

大きすぎて潰せない (Too-Big-to-Fail) 金融機関 に対する法規制の在り方に関する考察 (1)

平 岡 克 行 ^(※)

第 I 章 はじめに

第 II 章 ドット=フランク法による事後規制改革

第 1 節 FRB 及び FDIC の救済・流動性供給権限に対する規制

第 1 項 FRB の緊急貸出権限に対する規制

第 2 項 FDIC に対する規制

第 2 節 OLA 手続

第 1 項 SIFI の新しい破綻処理手続

第 2 項 OLA 手続の開始

第 3 項 FDIC の権限と承継金融会社の活用に関する規定

第 4 項 債権者の取扱いに関する規定

第 5 項 OLF に関する規定

第 6 項 政府救済の禁止とモラルハザードの削減に関する規定

第 3 節 “Single Point of Entry (SPOE)” 戦略

第 1 項 SPOE 戦略の登場

第 2 項 SPOE 戦略の具体例

第 3 項 SPOE 戦略の課題と米国における規則制定動向

第 4 節 小 括

第 III 章 事後規制の問題点と事前規制による金融機関のインセンティブ是正の必要性

第 1 節 救済権限に対する法規制は “No More Bailout” を実現できるか

第 1 項 事後規制全般に対する批判 (以上、本号)

第 2 項 SPOE 戦略が一定の債権者にモラルハザードを生じさせる危険

- 第3項 ドット＝フランク法の要求する必要的清算との矛盾
- 第4項 プログラムベースの流動性供給に対する批判
- 第5項 その他
- 第2節 TBTF 利益に関する実証研究の動向
- 第3節 事前規制による金融機関のインセンティブ是正の必要性
- 第IV章 TBTF 金融機関に対する事前規制の各種手法に関する議論の動向
 - 第1節 規模の制限
 - 第2節 システミック・リスクに応じた事前の費用負担
 - 第3節 その他
- 第V章 おわりに

第I章 はじめに

1 本稿の目的

本稿は、大きすぎて潰せない(Too-Big-to-Fail、以下では「TBTF」と表記する)金融機関に対する法規制の在り方を検討する。

筆者は以前、TBTF 金融機関が金融システムやマクロ経済全体に対してもたらす社会的な費用と便益について、それらが発生するメカニズムを含め若干の検討を行った⁽¹⁾。「システム上重要な金融機関(systemically important financial institution, SIFI)」は、金融システム上必要不可欠な事業を行っていたり、巨大な負債規模や他の金融機関との高度な相互関連性を有していることから、破綻した場合に経済全体へ重大な悪影響を与えてしまうため、財務・流動性危機時にその債権者が救済を受ける可能性があり、他の金融機関と比較して資金調達コストを低下させることができる。そのため、金融機関はTBTFの地位を獲得して第三者の費用の下で利益を上げることを目的として、過度にリスクを追求するようになってしまう。“Too-Big-to-Fail”とは、システム上重要な金融事業を解体することができないため、金融システムを不安定にさせるような金融機関(及びその債権者)の行為(リスクテ

イクやモラルハザード）を、公的資金によって事実上支援しなければならない問題を指している。

“Too-Big-to-Fail”は1980年代に起きたコンチネンタル・イリノイ事件等をきっかけに、金融機関及び金融市場の大規模・寡占・複雑化が進むにつれて広く認識されるようになった問題であるが、とりわけ2008年の金融危機では、資金調達・運用を短期の金融手法に依存したり、リスクの高い金融商品へ投資していた大手金融機関へ多額の公的資金が投入されることになったため、同問題に対して多くの関心が集まった。連邦準備制度理事会（FRB）は連邦準備法13条（3）（最後の貸し手機能、Lender of Last Resort）に基づき、いくつかの流動性供給プログラムを開設して多くのSIFIに流動性を提供しただけでなく、個別の金融機関（例えばAIG、Bear Stearns）を救済するために様々な金融支援を実施した。同様に、連邦預金保険公社（FDIC）も債務保証プログラムを開設して金融支援を行っており、大手金融機関はこれらのプログラムによって大きな利益を得ることとなった⁽²⁾。以降、金融危機の反省を受けて、各国ではデリバティブ取引に対する法規制や金融機関の特別な破綻処理制度などが整備されていったが、特に金融危機のきっかけとなった米国では、同問題への対応が政治的な急務となり、それが新しい法規制にも色濃く反映される結果となった。2010年に制定されたドット＝フランク法⁽³⁾は、重要な目的の一つとして”No More Bailout”を宣言し、FRBやFDICの救済権限に対して制限を設け、さらに金融機関の新しい破綻処理制度の中にも国民負担の発生や債権者のモラルハザードを防ぐための様々な規定を導入したのであった。

もっとも、ドット＝フランク法が導入したこれらの法規制が果たして本当にTBTF問題を解決することができるのか、規制当局や学説の間でも依然として大きな議論がある。中央銀行・規制当局の流動性供給権限に規制を設けたとしても、それがどの程度モラルハザードを削減できるか、実効性を有しているか（危機時に遵守されるか）どうかは他の法制度・法規制とも関わ

る問題であり、簡単に答えの出るものではない。特に、「救済の禁止」という法政策の経済合理性・妥当性については古くから鋭い意見の対立が存在しているため、各種の法規制や立法論の評価に関しては論者ごとに大きな相違が生じている。システミック・リスクが現代の金融規制における最重要課題の一つであることを踏まえれば、これまでに蓄積された実証研究や立法論等に関する様々な議論を参考に、今一度 TBTF 金融機関（特に、そのモラルハザードに関する問題）に対する法規制の在り方に関して検討をしておくことは非常に有益なことと考えられる。そこで本稿は、TBTF 問題が大きな争点となった米国法の議論を主に参照しながら、TBTF 金融機関（あるいは TBTF という問題それ自体）に対する法規制の在り方、そしてその基礎的な分析のフレームワークに関して考察を行いたい。

2 なぜ TBTF 金融機関に対する法規制が必要か

(1) TBTF 金融機関がもたらす社会的費用

TBTF 金融機関（あるいはその債権者への救済）に対して法規制が必要とされる根拠は、これらの金融機関が経済全体に大きな費用を生じさせる点にある。TBTF 金融機関がもたらす社会的費用とその発生メカニズムを再度確認しておく、① TBTF 金融機関はその金融事業が継続困難になったり、あるいは破綻してしまった場合には、金融システム全体に対して重大な悪影響を与えるおそれがあり（システミック・リスク）、②政府・中央銀行は TBTF 金融機関の金融事業を維持するため、特にその債権者を救済する可能性が高い（政府の黙示の保証、“implicit guarantee”）。TBTF 金融機関の債権者に救済への期待が生じることの効果として、③債権者がモニタリングを行うインセンティブを失うと同時に、④ TBTF 金融機関が流動性危機を生じさせやすい（そして救済を受けやすい）短期の金融手法・商品に資金調達を依存させてしまったり、政府保証を背景に利益の拡大を目指して過度にリスクを追求してしまうことが挙げられる（モラルハザード）。政府の黙示の保証は TBTF 金融機関が発行・負担する債券・債務の信用力を高め

るため、⑤ TBTF 金融機関は資金調達コストを下げる事が可能となり、結果として株主は大きな利益を得ることができる（TBTF 利益）。⑥そのため、金融機関は当該利益を実現できる TBTF の地位を獲得するため、レバレッジや短期資金への依存を高めたり、事業規模を不必要に拡大させるなどして自身のシステミック・リスクをさらに高めてしまうおそれがある。なお、⑦金融機関が事業規模を拡大させることにより、規模・範囲の経済という一定の社会的便益がもたらされるとする主張も存在するが、近年の実証研究では否定的なものも多く、TBTF 金融機関がもたらす社会的費用を上回るものとは考えられていない。⁽⁴⁾

以上のように、TBTF 金融機関は政府の黙示の保証と TBTF 利益を背景に、社会的に無益な事業規模の拡大と過度なリスクテイクを行って金融システムの安定性を損ねると同時に、システミック・リスクが顕在化する局面では経済全体に対して大きな費用を生じさせてしまうことになる。特に TBTF 利益は債権者のモニタリングを弱めるだけでなく、金融機関の側でも規模とレバレッジの追求を促し、そしてレバレッジの上昇がさらにリスクテイクを促してしまうという悪循環を生み出すおそれがある。⁽⁵⁾ 一般的に、TBTF 金融機関に対する法規制はこれらの費用を削減する観点から正当化されており、法規制を検討する際には TBTF 利益を如何にして削減するかが重要なポイントとなる。

（2）過度のリスクテイクがもたらす負の外部性

法規制の必要性を説明する別の根拠として、TBTF 金融機関はあくまでも株主利益のためにリスクを追求しているに過ぎないため、上記の社会的費用の発生を自ら防ごうとするインセンティブに欠けていることが挙げられる。金融機関は TBTF 利益（TBTF の地位）を獲得するために自らのシステミック・リスクを高める過程で、あるいは政府の黙示の保証を背景に株主利益を高めるためにリスクを追求するが、これらは株主の観点からは利益をもたらす行為である一方、その他の経済主体にはシステミック・リスクに基

づく巨額の費用(負の外部性・外部不経済)を(確率的に)生じさせることになる。近時、TBTF 金融機関の保有するシステム・リスク(及び過度のリスクテイク)の問題は、経済全体に生じる負の外部性を内部化できていない金融機関が、自己の利益のみを考えて行動(リスクテイク)するという、「共有地の悲劇(tragedy of the commons)」に類似した問題と捉えられ⁽⁶⁾ることがある。

以下ではシステム・リスクを有する金融機関が株主利益を追求して負の外部性を生じさせてしまう例を、Steven L. Schwarcz が用いたモデル⁽⁷⁾に修正を加えて説明する。システム・リスクを有する金融機関があるプロジェクトへ投資を行う場合、当該プロジェクトによる株主の期待収益(ER(s))と公共(public)の期待収益(ER(p))は、例えば以下のように表される。

$$ER(s) = [\alpha \% \times \$ K] - [(1 - \alpha \%) \times \$ L]$$

$$ER(p) = [\alpha \% \times \$ M] - [(1 - \alpha \%) \times \beta \% \times \$ N]$$

α % : プロジェクトが成功する確率

$(1 - \alpha$ %) : プロジェクトが失敗する確率

β % : プロジェクトが失敗した場合に金融機関が破綻してシステム・リスクが顕在化する確率

$\$ K$: プロジェクトが成功した際の株主の利益

$\$ L$: プロジェクトが失敗した際の株主の損失

$\$ M$: プロジェクトが成功した際の公共の利益

$\$ N$: システム・リスクが顕在化した際の公共の損失

これらの値の内、プロジェクトが成功した際の公共の利益($\$ M$)とは、雇用の増加や経済成長等を指しているが、これらは薄く分散された利益であり、その値は便宜上0とみなすことができる⁽⁸⁾。そして、例えばプロジェクトが成功する確率(α %)を80%、 $\$ K$ を50、 $\$ L$ を20とし、システム・リスクが顕在化する確率(β %)を10%、その際の公共の損失 $\$ N$ を500と

する。この場合、 $ER(s)$ と $ER(p)$ はそれぞれ、\$36、-\$10となるため、当該プロジェクトは金融機関の株主にとっては利益となるものの、公共にとっては損失(負の外部性)をもたらすものとなる。金融機関の取締役が株主に忠実であり、株主の利益のみを考慮して事業方針を決定する場合、当該プロジェクトは採用され、株主が利益を得る一方、システムック・リスクを原因とする負の外部性が公共に発生することになる。また、例えば $\alpha\%$ が60%、\$Kと\$Lがそれぞれ80、30であった場合、このプロジェクトは前記のものと同じ期待収益(\$36)を株主にもたすが、プロジェクトの失敗する確率が高まると同時に、その際の株主の損失も拡大しているため、プロジェクトのリスクが上昇していることになる。金融機関がこれを採用した場合、公共の期待収益は-\$20となり、負の外部性がさらに大きくなる。もっとも、ここまでの例では株主に生じる利益(\$36)が公共に生じる損失(負の外部性) (-\$10あるいは-\$20)を上回っているため、厳密には、当該プロジェクトが実施されることは社会的に望ましいものと評価される余地がある。⁽¹¹⁾

しかし、金融機関が利益を求めてさらにリスクを追求した場合、自身のシステムック・リスクも上昇してしまい、負の外部性が株主の期待収益よりも大きくなってしまふことが考えられる。例えば、前記のプロジェクトよりも株主に大きな期待収益をもたらす一方、さらにリスクの高いプロジェクト($\alpha\%$ が50%、\$Kと\$Lがそれぞれ100、20)の場合を考える。このプロジェクトは株主に期待収益\$40をもたらすものの、例えば多額の借入によるレバレッジの増加や、短期金融商品市場あるいはデリバティブ取引市場等の膨張(ないし当該金融機関のそれらへの依存)を招くものであり、金融機関のシステムック・リスクをも上昇させ、 $\beta\%$ を10%から20%へ高めてしまうとする。⁽¹²⁾この場合、公共の期待収益は-\$50となり、株主の期待収益を超える損失(負の外部性)が発生してしまう。⁽¹³⁾当該プロジェクトは社会厚生(social welfare)の観点から見ても、望ましいものとは言えないことになる。

一般的に、金融規制法の分野で「過度の(行き過ぎた)」リスクテイク

（“excessive” risk-taking）という言葉が使用される場合、①（システミック・リスクに伴う）負の外部性を生じさせる程度まで金融機関がリスクを追求すること、あるいは、②社会厚生観点から見て望ましくないほどの負の外部性を生じさせる程度まで、金融機関がリスクを追求すること、のどちらかの意味で使用されることが多い⁽¹⁴⁾。もっとも、本稿の分析の上ではあまり明確に区別・定義しておく意義が乏しいことが多いため、特に注記している場合を除き、厳密に捉える必要はない⁽¹⁵⁾。

金融機関のシステミック・リスク（過度のリスクテイク）によってもたらされる外部性は、他の外部性の問題と比較しても、①非常に大きな社会的費用を生じさせること、②民間セクターが提供する保険やその他の手段によって事前に対策を講じることが困難であること、③規制対象をある程度絞り込む（例えば、一定の金融機関や金融商品市場に限定・集中して規制を導入することによって効率的に削減できることなどを根拠に、他の外部性とは区別され、法規制を導入・検討する必要性が高い⁽¹⁶⁾。

3 法規制を検討する際の視座

(1) 効率性 (efficiency)

TBTF 金融機関に対する法規制が社会的に望ましい (socially-desirable) ものであるかどうかは、どのような観点から判断すべきか。法規制の正当性を判断する視座としては、効率性 (efficiency) が用いられることが多い⁽¹⁷⁾。ここで言う効率性とは、法規制を導入して得られる社会的便益がそれによって生じる社会的費用を上回る場合に当該規制が正当化される、というものであり、本稿も基本的にこの考えに依拠して分析を行う。

もっとも、TBTF 問題を効率性の観点から検討する際には、留意しておくべきことがある。例えば政府・中央銀行が流動性供給プログラムを開設したり、エクイティや債務証券等を購入することによって金融支援を行った場合、政府・中央銀行はプログラムに参加する金融機関から手数料を得たり、市場の混乱が収まった後にエクイティや債務証券等を売却することによって

大きな利益を得ることがある⁽¹⁸⁾。この場合、救済によって金融機関の破綻と金融システムへの重大な悪影響を回避できることに加え、手数料や証券売却によって利益が発生するため、一見すると政府救済による介入は全て合理的な処理に思われ、TBTF 金融機関や政府救済に対する特別な規制は不要であるように思われる。しかし、これは政府・中央銀行の視点から救済・金融支援プログラムの損益を測った結果に過ぎず、分析としては不十分なものである。安易に救済を繰り返したり、救済権限に対して全く規制を設けなかった場合、金融機関の債権者に救済への強い期待が形成されてしまい、債権者によるモニタリングの喪失と金融機関のシステミック・リスクの追求によって、金融機関の破綻やそれを原因とする金融システムへの重大な悪影響が生じる可能性が高まってしまう。この場合、経済全体に生じる費用は、個々の金融支援・流動性供給プログラムに生じる利益を大きく上回るおそれがある⁽¹⁹⁾。また、たとえ政府救済による介入が (常に) 経済全体の観点から見て望ましいものであるとしても、規制の導入によって僅かな費用と引換えに、より大きな社会的便益を得ることがあり得る。救済という対応策を含め TBTF 金融機関に対する法規制が社会的に望ましいものであるかは、当該規制・措置が危機の前後において、個々の金融機関や中央銀行・規制当局 (及びこれらの開設する金融支援プログラム)、そして金融システムやマクロ経済全体に対して生じさせる全ての費用と便益を比較して判断する必要がある⁽²⁰⁾。

しかし、効率性を基準に採るといっても、実際に全ての社会的費用・便益を正確に比較することは不可能であり、その多くは部分的・抽象的な分析にならざるを得ない面がある。実際に個々の法規制を検討する際には、例えば規制導入によって生じる金融機関の費用、そして当該規制によって削減できるモラルハザード等の社会的費用の大きさを比較するという様に、費用・便益 (効果) の大小を部分的に概算・比較することになる。

(2) 救済 (Bailout) の公平性・透明性等を問題にする見解に関して

なお、TBTF 金融機関に対する法規制 (特に、政府救済に対する法規制)

の政策目標として、例えば救済の政治的正当性、アカウンタビリティを高めることなどを主張する見解がある。後に(第三章1節1項の2参照)検討するように、これらの見解は原則として政府救済を社会的に望ましい対応とみなし、政府・中央銀行の救済権限に制約を加えることに対して否定的な立場を採っている。そのため、本見解は政治的に反感を買う救済は将来の(政府・議会・中央銀行の)危機対応能力を損なわせるとし、政治的に正当性のある救済のみが行われるようにすることを政策目標とするものである⁽²¹⁾。他にも、政府救済が社会的に望ましいと同様の前提に立ち、法規制の政策目標を政府・中央銀行の金融支援による投下資本の回収と利益の確保、そして救済対象となった金融機関のガバナンスを改善することに主眼を置く見解も存在する⁽²²⁾。これらの見解は政府救済という対応が効率的であるという想定の下、救済の手法・態様・目的に関して法規制の在り方を分析するものである⁽²³⁾。

確かに、(とりわけ救済という対応策が常に効率的なものと想定した場合、)TBTF金融機関に対する法規制という分析枠組みを超えて、(政府)救済に対する法規制という問題設定を採用することもあり得るだろう。救済(Bailout)に対する一般的な批判としては、①将来のモラルハザードを生じさせるおそれ、②不公平・差別的(unfair, discriminatory)であること、③プロセスが不透明であること、④社会的資源を単に救済される側へ移転するものに過ぎないため非効率であること、の4点が挙げられることが多い⁽²⁴⁾。これらの内、特に②～④に関して、救済を行う主体(規制当局(政府)、中央銀行、議会)の違いを念頭に置きつつ、どのような救済権限・手法を認めるか検討しておくことは、救済の正当性・公平性・透明性・効率性を確保する上で非常に重要な問題と言える。しかし、①の問題と②～④の問題は、同時に取り扱おうと議論が散脱してしまうおそれがあるだけでなく、法規制の視座・目的に関して異なる部分が多いため、本質的には区別して論じられるべきものと考えられる。そのため、本稿はあくまでも金融機関に対する救済(及びその可能性)がもたらす①の問題、すなわちTBTF金融機関のモラル

ハザードの問題 (及びこれらに対する法規制の在り方) に議論の対象を絞り、必要な場面に限って②～④に関する議論を参照する。

4 本稿の構成

本稿は以下の順序によって考察を行う。まず第Ⅱ章では、米国が TBTF 金融機関に対してどのような対処を行ったか、関連する日本法の内容にも触れつつ、現行規制の内容を概観する。初めにドット＝フランク法によって設けられた FRB 及び FDIC の流動性供給・救済権限に対する法規制と (第 1 節)、SIFI の新しい破綻処理手続である OLA 手続 (第 2 節)、OLA 手続の運用方針である SPOE 戦略の内容とその課題、関連規則の制定動向について説明を行い (第 3 節)、小括とする (第 4 節)。続いて第Ⅲ章では、これらの新しい法規制が SIFI の TBTF 利益とモラルハザードを十分に削減することができるか、最近の学説と実証研究を紹介しつつ、金融危機・金融機関の破綻処理時に中央銀行や規制当局の流動性供給・救済権限を制限する事後規制の問題点を検討し (第 1・2 節)、危機以前に適用される事前規制によって金融機関のインセンティブを是正する必要性について検討する (第 3 節)。そして第Ⅳ章では、事前規制の各種手法を、規模に対する規制 (あるいは一定規模の金融機関の解体) (第 1 節)、システミック・リスクに応じた事前の費用負担に関する規制 (第 2 節)、その他 (第 3 節) に分けて評価・検討を行い、最後に第Ⅴ章で結語とする。

第Ⅱ章 ドット＝フランク法による事後規制改革⁽²⁵⁾

第 1 節 FRB 及び FDIC の救済・流動性供給権限に対する規制

ドット＝フランク法は新しい破綻処理制度や FRB・FDIC の救済権限に対する規制など、危機発生以降において規制当局を規律する事後規制の分野で多くの改革を行った。これらの事後規制の内、まず本節では FRB 及び FDIC の救済・流動性供給権限に対する規制について簡単に説明する。

第1項 FRBの緊急貸出権限に対する規制

ドット＝フランク法の採用したTBTF問題に対する法規制の内、最も重要なものの一つとしては、FRBの連邦準備法13条(3)に基づく緊急貸出権限(最後の貸し手機能)をプログラムベースの流動性供給手法に限定させたことが挙げられる。

連邦準備法13条(3)により、FRBは「異例かつ差し迫った状況において(unusual and exigent circumstances)」、借り手が「十分な信用供与を他の銀行組織から確保することができない」等の要件を満たす場合、最後の貸し手機能として証券割引等の手法により一時的な流動性を民間主体に供給することが認められている⁽²⁶⁾。2008年金融危機において、FRBは当該規定を大恐慌以来初めて使用し、一定の金融商品市場やプライマリー・ディーラー等を支援するために様々な流動性供給プログラムを創設したことに加え⁽²⁷⁾、AIGの救済やJP MorganによるBear Stearnsの救済合併支援といった個別の大手金融機関救済のためにも流動性を供給した⁽²⁸⁾。こうしたFRBのTBTF政策に対しては議会の一部や国民からの強い批判があったため、ドット＝フランク法によって連邦準備法13条(3)は改正され、現在、当該規定に基づく流動性供給は、FRBの設定した一定の要件を満たす者に広く参加を認めるようなプログラムベース(program or facility with broad-based eligibility)のものにすることが求められている⁽²⁹⁾。これにより、今後はFRBが最後の貸し手機能によって個別の大手金融機関を救済することは認められないことになる。

また、もう一つの改正点としては、FRBが上記の緊急貸出権限を行使するに際して、①破綻金融機関の救済ではなく、金融システムに流動性を供給することを目的としたものであるようにすること、②納税者に損失が生じないよう十分な担保を取ること、③プログラムを適時に秩序ある態様で終結させること、④支払不能(insolvent)に陥った金融機関が参加できないようにすること、が法律上明示的に求められている点を挙げることができ

⁽³⁰⁾る。2008年金融危機当時、連邦準備法13条 (3) では払戻しが確実になされるよう十分な担保を取ること (“secured to the satisfaction of the Federal reserve bank”) が要求されていたものの、金融機関が支払可能 (solvent) であることまでは明示的に求められていなかった。⁽³¹⁾新しくこれらの要件を課すことにより、支払不能に陥った金融機関 (及びその債権者) の救済を禁止して TBTF 利益・モラルハザードが生じるのを防ぐと同時に、プログラムを不必要に延命させず、十分な担保を取ることによって国民負担を発生させないよう配慮している。

第2項 FDIC に対する規制

さらに、危機時における FDIC の流動性供給権限にも変更が加えられている。連邦預金保険法13条 (c) により、FDIC は預金取扱金融機関の債務不履行を防いだり、深刻な経済状況下における多数の金融機関の破綻によって預金保険基金に生じるリスクを低減する必要がある場合には、預金取扱金融機関に対して貸付けや資産の買取り、債務の承継、金銭贈与などを行うことにより金融支援を実施することが認められている。⁽³²⁾もともと、同権限は1980年代の S&L 危機において金融機関救済のために多額の預金保険基金を使用することに繋がってしまい、TBTF 問題を金融規制の分野で広く認識させるきっかけともなってしまった。安易な政府救済とそれに基づくモラルハザードを防ぐため、1991年には連邦預金保険公社改善法 (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act) により、FDIC の支出・負担する義務の総額が最小となるような手法を選択する最小費用原則 (least cost resolution) や、預金者以外の債権者の保護を禁止する規定が導入されている。⁽³³⁾しかし、同法は同時に、最小費用原則等を遵守すると金融システムの安定性に重大な悪影響を与えるおそれがあり、当該影響を削減するために必要であるときは、その他の措置・支援を行う (“take other action or provide assistance under this section”) ことができるとする、通称「システミック

ク・リスク例外規定(“systemic risk exception”、以下では「SR 例外規定」と表記する⁽³⁴⁾)を新しく設けることとなった。

SR 例外規定によって認められる「その他の措置・支援」という内容は非常に広範であり、今般の金融危機では同規定によって、手数料と引換えに銀行の無担保債務を保証する流動性供給プログラム(Temporary Liquidity Guarantee Program, TLGP)が創設されている。SR 例外規定でこうしたプログラムを創設することは、広く SIFI 業界に TBTF 利益を認めてしまうだけでなく、法解釈上も果たしてこうした措置を取ることができるのか大きな問題となった⁽³⁵⁾。ドット=フランク法は SR 例外規定と債務保証プログラムの開設に関する規定についても改正を行っており、第一に、危機時の債務保証プログラムに関する規定が新設されている。FDIC は流動性危機が発生しており経済状況に重大な悪影響が生じるおそれがある場合、支払可能(solvent)な預金保険加入金融機関(及びその持株会社)を対象とする債務保証プログラム(guarantee program)を開設することができるとされ、プログラム開設までの手続や最大保証可能額、運用資金等に関する規制が詳細化されている⁽³⁶⁾。第二に、以降、債務保証プログラムは本規定によって開設しなければならず、SR 例外規定に依拠することはできないとされ、さらに SR 例外規定は FDIC が管財人に選任されている金融機関を解散する(winding up)目的においてのみ使用できることとされた⁽³⁷⁾。

以上が、ドット=フランク法によって FRB・FDIC の流動性供給・救済権限に加えられた法規制の概要となる。要するに、危機時の金融支援は支払不能な金融機関の参加を禁止し、個別金融機関を対象とするものではないプログラムベースのものに限定され、反対に個別金融機関に対して FDIC が SR 例外規定を使用する際は当該金融機関を解散させることが要求されるようになった。もっとも、これらの法規制が本当に TBTF のモラルハザードを十分に削減することができるのかは、第 III 章で詳しく検討する。

にSIFIを破綻処理できるようにすることが重要であると認識されるようになり、OLA 手続が新たに整備されることとなった。⁽³⁸⁾

通常の倒産手続と比較して、OLA 手続では金融市場への影響を最小限に抑えることに大きな関心が払われており、その特徴としては、①破綻したSIFIの金融事業を他の会社へ円滑に移転させるための多くの規定・制度が設けられていること、②手続の迅速性とそれを確保するためにFDICへ広範な権限が与えられていること、③デリバティブ取引の解約を防ぐための規定が設けられていること、④SIFIの破綻処理時（そして本手続が使用されるような金融市場の混乱時）には通常の倒産手続と異なり民間セクターから十分なつなぎ融資を得ることができない可能性が高いため、特別な流動性基金（後述する、秩序ある清算基金（OLF））が利用可能であること、を挙げることができる。また、⑤”No More Bailout”を貫徹するために、株主・債権者のモラルハザードを防止し、手続対象の金融機関を必ず清算させ、国民負担の発生を禁止する規定が設けられている点も大きな特徴である。

2 我が国の秩序ある処理の枠組み

なお、我が国でも平成25年の預金保険法の改正により、金融機関の秩序ある処理（以下では、「秩序ある処理」と表記する）が整備されている。これについて簡単に述べておくと、同手続は債務超過でない金融機関に適用される「特定第一号措置」と、債務超過（のおそれ）または支払停止の（おそれがある）金融機関に適用される「特定第二号措置」で区別されている（預金保険法126条の2第1項参照）。特定第一号措置では、金融機関が債務超過でないことから、手続中に市場取引等の縮小・解消を図りながら、預金保険機構が流動性を供給しつつ、金融機関の債務を約定通りに履行させて金融システムの安定を図り、必要に応じて株式等の引受けや資産の売却・事業の移転などが行われる。特定第二号措置では、金融機関が債務超過・支払不能（のおそれがある状況）に陥っていることから、金融システム上重要な債務などを他の金融機関に承継させ、その際に資金援助を行うことでこれらの債務の

履行を確実にし、その他の債務は他の倒産手続等で処理することが念頭に置かれている。⁽³⁹⁾ 特定第一号措置においては、供給された流動性が適正かつ効率的に利用されているか、提出された経営に関する計画書等に沿って金融機関の業務執行が行われているか等を監視する「特別監視」(預金保険法126条の3参照)、預金保険機構による一時的な流動性不足を解消するための資金の貸付け・債務の保証(預金保険法126条の19第1項)、自力再建・事業再構築を支援するために預金保険機構が優先株式や劣後特約付社債などを引き受ける「特定株式等の引受け等」(預金保険法126条の22参照)といった措置・手法が用意されている。特定第二号措置においては、「特定監視」の他に、金融機関の代表権・業務執行権・財産管理処分権を預金保険機構に専属させる「特定管理」(預金保険法126条の5)、事業移転・承継の際に債務の履行を確実にすることを預金保険機構が支援する「特定資金援助」(預金保険法126条の28~126条の32参照)の手法が用意されている。⁽⁴⁰⁾ 米国のOLA手続は、我が国の秩序ある処理の内、特定第二号措置に類似する制度であり、手続対象となった金融機関を破綻・清算処理するための制度となっている。

第2項 OLA手続の開始⁽⁴¹⁾

まずはOLA手続の開始に関する規定の概略を示しておく。

OLA手続の対象となる「金融会社 (financial company)」とは、銀行持株会社 (BHC) やFRBによって監督されるノンバンク金融会社、金融の性質を有する業務に主として従事する会社等とされる。⁽⁴²⁾ OLA手続は金融会社に対して、財務長官がシステミック・リスク決定 (systemic risk determination) を行い、FDICを管財人 (receiver) に選任することで開始される。システミック・リスク決定がなされるためには、「金融会社が債務不履行、または債務不履行に陥るおそれ」があり、当該金融会社の破綻が金融システムに重大な悪影響を与えるなどの要件を満たす必要がある。⁽⁴³⁾ 金融会社がFDICの管財人選任に同意しなくても、システミック・リスク決定に対する

司法審査は非常に限定されており、一度始まった手続きをくい止めることは難⁽⁴⁴⁾しい。システムック・リスク決定を受けた金融会社は、以降、「対象金融会社 (covered financial company)」と定義される⁽⁴⁵⁾。

我が国の秩序ある処理の枠組みでも、システムック・リスク決定と類似する「特定認定」(預金保険法126条の2)を行うことにより、手続が開始する。手続対象となる「金融機関等」には、銀行や銀行持株会社とこれらが支配している子会社に加え、信用金庫や信用協同組合といったその他の預金取扱金融機関、保険会社や保険持株会社とこれらが支配している子会社、そして一定の第一種金融商品取引業者などが含まれている(預金保険法126条の2第2項⁽⁴⁶⁾)。

第3項 FDICの権限と承継金融会社の活用に関する規定

1 FDICの権限

対象金融会社の管財人となったFDICは、当該会社の役員の業務執行権や代表権等を承継し、会社の資産管理を行いつつ全ての事業を行い、対象金融会社の事業を解消したり、資産を売却・換価して事業を清算し、あるいはその資産・負債を第三者または後述の承継金融会社へ移転させたり、対象金融会社を他の会社と合併させることができる⁽⁴⁷⁾。我が国の特定第二号措置における特定管理を行う預金保険機構の権限に関しても、同様の規定が存在する(預金保険法126条の5第2項、126条の9(金融整理管財人に認められている権限の準用規定)⁽⁴⁸⁾等を参照)。

SIFIの新しい破綻処理手続では、納税者(そしてシステム上重要な債務)に負担を生じさせないようにするため、金融機関の損失を無担保債権者に負担させる(ペイルイン)権限が各国に付与されることとなっている。OLA手続ではFDICに無担保債権の元本削減等を実施する権限が付与されており、我が国の手続にも契約等で定められたペイルインを実施する規定が整備されている(預金保険法126条の2第4項⁽⁴⁹⁾参照)。

なお、FDIC が対象金融会社の管財人に選任されると、財務長官は当該対象金融会社の保有する「対象子会社 (covered subsidiary)」⁽⁵⁰⁾ に対しても、一定の要件を満たす場合に FDIC を管財人に付すことができる⁽⁵¹⁾。この場合、対象金融会社の手続とは異なり、対象子会社の取締役会の同意や裁判所の命令を得る必要はない。FDIC が管財人に付された対象子会社は対象金融会社と同視され、FDIC は対象金融会社に対して有する権限と同一の権限を、これらの子会社にも行使することが可能となる⁽⁵²⁾。我が国の手続では前述したように、銀行 (持株会社) や保険 (持株) 会社等の子会社に対しても特定認定を行うことが可能となっており、これらの子会社に特定第二号措置を行えば、ほぼ同様のことを実現できよう。

2 承継金融会社に関する規定

OLA 手続では、預金取扱金融機関の破綻処理で活用されている P&A (purchase and assumption) 方式 (銀行の預金業務を他の銀行あるいは仮設されたブリッジバンクへ承継される手法) と同一の手法を採用することが念頭に置かれており、「承継金融会社 (bridge financial company)」の設立・運営に関する多くの規定が存在する。P&A 方式は金融機関の重要な業務を維持したまま破綻処理を行うことが可能であり、特に、預金取扱金融機関の破綻処理の場合にはペイオフコスト (預金保険の保険金支払いに要する費用) を抑えることができるため、迅速かつ費用の少ない手法として広く活用されている⁽⁵³⁾。

FDIC は対象金融会社の資産・負債等を承継するための承継金融会社を設立することができ、設立された承継金融会社は FDIC が決定した限りで、資産購入・負債承継に限らず対象金融会社のいかなる権能を果たすことも可能である⁽⁵⁴⁾。FDIC は承継金融会社の運営のため、そして他の金融機関による承継金融会社の資産・負債の承継や合併等を支援するために資金を提供することができ、これらの場合には後述の OLF を利用することができる⁽⁵⁵⁾。我が国の手続でも、特に特定第二号措置で受皿金融機関が直ちに現れず、暫定的に

金融事業を維持・継続させる必要がある場合に備えて、預金保険機構による承継金融機関（「特定承継金融機関等」）の設立に関する規定が存在する（預金保険法126条の34～126条の37を⁽⁵⁶⁾参照）。

第4項 債権者の取扱いに関する規定

1 債権者の優先順位

OLA 手続における無担保債権者の原則的な優先順位は、① FDIC の管財人としての管財費用 (administrative expenses)、②米国に対する債務（ただし、米国が特別な同意をしていた場合を除く）、③一定の金額・期間で制限された個人の給与債権等、④一定の金額・期間で制限された従業員の年金等に関する債権、⑤下記の⑥～⑧の債権を除いた、対象金融会社に対するその他の一般・優先的な債権、⑥下記の⑦・⑧の債権を除いた、一般債権者に劣後する劣後債権、⑦上級役員の対象金融会社に対する報酬・給与債権、⑧株主等の保有するエクイティ上の利益に関する権利、となっている。⁽⁵⁷⁾ FDIC・米国の債権を最優先として国民負担の発生を防ぐと同時に、原則的な債権・エクイティの優先関係を明示し、役員に経営責任を取らせるべくこれらの報酬債権の優先順位を下げることによってドット＝フランク法の目的を達成しようとする趣旨である。⁽⁵⁸⁾ もっとも、債権者には最低でも、対象金融会社が連邦倒産法チャプター7で清算された場合に認められる価値（清算価値）が支払われなければならないとされる（清算価値保障原則⁽⁵⁹⁾）。

2 その他

(1) 債権者の平等な取扱い

破綻処理の際に一部の債権者に対して偏頗的な弁済が行われたり、その他の事実上の優先弁済を認めるような取扱いがなされてしまう場合、対象となる債権者にはモラルハザードが生じるおそれがある。そこでドット＝フランク法は、FDIC が債権者を原則として平等に取り扱うことを要請しており、前述の優先順位で同一の地位にある債権者は、原則として同様の取扱いを受

けなければならないとしている。⁽⁶⁰⁾ もっとも、FDIC が①当該措置が（i）対象金融会社の資産価値最大化、（ii）管財処理の実施や承継金融会社にとって必要不可欠な業務の維持、（iii）対象金融会社の資産売却・処分から生じる収益の現在価値の最大化、（iv）対象会社の資産売却・処分に伴う損失の最小化、のいずれかにとって必要であり、かつ②同一の優先順位にある全ての債権者が連邦倒産法チャプター 7 で実現される清算価値よりも低い額を得ることがない場合、例外的な措置が認められる。⁽⁶¹⁾ FDIC が対象金融会社から承継金融会社へ債務を移転させる場合に関しても、本規定と同様の規定が設けられており、⁽⁶²⁾ 原則として承継金融会社への債務移転は、同一順位の債権者で”all or nothing”で行われることになる。例外的な取扱いを認める規定は他にも存在しており、FDIC は弁済等を行うに際し、財務省の承認の下、FDIC の OLA 手続における損失を最小化するのに必要または適切であると決定した場合には、一部の（カテゴリーの）債権者に対して、追加的支払い（additional payments）⁽⁶³⁾ を行うことができる。これらの例外的な取扱いに関する規定については、関連規則制定の際に、優先的取扱いを受ける一定の債権者にモラルハザードを生じさせるおそれがあるとして批判も見られたところである。⁽⁶⁴⁾

（2）適格金融契約（QFC）の取扱い

一般的に、SIFI はデリバティブ取引やその他の（短期）金融取引を含めた、多数の金融システム上重要な契約を締結しているが、これらの契約には、金融機関に破綻処理手続が開始したり債務不履行等が生じた場合、カウンターパーティーに契約を清算・解除・終了させる権限を認める条項（早期解約条項）が付されていることが多い。SIFI の破綻処理時にこうした契約条項が大量に発動・行使されてしまった場合、SIFI の事業価値が急速に失われてしまうだけでなく、担保の投げ売り等によって金融商品市場にも大きな影響が生じてしまい、OLA 手続の目的を果たすことができない。そのため、OLA 手続は一定の金融契約（適格金融契約（“qualified financial

contract”, QFC)) に付された早期解約条項の効力を一時的に停止させる規定を設けており、これらの契約は早期解約条項の効力が停止されている間に⁽⁶⁵⁾ (すなわち、発動要件が充足されないまま)、他の健全な金融機関へ迅速に移転させられることになる。我が国の手続でも、特定認定等が講じられたことを理由とするデリバティブ契約等の早期解約条項について、一定期間、その効力を有しないこととする規定が存在する (預金保険法137条の3⁽⁶⁶⁾参照)。

第5項 OLFに関する規定

1 OLFからの流動性供給

2008年金融危機以前では、①支払不能以前の預金取扱金融機関に対する流動性供給は各国中央銀行による貸付け・証券割引制度によって、②支払不能以前のその他の金融機関に対する流動性供給は、中央銀行の最後の貸し手機能によって、③支払不能に陥り破綻処理を実施する際の預金取扱金融機関に対する一時的な流動性供給は、預金保険法上の特別な制度・手続によって行うことができた。しかし、④支払不能に陥ったその他の金融機関の破綻処理手続では、非民間セクターから一時的な流動性を供給する制度が明示的には存在しなかった。このことはAIGやBear Stearnsに対して事業の存続を前提とした(すなわち、②の建前をとった)金融支援が行われる原因にもなったとされ、OLA手続では④に対処するため、SIFIの破綻処理時に利用可能な特別な流動性基金が創設された。管財人となったFDICは主にこの基金から一時的な流動性を供給することになる。

FDICが提供する一時的な流動性は、財務省内に設置される独立した基金の「秩序ある清算基金(Orderly Liquidation Fund, OLF)」から供給される。FDICは管財人に選任されると財務長官に対して債務証券を発行し、財務長官がこれを買取ることでOLFからの資金提供を受ける。FDICは秩序ある清算計画(Orderly Liquidation Plan)⁽⁶⁸⁾を作成することで資金を利用できるようになり、資金の利用方法は当該清算計画に記載されたものに限

定される。⁽⁶⁹⁾ FDIC が特定の金融機関の OLA 手続に関して借り入れられる金額には、一定の限度額が設けられている。⁽⁷⁰⁾ FDIC の資金提供によって生じた国の債権は、前述した（本節第 4 項の 1 参照）最も優先順位の高い無担保債権（FDIC の管財費用または米国に対する債務）として取り扱われる。⁽⁷¹⁾ なお、我が国の秩序ある処理に関する費用・流動性供給は、危機対応勘定で経理され（預金保険法40の 2）、預金保険機構は当該勘定において内閣総理大臣と財務大臣の認可を受けて、日本銀行やその他の金融機関等に対する債券の発行または借入れを行うことにより、資金を調達する（預金保険法126条）。

2 OLF 費用の事後的な回収に関して

OLF に関する費用は、原則として FDIC が財務省長官から借入れを行ってから60カ月（5年）以内に回収することとなっているが、OLA 手続（対象金融機関の資産・事業の売却とその後の配当等）でその全額を回収できないことが予想される場合、事後的に一定の債権者・金融機関に対してリスクベースの負担金（risk-based assessment）を課すことによって、その費用を回収することになっている。⁽⁷²⁾ 負担金は、まずは例外・優先的な取扱いを受けた債権者（本節第 4 項の 2（2）で挙げた 3 つの規定を参照）に課されるが、それでも不足する場合には、一定の規模を有する金融機関全体に対しても課されることになる。⁽⁷³⁾ 負担金が課される金融機関は、「適格金融会社（eligible financial company）」と、連結総資産が500億ドル以上のその他の金融会社であり、⁽⁷⁴⁾ これにより、OLF に生じた損失は国民負担とはならず、SIFI 業界全体から破綻処理・金融危機後に回収することになる。負担金は、各金融機関が金融システムに与える影響や、OLA 手続によって得られる（可能性がある）利益の大きさなどを考慮して決定される必要がある。⁽⁷⁵⁾ 我が国の手続でも、特定認定によって危機対応勘定に費用が発生した場合には、「金融機関等」から負担金（「特定負担金」）を事後的に回収することになっている（預金保険法126条の39参照）。⁽⁷⁶⁾ 我が国で負担金が課される金融機関は SIFI に限定されておらず、米国の制度と比較してもかなり広い。

第6項 政府救済の禁止とモラルハザードの削減に関する規定

OLA 手続の創設により、確かに SIFI を現実には破綻処理できる可能性は高まったと考えられるが、同手続によって株主・債権者が事実上の救済を受けたり、あるいはその損失を第三者・納税者へ転嫁できてしまうのであれば、TBTF 利益やモラルハザードはなくなならないことになる。そのため、OLA 手続は株主及び債権者の被るべき損失が第三者（納税者を含む）へ移転してしまうのを防止し、“No more bailout”を貫徹するための様々な規制を設けている。重要な規定としては、OLA 手続の対象とされた金融会社が必ず清算（Liquidation）されることを要求する、「必要的清算」に関する規定を挙げることができる。例えば、①「管財人の付された金融会社……は全て清算される。いかなる納税者資金も、……金融会社の清算を防ぐためには使用され⁽⁷⁷⁾ない」ことが要求され、② FDIC が OLA 手続の権限を行使する際には、当該措置が「米国の金融の安定という目的にとって必要なものであり、対象金融会社の維持を目的とするものではない」ことが要求⁽⁷⁸⁾される。

また、金融機関の株主・債権者のモラルハザードを防止するため、金融機関のリスクテイクによって生じた損失を第三者や納税者ではなく、経営者や株主、債権者自身に被らせるための規定も多数存在する。例えば、③ OLA 手続の目的は「システミック・リスク……を低減し、モラルハザードを最小化するように金融会社を……清算する」ことにあるとし、「本権限……は当該目的を最大限に実現できるように行使され」、そのために、（i）債権者と株主が金融会社の損失を被り、（ii）金融会社の状況に責任のある経営者が維持されず、（iii）FDIC 及び関係当局は、金融会社の状況に責任のある経営者や役員、第三者を含む全ての関係者がその責任に相応する損失を被ることを確実にするため、損害賠償や原状回復、報酬の減額、その他の責任に相⁽⁷⁹⁾応しない利益の返還請求といった全ての必要かつ適切な措置を行う、と規定されている。また、④ FDIC が OLA 手続の権限を行使する際には、（i）

全ての債権者と OLF が完全な弁済を受けるまでは株主が支払いを受けないようにすること、(ii) 無担保債権者が OLA 手続の優先順位の規定に従って損失を被ること、(iii) 対象金融会社の破綻に責任のある経営陣・取締役会構成員が排除されること、(iv) FDIC が対象金融会社・対象子会社のエクイティを保有しないこと、が要求される⁽⁸⁰⁾。⑤金融会社の清算のために支出された資金は当該会社の資産売却または金融セクターからの負担金によって賄われ、納税者は OLA 手続によって損失を被らない (国民負担の禁止) とされる⁽⁸¹⁾。そして、⑥ FDIC が個々の債権者に対して負う債務額は、対象金融会社が連邦倒産法チャプター 7 で清算された場合に認められる金額 (清算価値) を上限とする規定などが挙げられよう⁽⁸²⁾。前述した、OLF に係る国の無担保債権を優先順位の最も高い債権とする規定も、同様の目的に立っている。

2008年金融危機以降、日本を含む各国で SIFI の倒産手続が整備されているが、金融機関の必要的清算、国民負担ゼロを要求するこれらの規定は、TBTF 問題が大きな争点となった米国に特徴的なものとなっている。もっとも、これらの規定がどの程度の効果・実効性を有しているかは、第 III 章で詳しく検討する。

以上がドット=フランク法で新しく導入された OLA 手続の概略となる。TBTF 問題への対処という観点から OLA 手続の意義・目的を再度振り返っておくと、第一に、金融システムに影響を及ぼさないような SIFI の破綻処理手続を設けることにより、現実には SIFI が破綻処理されるようにすること、第二に、一般規定や債権者の取扱いに関する規定、OLF の回収・利用に関する規定などを通じて、破綻処理において国民負担による (一部の) 株主・債権者に対する安易な救済が行われるのを防ぎ、それによってモラルハザードを削減することが挙げられる。しかし、法文の規定内容だけでは、実際に行われる破綻処理の全体像が判明しない。特に、FDIC には広範な裁量が認められているため、ドット=フランク法の規定を遵守しつつその目的

を達成することが出来るかどうかは、FDICの運用方針によるところが大きい。以下では、OLA手続の運用方針であるSPOE戦略について説明する。

第4節 “Single Point of Entry (SPOE)” 戦略

現在、SIFIの破綻処理は“Single Point of Entry (SPOE) Strategy”(SPOE戦略)に基づいて行われることが予定されている。SPOE戦略は大まかには、金融システム上重要な子会社に生じた損失を持株会社の発行するベイルイン用の債券(後述する、TLAC)保有者に負担させ、持株会社は(OLA手続で)清算処理し、子会社の金融事業は他の会社・金融グループへ移転させる手法と説明できる⁽⁸³⁾。我が国の秩序ある処理も、今のところ本手法によって実施されることが予定されている⁽⁸⁴⁾。以下ではSPOE戦略の具体的な内容と、その利点・課題等を見ていく。

第1項 SPOE戦略の登場

1 SPOE戦略の背景とその内容

現代の大規模金融グループ(SIFI)は持株会社を頂点とし、多数の金融会社(銀行・保険・証券・その他のノンバンク金融機関)を傘下に抱え、これらの金融子会社が実質的な事業を世界各国で行うという構造を採っている。各子会社の貸借関係や資金的・人的・物的資源等はグループ全体で一元的に管理されているだけでなく、システム上重要な事業・業務・資金調達も世界各国の金融事業で相互に密接に関連していることが通常である。各国の規制当局は各国設立準拠法に基づく金融子会社にしか監督・破綻処理権限を及ぼすことが(法律上または事実上)できないが、こうしたSIFIのグループ全体の事業構造を考慮せず(できず)に特定の子会社のみ破綻処理を実施すると、かえって当該子会社のみならず、他の関連会社やグループ全体の事業価値を大きく毀損させてしまい、自国、そして他国の金融システムにも大きな悪影響を与えてしまうおそれがある。こうした背景から考案されたの

が、子会社の損失を持株会社に吸収させ、持株会社において破綻処理を行うという SPOE 戦略である。⁽⁸⁵⁾

SPOE 戦略の内容に関して、例えば FDIC がその具体的な運用方針を説明している。⁽⁸⁶⁾これによると、SPOE 戦略に基づく OLA 手続では、①まず FDIC が持株会社の管財人に選任され、同時期に FDIC が承継金融会社を設立し、その役員等を選任する。②その後、承継金融会社にシステム上重要な事業や資産・債務が移転され、これらの移転を受けた金融会社は、金融システムに影響を及ぼさないような事業規模・構造に縮小・解体される。③事業移転や承継金融会社の一時的な流動性を維持するために必要があるときは、OLF 資金が利用される。④その他の資産・債務、特にペイルイン用の債務は持株会社に残存させたまま清算され、⑤ペイルインで権利変更・削減を受ける債権者には、後に承継金融会社を承継する新設会社の持分・債務証券等（ワラントやオプション等のエクイティとの交換が行われる金融商品も含まれる）が交付される。⑥その後、持株会社を清算・消滅させ、最終的に承継金融会社を（複数の）新設会社が承継する、という流れで進行する。

2 SPOE 戦略の利点

SPOE 戦略の利点として、以下の点が指摘されている。

第一に、持株会社は実際には大規模な金融事業を行っていないのが通常であり、（持株会社の負債構造に依る面もあるが、）システム上重要な金融事業を営む子会社と比較して短期債権者の取り付けを起こしにくく、資産・担保の投げ売りによる金融市場への影響を生じさせにくいことが挙げられる。⁽⁸⁷⁾

第二に、持株会社に損失を負担させて破綻処理を行うことにより、子会社の破綻処理を回避でき、システム上重要な金融事業を維持できる点が挙げられる。この場合、子会社の短期債権者による取り付けや、各種の金融契約に付された早期解約条項等の発動も回避しやすく、資産・担保を大量に処分する必要もなくなるため、事業価値を維持しやすくなると同時に、金融商品市場への影響も抑えることができる。子会社金融事業の移転が容易になれば、

破綻処理の全体的な費用も削減することが可能となる。⁽⁸⁸⁾

第三に、破綻処理において、SIFIが事業を国際展開させていることから生じる困難を回避し、グループの事業価値が著しく毀損するのを防ぐことができる点が挙げられる。⁽⁸⁹⁾これは、SIFIの各国に展開する子会社を各法域の規制当局がそれぞれの指針・利益に基づいて破綻処理するよりも、持株会社に破綻処理を集約させて、そこでグループの事業・流動性の構造等を考慮しながら損失の分配・清算処理を実施した方が、グループの継続企業価値を維持して破綻処理の費用を下げることができるだけでなく、(各国の)金融システムへの影響を低減し得るためである。⁽⁹⁰⁾

最後に、持株会社が発行する劣後債(TLAC)保有者(大規模な機関投資家である可能性が高い)に損失を負担させる仕組みにより、預金保険制度(基金)のような大きな金銭的な資源を要せずに、大規模金融機関の破綻処理を実施できる点が挙げられている。⁽⁹¹⁾

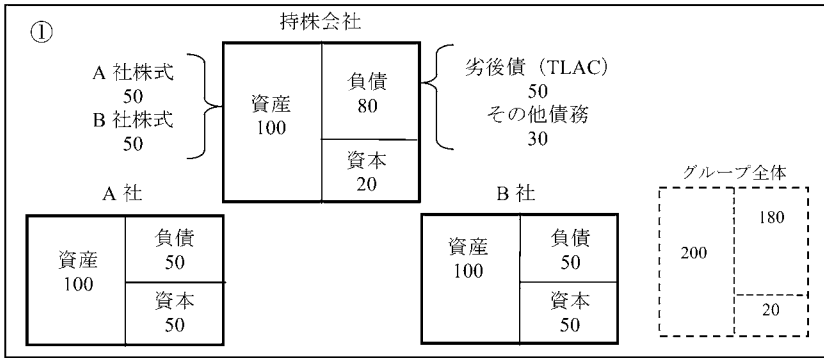
以上のように、SPOE戦略は、国際的な金融グループの破綻処理を実施するには各国子会社の法域の規制当局の破綻処理権限では不十分・不適切という認識に立ち、持株会社の破綻処理によってグループ全体の柔軟な解決を図りつつ、重要な金融事業の維持・承継を円滑に実施するというを目的としている。国際協調の観点の色濃く反映されたものであり、米国のOLA手続で強調されている“*No More Bailout*”の理念はかなり薄いことに注意が必要である。

第2項 SPOE戦略の具体例

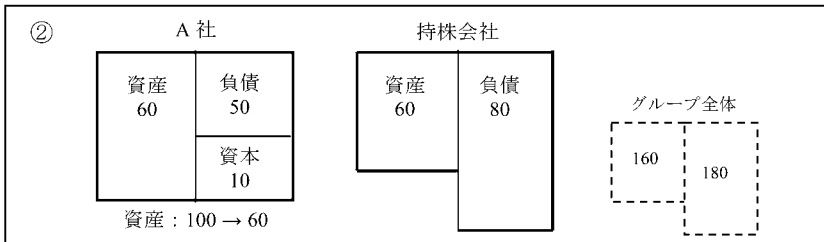
以下では簡単な例を用いて、米国のOLA手続とSPOE戦略による金融持株会社グループの破綻処理を概説する。

①グループ頂点の持株会社は、子会社に損失が発生した際のペイルインに用いる債務(総損失吸収力、Total Loss Absorbing Capacity, TLAC)として、劣後債を\$50発行する。当該劣後債は金融グループ外部の投資家に対

して発行され、権利変更・元本削減等のリスクはこれらの投資家が引き受けるため、「外部 TLAC (external TLAC)」と呼ばれる。さらに、持株会社はその他債務を \$ 30 (持株会社の事業継続と金融システムにとって不可欠な債務とする)、資産として子会社である A・B 社の株式 (それぞれ \$ 50) を有しているとする。A・B 社は共に資産 \$ 100、負債 \$ 50 とする。また、グループの継続企業価値の維持と金融システムに混乱が生じるのを防ぐため、A・B 両社はその事業継続が必要であると仮定する。



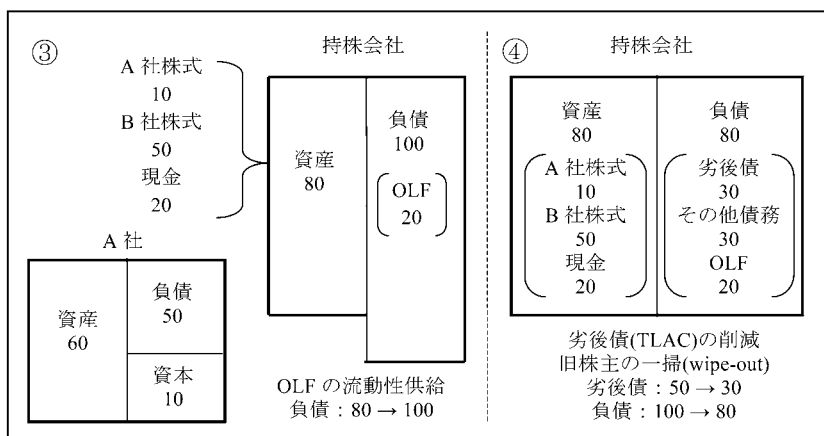
② A 社の資産価値が \$ 100 から \$ 60 に急落したため、A 社の株式価値が \$ 10 に低下し、持株会社は債務超過となる。OLA 手続に則り、FDIC が持株会社の管財人に選任される。



③ FDIC は金融グループの流動性を維持し、事業移転を円滑に行うため、OLF から \$ 20 の資金提供を受ける。OLF に係る国の債権は最も優先順位の

高い債権の一つとされる。OLFからの借入は、A社の資産や承継金融会社の資産等によって担保される。⁽⁹²⁾ 当該資金は、A社の資産・負債を移転したり、承継金融会社の事業を支援するために用いられる。

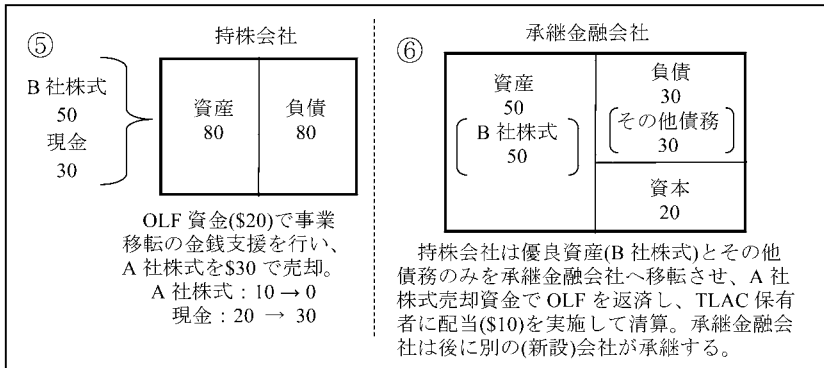
④持株会社では、まず最劣後の地位にある株主の権利が一掃される(wipe-out)。また、劣後債(TLAC)の価値も暫定的に\$50から\$30へ減少しているが、劣後債権者には後に権利削減・変更の対価として承継金融会社の持分・債務証券等が交付される。⁽⁹³⁾



⑤持株会社はA社株式の売却によって得られる対価を高めるため、OLFから調達した資金(\$20)を例えばA社の債務保証や事業移転・売却の際の金銭的支援に利用する。本例では、A社株式を民間部門に\$30で売却した場合を示している。

⑥持株会社資産の内、優良な資産(B社株式)と事業継続に必要な(そして金融システム上重要な)債務のみを承継金融会社へ移転させ、財務内容の健全な承継金融会社を設立し、同社は外部資金を得られるようにする。⁽⁹⁴⁾その後、下記事例では例えば、(i) A社株式を\$30で売却して、当該売却資金でOLF(\$20)を早期に返済し、(ii) 持株会社に残存する劣後債(TLAC)保有者に対して、持株会社の唯一の資産である現金\$10と承継金融会社の持

分または債務証券等を交付し、(iii) OLA 手続で要求される必要的清算に従い、持株会社を清算した場合を示している。なお、④～⑥で整理される債務・株主持分は持株会社に残存されたまま処理が行われるが、その順序は時間的に前後することもある。また、承継金融会社 (あるいはその後それを承継する新設会社) には、TLAC 保有者以外の民間部門からも投資が行われ得る。



以上のように、SPOE 戦略では持株会社で行うバйлインによって、グループ内子会社に生じた損失の大部分をカバーし、金融システム上重要な事業を継続させることになる。

最終的な損失の負担は、

外部 TLAC 保有者: \$ 50 → \$ 10 (持株会社の清算金) + 承継会社の持分
または債務証券

持株会社旧株主 : \$ 20 → \$ 0

となる。

SPOE 戦略では子会社の損失が大きくなるほど、持株会社の TLAC 保有者に大きな損失負担が要求されるようになる。この場合、グループの流動性維持と事業移転の円滑化のため OLF からの借入も増加し得ると同時に、OLF に損失が発生するリスクも高まることになる。下記の例は、A 社の資

産価値が\$20まで低下した場合を示している。

まず⑦で、持株会社に管財人として選任されたFDICは、グループの流動性維持とA社移転の金銭支援ため、OLFから\$40を借り入れる。債権の優先順位から考えて、劣後債の価値は既にこの段階で\$20に低下している。⁽⁹⁵⁾

⑦ A社		持株会社	
資産 20	負債 50	資産 90 〔B社株式〕 50 現金 40	負債 120 〔劣後債〕 50 〔その他債務〕 30 OLF 40

次に⑧では、持株会社が優良資産であるB社株式と持株会社のその他債務のみを承継金融会社へ移転させ、OLFから借り入れた資金の内\$30をA社事業移転の金銭支援・債務保証等に用いて、A社株式を対価\$0で移転させた場合を示している。劣後債(TLAC)保有者は債権の全額をカットされ、承継金融会社の持分・債務証券等が交付される。⁽⁹⁶⁾OLFからの借入れは持株会社だけでなく承継金融会社の資産によっても担保されているが、本事例では借入額の\$40を5年以内に返済することは難しいため(\$10は持株会社の清算時に返済される可能性がある)、後にSIFI業界全体に負担金を課して回収することになる。⁽⁹⁷⁾

⑧ 持株会社		承継金融会社	
資産 10 〔現金〕 10	負債 90 〔劣後債〕 50 OLF 40	資産 50 〔B社株式〕 50	負債 30 〔その他債務〕 資本 20

最終的な損失の負担は、

外部 TLAC 保有者：\$ 50 → \$ 0 + 承継会社の持分または債務証券
持株会社旧株主：\$ 20 → \$ 0
OLF：\$ 40 → \$ 10(ただし、後に SIFI 業界から \$ 30を回収)
となる。

なお、本項では外部 TLAC を活用した SPOE 戦略を説明した。TLAC を活用した他のベイルイン手法として、子会社が予め持株会社に対して TLAC を発行し、子会社に損失が発生した際に当該 TLAC に損失を吸収させるという手法も存在する。子会社が金融グループ内部の上位・持株会社に発行する TLAC は、「内部 TLAC (internal TLAC)」と呼ばれる。外部 TLAC と内部 TLAC の違いとしては、前者がグループ内子会社に生じた損失をグループ外 (持株会社の TLAC 投資家) に移転するのに対し、後者はあくまでもグループ内上位会社が損失を吸収するに留まること、前者がグループ内の全ての子会社に生じた損失を持株会社が幅広くカバーすることが予定されているのに対し、後者は特定の子会社の損失を特定の上位会社がカバーするに留まること、などが挙げられよう。⁽⁹⁸⁾

第 3 項 SPOE 戦略の課題と米国における規則制定動向

1 SPOE 戦略の課題

子会社の損失を持株会社の TLAC 保有者に移転させて破綻処理を行う SPOE 戦略には、いくつかの課題が存在する。第一に、子会社の損失を吸収できるだけの十分な TLAC を持株会社に発行させなければならない。TLAC は救済を受けないことが確実な金融商品であるため、十分な引き受け手があるのかという問題がある。また、リスクに見合ったリターンを SIFI が提供しなければならないため、金融機関にとっても大きな負担となる。TLAC の発行は、SPOE 戦略に基づいて破綻処理が実施されることの説得力・実現性に結びつくものであり、最も重要な課題である。⁽¹⁰⁰⁾

第二に、持株会社の負債構造次第では、SPOE 戦略によっても金融グルー

プの事業価値の毀損や金融システムへの悪影響を防ぐことができない可能性⁽¹⁰¹⁾がある。持株会社が市場から短期資金を受け入れていれば、当然、SPOE 戦略・OLA 手続の開始によって取り付けが起り得る。また、グループ内で複雑な貸借関係・信用補完・債務保証が行われていたり、クロス・デフォルト条項の付された契約がグループ企業とサードパーティーの間で多数締結されていれば、OLA 手続の開始によって予測できなかった追加的な損失がグループ内に発生するかもしれない。特に、持株会社の負債構造が複雑であると、持株会社の資産・負債の正確な評価が困難になり、清算価値保障原則を遵守するために手続が遅延してしまうこともあり得る。

第三に、TLAC 保有者が誰になるかという問題がある。例えば SIFI が他の SIFI の TLAC を保有していた場合、SPOE 戦略の実施によって SIFI の危機が他の SIFI に伝播してしまう⁽¹⁰²⁾。この場合、SPOE 戦略による破綻処理はシステミック・リスクをむしろ顕在化させてしまうものとなる。

2 米国の TLAC 発行等に関する規則⁽¹⁰³⁾

以上の課題を受けて、FRB は SPOE 戦略を実施可能なものとするため、2017年1月に大規模金融持株会社の TLAC 発行等に関する最終規則を公表⁽¹⁰⁴⁾した。規則の内容は、TLAC 発行の義務付けと、持株会社の負債構造を単純化させる「クリーンな持株会社」に関する規制の2つに大別される。

(1) TLAC 発行の義務付け

まず、本規則が対象とする「対象銀行持株会社 (covered BHC)」とは、米国の規則によって指定されたグローバルなシステム上重要な銀行とされ⁽¹⁰⁵⁾る。対象 BHC はグループ外の投資家に対して、対象 BHC の全リスク・アセットの18%、またはトータル・レバレッジ・エクスポージャーの7.5%のいずれか大きい方を最低額として、適格外部 TLAC (eligible external TLAC) を発行することが要求される。また、一定量の適格外部長期債務 (eligible external LTD) を発行・維持することなども要求される⁽¹⁰⁶⁾。

適格外部 TLAC としては、対象 BHC が直接発行した Tier 1 資本と、対

象 BHC の適格外部 LTD の両方が認められる⁽¹⁰⁷⁾。また、適格外部 LTD の要件としては、①対象 BHC が直接発行し、払い込み済みであること、②担保が付されていないこと、③複雑な性質を有しておらず、プレーン・バニラ（plain vanilla）なものであること、④発行時点からの当初満期が1年を超えていること、⑤準拠法を米国法としていること、の5点が要求される⁽¹⁰⁸⁾。

なお、持株会社で行われるベイルインによって子会社の損失を吸収する SPOE 戦略では、第一に、子会社の損失が持株会社へ移転されること、第二に、持株会社の TLAC 保有者が（子会社から移転された）当該損失を被ること、の二点が要求される。対象 BHC の外部 TLAC 発行に関する本規則は、後者には対応したが、前者については特に手当を行っていない。規則案の公表段階では、FRB は一定の重要な子会社が持株会社に対して TLAC⁽¹⁰⁹⁾（内部 TLAC）を発行すべきかについて、費用便益分析を行うとしていた。子会社・持株会社間で損失を移転する内部 TLAC の手法として、規則案公表段階では事前配置型リソース（prepositioned resource）と無償供給型リソース（contributable resource）の二種類が検討されている。事前配置型リソースとは持株会社が子会社のエクイティあるいは負債を保有する手法であり、子会社に損失が生じた場合にはこれが自動的に損失を吸収する（消却される）ことになる。無償供給型リソースとは持株会社が一定の資産（流動性と質の高い資産）を保有しておき、子会社に損失が生じた場合には当該資産を子会社へ無償供給する手法であり、これにより子会社は損失の吸収と同時に資本増強を行うことが可能となる。事前配置型リソースの場合、当該内部 TLAC は原則として特定の子会社の損失吸収にしか利用できないため、グループ内の別の子会社に損失が生じた場合には対処が困難となるが、無償供給型リソースではこうしたミスアロケーション・リスクを回避し、グループ内子会社の損失を広くカバーすることができる⁽¹¹⁰⁾。もっとも、現在までこれらの内部 TLAC は検討段階にとどまっており、最終規則公表時に費用便益分析等の進捗状況・結論などは示されていない。

また、SIFIの発行する外部TLACを他のSIFIが保有している場合、SPOE戦略でベイルインを実施すると他のSIFIに危機が伝播する危険があることは前述した。こうした問題に対処するため、規則案の公表時には、FRBによって規制される金融機関の自己資本比率を算定する際に、対象BHCによって発行された無担保債務への投資額をTier 2資本の額から控除することが提案されていた⁽¹¹¹⁾。しかし、FRBは規制内容の調整を求めるコメントが数多く提出されたことを踏まえ、今後はOCCやFDIC等の関係当局と調整を行うとして、本最終規則での導入を見送っている⁽¹¹²⁾。

(2) クリーンな持株会社の要求

前述したように、SPOE戦略でスムーズな事業承継とベイルインを実現するためには、とりわけ外部TLACを発行する持株会社の債務評価を迅速・正確に行う必要がある。しかし、持株会社が複雑な負債構造を有していたり、流動性危機時に過剰な負債を抱えている場合、迅速な破綻処理が妨げられる恐れがある。そのため、本規則は対象BHCが一定の債務を負うこと等を禁止する、「クリーンな持株会社の要求 (Clean Holding Company Requirements)」を導入している⁽¹¹³⁾。禁止されるのは、①サードパーティーに対する満期1年未満の短期債務(預金債務を含む)の発行、②サードパーティーとのデリバティブ取引といった適格金融契約(qualified financial contract, QFC)の締結、③クロス・デフォルト条項の付された子会社債務の保証、④対象BHCが、子会社によって保証される(upstream guarantee)債務、あるいは対象BHCのデフォルト時にサードパーティーが子会社に対して負う債務によって相殺することが出来る債務を発行すること、の4点とされる⁽¹¹⁴⁾。

他にも、本規則は対象BHCの一定のサードパーティー向け債務の総価値を適格外部TLACの額の5%以下に制限することや、対象BHCがウェブサイトやその他の開示書類により、当該BHCが破綻処理手続に移行した場合の無担保債権者の処遇に関する情報を開示することを要求している⁽¹¹⁵⁾⁽¹¹⁶⁾。

第4節 小括

本章では、2008年の TBTF 問題に対する反省を踏まえて新しく設けられた米国の法規制や、国際的な合意を受けて我が国や米国で整備された SIFI の新しい破綻処理手続、そしてその具体的な運用指針である SPOE 戦略の内容について概観してきた。

その内容を要約すると、①米国では“*No More Bailout*”を標榜するドット=フランク法により、FRB・FDIC の危機時の流動性供給権限がプログラムベースのものに限定され、支払不能な金融機関に対する金融支援も制限されたこと、②我が国や米国などで金融システムへの影響を低減できる SIFI の新しい破綻処理手続が設けられたこと（特に米国では、現実には SIFI の破綻処理を実施できるようにすることが、安易な救済を防ぐと同時に TBTF 問題の解決に繋がると説明される）、③特に米国の OLA 手続では、国民負担・政府救済の禁止を実現することが強調され、一定の債権者に TBTF 利益が生じるのを防いだり、手続対象となった金融機関を必ず清算させる規定などが設けられていること（TBTF 問題が直撃しなかった我が国の手続では、SIFI の流動性危機・破綻処理時において、むしろ流動性を供給する仕組みを整備することに重点が置かれていること）、④我が国や米国の SIFI の破綻処理手続では、流動性を供給する基金に未回収部分が生じた場合には、SIFI 業界から事後的に分担金を徴収することによって賄うこと、⑤ SPOE 戦略では金融グループ頂点の持株会社で破綻処理を行い、グループ内金融子会社に生じた損失は持株会社の発行する TLAC 保有者に移転させられること、の 5 点を挙げることができよう。ドット=フランク法は他にも金融機関のリスクを削減するためのボルカー・ルールといった様々な規制を導入しているが、TBTF 問題に対しては主に破綻処理手続や関係当局の救済権限の在り方、すなわち危機発生時・以降に適用される事後規制の手法によって対処した。

第三章 事後規制の問題点と事前規制による 金融機関のインセンティブ是正の必要性

第1節 救済権限に対する法規制は“*No More Bailout*”を実現できるか
それでは、ドット＝フランク法が導入した危機発生時の金融支援に対する法規制や、新しい破綻処理制度（OLA 手続）と SPOE 戦略は、果たして本当に“*No More Bailout*”を実現し、TBTF 利益と金融機関のモラルハザードを削減することができるであろうか。本節で見ていくように、米国の学説では否定的な意見が多く見られる。これらの見解によると、SIFI が破綻した時、あるいは金融危機の局面で適用される法規制（事後規制）では TBTF 利益を十分に削減することが出来ないため、モラルハザードには別の手段によって対処する必要がある。以下ではドット＝フランク法の事後規制（政府救済の禁止等）と、OLA 手続の運用指針である SPOE 戦略の問題点について検討する。

第1項 事後規制全般に対する批判

1 事後規制は現実の危機時にはあまり意味がないという批判

事後規制全般に対する批判として第一に挙げられるものは、危機以前に設けられた法規制は規制当局が危機発生時に法解釈を変更したり、あるいは議会が特別な立法を行うことによって覆してしまう可能性があるため、あまり意味がないという批判である。

例えば Macey & Holdercroft によると、TBTF 金融機関の救済は経済的な理由というよりはむしろ政治的な理由に基づき、実際は議会や政権の主導によって行われてしまうとされる。金融危機が発生している際に、時の政権や国会議員、規制当局の上級職員が本当に TBTF 金融機関を破綻させてしまった場合、当該時点で非常に大きな政治的・経済的費用と混乱を生じさせてしまうことになるため、自身の評判や選挙結果、支持率等に大きな影響が出

てしまう。また、金融危機の発生が危機対応時の政権や議会にとって責任のない問題であったり、本来距離を置くべきものであったとしても、金融市場の混乱を解決しなければ自身の政治的評価のみならず、議会運営にまで影響が及ぶ。結局、議会や政権は将来の金融政策や政府救済に対する期待形成にどのような影響が生じるかに関わらず、特別な立法や規制当局への働きかけによって救済を行ってしまうという批判である。⁽¹¹⁷⁾

実際問題として、刻一刻と拡大し続ける市場の混乱の前に、議会・政府が危機以前に制定された法制度のみによって事態に対処するというのは想像し難いところがある。過去の歴史を見ても、米国では1980年代後半のS&L危機で多額の公的資金が投じられたことに批判が集まり、今後は不透明な政府救済や国民負担を生じさせないことを目的として最小費用原則や早期是正措置が導入されたが、2008年金融危機でも結局、緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act) という特別立法によって救済が行われた。社会的な批判を受けて制定されたドット＝フランク法も再び “No More Bailout” を宣言しているが、将来の議会も同じことを繰り返すだろうというのが、学説の指摘するところである。⁽¹¹⁸⁾ 特別な立法によって大手金融機関のみならず、広く中小金融機関も対象に公的資金注入を繰り返してきた我が国にも、米国の学説の指摘はおそらく当てはまるものであろう。危機対応時の議会や政権は時間的に切迫した状況にあるため、救済策の経済的な合理性を精査できないまま、その時の政治的状況を加味して救済を行ってしまう可能性が高い。すると、危機以前の議会・規制当局は説得力のある “No More Bailout” のシグナルを発信することができない。この場合、TBTF 利益は⁽¹¹⁹⁾ なくなることになる。⁽¹²⁰⁾

事後規制全般に言える問題としては、第二に、中央銀行の最後の貸し手機能の存在が挙げられる。FDIC の救済権限や OLF の限度額・用途等に対してどんなに厳しい制約を課したとしても、結局、政治的に独立し、資金面で余裕のある中央銀行が最後の貸し手機能によって流動性を供給してしまう可

能性がある。特に、誰か（一般納税者であろうと SIFI 業界であろうと）から回収した（する予定の）基金から救済・金融支援を行うよりも、（貸付けの前提となる担保は別として）資金の手当てが不要な中央銀行が流動性を供給した方が、各方面からの抵抗もおそらく少ない。実際、2008年の金融危機でも FRB は既存の法律枠組みに則り、様々な流動性供給プログラムを設置した。特に、中央銀行は議会・政権から独立した存在である反面、政治的に弱い立場であり、批判の矢面に立たされることが多く、金融危機の責任を取らされる形で事態の対応に臨まざるを得ない場面もあり得る。⁽¹²¹⁾ 与党側議会・政権からすると政治的独立を建前とする中央銀行の最後の貸し手機能は、金融支援に関する政治紛争・政治責任を回避する手段でもある。そのため、中央銀行には各方面から様々な圧力が加わることになる。

また、最後の貸し手機能という制度自体が、社会的に望ましいものと見做されている点も無視できない。同制度に基づくモラルハザードに対処するため、各国中央銀行は支払不能（insolvent）ではなく流動性危機に陥った（illiquid）金融機関のみを助ける（そして信用供与が資産価値を限度として行われるようにするため、十分な担保を取る）という建前を採っているが、こうした判断も中央銀行のさじ加減一つで恣意的に決まってしまう面がある。⁽¹²²⁾ 特に金融危機の切迫した状況下では、支払不能と流動性危機を正確に判別することは困難であり、中央銀行としては不必要に混乱を拡大させてしまうことを恐れ、予防的に広く流動性供給を行い、事実上の救済を行う可能性が高い。⁽¹²³⁾ TBTF 問題を検討する上で最後の貸し手機能をどのように評価するかは難しい問題であり、これ以上の検討は本稿の対象を超える。いずれにせよ、（OLA 手続のような）破綻処理時の政府救済に対する法規制は、広範な救済権限を有するも政治的圧力に晒された中央銀行の存在によって形骸化してしまう可能性が高い。この点も事後規制の限界の一つとして挙げられる。⁽¹²⁴⁾

最後に、ドット＝フランク法自体にも例外的な取扱いを認める規定が存在

することに加え、危機時には規制当局・中央銀行の法適用・解釈もかなり柔軟なものとなり、それらに対する司法審査もあまり意味をなさないこと、つまり、特別立法を経ずとも現行法の運用・解釈次第で救済が行われてしまうことが考えられる。危機時には規制当局や中央銀行は前例のない法解釈を行うこともあるが、こうした経済上極めて重大な決定に関しては、そもそも裁判所自体が司法審査を行うことに消極的になると考えられ、元来、司法によるチェック・抑制のなじまない問題と言える。⁽¹²⁵⁾ 今般の金融危機を例にとっても、FDICはSR例外規定によって金融業界全体を対象とした債務保証プログラムを開設するという、かなりきわどい法解釈を行っており、これは後に問題視されたことは前述したが、もはや現在では議論の実益がほとんど無くなってしまった。⁽¹²⁶⁾ FRBの法の解釈・運用についても同様に、様々な議論があった。⁽¹²⁷⁾ いずれにせよ、危機以前に整備された法制度が危機時にも当初予定されていたように解釈・運用されるとは限らないし、こうした問題に対して司法に何らかの期待を寄せることも適切ではないのかもしれない。繰り返しになるが、規制当局の法適用・解釈でも対処ができない時は、最後の貸し手機能やその他の手段によって解決が図られることになる。

以上のように、危機以前に設けられた法規制は、危機時に特別立法や中央銀行の最後の貸し手機能、規制当局の法適用・解釈（の変更）などによって、経済合理性に関係なく覆されてしまう可能性が高い。危機時あるいはそれ以前に市場参加者がこうした可能性を織り込んだ場合、TBTF利益が発生してしまうことになる。この点が事後規制全般に共通する限界の一つと言えよう。

2 救済を制約する事後規制が効率的でない可能性

危機時の救済（権限）を制限・禁止する事後規制の根本的な問題として、それらが効率的でない可能性がある。⁽¹²⁸⁾ 古くから業界や規制当局のみならず、法学・経済学の立場からも幾度も主張されてきた見解である。

これらの見解によると、事後規制はそもそも効率的な結果をもたらさない

ことがあるため、政府・中央銀行は⁽¹²⁹⁾その場合(特に金融危機時)に事後規制を遵守しないし、すべきでもないことになる。とりわけシステム上重要な金融機関の場合、事後規制を遵守して破綻させた場合の費用は非常に大きくなることが予想されるため、経済合理性(効率性)の観点から、政府は救済を行わないという説得力のあるシグナルを発信することができない。結果として、これらの金融機関の債権者からは救済に対する期待が消滅せず、TBTF利益もなくなるようになる。別の言い方をすれば、モラルハザードの発生という社会的費用は、金融危機の拡大(TBTF金融機関の破綻)をくい止めるという将来の巨大な利益を実現するための、やむを得ない費用とされる⁽¹³⁰⁾のである。

これらの見解からすると、危機時の救済権限には柔軟性を持たせておくことが望ましいため、救済権限に対する一部の規制は廃止すべきことになるし、場合によっては救済権限を事前に整備しておくべきことになる。TBTF問題を検討する際の視座として、例えば政府のアカウンタビリティとか、救済に関する費用の回収・利益の確保、救済対象企業のガバナンス改善といった点を基軸に据える見解があることは前述した(第I章の3(2)参照)。これらの見解も、危機以前に設けられた法制度で対処できない事態には救済を行うことが殆どの場合(経済合理性からして)適切であると想定していることが多く、救済が行われる際の公平・透明性や、その他の社会的利益の実現を政策目的とすることを主張しているのである。

もちろん、これらの見解も事後規制が全く無意味な(あるいは利益をもたらさない)ものと考えているわけではない。システムック・リスクの存在しない金融機関に対してまで無制限に救済が行われる場合、救済による社会的便益はたいして大きくない一方、無意味なモラルハザードを増加させて大きな社会的費用が生じることになる。また、TBTF金融機関のモラルハザードも、可能な限り削減することが望ましい社会的費用であることに変わりはない。TBTF利益と金融機関のモラルハザードを削減することが出来れば、

金融機関のシステミック・リスク自体も削減されるため、金融危機の発生という巨大な社会的費用の発生も(確率的に)防ぐことが出来る。TBTF利益は金融機関のモラルハザードやシステミック・リスク、金融危機そのものの源泉であるため、本来はこの発生を防ぐことが直截的でもある。危機時の救済権限を制限する手法によってTBTF利益を十分に削減することができないとするならば、何らかの他の手法によってその社会的費用を削減・抑制することが必要になる。

(※) 本研究を行うに際し、公益財団法人石井記念証券研究振興財団から研究助成を受けた。また、本稿の一部には日本証券業協会第6期客員研究員としての研究成果が含まれており、客員研究員会合では参加者各位から有益な助言を頂いた。厚くお礼申し上げる。

- (1) 平岡克行「大きすぎて潰せない (Too-Big-to-Fail) 金融機関をめぐる問題に対する一考察」早稲田法学会誌66巻1号(2015年)509頁。
- (2) 後脚注(27)を参照。
- (3) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).
- (4) 平岡・前掲注(1)の内、①～⑥に関しては512-518頁、⑦に関しては537-540頁を参照。
- (5) 後脚注(10)参照。
- (6) 平岡・前掲注(1)・544-545頁注8を参照。
- (7) Steven L. Schwarcz, *Too Big to Fool: Moral Hazard, Bailouts, and Corporate Responsibility*, 37-39 (2016), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2847026
- (8) *Id.* at 38.
- (9) 後述の例のように、金融機関がリスクテイクをすることによって、自身のシステミック・リスクも上昇してしまい、 $\beta\%$ や $\$N$ の値が大きくなることもあり得る。
- (10) 仮に金融機関がどちらかのプロジェクトを選択するという状況下にある場合、両プロジェクトとも株主にとっては同じ期待収益をもたらすため、株主のリスク選好に従った選択がなされる。有限責任を享受する株主は、レバレッジが高いほどリ

スクの高いプロジェクトを愛好することが知られており(数値例を用いた解説として、後藤元『株主有限責任制度の弊害と過小資本による株主の責任』(商事法務、2007年)95-97頁を参照)、一般事業者と比較してレバレッジが高いとされる金融機関の場合は特にこれが問題となる(平岡・前掲注(1)532-533頁)。また、金融機関はリスク(あるいはシステミック・リスク、レバレッジ)を追求すること自体によって、TBTFの地位を獲得し、TBTF利益という別個の利益を株主にもたらす可能性がある点も留意しなくてはならない。

(11) 下記の効率性に関する記述も参照。社会厚生(social welfare)全体(株主と公共の期待収益の合計)で見た場合、本事例のプロジェクトはそれぞれ\$26、あるいは\$16の利益をもたらす。

(12) $\beta\%$ だけでなく、場合によっては\$Nも高まると考えられる。

(13) 金融機関のシステミック・リスクが上昇することで当該金融機関にTBTF利益が発生(あるいはそれが増加)することも考えられるが、当該利益は原則として他の社会的資源の犠牲の下に成り立つものであるため、株主と公共の期待収益を比較する際には無視しても議論にあまり影響はない。

(14) なお、会社法やコーポレート・ファイナンスの分野では、「過度のリスクテイク」とは株主にとって利益となる一方、債権者(特に不法行為債権者)にとって利益とならないようなリスクの追求(あるいは、この場合で株主の利益が債権者の損失を上回らないような場合)を指すことが多い。これに対し、TBTF問題における過度のリスクテイクでは、株主及び救済対象となる一部の債権者の利益のために、経済全体(救済されない他の債権者を含む)に費用を生じさせてしまうことが強調される。

(15) 負の外部性が社会的に望ましくないほど大きいものであろうとなかろうと、規制によって僅かな費用と引き換えに外部性を大きく減らし得るため、①・②の両方を検討対象とする意義があるからである。

もっとも、社会的に望ましくないリスクテイク(行為・投資・事業選択)のみを規制する、という分析手法を採用する場面では、両概念を区別しておく必要性が高い。しかし、本稿は金融機関に対する行為・業務規制(一定の取引や事業、投資等を禁止・規制する手法)に関しては、誌面の都合から規模の制限という規制手法(第IV章1節)を除き、取り扱うことができない。そのため、本稿を読み進めていく上では特に注記した箇所を除き、厳密に捉える必要はない。

(16) See Steven L. Schwarcz, *Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public*

- Duty*, 92 NOTRE DAME L. REV. 1, 16-17 (2016).
- (17) See Steven L. Schwarcz, *Systemic Risk*, 97 GEO. L. J. 193, 205-10 (2008); Anthony J. Casey & Eric A. Posner, *A Framework for Bailout Regulation*, 91 NOTRE DAME L. REV. 479, 485 (2015).
- (18) 平岡・前掲注(1) 523頁参照。
- (19) Casey & Posner, *supra* note 17, at 522-23.
- (20) *Id.*
- (21) Adam J. Levitin, *In defense of Bailouts*, 99 GEO. L. J. 435 (2011).
- (22) Levitine の研究は救済の政治的正当性を高めるためのフレームワーク・分析視座に関して検討を行っているに過ぎないが、主張としては、①有権者によって社会的に許容できないと判断された危機が救済の対象となり、当初想定されていた法規制のみによってこうした危機を全て未然に防ぐことは不可能であるため、救済は正当化されるとし、②救済(に対する法規制)は損失の分担ルールであるため、救済によって公平・透明で政治的に正当な損失の分配を実現すべきとする。*Id.* at 438-440, 446-450. そして、③政府(規制当局)の方が議会よりも危機対応のスピードで優れているが、説明責任や透明性、有権者の意思の反映と言う点では議会の方が優れているため、どちらの救済権限が活用されるべきかは政治システムに依るとしながら (*id.* at 501-08)、④モラルハザードを削減し、政治的正当性を高めるためにも、一定の債権者に対してヘアカット(元本削減等の措置)を実施する等の考えを提示している。*Id.* at 508-13.
- (23) Jeffrey Manns, *Buliding Better Bailouts: The Case for a Long-Term Investment Approach*, 63 FLA. L. REV. 1349, 1367, 1368-70, 1388-91, 1391-92 (2011) がこのような見解に立つ。
- (24) See Casey & Posner, *supra* note 17, at 496-97.
- (25) 紙面の都合上、ドット=フランク法・関連規則の詳細・厳密な解説をすることはできない。同法全体を解説する文献として、松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法—ドッド=フランク法のすべて』(金融財政事情研究会、2010年)がある。
- (26) 12 U.S.C. § 343 (3).
- (27) 例えば、プライマリー・ディーラーを支援する PDCF (Primary Dealer Credit Facility) や、一定の金融商品市場(及びその投資家)を支援するための TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) などが挙げられる。これらの内容については、GAO, GAO-14-18, GOVERNMENT SUPPORT FOR BANK HOLDING COMPANIES:

STATUTORY CHANGES TO LIMIT FUTURE SUPPORT ARE NOT YET FULLY IMPLEMENTED 12-18 (2013),

<http://www.gao.gov/assets/660/659004.pdf> を参照。後に挙げる FDIC の TLGP を含め、これらのプログラムはどんな金融機関でも原則として参加可能であったにもかかわらず、大規模・大手金融機関の利用が突出していた。これは、大規模・大手金融機関ほど資金調達における短期資金の割合が大きく、流動性を維持する必要に迫られていたためである。Id. at 12, 30-32.

(28) AIG や Bear Sterns の救済等に関しては、例えば id. at 37-40 を参照。

(29) 12 U.S.C. § 343 (3) (A), (B).

(30) 12 U.S.C. § 343 (3) (B) (i), (ii). 厳密には、FRB が規則によって流動性供給を行う手続・指針を策定する際に、これらの要件を満たすことが求められている。

(31) 2008年金融危機時のこの点に関する経緯については、Eric A. Posner, *What Legal Authority Does the Fed Need During a Financial Crisis?*, 101 MINN. L. REV. 1529, 1554 (2017) を参照。我が国でもいわゆる日銀特融（日本銀行法38条）を実施する際には、法文上、金融機関が支払可能であることは明示的に要求されていない。

(32) 12 U.S.C. § 1823 (c).

(33) 12 U.S.C. § 1823 (c) (4) (A), (E). こうした経緯については、吉井敦子『破綻金融機関をめぐる責任法制』（多賀出版、1999年）19-30頁が詳しい。

(34) 12 U.S.C. § 1823 (c) (4) (G).

(35) 本来、SR 例外規定は個別の金融機関の破綻によって現実に金融システムへ影響が生じる可能性が高い時に、当該個別金融機関に対して特別な措置を認める規定であるように考えられるため、プログラムベースの債務保証が許されるのかといった問題がある。TLGP の内容や、SR 例外規定の法解釈の問題に関しては、例えば GAO, GAO-10-100, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE ACT: REGULATORS' USE OF SYSTEMIC RISK EXCEPTION RAISE MORAL HAZARD CONCERNS AND OPPORTUNITIES EXIST TO CLARIFY THE PROVISION, 43-57 (2010), <http://www.gao.gov/assets/310/303248.pdf> や、Posner, *supra* note 31, at 1560-63 を参照。

(36) See 12 U.S.C. § § 5611, 5612. 本規制を詳しく紹介することはできないが、例えば松尾・前掲注 (25) 188-192頁を参照。

(37) 12 U.S.C. § § 5613 (a), 1823 (c) (4) (G) (i).

- (38) こうした経緯と OLA 手続の立法過程に関しては、Paul L. Lee, *The Dodd-Frank Act Orderly Liquidation Authority: A Preliminary Analysis and Critique - Part I*, 128 BANKING L. J. 771, 782-99 (2011) を参照。後述する我が国の秩序ある処理が導入される経緯となった、国際的な取り決め等の動向に関しては、山本和彦「金融機関の秩序ある処理の枠組み」金融法務事情1975号 (2013年) 26頁を参照。
- (39) 梅村元史「金融機関の秩序ある処理の枠組み (上) —預金保険法等の一部改正」商事法務2009号 (2013年) 29頁。特定第二号措置では、手続対象となった金融機関のシステム上重要な債務は、同手続に規定された資金援助を活用して他の金融機関へ移転され、預金取扱金融機関の付保預金は預金保険制度の手続、保険会社の保険債務は保険契約者保護制度の手続、証券会社の顧客資産の返還義務は投資者保護基金制度の手続によって移転・履行・保護されることになる。梅村・同33頁参照。
- (40) これらの特定第一・二号措置で利用できる措置の詳細な内容に関しては、梅村・前掲注 (39) 29-33頁を参照。
- (41) OLA 手続の内容を紹介する文献としては、Paul L. Lee, *The Dodd-Frank Act Orderly Liquidation Authority: A Preliminary Analysis and Critique - Part II*, 128 BANKING L.J. 867 (2011); Hollace T. Cohen, *Orderly Liquidation Authority: A New Insolvency Regime to Address Systemic Risk*, 45 U. RICH. L. REV. 1143 (2011) がある。邦語文献としては、OLA 手続のみならず SIFI の破綻処理手続に関する国際的な動向についても詳細な森下哲朗「欧米における金融破綻処理法制的動向」FSA リサーチ・レビュー第 8 号 (2014年)、そして松尾・前掲注 (25) 133-151頁がある。
- (42) 12 U.S.C. § 5381 (a) (11).
- (43) 12 U.S.C. § 5383 (b).
- (44) 管財人選任に関して対象金融会社の同意が得られない場合、財務長官はコロンビア地区連邦地方裁判所に対して、管財人選任の許可を求める申し立てを行う。裁判所の審理する事項は、問題となった金融会社が「債務不履行にある、または債務不履行に陥る恐れがある」こと、金融会社の定義を満たすこと、に関する財務長官決定が「恣意的かつ根拠の無いもの (arbitrary and capricious)」であるかに限定されており、これを満たさない場合、裁判所は直ちに FDIC を管財人に選任する命令を下す。12 U.S.C. § 5381 (a) (1) (A). 不服申立手続も設けられているが、ここでも審理事項に同様の制限が設けられている加え、時間的にも厳しい制約が存在し、当該手続中も裁判所の命令で開始された OLA 手続は停止せずに進行する。12

U.S.C. § 5382 (a) (1) (B).

FDIC が手続中に行った資産売却等の処分行為に対しても、司法審査は著しく制限されている。12 U.S.C. § 5390 (e). OLA 手続の特徴に迅速性が挙げられることは前述したが、こうした司法審査に対する制限や利害関係人に与える影響の大きさから、憲法違反の指摘（特に、デュー・プロセスに関して）もある。See Thomas W. Merrill & Margaret L. Merrill, *Dodd-Frank Orderly Liquidation Authority: Too Big for the Constitution?*, 163 U. PA. L. REV. 165 (2014).

(45) 12 U.S.C. § 5381 (a) (8).

(46) 特定認定に関しては梅村・前掲注(39) 25-27頁、「金融機関等」に関しては、同文献の27-29頁を参照。

(47) これら FDIC の管財人としての権限は、12 U.S.C. § 5390 (a) (1) に列挙されている。

(48) 特定管理における権限に関しては、梅村・前掲注(39) 29-30頁を参照。

(49) 12 U.S.C. § 210 (a) (1) (M). 我が国の手続におけるペイルインに関しては、梅村元史「金融機関の秩序ある処理の枠組み（下）—預金保険法等の一部改正」商事法務2010号(2013年) 30-32頁を参照。

(50) 対象金融会社の子会社で、預金取扱金融機関等ではない会社と定義される。12 U.S.C. § 5381 (a) (9). 預金取扱金融機関が取り除かれている理由は、これらの会社に対しては連邦預金保険法上の措置を取るためである。

(51) ①対象子会社が債務不履行にある、または債務不履行に陥る恐れがあること、
②本措置が米国の金融の安定等に対する重大な悪影響を削減することができること、
③本措置が対象金融会社の秩序ある清算を容易にし得ること、の全てが認定される必要がある。12 U.S.C. § 5390 (a) (1) (E) (i).

(52) 12 U.S.C. § 5390 (a) (1) (E) (ii).

(53) See FDIC, *Resolutions Handbook* 16-19 (2014),

https://www.fdic.gov/about/freedom/drr_handbook.pdf.

(54) 12 U.S.C. § 5390 (h) (1) (B). 承継金融会社は、FDIC が決定した限りで株式やその他の証券を発行したり、信用供与を受けることも可能である。12 U.S.C. § 5390 (h) (2) (G) (iii), (h) (16). なお、財務健全性を維持して民間からの流動性・資金提供を受けられるようにするため、承継金融会社が承継した資産の額は負債の額よりも大きくなければならない。12 U.S.C. § 5390 (h) (5) (F).

(55) 12 U.S.C. § 5390 (h) (2) (G) (iv), (h) (9), (n) (9) (A).

- (56) なお、条文上は、特定第一号措置においても特定承継金融機関等を利用することが可能となっている。梅村・前掲注 (39) 35頁注32参照。また、特定承継金融機関等から事業移転を受ける金融機関に対する、資金援助の規定も設けられている (預金保険法126条の38参照)。
- (57) 12 U.S.C. § 5390 (b) (1)。
- (58) また、米国が有する無担保債権は、少なくとも、対象金融会社の規制資本として取り扱われる負債よりは優先される。12 U.S.C. § 5390 (b) (3)。
- (59) 12 U.S.C. § 5390 (a) (7) (B)。本条文が引用する12 U.S.C. § 5390 (d) (2) は、後述 (本節第6項参照) するように、FDIC が債権者に対して負う義務の上限 (FDIC が管財人に選任されず、連邦倒産法チャプター7で清算された場合に債権者に認められる価値) を定めるものであるが、これが債権者に認められる価値の下限としても設定されている。
- (60) 12 U.S.C. § 5390 (b) (4)。
- (61) 12 U.S.C. § 5390 (b) (4) (A) - (B)。
- (62) 12 U.S.C. § 5390 (h) (5) (E)。例外的な取扱いが認められる場合も、ほぼ同様である。
- (63) 12 U.S.C. § 5390 (d) (4) (A)。もっとも、追加的支払いにはその他の細かい規制がある。
- (64) 規則制定時の議論に関して、*See Cohen, supra note 41, at 1191-95.*
- (65) 12 U.S.C. § 5390 (c) (10) (B) (i)。本規定の対象となる適格金融契約とは、「証券契約、コモディティ契約、先渡契約、買戻し契約 (レポ契約)、スワップ合意、その他のこれらに類似する合意で FDIC が規則……等によって決定するもの」と定義されており (12 U.S.C. § 5390 (c) (8) (D) (i))、その範囲は広い。
- (66) SIFI の破綻処理においてデリバティブ契約の早期解約条項を停止・無効化することの意義と、我が国の法規定内容に関しては、梅村・前掲注 (49) 36-37頁を参照。
- (67) もっとも、法律上明示的に支払可能であることが要求されていない最後の貸し手機能が存在している場合、事実上はこれを支払不能な金融機関の救済・(債権者の救済を伴う) 破綻処理に利用することができ、現に我が国や米国でも、そういう事実が歴史上あったであろう。
- (68) 12 U.S.C. § 5390 (n) (1), (n) (5) (A) - (B)。
- (69) 12 U.S.C. § 5390 (n) (9) (A) によると、秩序ある清算計画には、承継金融会

社への金融支援(前脚注(55)参照)や12 U.S.C. § 5384 (d) で認められた資金の使用方法が記載される。

そして12 U.S.C. § 5384 (d) によると、FDIC は必要または適切と決定した限りで、秩序ある清算計画や法で定められた一定の要件に従い、対象金融会社・対象子会社に対する貸付けまたは債務の買取り、債務の承継・保証、債権者への払戻し等の目的で資金を使用できるとされる。

(70) 12 U.S.C. § 5390 (n) (6). FDIC の管財人選任から最初の30日間は、直近の財務諸表に基づき算定された対象金融会社の連結総資産額の10%とされ、それ以降は対象金融会社の連結総資産の公正価値 (fair value) の90%が上限とされる。

(71) 12 U.S.C. § 5384 (d).

(72) 12 U.S.C. § 5390 (o) (1) (B).

(73) 12 U.S.C. § 5390 (o) (1) (D) (i) - (ii).

(74) 12 U.S.C. § 5390 (o) (1) (D) (ii). 「適格金融会社」は、連結総資産が500億ドル以上の銀行持株会社、FRBによって監督されるノンバンク金融会社と定義される。12 U.S.C. § 5390 (o) (1) (A). 金融会社の定義に関しては、前脚注(42)を参照。

(75) 12 U.S.C. § 5390 (o) (4). 各金融機関に課される負担金の算定方法を決定するに際しては、①経済状況、②各金融機関が金融システムに与えるリスクとOLA手続によって得られる(可能性がある)利益の程度、③OLA手続がある金融会社に開始される直前10年間において、各金融機関がもたらした当該金融会社の破綻に寄与するようなリスクの程度、等が考慮される。

(76) 特定負担金が課される「金融機関等」の定義・内容に関しては、前脚注(46)を参照。負担金の額は金融機関等の負債額を基準に、一定の処理を行って算定される(預金保険法126条の39第3項参照)。

(77) 12 U.S.C. § 5394 (a).

(78) 12 U.S.C. § 5386 (1).

(79) 12 U.S.C. § 5384 (a) (1) - (3). もっとも、本規定はその内容が抽象的であり、具体的な措置を明確に要求しておらず、また、上記の(i) - (iii)では“will”が使用されていることから、努力規定のようなものと考えられる。

(80) 12 U.S.C. § 5386 (2) - (6). なお、FDIC が承継金融会社のエクイティを保有することは、禁止されていないと考えられる。

(81) 12 U.S.C. § 5394 (b) - (c).

- (82) 12 U.S.C. § 5390 (d) (2).
- (83) 持株会社 (のみ) を破綻処理手続の対象にすることから、このような名称が付されているが、後述するように、厳密には子会社でも破綻処理を実施することがあり得る。反対に、複数の子会社で各法域の規制当局が破綻処理を実施する手法は、MPOE (Multiple Point of Entry) 戦略と呼ばれることがある。
- (84) 金融庁「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」(2016年) 2-6頁、<http://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20160415-3/01.pdf> を参照。
- (85) SPOE 戦略の背景に関しては、Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What It Would Take*, 115 COLUM. L. REV. 1297, 1320-30 (2015) を参照。
- (86) FDIC, Notice and Request for Comments, Resolution of Systemically Important Financial Institutions: The Single Point of Entry Strategy, 78 Fed. Reg. 76614, 76616-21 (2013) [hereinafter FDIC, Notice, SPOE]. 我が国では、持株会社に特定第二号措置を実施することによって SPOE 戦略を行うことが予定されている。金融庁・前脚注 (84) 2-6頁参照。
- (87) See Gordon & Ringe, *supra* note 85, at 1325-26.
- (88) *Id.* at 1300, 1364.
- (89) *Id.* at 1300, 1326-28.
- (90) また、金融グループの所有構造や貸借関係が複雑であると、どの法人がどの程度ペイルイン用の債務を発行するか、誰がそのリスクを負担する (べき) かが不明確になってしまうが、SPOE 戦略では持株会社 (及びその劣後債保有者) がそれ負担することが明確となるため、簡便で信頼性のある破綻処理スキームになるとされる。*Id.* at 1364.
- (91) *Id.* at 1300, 1329-30.
- (92) FDIC, Notice, SPOE, *supra* note 86, at 76617, 76622.
- (93) 厳密には、承継金融会社を承継する (新設) 会社の持分または債務証券が交付される。なお、必ずしも TLAC 保有者に対して新設会社の持分や債務証券を交付する必要はない。しかし、時間的に切迫した破綻処理の局面では、グループの資産・負債内容を正確に把握することが困難であり、TLAC 保有者が法令上 (清算価値保障原則等) 許容されない程度の損失を被る危険が存在する。この場合、ペイルインの効力に法律上の問題が生じ得るだけでなく、訴訟等によって迅速な破綻処

理が妨げられてしまう恐れがある。新設会社の株式等を交付することは、こうした危険を削減することに繋がるとされる。*Id.* at 76618. 本ケースでは、少なくとも②の段階で清算手続が開始された場合には、TLAC保有者全体に清算価値として\$30が保障されることになろう。

- (94) *Id.* at 76617. SPOE戦略では、持株会社の債務の内、持株会社の事業継続に必要な債務や、担保の付された債務などが承継金融会社へ移転されることになる。後者が移転される理由は、担保の処分によって金融商品市場に影響が生じるのを防ぐためとされる。*Id.* at 76618.
- (95) 本例の場合、OLA手続では「対象子会社」としてA社にもFDICが管財人として選任され得る。我が国でも、「金融機関等」としてグループ内子会社に特定第二号措置を実施することが可能である(本章2節3項の1を参照)。
- (96) 本例はかなり極端な事例であるが、いずれにせよ、この場合でもTLAC保有者には清算価値(おそらく\$20(A社株式価値が0になった場合に持株会社で清算手続を行った際のTLAC保有者の残存価値))が保障されていなければならないであろう。
- (97) ①~⑧の例では採り上げなかったが、OLF資金は承継金融会社の運営資金にも充てることが可能であり、この場合、OLFの借入額や損失発生リスクはさらに大きくなる。
- (98) なお、本節3項の2(1)も参照。
- (99) Gordon & Ringe, *supra* note 85, at 1328-29.
- (100) *Id.* at 1362.
- (101) See Stephen J. Lubben & Arthur E. Wilmarth, Jr., *Too Big and Unable to Fail*, 21-22 (2016), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2839946.
- (102) Gordon & Ringe, *supra* note 85, at 1328.
- (103) 紙面の都合上、本規則の紹介は非常に簡略なものに留める。
- (104) FRB, Total Loss-Absorbing Capacity, Long-Term Debt, and Clean Holding Company Requirements for Systemically Important U.S. Bank Holding Companies and Intermediate Holding Companies of Systemically Important Foreign Banking Organizations, 82 Fed. Reg. 8266 (2017) [hereinafter FRB, Final Rule, TLAC].
- (105) 米国版資本サーチャージ規制の適用される銀行持株会社が対象となる。*Id.* at

- 8272.
- (106) *Id.* at 8272-73. 適格外部 LTD は、対象 BHC に課されるサーチャージにリスク・アセットの 6% を加えた額、またはレバレッジ・エクスポージャーの 4.5%、のいずれか大きい方を最低額として発行・維持することが要求される。
- (107) *Id.* at 8276.
- (108) *Id.* at 8278. この説明は、FRB の公表した説明に則ったものである。規則の条文上は、厳密に言うと、これらの 5 つの要件は「適格債務証券 (eligible debt securities)」の定義内容となっており、発行済み適格債務証券を一定の残存満期に応じてヘアカットを行い、それらを合計したものが適格 LTD と定義されている。
- (109) FRB, Total Loss-Absorbing Capacity, Long-Term Debt, and Clean Holding Company Requirements for Systemically Important U.S. Bank Holding Companies and Intermediate Holding Companies of Systemically Important Foreign Banking Organizations; Regulatory Capital Deduction for Investments in Certain Unsecured Debt of Systemically Important U.S. Bank Holding Companies, 80 Fed. Reg. 74926, 74948-49 (2015).
- (110) *Id.* at 74949.
- (111) *Id.* at 74949-51.
- (112) FRB, Final Rule, TLAC, *supra* note 104, at 8304.
- (113) *Id.* at 8298-303.
- (114) 本規定の趣旨は、短期債務の取り付けとそれによる資産の投げ売り (fire sale) を防ぐこと、(特に④に関して) 対象持株会社の破綻時に子会社の債務負担・損失が拡大するのを防ぐことで、SPOE 戦略の目的である子会社の事業継続を容易にすること、持株会社の負債構造から短期資金への依存や複雑性を取り除くことにより、実務上・法的な問題を減少させ、迅速な破綻処理と子会社への資本増強を可能にすること、と説明される。*Id.* at 8298-301.
- (115) *Id.* at 8282-83, 8301-02.
- (116) *Id.* at 8303. これにより投資家は TLAC の正確なリスク評価を行うことが可能となり、市場における TLAC の価格形成が向上すると同時に、規制当局や投資家が市場価格の動向から対象 BHC の財務状況を分析することが容易になるとされる。*Id.*
- (117) Jonathan R. Macey & James P. Holdcroft, Jr., *Failure Is an Option: An Ersatz-Antitrust Approach to Financial Regulation*, 120 YALE L. J. 1368, 1375-

76, 1380-82 (2011).

Manns, *supra* note 23, at 1358-62も、政府救済を禁止する憲法的な制約が存在していない以上、時の議会・政権が政治的な状況を加味して機会主義的に救済を行うことは防げられないことであり、政府・議会が救済を実施しようとしたら、救済は必ず行われしまうと指摘する。

もっとも、与野党の力関係や、政権を担う政党がどちらであるか等により、議会(特に野党側が多数派勢力を占める議会)は救済に対して断固反対の立場を取ることがある。金融機関への救済は世論の強い批判に晒されるものであり、政府救済という重要な意思決定に関与していないとみなされる野党側にとっては、金融支援に反対することで与党側を政治的に攻撃することができるためである。米国の2008年金融危機においても、同様の状況があったようである。See Posner, *supra* note 31, at 1568-69.

(118) Arthur E. Wilmarth, Jr., *A Two-Tiered System of Regulation Is Needed to Preserve the Viability of Community Banks and Reduce the Risks of Megabanks*, 2015 MICH. ST. L. REV. 249, 319-20 (2015).

(119) 例えば、平成10年の金融機能の安定化のための緊急措置に関する法律(金融機能安定化法)や同年の金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律(金融機能早期健全化法)、平成16年の金融機能の強化のための特別措置に関する法律(金融機能強化法)が挙げられよう。平成25年に導入された秩序ある処理も、実際は特定第一号措置によるSIFIへの金融支援を可能にしておくことが、その目的の一つにあったように思われる。

(120) See Macey & Holdcroft, *supra* note 117, at 1375-76.

(121) 議会における与野党の力関係によっては(特に野党勢力の強い議会の場合)、中央銀行は独立性の剥奪という脅しを受けて、金融支援に消極的になることもある。中央銀行がその独立性ゆえに、様々な批判にさらされる点については、例えば Neil H. Buchanan & Michael C. Dorf, *Don't End or Audit the FED: Central Bank Independence in an Age of Austerity*, 102 CORNELL L. REV. 1 (2017) を参照。

(122) 実際、2008年金融危機で、FRBが創設したいいくつかの金融支援プログラムは、十分な担保を取っていないかとする指摘がある。これは、例えば Posner, *supra* note 31, at 1548-1553が比較的詳細で分かりやすい。

(123) Casey & Posner, *supra* note 17 at 528-29.

(124) または、支払不能以前の段階で早めに支援してしまうことも考えられる。

Wilmarth, *supra* note 118, at 318-19. 後述するように、SPOE 戦略が事実上の子会社救済手続であることを踏まえれば、まずは SPOE 戦略で子会社のバランスシート上の支払不能を解消し、その後、中央銀行の最後の貸し手機能等で救済するという手法が今後はあり得ることになる。Lubben & Wilmarth, *supra* note 101, at 37-38.

(125) See Posner, *supra* note 31, at 1572.

(126) FDIC の法解釈の問題に関しては、前脚注 (35) を参照。第 II 章 1 節 2 項で説明したように、ドット=フラック法は FDIC の債務保証プログラムに関する規定を新設した。同法は実際のところ、FDIC に対して新しい救済権限を付与した立法とも考えることができる。

(127) 例えば FRB が創設した流動性供給プログラムは、FRB がダミーのエンティティを設立し、このエンティティが金融機関から一定の資産を買取る方式を採っていたが、これは FRB の権限を越えていたのではないかという議論がある。Buchanan & Dorf, *supra* note 121, at 25-26. 他にも、十分な担保を取っていたのかという法解釈・運用上の問題もあった。Posner, *supra* note 31, at 1548-53.

(128) 例えば、Posner, *supra* note 31, at 1532 は、今般の危機対応は (法解釈の問題等はともかく) 経済合理性があったという前提で、救済権限の拡張を検討するものである (*id.* at 1568-74)。後述するように (本章第 3 節 2 項の 2 参照)、Steven L. Schwarcz も効率性の観点からセーフティーネットの整備を積極的に主張する論者である。

(129) 効率性については、第 I 章の 3 (1) を参照。なお、ここで言う効率的でないとは、事後規制が当初の予定通りに遵守された場合の利益 (政府救済の禁止による TBTF 利益・モラルハザードの削減) が、それによって生じる費用 (金融機関の破綻によってシステミック・リスクが顕在化する) を上回らないことを指す。

(130) 理屈の上では、金融危機時にも事後規制を遵守して大きな費用 (TBTF 金融機関の破綻) を発生させると同時に、救済を行わないという強いシグナルを政府が発信できるようにすることで、危機以降 (場合によっては危機以前も含む) の将来長きに渡ってモラルハザードを削減するという、より大きな利益を実現できる可能性がある。しかし、やはりこの場合も将来の政府・議会が経済合理性とは無関係に救済を行ってしまう可能性が高く、事後規制を一度遵守しただけで強いシグナルを発信できるという想定には、現実味の乏しい面がある。何より、ひとたび危機が発生すれば、過去・現在・将来の費用便益分析を行って対処することはもはや時間的

に無理があり、正確な分析ができる保証もない。予防的に救済を行うことが全ての面において合理的であると判断されることもあるだろうし、規制当局よりも情報分析に劣り、政治的責任を負担する議会及び政権は、特にそのような判断に至るであろう。なお、繰り返しにはなるが、危機以前の法規制が想定していなかった事態をそのまま放置する場合のコストは、将来のモラルハザードを削減するという便益よりもはるかに大きい可能性が高い。