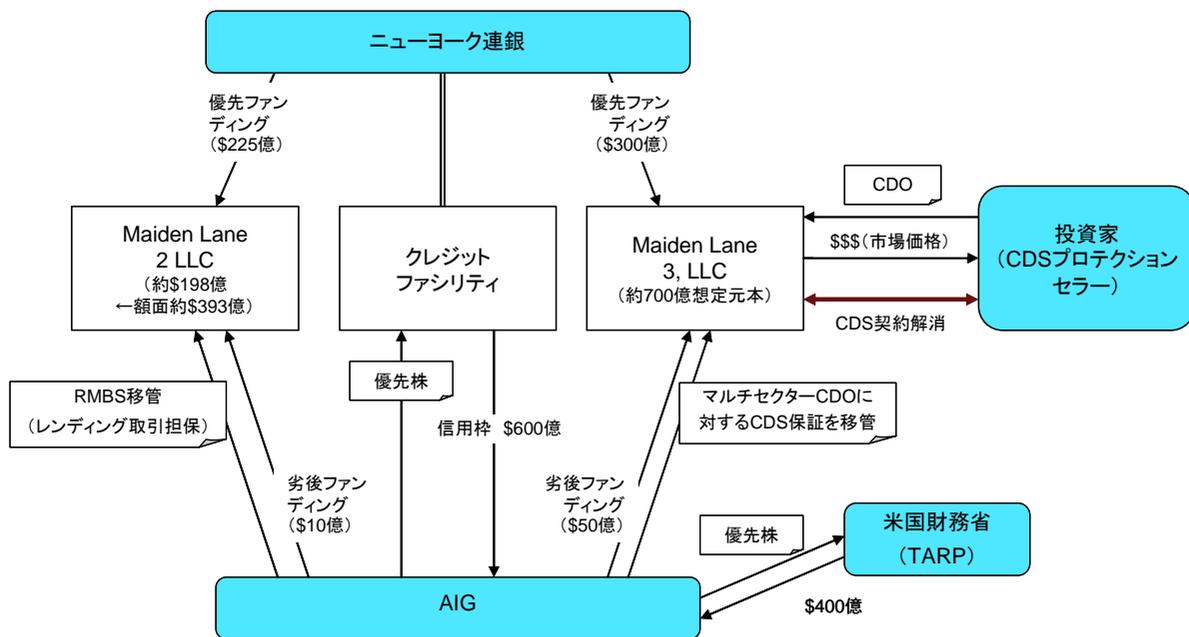
⁵ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20081008a.htm>

⁶ <http://www.treas.gov/press/releases/hp1261.htm>

⁷ メイデン・レーンはニューヨーク連銀が面する通りの名称。ベア・スターンズ救済の際「メイデン・レーン LLC」が設立されたため、AIG救済策で設立されたSPVには2号、3号という番号が振られた。

政府が流動性問題に対応している間に、金融危機の進展は AIG の投資有価証券に甚大な影響を与えた。AIG の正味実現キャピタルロス、2007 年第 3 四半期以降の 12 ヶ月分合計ですでに 150 億ドル超に達していたが、2008 年 7-9 月期だけで 183 億ドル、同 10-12 月期には 250 億ドル超ものキャピタルロスを計上した（図表 4）。9 月末時点で約 200 億ドル（償却原価ベース）保有していた商業不動産モーゲージ証券（CMBS）などの減価が激しかったことが主な要因で、この大量損失が米国企業史上最大とも言われる 2008 年第 4 四半期の 610 億ドル超もの赤字の背景となった。公的管理移行後は、AIG における混乱の震源地が CDS 取引から証券ポートフォリオに移動したといえる。

図表 3 第 3 回目の AIG 公的管理スキーム（2008 年 11 月 10 日発表）



(出所) 野村資本市場研究所作成

図表 4 AIG の業績推移（四半期別）

AIG 連結損益計算書(四半期毎)	2006				2007				2008			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
保険料収入及びその他の報酬	18,242	18,303	18,856	18,682	19,642	19,533	19,733	20,394	20,672	21,375	21,082	20,016
正味投資収益	5,827	5,912	6,263	7,290	7,124	7,853	6,172	7,470	4,954	6,728	2,946	(2,406)
正味実現キャピタルゲイン(ロス)	169	(214)	(87)	238	(70)	(28)	(864)	(2,630)	(6,089)	(6,081)	(18,312)	(25,002)
AIGFPのスーパーシニアCDSポートフォリオに係る未実現市場価値評価損	-	-	-	-	-	-	(352)	(11,120)	(9,107)	(5,565)	(7,054)	(6,876)
その他の収益	3,021	2,742	4,167	3,783	3,949	3,792	5,147	4,319	3,601	3,116	2,236	(9,490)
収益合計	27,259	26,743	29,199	29,993	30,645	31,150	29,836	18,433	14,031	19,933	898	(23,758)
保険金及び給付金	15,000	13,988	14,810	15,981	16,146	16,221	15,595	18,153	15,882	18,450	17,189	11,778
保険契約獲得及びその他の費用	7,466	7,514	8,088	8,660	8,327	8,601	9,362	8,716	9,413	10,239	11,894	25,020
給付金及び費用合計	22,466	21,502	22,898	24,641	24,473	24,822	24,957	26,869	25,295	28,689	29,083	36,798
税前少数株主損益調整前利益	4,793	5,241	6,301	5,352	6,172	6,328	4,879	(8,436)	(11,264)	(8,756)	(28,185)	(60,556)
純利益(損失)	3,195	3,190	4,224	3,439	4,130	4,277	3,085	(5,292)	(7,805)	(5,357)	(24,468)	(61,659)

(出所) AIG 決算資料より野村資本市場研究所作成

IV 進展しないノンコア事業の売却と第4次救済策

1. 事業部門売却の遅れ

さらに、AIGの公的管理を進める上で、大きな誤算となったのは、2008年10月以降に急展開した金融危機により世界中の金融機関のリスク許容度が低下してしまい、事業部門・資産の売却がままならなくなったことである。

AIGは、FRBの特別融資の弁済原資を確保するため、事業部門・資産の売却について、米国・海外の損害保険事業（ゼネラル・インシュランス）をコア事業と位置づけ、その他の事業を整理していく方針を、2008年10月3日に発表した。海外の生命保険事業については、一定の所有権・プレゼンスを維持するとしたものの、日本を含むアジアで事業を行うアメリカン・ライフ・インシュアランス・カンパニー（ALICO）の売却方針が打ち出され、日本の生保子会社であるAIGスター生命、AIGエジソン生命の売却も準備が始まった。

ところが、2009年4月中旬時点で売却が決まっているのは、米国外の一部子会社など数件だけで、売却価額の合計は27億ドル弱と、FRB信用枠の10分の1にも満たない（図表5）。アジアの保険事業などは優良資産と考えられ関心も高かったが、買い手候補の業績悪化が著しく、買収資金の調達も厳しい一方、AIGとしてはなるべく回収額を大きくしたいというニーズがあり、調整に時間がかかっていると言われている。また、参入の可能性が噂された中国政府系ファンドについては、中国平安保険がベルギー・オランダ系金融大手のフォルティスへの投資で多額の損失を被ったことなどから、慎重な動きにならざるを得ないという見方もある⁸。

図表5 AIGの事業部門売却の動向

公表日	売却資産	売却価額 (100万ドル)	売却先	備考
2008/9/28	ロンドンシティエアポート50%持分	460	クレディ・スイス、GE	2006年10月にコンソーシアムで買収 2.5億ポンド
2008/11/26	ブラジルにおけるJV持分	820	ユニバンコ	
2008/12/1	AIGプライベートバンク	282	Aabar Investments PJSC (アブダビ投資庁関連会社)	3.07億スイスフラン
2008/12/22	HSB事業部門(ハートフォード・ス ティーム・ボイラー・インスペクション& インシュランス)	742	ミュンヘン再保険	ブックバリューの1.2-1.3倍 09年第1四半期中に完了
2009/1/13	AIGライフ・オブ・カナダ	308	BMOフィナンシャルグループ	
2009/2/5	AIGリテールバンク・AIGカード(タイ)	58.7	バンク・オブ・アヤタヤ(BAY)	
2009年 予定	アリコ		CIC(中国)が交渉。アクサ、メットライフ、英国ブルデンシャルが関心示す	
2009年 予定	AIGエジソン+AIGスター		ジブラルタ生命(米国ブルデンシャル)とマニユライフが入札	
2009年 予定	AIA		CIC(中国)や中国人寿保険が関心	
2009年 予定	南山人壽保險(台湾)		交渉中(キャセイ・フィナンシャルなどが候補とされる)	
2009年 予定	フィラムライフ(フィリピン)		ジェネラリ(伊)、Banco de Oro Unibank、アクサ、マニユライフなどが検討	
2009年 予定	AIGグローバル・リアルエステート (ファンド運用事業)		15本の不動産ファンド、運用資産合計124億ドル(08年9月時点)	
2009年 予定	21stセンチュリー(個人向け自動車保 険)		交渉中(チューリッヒ・フィナンシャルが候補とされる)	
2009年 予定	インターナショナル・リース・ファイナ ンス・コープ(航空機リース)		交渉中(トーマス・H・リー、カーライル、オネックスなどが入札)	

(注) 2008年9月16日から2009年4月17日までの情報を基にしている
(出所) AIGプレスリリース及び各種報道より野村資本市場研究所作成

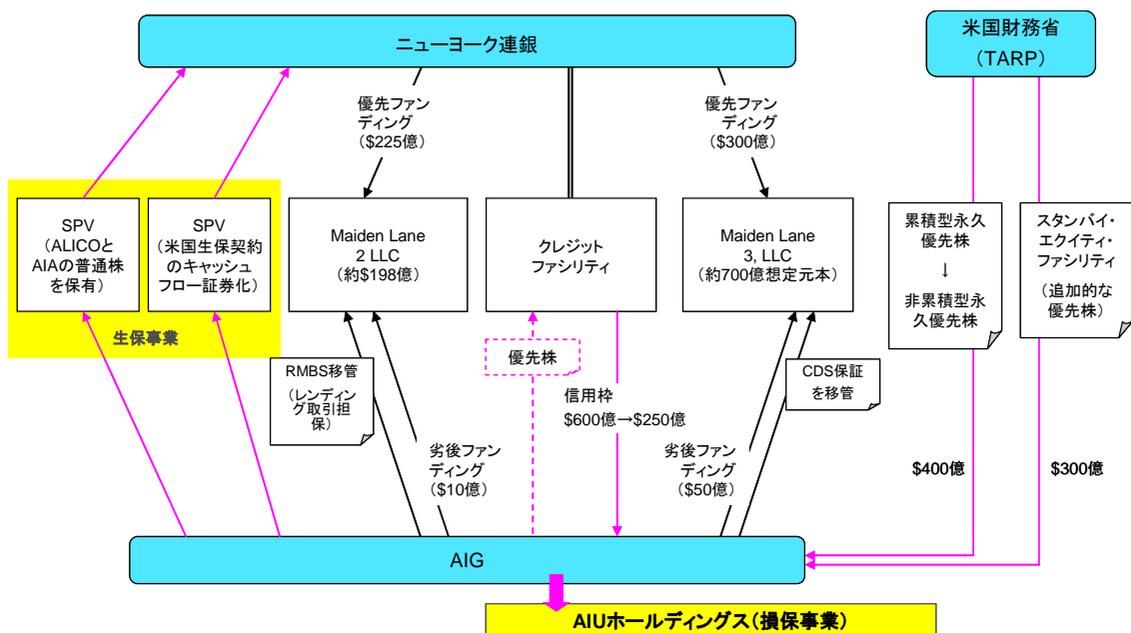
⁸ “AIG’s Asian crown jewel will prove hard to value”, Financial Times, 1/21/2009 など参照

2. 第4次救済策とシステミックリスク

こうした状況を踏まえ、AIGが2008年第4四半期決算を発表した2009年3月2日に同時に発表された第4次救済策では、改めて資本増強を図ると同時に、事業部門・資産の売却を「織り込んだ」修正が図られた(図表6)⁹。具体的には、まず財務省からの出資について、先に取得した優先株400億ドル相当を、より普通株に近い配当非累積型の優先株に転換して、配当負担を軽減するとともに、必要に応じて、非累積型優先株を追加発行できる資本増強枠(5年間)を最大300億ドルまで設定した。次に、ニューヨーク連銀からの信用枠に関して、新たに2つの特別目的ビークルを設定、一方にはALICOとアメリカン・インターナショナル・アシュアランス・カンパニー・リミテッド(AIA)の優先証券を特別目的ビークルに拠出してニューヨーク連銀にSPVの優先証券を与え、もう一方のSPVでは、米国生命保険事業の保有契約から生じるキャッシュフローを証券化することで、ニューヨーク連銀からの借入を削減するものとした。

ある意味では、将来の資金回収を今、実現させたものといえるが、証券化の仕組みを活用したことにより、売却プロセスをいったん保留することが可能となり、またAIAおよびALICOについて、場合によっては株式上場による回収も視野に入れたことになる。また、損保事業子会社の価値を維持・向上することを企図し、損害保険事業の持株会社「AIUホールディングス」を設立して、今後AIGは持株会社の少数持分の売却または上場を準備するものとした。こうした施策により、AIGグループの将来像に関する不確実性を低減する意図があったと考えられる。

図表6 第4回目のAIG支援スキーム(2009年3月2日発表)



(出所) 野村資本市場研究所作成

⁹ <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg44.htm>

その後、明らかになった役職員への賞与支給問題に目を奪われがちではあったが、この頃から AIG の「システミックリスク」に関する論議が活発化していることは興味深い。財務省・FRB の新支援策発表の際、それまでは指摘されなかった AIG のシステミックリスクに関する言及があったほか、2009 年 3 月 6 日には、AIG 自身が「AIG：そのリスクはシステミックか？」と題した資料を公表し、個人の生命保険契約者数が 8100 万人にのぼることを改めて強調し、また損保事業、金融サービス事業における顧客・受益者・カウンターパーティが多数にのぼることを詳細に説明している¹⁰。一方で、度重なる AIG の支援とスキームの複雑化にともない、米国の納税者負担によって一部の投資銀行・ヘッジファンドや米国外のカウンターパーティが損失発生を免れているのではないかという指摘が相次ぎ、AIG も 3 月 15 日に CDS、証券貸借、投資保証契約（Guaranteed Investment Agreement）のカウンターパーティに関する情報開示を行わざるを得なくなった¹¹。3 月 18 日および 24 日には、連邦議会の下院金融サービス委員会（資本市場小委員会）が AIG への政府仲介に関する公聴会を開いており、後述するように、公的資金でどこまでカウンターパーティを保護すべきなのか、CDS 取引の清算を行うと実際にどのような影響があるのかといった観点で、これまでの支援策の評価もしくは見直しが始まっていると見ることもできる。

また、第 4 次救済策の後、ムーディーズが、経済環境悪化を理由に、航空機リース子会社 ILFC と消費者金融子会社アメリカン・ゼネラルの信用格付けを引き下げたことが、今後の事業部門売却にどのような影響を与えるのかも注目されている。特に ILFC については、世界最大の航空機リース会社であり、売却によって回収できる資金も大きいと期待されていた一方で、ILFC の短期資金調達が難しくなると新たな信用不安につながる可能性もあるため、AIG を通じて支援しなければならなくなるのではとの懸念なども生じている¹²。

V AIG 救済の意義と今後の展望

以上のように、米国政府・FRB が AIG を救済せざるを得なくなった直接のきっかけは、資本不足ではなく、流動性危機であった。しかし、流動性危機が、CDS 取引や証券貸借取引など信用収縮下では清算・解約が難しいポジションによって創り出されてしまったことから、債権債務関係の処理は長期化してしまった。また、2008 年 10 月以降のグローバルな金融危機の進展で、保有資産から大量のキャピタルロスが発生したことと、事業部門

¹⁰ “AIG: Is the Risk Systemic?” (Draft), 3/6/2009 (http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/AIG%20Systemic%20Risk2_tcm385-152209.pdf)

¹¹ AIG のリリースは http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/Counterparties150309RELonly_tcm385-155648.pdf。この他、“Top U.S., European Banks Got \$50 Billion in AIG Aid”, *The Wall Street Journal*, 3/7/2009, “Who got AIG’s bailout billions?”, *Reuters*, 3/8/2009 など参照

¹² “AIG Consumer Lender, Plane Unit Downgraded by Moody’s”, *Bloomberg*, 3/17/2009, “Aircraft-Leasing Unit Seeks to Refinance”, *The Wall Street Journal*, 3/26/2009, “Fed Said to Offer \$5 Billion Credit for AIG’s ILFC”, *Bloomberg*, 4/17/2009 など参照。

の売却を進めるための M&A 市場が冷え込んでしまったことが、大量の追加資金の投入につながり、問題の出口を見えなくしている。

幸いというべきか、損保部門、生保リタイアメント部門では、大量の解約や大きな損失は出ていない。AIG が大量の公的資金を使いながら保険の引受を続けていることに対して、同業他社から不公平ではないかという反感もでてきているほどである¹³。とはいえ、AIG の状況はとても安定的とは言えないため、新規契約の獲得も困難になりつつあり、急激にはないにせよ、保険部門の収益性が低下していく可能性はある。

このままでは、FRB の特別融資の返済期限である 2 年のうちに問題を処理することは難しく、その間に、役職員や証券貸借の取引相手を含む、すべてのカウンターパーティを保護しつづけることに対する議会・世論からの批判は、さらに厳しくなっていくかもしれない。何が引き金になるかは予測しようもないが、今後、AIG の支援・処理スキームをさらに抜本的に見直さなければならない可能性もあるのではないかと思われる。

このように見てくると、AIG 問題から得られる教訓は、第一に、現代の金融市場の環境では、ノンバンク業務を主体とする巨大複合金融機関の流動性危機が金融システムに大きな影響を与えるということであろう。第二に、巨大複合金融機関の破綻処理においては、リーマン・ブラザーズが活用せざるを得なかった連邦倒産法（チャプター11）の場合、市場に与えるショックが大きすぎる可能性が高いが、一方で AIG のケースのように、出口戦略が見えないまま、すべてのカウンターパーティを保護するのも、公的支援の負担が大きくなりすぎるということであり、リーマン型と AIG 型の間位置するような金融機関破綻処理制度が求められているということである。

そういう意味では、2009 年 3 月に米国政府から出てきた提案の中に、明示的ではないものの、今後、AIG への適用可能性も想定できる内容があることは注目される。ひとつは、3 月 25 日に財務省が公表した「システム上重要な金融機関に対する破綻権限に関する法案（Resolution Authority for Systemically Significant Financial Companies Act）」である¹⁴。この法案では、金融システム上重要な影響を有するノンバンク金融機関について、連邦預金保険公社（FDIC）が銀行に対して適用できる早期是正措置、コンサーバーターシップ（財産保全人制度）などの更正・清算手続を定めていこうとするもので、保険会社あるいは保険グループも対象の一分野となっている。

もうひとつは、同じく財務省が 3 月 26 日に公表した「規制改革のフレームワーク」である¹⁵。財務省は、第一弾としてシステムリスクに関する規制の改革へ向けた枠組みを示したが、そこでは、潜在的にシステムリスクを有する金融機関を、従来のように業態や規模だけでなく、業務内容・実態に即して規制していくとし、OTC デリバティブに関する規制強化も明記した。また、金融規制のギャップ（隙間）を埋めることも大きな課題としており、従来から議論されている連邦レベルの保険業免許（チャーター）や保険

¹³ “AIG Competitors Complained About Rates, Dinallo Says”, *Bloomberg*, 3/5/2009 など参照

¹⁴ <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/032509%20legislation.pdf>

¹⁵ 関雄太「米国財務省が公表した金融規制改革のフレームワーク」『資本市場クォーターリー』2009 年春号

規制機関についても、議論が進む可能性がある。

それぞれの制度改革について、連邦議会の同意が必要であり、一朝一夕には進まないと思われる。しかし、新たな法制度が巨大複合金融機関の今後と深い関係を持つこと、特にAIGのケースが今後の金融規制改革に影響を与える可能性が高いことに留意すべきであろう。