

ベイルインに関する一考察

—2013年キプロスと2016年イタリア・モンテパスキ銀行のケースの比較—

植林 茂 *Shigeru UEBAYASHI*

要旨

金融機関の危機的状況におけるベイルインの在り方を考えるために、2013年のキプロス（ライキバンク、キプロス銀行）の事例と2016年のイタリア（モンテパスキ銀行）の事例を比較した。両者は、国内も屈指の金融機関が破綻の危機に瀕していたこと、同時期に国民投票が行われたなど政治的なイシューとなっていたことなど、共通点が多いように窺われるが、結果的にはキプロスではベイルインが実施された一方、イタリアでは実施されなかった。これらについて、事実関係をやや細かく追って比較することにより、インプリケーションを導いた。これら事例をみることで、早い段階での踏み込んだ処理が重要であるとともに、銀行の破綻処理・救済といった専門的な知識を要する案件を政治的なイシューにすることは問題であることが浮き彫りとなった。

Abstract

In order to study the way of bail-in in banking crisis, we compare the case of Cyprus (Laiki Bank, Bank of Cyprus) in 2013 with the case of Italy (Banca Monte dei Paschi di Siena) in 2016. Both of them have many things in common, such as the fact that one of the largest financial institutions is in danger of bankruptcy and the referendum was done at that time. As a result, bail-in was implemented in Cyprus, while in Italy it was not done. The implication was led by examining the facts somewhat closely and comparing them. By examining these cases, it became clear that drastic measures to confront at an early stage is important, and that it is erroneous to deal politically with issues requiring expert knowledge such as bank resolution or bailout.

Key Words : □ベイルイン □銀行破綻処理 □国民投票
□CDS スプレッド □EURIBOR-OIS スプレッド

1 | ベイルインとは何か

我が国は、現行法制では、預金のベイルインについては定めがないほか、貸出・再建に関するベイルインについても、バーゼル3に基づいた契約上のベイルインは可能であるものの、いわゆる法的ベイルインについては認められていない。しかしなが

ら、過去の金融危機においては、いったん深刻な金融危機に陥れば、そのさらなる連鎖・広がりを防ぐためにいわば「何でもあり」の状態になることを我々は経験している。そうした面から考えると、最近バイルイン実施の是非が議論になったキプロスとイタリアの事例を比較し、そのインプリケーションを引き出すことは意義があると思われる。そこでまず、両ケースを比較する前に、バイルインとは何か、わが国では制度上、何が認められているかをみてみたい。

バイルインとは、経営危機に陥った金融機関を当局が公的資金注入等により救済することを意味する「バイルアウト」に対する用語で、金融機関の経営が悪化した際に、株主だけでなく、債券購入者、預金者等の債権者にも損失吸収負担を担わせようとする仕組みのことである。

最近、バーゼル3においてCoCo債によるバイルインが組み入れられたことにより、主に債券のバイルインをイメージされる向きも多いと思うが、これまでの金融危機で我々が経験してきた通り、深刻な危機に陥れば、破綻の急速な連鎖を防ぐために、ルールを変えてでもあらゆる手段を講じることをしばしば目にする。そうした観点から、債券だけではなく、預金についてのバイルインも検討することが将来発生するかもしれない新たな金融危機を考える際には有益であろう。実際、後述する通り、キプロスにおいては、2013年に非付保預金に関するバイルインを実施している。

一方、バーゼル3において示されているバイルインとは、債券やローンについて予め損失吸収条項を結んでおくことにより①ヘアカット（元本削減）または②普通株転換を行うことと理解できる。事業継続を前提とした「Going Concern ベースのバイルイン」においては、普通株等 Tier1 比率（CET1 比率）が5.125%を下回るというトリガーに抵触した場合に、ヘアカットを実施または普通株へ転換されることとなり、実質破綻を前提とした「Gone Concern ベースのバイルイン」（＝狭義のバイルイン）の場合には、金融機関が実質的な破綻状態に陥った場合（いわゆるPON<Point of Non-viability>条項に抵触した場合）において、ヘアカットまたは普通株への転換が求められることとなる。

バイルインには、上述のバーゼル3で示されているような「契約上のバイルイン」とともに「法定バイルイン」も存在するので、その区別等を簡単に記す。

「契約上のバイルイン」とは、債券やローンなどにおいて発行時等に損失吸収条項を含む契約を結ぶもので、前述のとおり、「Going Concern ベースのバイルイン」と「Gone Concern ベースのバイルイン」に分かれる。前者の典型的な例が、例えば「CET1 比率が5.125%を下回る」といったトリガーを前提にヘアカットあるいは株式転換する条項を入れたCoCo債であり、一方、後者としては、当局が実質破綻を認定した場合に、ヘアカット・株式転換を行い得る条項を入れた契約を結んだ債券も発行できるようになっているB3T2債が挙げられる。これらは、これまでの歴史的経緯に鑑み、バーゼル3における自己資本比率規制において、契約上の損失吸収条件のある劣後債、劣後ローン、優先株等を広義の自己資本と認め、これがないものについては

広義の自己資本とは認めないということを制度化したものである。

図表1 トリガー発動基準と契約上のバイルイン債券の種類等の整理¹⁾

トリガー発動基準	CET1比率で5.125%以上	CET1比率で5.125%未満 (または永久債ではない 期限付き債券であること)	当局による破綻認定
バイルインが認められる債券の種類(名称)	CoCo債	CoCo債	B3T2債(バーゼル3 適格 Tier2債券=実質破 綻時免除特約+劣後特 約:従来の期限付劣後 債に実質破綻時免除特 約が付された債券)
発行時の自己資本への参入	その他 Tier1 参入	Tier2 参入	Tier2 参入
その他発行の際に必要な要件	永久債であること等の 要件も必要 ステップアップ条項不 可、コール条項は可だ が当局の承認必要	ステップアップ条項不 可、コール条項は可だ が当局の承認必要	ステップアップ条項 不可、コール条項は 可だが当局の承認必 要

一方、「法的バイルイン」とは、金融機関の破綻処理において、司法手続きによらず、金融監督当局に対して、清算時の債務弁済順位を尊重するやり方で、金融機関の資本及び無担保・無保証債務をヘアカットまたは株式転換する権限を与えることで対応する方法である。これは、国際的な規制監督の在り方を議論するFSB (Financial Stability Board) から2011年10月に「Key Attributes」として示された中に含まれているものである²⁾。EU、米国については、この法的バイルインの権限を金融監督当局が有するようになったが、わが国においては、裁判所の関与なしに債権者の権利に大幅な変更を加えることが難しいという観点から、導入が見送られたという経緯がある。

2 破綻処理におけるバイルインの利用状況： キプロスとギリシャの事例

次に、金融危機においてバイルインの活用を検討したり、あるいは実際に活用した事例として、2013年にキプロスで発生した同国第2番目の規模のライキバンク (Laiki Bank、英語名 Cyprus Popular Bank <CPB>)、Laikiはギリシャ語でPopularの意味)及びキプロス銀行(同国第1位の民間銀行、現在も存続)を中心とした金融危機と、2016~2017年にイタリアで発生した同国第4番目の規模のモンテパスキ銀行 (Monte dei Paschi di Siena) のケースについて、クロノロジカルに事実関係を検証し、比較し

1) 三木・源間[2015]、翁[2015]などを参考に作成。

2) Financial Stability Board (2011) “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions”.

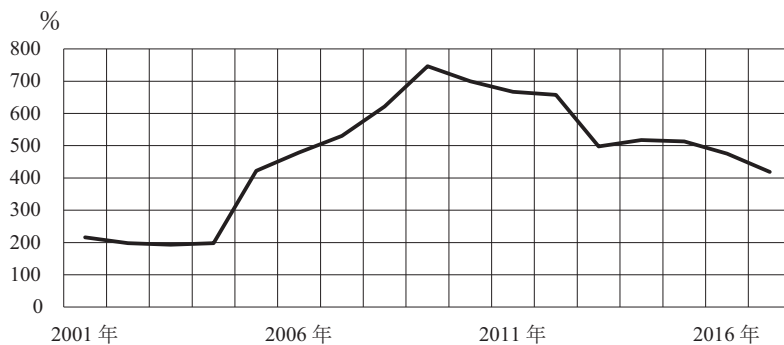
たうえで、何故、前者がペイルインを行う一方で後者が行わなかったのか、さらには政策的インプリケーション等について論じてみたい。

2-1. キプロス：ライキバンク、キプロス銀行を中心とする事例

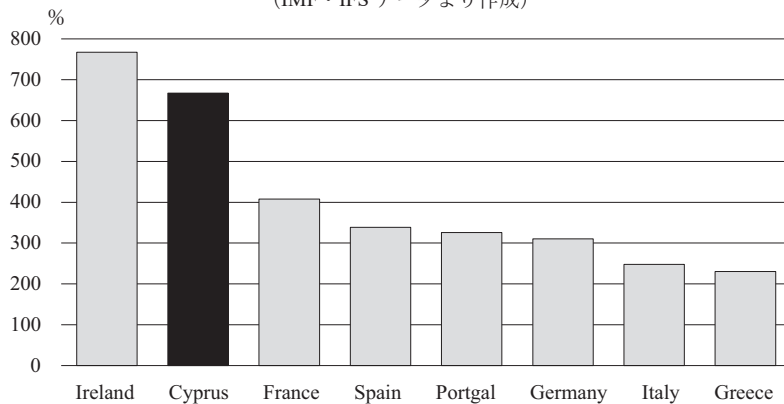
最初にキプロスのケースのポイントとなる点を時間の経過に沿って事態の展開を記述すると、以下のようなになる。

- ・2008年初めのユーロ加盟により海外から大量の資金が流入してきた。
- ・この結果として、経済規模に対して大きすぎる金融セクターの規模を抱えるようになった（図表2参照）。

図表2 キプロスの銀行資産対GDP比の推移（IMF・IFSデータより作成）



図表3 2011年末時点のユーロ圏諸国の銀行資産対GDP比（IMF・IFSデータより作成）



- ・こうした中でリーマンショック後に発生した欧州ソブリン危機によるギリシャ国債の暴落を主因に、ギリシャ国債の格下げ、キプロス政府による公的ファイナンス、銀行セクターの損失拡大の間での負のフィードバックループに陥ってしまった。
- ・EBA（European Banking Authority、欧州銀行監督機構）の要請により2012年9月に

PIMCO が厳しいストレステストを実施した。これに関しては、ソロスのいうところの再帰性³⁾の問題を招いてしまった (Zenios (2014)) との指摘がある。

- ・この間、大統領選を前に国内の主要な銀行を破綻させたくないという政治的な面からの引き延ばし対応が問題を大きくし、事態の推移に大きな影響を与えたと考えられる。
- ・こうした中、2013年に取付けが生じ、抜本的対応が必要となる中で、BRRD (EUの銀行再生・破綻処理指令) では原則、政府が銀行支援を行えないことに加え、そもそもキプロスの財政規模を超えての破綻であったため、政府は付保預金を含めたペイルインを提案したが、これが国民の大きな反発を招き議会で否決されたため、結果的に非付保預金みのペイルインを実施した。

なお、ここで実施された両行預金のペイルインについては、前述した予め定められたスキームに則って行う契約上のペイルインや Key Attributes で示された法的ペイルインとは異なり、金融危機の深刻化を受け、緊急対応のため急遽立法により実施 (脚注12) したものである。

最終的には、2011年10月のPSI (Private Sector Involvement) によるギリシャ国債のヘアカットによりキプロスの二大銀行であるキプロス銀行とライキバンクが多額の損失を被ったことをきっかけに問題が深刻化していき、2013年3月には実質的にデフォルトし、預金のペイルイン (対象は両行預金) を行わざるを得ない状況に陥った。

この間の重要な点として特に指摘しておきたいことは、政治的な事情等を背景とした政府・中央銀行の対応の遅れが問題を深刻化させたことである。さらに、PIMCOの厳格なデューディリジェンスが、現実の損失の拡大に繋がる再帰性の問題を招いたとの指摘も重要である。

次に、展開に応じた事態の経緯をやや詳しく示す。

(1) 2008年の国際的に危機に至る段階

[主な出来事]

- ・2008年1月1日 キプロス、ユーロに加盟。これを契機に巨額の外貨が流入。
- ・2008年2月24日 キプロスに社会主義のChiristofias政権誕生、以降財政赤字が拡大。

この時期、家計、企業、政府部門とも債務が拡大していったものの、銀行セクターに海外からの多額の預金の流入があったため、こうした問題に目が向かなかった面がある。2009年段階において、銀行セクターの資産規模はGDPのほぼ700%に達して

3) 再帰性 (reflexibility) : ある事象 (ここではストレステストの結果) によって生じた結果が人の感情や思考などに影響を及ぼし、それがその後の行動 (投資家の市場での動き) に繋がり、その結果がさらに感情や思考などに再び影響を及ぼしていく、という意味合いで使われているようである。

いた⁴⁾。また、銀行の預貸率は、2006年の1.4倍から2013年には2.1倍にまで拡大した⁵⁾。債務増大による脆弱性が高まっており、国際的な危機が発生した場合には、キプロス経済に厳しい打撃を与えるような条件が内包されていたと言える。

(2) キプロス政府が資本市場へのアクセスを怠り、銀行がギリシャ国債のヘアカットにより多額の損失を被った、2008～2011年にかけての時期

[主な出来事]

- ・ 2009年成長率が前年と比べ1.5%以上低下。
- ・ 2011年1月13日 Moody's がキプロス国債の格付けをネガティブに（以降、キプロス国債の各格付け会社による格下げが続く）。
- ・ 2011年2月24日 Moody's がキプロス国債の格付けをA2に引き下げ。
- ・ 2011年5月30日 キプロス、格下げを受けて国際資本市場へのアクセスを失う。
- ・ 2011年7月15日 EBA（欧州銀行監督機構）、欧州主要行の、ストレステストの結果を発表。
- ・ 2011年9月初 ライキバンクが緊急流動性支援（Emergency Liquidity Assistance）を要請。
- ・ 2011年10月12日 ギリシャ国債のPSI⁶⁾、キプロスの銀行セクターの損失は41.4億ユーロとの見込みに。

この時期において、政府債務の対GDP比率は、2008年第1四半期の52.9%から2011年末の71.1%へと拡大した⁷⁾。キプロスの各銀行はECBから流入した資金をギリシャ国債に投資するキャリートレードを行うことで集中リスクが高まっていたため、ギリシャ国債のPSIにより結果的に41.4億ユーロの損失を被ることとなった。このギリシャ国債の暴落による各国銀行セクターへの影響（損失の対GDP比）を比べると、キプロスが23.03%（ギリシャ11.65%、ドイツ0.14%、ベルギー0.56%、フランス0.25%、ポルトガル0.25%）と、最も大きくなった⁸⁾。政府債務の拡大と銀行のバランスシートの悪化の複合的な影響として、銀行と政府のファイナンスの間の相互依存によるネガティブフィードバックが指摘できる。当時の各種報道等によれば、キプロスは、政府債務を減らす政策手段を行わなければデフォルトする段階に入っており、ただそのタイミングだけが分からないという状況であったとみられる。注目されるのは、5月30日の段階で、Fitchによるキプロス国債の格下げを受けて国際資本市場へのアクセスが失われた⁹⁾ことである。

4) IMFのInternational Financial Statistics (IFS)より計算。

5) キプロス中銀HP (<https://www.centralbank.cy>)の統計ページより計算。

6) PSI: Private Sector Involvementの略。民間による債権放棄のことを示す。対ギリシャ第2次支援におけるPSI（民間部門関与）においては、同国債務のヘアカット（債務元本の減免）率は、2011年7月21日の首脳会議で合意した21%であったが、10月以降30～50%といった線で実務交渉が進められ、最終的に2012年2月21日にヘアカット率53.5%で合意をみた（Reuters等）。

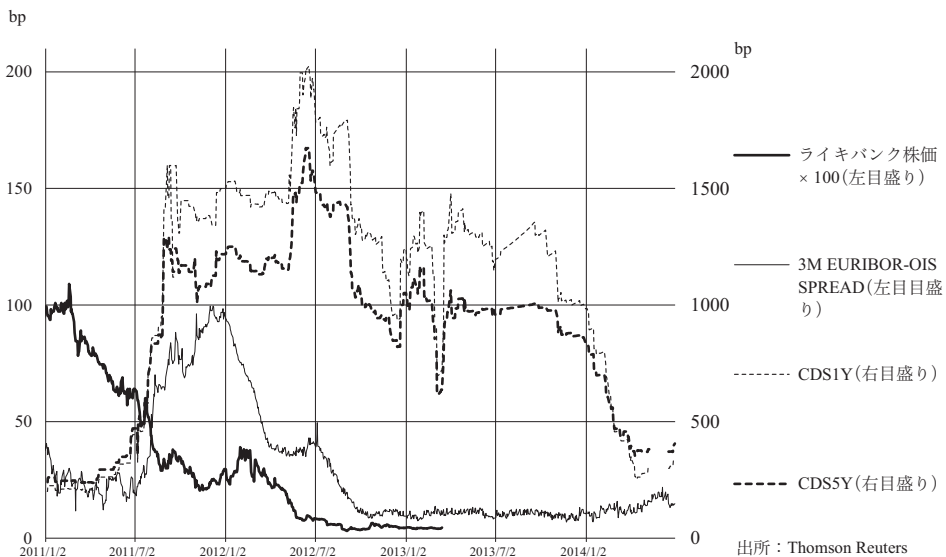
7) IMFのInternational Financial Statistics (IFS)等より計算。

8) Zenios (2014)の試算によるが、Zeniosは、EBAによる2011年のEU-wide stress test(<http://www.eba.europa.eu/documents/10180/15935/CY006.pdf>)を使って算出と記載。

9) たとえば、Orphanides (2014)は“The government allowed a rapid deterioration of public finances,

この時期から(3)にかけての時期（2011～2013年）にかけて、キプロスのマーケット状況は厳しさを増している。具体的に、ここで問題となっている銀行の一つであるライキバンクの株価、キプロス一国の信用不安の状況を示すと考えられるキプロス国債のCDS1年物および3年物のスプレッド及び欧州マーケット全体への危機の波及度合いを示すとみられる EURIBOR-OIS スプレッドの3か月物¹⁰⁾についてみると、図表4のように比較的短期間で大きな変動を示している。すなわち、ストレステストの対象となり破綻の危機に直面しているライキバンクの株価が下落を続ける一方、欧州主要銀行に対するストレステストを実施した2011年以降の一時期にかけては EURIBOR-OIS スプレッドが急激に上昇したが、その後は落ち着きを取り戻し、欧州インターバンク市場全般に関しては、短期資金をとりづらい状況は回避されていった。一方で、キプロス国債のCDS スプレッドは、次に述べる(3)の時期、すなわちベイルインを実施し、EMSが大量の資金供給を決定・実施し事態が鎮静化する2014年前半まで、非常に高い状況になっていたことが分かる。

図表4 キプロス マーケット状況（キプロス国債CDS、ライキバンク株価、EURIBOR-OIS スプレッド）



(CDSはドル建て、他はユーロ建て)

and despite repeated warnings, damaged the country's creditworthiness and lost market access in May 2011.' と述べている。

- 10) OISは1日間であるためリスクフリーに近い一方、EURIBOR 3か月ものは流動性リスクやカウンターパーティリスク等が含まれるため、インターバンクの資金市場にまで危機が波及すると、このスプレッドは大きく拡大することとなる。

(3) キプロスが支援プログラムについて2013年3月17日、25日の二つのグループ会議において国際的な貸し手との間で交渉を行った頃までの、2012～2013年の時期

[主な出来事]¹¹⁾

- ・2012年3月13日 Moody's がキプロス国債の格付けを投資不適格 (Ba1) に引き下げ。キプロス国債は ECB による保証を受けることに。
- ・～2012年3月 バイルアウトについてキプロスが Troika (ECB、IMF、欧州委員会) と交渉。
- ・2012年5月18日 議会がライキバンクへの18億ユーロの資本注入用の政府ファンドを承認。
- ・2012年7月4日 ECB の要請した資本増強のデッドライン (クリアできず)。
- ・2012年6月13日 S&P がキプロス国債を投資不適格 (BB⁺) に格下げ。
- ・2012年6月25日 Fitch もキプロス国債を格下げし、3格付け会社ともキプロス国債を投資不適格に。キプロスは EU にバイルアウトを要請。
- ・2012年6月30日 ライキバンクの銀行免許失効期限 (欧州銀行監督機構はこの時期までにコア Tier1 自己資本比率を9%にまで引き上げるよう求めていた)。
- ・2012年7月25日 Troika がキプロスに救済プログラムを提案、キプロスは不同意で交渉継続。
- ・2012年9月27日 キプロス中銀が債券投資会社 PIMCO に対して独立したデューデリジェンスの実施を委任。
- ・2012年11月5日 ドイツ Spiegel 誌がロシア・ファンドのキプロスでのマネーロンダリングについて報道。
- ・2013年2月24日 キプロス大統領選決選投票。
- ・2013年3月16日(土) 当局、バイルアウト前にバイルインを行うことを通告 (100億ユーロのバイルアウトと引き換えに、非付保預金は9.9%、付保預金は6.75%のヘアカットを行い、ATM からの引出を400ユーロに制限)。
- ・2013年3月17日(日) 国民からの反発を受けて議会におけるバイルアウト等の投票を1日延期。
- ・2013年3月18日(月) 国民とロシア政府の強い怒りを受け、混乱はピークに。議会での投票は火曜日に再延期、銀行は21日休まで休業。この間、ATM での引き出し継続。
- ・2013年3月19日(火) 議会がバイルアウト等のプランを否決。
- ・2013年3月21日 ECB が ELA による資金供給の維持等を決定。
- ・2013年3月22日 政府・中銀、処理のための包括的なフレームワークを打ち出す¹²⁾。
- ・2013年3月25日 バイルアウトについてキプロス政府と Troika で合意。キプロス銀行とライキバンクの資産・負債については GoodBank と BadBank に分けられ、全ての正常資産と付保預金はキプロス銀行へ移管、非付保預金はヘアカット率が決まるまで凍結され、ATM からの払い出しを1日300ユーロ、国外への資本の持ち出しは月2000ユーロに制限。また、非付保預金のヘアカット率は47.5%とすることとなった (29日にかけて資本注入等とともに法令布告などを行った)¹³⁾。
- ・2013年3月28日 銀行、営業再開。

11) Zenios (2014)、Greg (2014) “The Cyprus Bail-in: Part One-Timeline”、Reuters 報道等を参考に筆者作成。

12) (A) Resolution of Credit and Other Institutions Law, 2013, (B) Business of Credit Institutions (Amending) Law, 2013, (C) Imposition of Special Tax on Credit Institutions (Amending) Law, 2013, (D) Financial Crisis Management (Amending) Law, 2013 など。Central Bank of Cyprus (2014) “Annual Report 2013” pp. 28–32。

13) Central Bank of Cyprus (2014) “Annual Report 2013”。

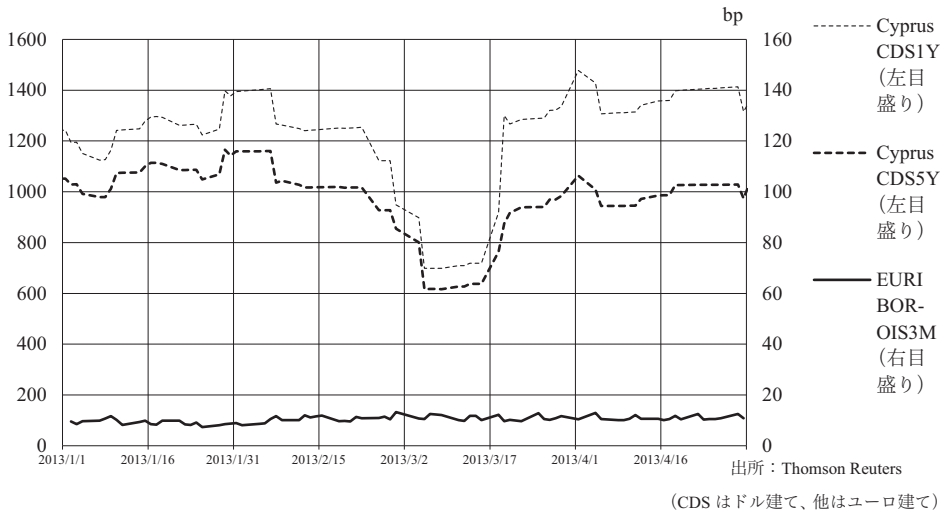
- ・2013年4月24日 EMS 理事会がキプロスへの救済策、ペイルイン等を承認。
- ・2013年7月9日 EMS が6億ユーロをキプロスに供給。
- ・2013年7月15日 EMS が1億ユーロをキプロスに供給。

当初41.4億ユーロと推計されていた銀行の損失は、この重大な時期の対応先送りのため、216億ユーロ以上¹⁴⁾にまで拡大、GDPの130%の損失額に達したと推計される状況となり、預金者への影響は避けられない状況になったと言える。この時期の誤った危機の管理が、最終的な大きな混乱に繋がった。

この時期、政府の先送り対応が問題をより深刻なものにしたと言える。具体的には、キプロス政府がELA (Emergency Liquidity Assistance) を使って大統領選までライキバンクを延命させたが、これがどのように導かれ、事態が悪化していったのかを(4)以下でみていく。さらに、PIMCOによるキプロス銀行システムに対するデューデリジェンス (後述) が、政府債務がすでに維持不可能な水準に達していると受け止められ、一定のシナリオに対応して試算された損失を示すことによって、予測を自己実現することを生み出した可能性があることを確認する。この再帰性の問題は、キプロス経済の崩壊において重大であるという指摘がある¹⁵⁾。

この間、マーケットの状況について、キプロス問題のクライマックスを迎えた2013年前半に焦点を当ててみておきたい。EURIBOR-OIS スプレッドは概ね10bp程度で安定しており、キプロス問題がユーロの短期金融市場には影響を与えていないことが分かる、一方、CDS市場は比較的大きな変動を示している。具体的には、2月24日の大統領選以降、一時的に大幅に低下をみた後、ペイルアウト (スキームを策定しての政府による処理) の実施を打ち出し (3月16日)、銀行を休業 (3月18日)

図表5 EURIBOR-OIS スプレッドとキプロス国債CDS



14) PIMCOの推計による。Zenios (2014) より。

15) Zenios (2014)。

した局面から再び上昇するに至り、こうした状況の中で、政府・中銀は、議会での決定を経ずして3月22日の段階で対応のための包括的なフレームワークを打ち出している。こうしたCDSスプレッド高止まりの状況は、3月末に銀行が営業を再開しても続いた。ようやく落ち着きを取り戻す方向となるのは、前掲の図表4でみることができるように、2014年前半頃となるなど、かなりの時間を要したことが分かる。

以下、(4)~(7)では、この時期の対応に関して指摘されている具体的問題点を取り上げてみたい。

(4) 対応の遅れ

ギリシャのPSI (Private Sector Involvement) の対象には、キプロスの二大銀行、キプロス銀行とライキバンクが含まれていたため、これら銀行で資本増強等が必要になった。こうした中で、2012年5月18日にキプロス議会は、万十分なファンドが民間から調達できない場合に備えて、18億ユーロの資本注入用の政府ファンドを承認した¹⁶⁾。PSIで求められていたデッドラインの6月30日時点で両行は300万ユーロしか調達できず、納税者から17.6億ユーロが負担された。

さらに、EBAが2011年7月に実施したストレステストに従って、12月に同Board of Supervisorsは各国当局に対して、2012年6月までにコアTier1自己資本比率を9%にまで引き上げるよう求めた。これにより、ライキバンクの必要資本額は総額で337億ユーロに上り、26.6億ユーロの不足となった。これに比べてキプロス銀行は、総額の必要資本額が375億ユーロであったが、収益プロファイルは遙かに良好であったので、不足額は6.9億ユーロにとどまった。また、より小さなHellenic Bankはギリシャ国債の保有残高が少なく、キプロス中央銀行(CBC)によって計算された資本不足額2.128億ユーロにとどまった。この段階で、問題はライキバンクに収斂していったように窺われる。ライキバンクの2012年第2四半期の資本調達は2億ユーロを予定していたものの、総資本不足額である26.63億ユーロの調達は、全く難しい状況であった。もっとも、この時期、2011年12月から2012年6月については、ECBによって提案された整理ツールを用意し、適用するのに十分な時間があつたと指摘¹⁷⁾されており、事後的な経緯から振り返っても、そうみて良いと思料される。2010年の終わりからキプロス国債の格下げが繰り返され、国際金融市場は問題に対する警告を行っていた。さらに、2012年3~6月にかけて、3つの主要な格付け会社がキプロス国債を投資不適格(ジャンク債)に格下げした。こうした動きにより、キプロスは、システミックリスクとソブリンリスクの不安定化のフィードバックループを辿っていったと言える。

2012年5月には、政府は銀行破綻を避けるための税金投入によりライキバンクへ

16) Bloomberg 報道等。

17) Zenios (2014).

の資本注入を行ったが十分な効果はなく、結局国際金融市場から資金を調達することとなった。調達金利は、この間の対応の遅さを背景に、900bp 程度上昇したとされる。

CDS スプレッドも拡大した（図表4）。スペイン、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルがほぼ600bp であるが、この間、キプロスは1500bp まで拡大している。他の危機に陥った国々が PSI 対応について1～2ヶ月の間に交渉を決着させたにも関わらず、キプロスは8ヶ月間協定（agreement）が決着しなかった。協定は2013年2月の大統領選で政府が変わった後、ようやく締結されている。なお、これよりかなり前の2010年に、アトランタ連銀の Orphanides 総裁は、ECB トリッシュェ総裁との共同書面の中で、キプロス大統領に対して、キプロスの銀行システムが相対的に政府に対して大きな規模であることから、金融セクターと政府セクターの間の負のネガティブフィードバックループを作り出すかもしれないため、これに対応する施策を実行するよう強く迫っている¹⁸⁾。

(5) ライキバンクへの緊急流動性支援

すでにこれまでのクロノジカルな説明でも分かるように、流動性確保の問題がマーケット状況に非常に大きな影響を与えていることが分かる。自力で流動性調達が難しくなる中、ECB による ELA（Emergency Liquidity Assistance：緊急流動性支援）が大きな鍵を握るようになっていった。

2011年9月の初め、ライキバンクは ELA を要請している。最初の額は3億ユーロであったが、整理段階に入った2013年3月には91億ユーロまで拡大した。特に2012年には5月15日の38億ユーロから6月には96億ユーロへと急速に拡大している。ELA への依存の強まりは、危機におけるイベント発生の連続によるものである。具体的には、(a)ユーロからの離脱のリスクのあるギリシャの選挙でギリシャ国内のライキバンク支店から20億ユーロ流出したこと、(b)カバードボンドのダウングレードによる13億ユーロ、(c) Fitch によるキプロス国債の格下げで通常の ECB のオペレーションでの使用において不適格となった銀行ポートフォリオ上の国債26億ユーロを返済したこと、が背景にある。

2005年から2012年にかけてのライキバンクの金融指標は、ソルベントであったかどうか微妙であり、この点は重要な問題である。ライキバンクが ELA を使い始めた2011年末までに、同行の利益等はマイナスに陥っている。Zenios（2014）は、ELA のコストと銀行の収益性を比較分析する限り、ライキバンクは2012年5月まで ELA を使える状況にはなかったと断じている。

この間、ギリシャが行おうとしていた ELA による「ファンド化されていない債券による資本注入」については、ECB、EBA は、一時的に自己資本比率を満たす手段としては役立つものの、銀行の一時的なリスク吸収能力を変えることが出来るだけ

18) Letter of J. C. Trichet and A. Orphanides to President Christofais, 15 Dec. 2010, Frankfurt.

で、一方で、銀行の資産の一部を形成する国債を通して国と銀行との間のフィードバックループを強化することに繋がるので避けるべきであるとの警告を発している。しかし、こうした警告にも関わらず、キプロス中銀は、支援プログラム（ELA）を通じて、ライキバンクがソルベントになると論じた。この考えは、当時の副総裁スピロス・スタヴリナキスから調査委員会に示され、総裁からも繰り返されている¹⁹⁾。

こうした状況を考えると、後知恵ながら、この時点で破綻処理という選択肢がなかったのか、一考の余地がある。対応を先送りせずに、仮にこの時点で破綻処理を行っていたとすれば、その後の混乱はかなりの程度回避できた可能性があったように思料される。

(6) ベイルイン必要額推計についての妥当性の問題

国際的な支援が不可避になった後、投資会社 PIMCO はキプロスの銀行システム向けローンの水準を引き上げるためのデューディリジェンスを、中央銀行の指示によって行った（2012年9月に委任）。目的は、銀行セクターに対する救済パッケージの必要性を判断するため、キプロスの金融機関の必要資本を数量化することであった。この調査は、中央銀行、欧州委員会、欧州金融安定機構 / 欧州安定メカニズム、EBA からの代表と IMF のアドバイザーが含まれている運営委員会（Steering Committee）の指示に従って行われたものである。必要資本は、期間を2015年6月30日にまで拡張して予測するため、運営委員会によって作られた基本シナリオとストレスシナリオに沿って推計された。

ストレスシナリオにおける参加金融期間の資本不足の合計は、損失の拡大の185.4億ユーロと将来時点である2015年6月30日に必要なコア Tier1 29.9億ユーロから、損失吸収力の合計の約130億ユーロを差し引いて88.7億ユーロとなった。今後3年間の全ての参加金融機関の貸出の損失率は、グロスの貸出とその期間に新たに組成される貸出の23%と推計された。キプロス銀行、ライキバンク、Hellenic 銀行の3行を合計した国内銀行の資本不足は、予測期間を通した全体のロス率24.8%により計算され、81.3億ユーロであった。一方、国内の協同組合金融機関の資本不足の合計は、期間を通してのロス率17%から計算され5.9億ユーロだった。

PIMCO は、デューディリジェンスの結果算出された銀行セクターが必要としている88.7億ユーロと政府債務127.8億ユーロの合計である216.5億ユーロは、GDP の130%に達し、この状況は継続維持が不可能と考えたようである。これが、負債の

19) スピロス・スタヴリナキス副総裁は、「たとえ資本の十分性指標が必要最低限の要件を下回っても……もしソルベントでない状況でも、協定にサインすることでこのプログラムによってソルベントになるのであれば、支援プログラムに見込みがあるということであり、これが、中央銀行とライキバンクの立場であった」と述べ、パニオス・デミトリアディス総裁「中央銀行はライキバンクへのELAを続け、共和国政府の支援の適用に基づいてライキバンクの銀行免許を維持した」と述べている。

ロールオーバー、民営化、金の売却等様々な金額の確保、さらにプログラムの調達ニーズを厳格に100億ユーロに制限するとともに、預金者から58億ユーロを確保するベイルインが企画された理由であると思われる。

欧州理事会の負債継続性レポートでは、「再資本化は、PIMCO にはよって推計されたストレスシナリオの下での損失の拡大において、9%のコア Tier1を十分に確保するために必要なものである。デューディリジェンスの結果に対応するため、キプロス銀行とライキバンクの再資本化に必要な資金は、予想を上回る貸倒引当金が必要な可能性を考慮すれば、プログラムの期間中に約250億ユーロに達するだろうと予想される」²⁰⁾と評価していた。

PIMCO の推計は、2013年3月のユーログループの決定に対して重大な影響を及ぼしたとされる。一方、PIMCO の推計のほか、その後に公表された KPMG の推計、それらを評価した IMF レポートを踏まえ、Zenios (2014) は、「預金のヘアカット率が実際に課された大口預金ヘアカット率47.5%の半分以下で済んだ可能性があることを示している」と述べている。

このように考えると、損失推計をどこまで保守的に行うかは、判断が非常に難しい面がある。

(7) 再帰性の問題

前述のとおり PIMCO によるキプロスの銀行セクター全ての必要追加資本額である88.7億ユーロと、政府債務の127.8億ユーロを加えると、合計で216.5億ユーロになるが、これは GDP の130%に達し、サステナブルでないと考えられた。もし、ライキバンク、キプロス銀行、Hellenic の資本の必要性が KPMG の推計額にまで下方に調整することができるならば、必要資本額は55.9億ユーロとなり、全ての債務額の対 GDP 比は108%と維持可能なレベルに止められる。この場合は、預金のベイルインは求められなかったと Zenios (2014) は主張している。GDP への負の資産効果の影響による流動性リスクやクレジットクランチを避けることができた可能性がある。しかし、PIMCO の推計における引当は大きな金額となり、この数字の影響から経済が大きく落ち込んだ。

この厳しい推計は、2013~2014年の2年間の GDP 成長率を大きく引き下げる予想を生み、それが実際の銀行パフォーマンスの低下を招来し、結果として財務諸表の諸計数に影響を与えることとなった。これは、ジョージ・ソロスが言うところの再帰性の問題である。すなわち、「歪んだ見方、誤った見方が不適切な行動に繋がるため、関連する状況に影響を与え、予測した危機を実現させてしまう可能性がある」(ソロス [2010]) ことになる。もし経済が健全であっても、切迫した危機への歪んだ見方

20) European Commission Directorate General Economic and Financial Affairs, Assessment of the public debt sustainability of Cyprus, Provisional draft, 9 April 2013. In compliance with Article 13.1 (b) of the ESM Treaty, this note has been prepared by the European Commission in liaison with the ECB.

を持ち、危機から保護するために人々の預金をヘアカットするという考えを持つならば、そのとき当局は経済への新たな問題を作り出してしまふ。その金額が相当なものであるれば、予測した危機が実際に発生してしまふ可能性がある。しかし、事後的に経済は確かに危機に直面することで、対策はうまく正当化されたことになるだろう。

しかし、どのようなモデルを使ってどのようにストレステストを行っても、それが正しかったかを判断することは難しいであろう。本ケースにおいても、十分な大きさのストレスを前提として、恣意的ではない適切な早いタイミングで、システミックリスクを生じさせうる全ての先を対象としてストレステストを行うべきであるということと言えるものの、モデルや具体的なやり方に関しては、先入観や状況に対する歪んだ見方を持たないで、ある程度厳格にストレステストを行うべきであるということ以上に言えることは少ないように思われる。

2-2. イタリアの事例：モンテパスキ

次に、2016年から2017年にかけて発生した、イタリア4番目の規模の金融機関であるモンテパスキ銀行（Banca Monte dei Paschi di Siena）のケースを見ていきたい。

本ケースは、イタリア屈指のリテール中心の銀行が経営危機に陥った際に、原則的な処理に従えば一部債務についてバイルインを実施するべきところを、実質的にバイルアウトとみられる処理を行ったケースである。同行は、もともと、やや強引と言えるほどの積極的な業務拡大を行ってきたほか、モラルや内部統制の面に弱みを抱えるなど、経営に問題を有していた先である。この事例は、政治との関係が絡むとバイルアウトが容易ではなくなるが発生しうることを示唆するケースと考えることができる。

イタリア・モンテパスキ銀行のケースにおける主要なポイントを予め記述すると、以下ようになる。

- ・経営危機に至るかなり以前の90年代の後半から2000年代の初めにかけて業容を拡大するに当たって、モンテパスキ銀行は、表面上の利益を確保するために問題のあるデリバティブを開始したが、これはトップ及び一部関係者のみが認識するもので、それら取引の存在は行内にも隠蔽されていた。
- ・リーマンショックは、業容の積極的拡大を図っていた同行に対して多大の影響を与えた。こうした中で、過去の業容拡大などにおける不正な取引が次々と発覚した。
- ・リーマンショック後のEBA（European Banking Authority）のストレステストで膨大な額の資本不足が表面化し、これ以降、同行の経営は欧州市場で最大の懸案となった。特に大きな影響を与えたのは、2013年に経営陣が関与した損失隠蔽工作が新たに発覚したことで、資本注入を含めた抜本的な対応策を打ち出さない限り破綻を免れない危機的な状況に陥った。
- ・モンテパスキ銀行は、2016年夏～年末にかけてBRRD（Bank Recovery and Resolu-

tion Directive、欧州銀行再生・破綻処理指令) 本則²¹⁾通り、増資、デットエクイティスワップ、ペイルインなどによって自行による対応を目指したが、最終的に失敗に終わり、結局、BRRD32条に認められた例外的な公的支援に基づく実質的なペイルアウト対応(公的救済)を余儀なくされた。

- ・ペイルインを回避した理由としては、同行発行の劣後債を多数の個人投資家が保有しており、仮にペイルインが実施されると政治問題化すると考えられたことが指摘できる。また、同行の資本調達失敗の原因としては、レンツィ政権が実施した憲法改正のための国民投票が否決され、レンツィ首相が辞任したため、政治情勢への不透明感から主要投資家のスタンスが変化したことが指摘されている。このように、本件は、政治との関係が金融危機対応に大きな影響を与え、事前に想定していたとは異なる対応を採らざるを得なくなった事例と評価することも言えよう。

以下では、クロノロジカルに破綻処理までの経緯について、より具体的に追ってみたい。

(1) 1999～2008年にかけての業容拡大と2つの投資法人を使ったデリバティブオペレーションの開始

[主な出来事]²²⁾

- ・1999年6月 上場
- ・2000年 Banca del Salento を買収。
- ・2002年 Santorini 投資法人のオペレーションを開始。
- ・2003年3月 Cassa di Risparmio di Prato の保有債券を4.1億ユーロで売却。
- ・2006年 Alexandria 投資法人のオペレーションを開始。
- ・2007年2月～2008年6月 Finsoe の株を5.8億ユーロで売却。
- ・2007年11月 Banca Antonveneta を Banco Santander より90億ユーロで買収することで提案、合意。
- ・2007年12月 Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli を Intesa Sanpaolo から買収。
- ・2008年1月 Banca Antonveneta を Banco Santander より買収するための資本調達を実施。
- ・2008年3月 イタリア銀行、モンテパスキ銀行による Banca Antonveneta を承認。
- ・2008年8月 Banca Agricola Mantovana を買収。

同行が危機に陥った問題を考えるに当たっては、直接の危機に至った経緯だけではなく、同行の長年にわたる拡大路線や、経営陣主導によりたびたび行われた不正などを中心とした同行の体質的な面を認識しておく必要があるように思われる。

モンテパスキ銀行は、1472年設立²³⁾の歴史ある銀行で、イタリアで初めてモーゲー

21) ステートエイドルール。2013年の通達が指針となっており、原則として公的な機関が民間に対して支援を行ってはならず、例外的に行う場合は厳格な条件整本で行わなければならないとするルール。

22) 以下、基本的に同行 HP、Bloomberg 報道を参考に記述。

23) 同行 HP より。

ジローンを行うなど元々同行はリテール分野に強い銀行であった。1999年6月の上場以降、同行は積極的な業容拡大を図り、Banca del Salentoなどの地域銀行を買収していった。2003年3月には、保有するCassa di Risparmio di Pratoの株式の大半をBanca Popolare di Vicenzaに対して4.1億ユーロで売却²⁴⁾する一方、同資金によって消費者信用、リース、投資銀行、クレジットなどの分野を補強・拡大し、結果として、2000以上の店舗を持つようになった。一方で、こうした拡張的な計画をファイナンスするため、銀行は隠した形でのデリバティブ取引を進めていった。具体的には、2002年に始まったSantorini²⁵⁾の取引と、2006年に始まったAlexandria²⁶⁾の取引であるが、これがその後の不正事件や経営悪化の発端となっていった。

その後、2007年11月に同行は、Banco Santanderとの間で、一部子会社を除いてBanca Antonvenetaを90億ユーロで買収することに合意したと発表した²⁷⁾。Antonvenetaは、スキャンダルによって不振に陥り、ABM AMROによって買収され、RBS、Santander、Fortisのコンソーシアムにより同行に買収されるといった経緯があったが、その時点では、Banco Santanderの配下に入っていた。2008年1月には、モンテパスキ銀行は、買収資金を調達するための10億ユーロのFresh208と言われる転換金融商品と最大20億ユーロのハイブリッド劣後債の発行を含む、50億ユーロの資本調達計画を発表したうえで、Antonvenetaの買収を実施した。このFresh208がその後のペイルインの問題に繋がっていく。

さらに、同時期の2007年の2月から2008年の6月にかけて、モンテパスキ銀行は、国内最大の銀行グループであるUnipolグループの中間持ち株会社であるFinsoeの株を売却し、5.8億ユーロを得た²⁸⁾。2008年には、UnipolとBanca Agricola Mantovanaのジョイントベンチャーの保険会社であるQuadrifoglio VitaがUnipolからモンテパスキ銀行を経由してAXAに買収されるというやや複雑な取引に関与した。一方で、この取引により調達した資金を原資に、同行はBanca Agricola Mantovanaを買収したほか、2007年12月にIntesa Sanpaoloから地域銀行のCassa di Risparmio di Biella e Vercelliを

24) “2003 annual report” (<http://www.popolarevicenza.it/bpvi-web/date/en/sinancialDate/Annual-Report-2003>).

25) Santorini 投資法人は、規模1.5億ユーロ、カウンターパーティはDeutsche Bank。2002年創業、2008年再編、2009年6月清算。2002年に、Sanpaolo IMI への出資持分の潜在的なボラティリティを軽減するために、Deutsche Bank との株式交換取引を締結 (www.bsic.it/focus-on-monte-dei-paschi-di-siena/ のサイトより転載)。

26) Alexandria 投資法人は、規模4億ユーロのCDO等、カウンターパーティはNomura International。創業年は2006年、2009年に再編。Alexandria は、銀行のCDOスクエア商品への投資から発生した2.2億ユーロの損失を隠すために、Nomura International とモンテパスキの最高経営責任者が、表に出ない形で組成したとされる (www.bsic.it/focus-on-monte-dei-paschi-di-siena/ のサイトなどを参考に記載)。

27) Press Release-Banca Monte dei Paschi di Siena. 8 November 2007. Retrieved 20 April 2016.

28) 同行 HP 発表、April 10, 2009.

買収するなど、業容を拡大していった²⁹⁾。

(2) 2008～2012年のリーマンショックとその影響

[主な出来事]

- ・2008年9月 リーマンショック発生。
- ・2011年12月 EBA、ストレステストの結果を発表。モンテパスキ銀行の資本不足額が対象先中最大。
- ・2012年3月 Antonveneta の買収ディールにおけるのれん代の償却等により2011年決算につき47億ユーロの損失を計上。
- ・2012年9月 イタリア銀行、モンテパスキ銀行に対する資本注入を実施。
- ・2012年12月 地域銀行の Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli を2億ユーロで売却。

2008年にリーマンショックが発生したが、これは、業容を積極的に拡大していた同行に対して甚大な影響を与えた。こうした状況下、EBA (European Banking Authority) は欧州主要銀行に対してストレステストを実施し、2011年12月にはモンテパスキ銀行が対象先最大の33億ユーロの資本不足に陥っていると発表した。

2012年3月には、Antonveneta の買収ディールにおけるのれん代の償却等により2011年決算において47億ユーロの損失を計上した。その後、2012年5月には、イタリア司法当局により、2007年から2008年初にかけての Antonveneta の買収において規制当局を欺いたとの疑惑で、同行の本部が捜索された³⁰⁾。

欧州金融危機におけるイールドカーブの上昇とイタリア財政問題による国債の価格下落を背景に、同行は保有国債の減価等から2012年前半に20億ドルを超える損失を計上し、資本注入やリストラが必要な状況に陥った。株主の大多数は、株式の希薄化を招くため、増資に反対していたが、2012年9月にイタリア政府は資本注入を行い、増資を実行した。

一方、2012年12月に地域銀行の Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli は2.1億ユーロで同行から Cassa di Risparmio di Asti に売却された³¹⁾。

(3) 2013年の隠れた損失の発覚と最初のペイルアウト（救済）

[主な出来事]

- (・2008年 Santorini 投資法人での損失隠蔽工作を実施。)
- (・2009年 Alexandria 投資法人での損失隠蔽工作を実施。)
- ・2012年1月 Fabrizio Viola が CEO に就任。
- ・2012年11月 デリバティブ契約の存在が明らかになる。
- ・2012年12月～2013年1月 デリバティブ契約関係の資料がイタリア銀行に送られる。

29) 同行 HP など。

30) Reuters (Feb 25, 2015) “TIMELINE-Monte des Paschi’s Antonveneta deal and its aftermath”、同行 HP など。

31) 以上は、Reuters (Feb 25, 2015) “TIMELINE-Monte des Paschi’s Antonveneta deal and its aftermath” 及び、Bloomberg, Reuters 報道より。

- ・2013年1月 新たなデリバティブ契約が発覚。
- ・2013年1月26日 イタリア銀行、39億ユーロの救済策を承認。
- ・2013年12月 モンテパスキの持ち株会社、新株30億ユーロの発行計画を拒絶。

2009年には、Alexandria のデリバティブ取引について大規模な損失が生じ始めていたとみられる。銀行決算報告書においてそれが表面化しないよう、頭取である Giuseppe Mussari を含む最高経営層は、Santorini³²⁾、Alexandria³³⁾の二つの投資法人を使ったデリバティブ契約を結ぶことで隠蔽したとされる。

Santorini と Alexandria のオペレーションによるデリバティブ契約の損失は4～7億ユーロに積み上がっていたと推計されている。これらのオペレーションに関する資料は、銀行の監査法人やイタリア銀行には全く伏せられていた。デリバティブ契約や関連資料が発見され公になったのは、新しい経営陣に代わった後の2012年11月の終わりである。2012年12月と2013年1月央の間に、資料は中央銀行であるイタリア銀行に送られた。その後、株主とアナリストは、同行がそれまでデリバティブからの損失を開示していなかったことを確認した。この結果、2013年1月22日、同行株は5.6%下落し、その時点で Mussari (元モンテパスキ銀行頭取) は Associazione Bancaria Italiana (イタリア銀行協会) の会長を辞任した。

さらに、2013年1月23日には隠されていた新たなデリバティブのスキャンダルが発覚し、1月24日に株価が8%下落した。これを受けて、1月25日に同行の緊急株主総会が開催され、株主は、この対応のため取締役会に最大45億ユーロの転換社債を発行する権利を与えた。モンテパスキは、他の様々な損失処理等のために必要な資金も合わせ、損失処理に39億ユーロの資金を要した。その後開催された増資等に関する株主総会は成功し、20%以上下落していた株価は、11.3%戻した。1月26日にイタリア銀行(中央銀行、イタリアでの銀行破綻処理当局)は、同行から承認を求められていた39億ユーロの救済策を承認した³⁴⁾。

32) 金融危機の結果、2008年にデリバティブが367百万ユーロの損失を計上した後、モンテパスキはその損失を記録することを避けるためにカウンターパーティである Deutsche Bank との契約を再構築。ここに含まれているレポ契約等を利用して損益計算書に表示されないよう設計されたとされる。www.bsic.it/focus-on-monte-dei-paschi-di-siena/、Bloomberg (Jan 19, 2017) ‘How Deutsche Bank made a \$462 Million Loss Disappear’、Il esore 24 ore (Jan 24, 2013)などを参考に記述。

33) 2009年にカウンターパーティである Nomura International との合意により、MPS は CDO 投資を終了し、より低リスクの有価証券を購入するよう変更、同時に Nomura International は MPS に30年国債の30億ユーロを購入するための資金を提供。これらの国債は、モンテパスキが Euribor のスプレッドに連動した変動金利と引き換えに日本の銀行に固定金利を与えていた金利スワップの対象となった。なお、CDO の損失は財務諸表には表示されない一方、モンテパスキは30年国債をバランスシートに計上。www.bsic.it/focus-on-monte-dei-paschi-di-siena/、Reuters (Sep 24, 2015) ‘Monte Paschi reaches deal with Nomura on Arexandria trade’等各紙報道や同行プレスリリース (Sep 23, 2015)、Il esore 24 ore (Jan 24, 2013)などを参考に記述。

34) 以上の点は、Reuters (Feb 25, 2015) “TIMELINE-Monte des Paschi’s Antonveneta deal and its aftermath”及び、Bloomberg, Reuters 報道より。

一方、2013年12月29日には、モンテパスキ銀行の持ち株会社は新しい株式30億ユーロの発行計画を受け入れなかったため、2014年5月まで資本水準の引き上げが遅れることとなり、国有化のリスクが高まっていったとされる³⁵⁾。この段階での対応の遅れは、その後に大きく影響したように窺われる。

(4) 2014年以降の経営危機進行とその対応³⁶⁾

[主な出来事]

- ・2014年3月 投資ファンド Black Rock がモンテパスキの株式5.7%を取得。
- ・2014年7月 モンテパスキ銀行基金が2.5%の株式を保有する形で資本増強。
- ・2014年10月 欧州主要銀行に対するストレステストで状況の悪化が確認される。
- ・2014年11月 モンテパスキ銀行、2014年第3四半期の巨額損失（11億ユーロ）計上を発表。
- ・2015年7月 ギリシャにおける財政緊縮に関する国民投票、モンテパスキ株の取引を一時中止。
- ・2016年7月 欧州主要銀行に対するストレステストの結果が発表され、対象先の中で最悪であることが判明。

2014年3月に投資ファンド Black Rock はモンテパスキ銀行の株式を5.748%保有したことを明らかにした³⁷⁾。同年7月に、同行銀行基金が2.5%の株式を保有する形で、資本増強が完了した。同年10月に、同行は欧州主要銀行に対するストレステストが資本不足の結果に終わったため、2週間以内に21.1億ユーロの資本増強を行うことになった。3か月前に50億ユーロの株式発行による増資にも関わらず、ECBは同行が金融の急速な悪化に抵抗できないことを認めたことなどから、株価はさらに22%下落した³⁸⁾。2014年の11月には、同行は、同年の第3四半期に11.5億ユーロの損失を計上したと公表し、結局、2014年の純損失は53億ユーロに上った。同行は2015年に3.9億ユーロの純利益を計上したが、これは主として Alexandria の CDS 取引の再評価の影響によるものであったとみられる。同行の CET1 資本比率は12%と比較的高めの比率になったが、これは ECB が2016年12月末に少なくとも10.75%、あるいは、それまでの過渡期に10.2%の CET1 資本比率を満たすことが要求されていたことから、他にも資本増強を行ったことによっている。しかし、グロスとネットの不良債権比率（各34%、22%）は、イタリアの平均（各18.1%、10.8%）よりも高く、また、イタリアの平均自体は EU の平均より高いという状況にあった³⁹⁾。

2016年7月4日には、同行は ECB から不良債権を減らす要求を受けていたことが

35) Reuters (Dec 30, 2013) “Italy presses Monte Paschi to complete \$4 billion cash call”.

36) 本節の記述は、Bloomberg, Reuters 報道、同行 HP 等より筆者作成（重要性等を勘案した上で、一部、出典脚注省略）。

37) Reuters (March 24, 2014) “BlackRoch buys 5.75% percent of Monte dei Paschi”.

38) WSJ (Oct 27, 2014) “Clock Ticks for Banca Monte dei Paschi-European Bank Stress Tests Give Storied Italian Lender Weeks to Raise Billions; Shares Drop 22%”.

39) Bank of Italy “Financial Stability Report N° 1-2016” 29 April 2016. Retrieved 1 May 2016.

確認された。2015年に同行はグロスで469億ユーロ、ネット242億ユーロの不良債権を抱えていた。同行の目標は総貸出に占めるグロスの不良債権の比率を2018年に20%まで減らす（グロスで2015年末の469億ユーロから2018年末には326億ユーロまで削減）ことであった。しかし、これが実現したとしても、2015年12月末のイタリアの平均よりも高い比率であった⁴⁰⁾。

2016年7月29日、2016年のEU域内金融機関のストレステストの結果が公表された⁴¹⁾。このテストの対象51行において、同行は2018年時点にバーゼル3ベースのCET1比率が負（-2.4%）になると見込まれる唯一の銀行となった。仮にCET1比率と総自己資本比率がストレステストで2018年時点において8%と11.5%の確保を目指すのであれば、資本不足は88億ユーロに達していた⁴²⁾。

このため、同日、同行の50億ユーロの資本注入計画が発表された（11月23日、ECB承認）。同行は、不良債権処理のため、2016年3月末時点で102億ユーロのネット資産価値を持っていた債権を、92億ユーロで証券化する計画も発表した。劣後トランシェ（16億ユーロ）は銀行の株主に割り当てられ、メザニントランシェはAtlantaに売却し、シニアトランシェは政府保証による適格性の確保に市場に60億ユーロで売却することを計画した。2016年12月に処分案は緩和され、シニアメザニントランシェが11億ユーロ追加され、同行自身によって引き受けられた⁴³⁾。

このように、2014年10月のストレステストの結果はその後の展開に大きな影響を与えており、キプロスのケース同様、ここでもEBAのストレステストの公表は事態の展開における分岐点になったと考えられる。

なお、2016年9月に、CEOのFabrizio Violaなど経営幹部が辞任している。

(5) 2016年12月以降の経営危機の更なる深刻化とベイルインを回避しての公的救済—同行経営危機への公的対応と政治情勢—⁴⁴⁾

[主な出来事]

- ・2016年12年4月 レンツィ政権、イタリア憲法改正国民投票を実施（否決）。
- ・2016年12年5月 レンツィ首相、辞意を表明。
- ・2016年12月16日 債務交換の募集期限を21日にまで延期。50億ユーロの新株発行に失敗。
- ・2016年12月20日 salva-risparmio ファンド（救済ファンド）の金額を200億ユーロに引き上げ。
- ・2016年12月22日 50億ユーロの資本調達は無事に終わる。
- ・2016年12月23日 イタリア政府に対して予防的資本注入を要請。
—この頃、イタリア整理当局（イタリア銀行）により劣後債は強制的

40) 同行プレスリリース資料（July 4, 2016）。

41) EBA : <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2016>.

42) Bank of Italy (Dec 29, 2016) “The precautionary recapitalization of Banca Monte dei Paschi di Siena”.

43) 同行プレスリリース資料（December 19, 2016）。

44) 本節の記述についても、Bloomberg, Reuters 報道、同行 HP 等より筆者作成（重要性等を勘案した上で、一部、出典脚注省略）。

- に株式に転換されると報じられたが、多くの投資家がリテールの投資家であったため、同行は、Tier2劣後資本（証券）の「Fresh2008」（＝ハイブリッド証券）をベイルインから除外することを要求。
- ・2017年1月25日 モンテパスキ銀行は、額面70億ユーロの債券を発行。
 - ・2017年6月1日 欧州委員会、イタリア政府の予防的資本注入について原則的に、合意（欧州コミッショナーの Margrethe Vestager は同行の国家救済に原則合意）⁴⁵⁾。
 - ・2017年7月4日 イタリア政府によるモンテパスキ銀行への54億ユーロの資本注入計画が承認される。

経営危機が一段と深刻化していったモンテパスキ銀行は、2016年12月に、劣後債権の一部を、新株の価格最大24.9ユーロで、Tier1資本と交換するデットエクイティスワップを組成した⁴⁶⁾。しかし、同年の7月にJPMorgan、Mediobanka、Banco Santander、Bank of America Merrill Lynch、Citygroup、Credit Suisse、Deutsche Bank、Goldman Sachs とモンテパスキ銀行との間で事前合意していたにも関わらず、50億ユーロの新株発行が未達に終わったことでスワップのオファーと不良債権の処理が取り消されたため⁴⁷⁾、結局、同行の資本調達は大失敗に至った。これにより、民間ベースでの対応の道は事実上閉ざされることとなった。

この時期の特筆すべき状況としては、12月4日に上院の権限縮小を含めた内容の憲法改正のための国民投票が実施され、これが否決されたことが挙げられる。この結果を受けてレンツィ首相は翌5日の未明に辞意を表明したが、これにより政治情勢への不透明感が強まり、資本増強に対して夏頃には前向きであった主要投資家が先行きを懸念したことも新株発行による資金調達失敗の一因となったと思料される⁴⁸⁾。

資本増強の失敗した直後の12月23日未明、モンテパスキ銀行は、EUのBRRD（Bank Recovery and Resolution Directive、欧州銀行再生・破綻処理指令—EU広域銀行整理法はラストリゾートを意味する国家による救済を原則、制限—）32条による救済のためイタリア政府に対して予防的資本注入を要請した⁴⁹⁾。12月20日の段階で、すでにイタリア政府は、同行についてと同様 UniCredit、Banca Popolare di Vicenza、

45) ロイター（2017年6月2日、日本語版）欧州委とイタリア政府、モンテパスキの資本再編で「基本合意」など。

46) 同行プレスリリース資料（December 4, 2016）。

47) 同行プレスリリース資料（July 29, 2016）“Structural and definitive solution to the bad loan legacy portfolio De-risked and well-capitalized Bank”。

48) こうした指摘は、例えば、大橋・野村 [2017] などにみられる。

49) BRRD（Bank Recovery and Resolution Directive、欧州銀行再生・破綻処理指令）では、銀行救済で公的資金を投入する前には、株主に加えて債権者の負担を求める（ベイルイン）ということが原則となっているが、32条4項d号では、「予防的かつ一時的であり、かつストレステストにおける資本不足に対応する為に必要な資本注入に限定される」場合の公的資本注入が認められるという例外規定を設定している。ただし、欧州委員会の承認を受ける必要があることに加え、株主や劣後債権者の損失負担が条件とされている。今回のモンテパスキ救済には、この例外規定が適用されたため、EUはイタリア政府の公的資金注入（ベイル・アウト）が可能となった。

Veneto Banca、Banca Carige への将来の資本注入に対応するため、salva-risparmio フォンドの金額を200億ユーロに引き上げており、21日にはこれがイタリア議会で承認されていた⁵⁰⁾。

この間、同行の対応に関しては、イタリアの銀行整理当局（イタリア銀行）により劣後債は強制的に株式に転換されると報じられていた。しかしながら、多くの投資家がリテールの投資家（個人投資家）であったため⁵¹⁾、同行は、Tier2劣後資本（証券）である Fresh2008（＝ハイブリッド証券）をベイルインから除外することを要求した。

この時点の2016年12月26日付 Reuters 紙 Neil Unmack 氏コラムでは、「(小口投資家が、劣後債との交換で手にした株式を損失がほとんどないシニア債と交換するという今回のスキームが) 全ての個人投資家に対して額面で適用されれば、納税者負担によるベイルアウトと変わらない。さらに、欧州政策研究センターによると、個人向けに発行された債権はイタリアの家計の上位10%の富裕層が保有している」とコメントしており、これが正鵠を射ているのであれば、富裕層を救済するという政治的な理由もあって、実質的なベイルアウトが実施されたということとなる。

2017年1月25日にモンテパスキ銀行は、額面70億ユーロの債券を発行した。この債券は1～3年満期で、前述の政府ファンドからの政府保証が付いている。同行は、同債券は市場に売却される、ないしは、借入れにおける担保とすると発表していた⁵²⁾。

2月3日にモンテパスキ銀行は、カード事業を Istituto Centrae delle Banche Popolari Italiane に5.2億ユーロで売却した⁵³⁾。例えば、Intesa Sanpaola、UniCredit のような他のイタリアの主要行はすでに2016年に同部門を売却していたことを考えると、遅きに失した感がある。

2月9日にモンテパスキ銀行は、2016年の金融事業の結果を株主総会で承認を受けるために公表した。不良債権の償却と引当を合計して、年間の純損失は、33.8億ユーロに達しており、CET1比率は、法的最低基準である8.0%（ECBが個別に求める10.75%を下回っている）にまで下落した。

2017年6月1日に欧州委員会における欧州コミッショナーの Margrethe Vestager は同行についての国家救済に原則合意を示し、イタリア政府の予防的資本注入についてイタリア政府との間で合意されるに至った。7月4日に、欧州委員会は、イタリア政府が54億ユーロを注入して株式71%を取得することを承認した⁵⁴⁾。また、同時に同行

50) 同行 Press Release—December 22, December 23, 2016。

51) 2016年12月23日の段階で、すでに Reuters は、「モンテパスキは4万人の個人が劣後債を持つ。多くの個人が株式への強制転換で損失を被るのを避けるため、イタリア政府は個人の投資家に限り、劣後債を同等の価値のシニア債と交換できるようにする考え」と報じている。

52) 同行プレスリリース資料 (January 25, 2017)。

53) 同行プレスリリース資料 (July 4, 2017) “BMPS sells its merchant acquiring business to ICBPI for a consideration of Euro 520 million”。

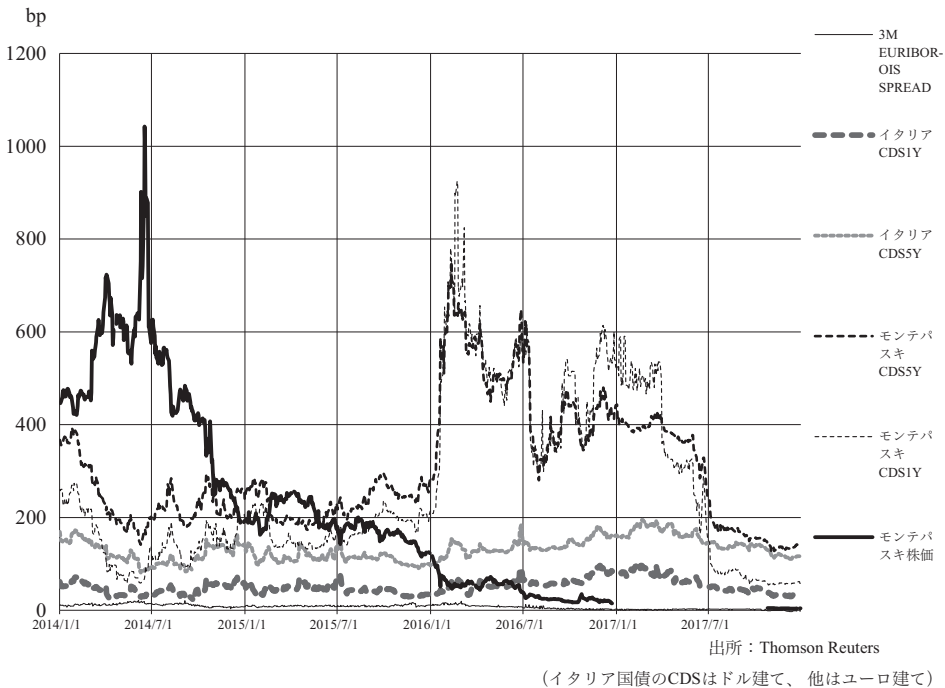
54) European Commission-Press release, 4 July 2017 “State aid: Commission authorises precautionary

が公表した一連の計画では、2016年に2000店あった支店を21年までに1400店に、フルタイムの行員を2万5500人から2万100人に、それぞれ減らすほか、ROEを10.7%にまで引き上げることを計画していると報じられた⁵⁵⁾⁵⁶⁾。

(6) マーケット状況

このクライマックスとなった時期を中心に、2014年以降（上述(4)、(5)の時期）のマーケット状況を簡単にみておきたい（図表6）。

図表6 イタリアマーケット状況



recapitalization of Italian bank Monte dei Paschi di Siena”参照。なお、報道振りを見ると「モンテパスキ銀行は、同国政府から54億ユーロの資金注入を受ける計画について、欧州委員会の正式な承認を得た。—中略—イタリアのパドアン財務相はローマでの記者会見で、7月に行うモンテパスキの増資を政府が引き受けることで、政府の出資比率は70%になると説明。会見に同席した同行のモレリ最高経営責任者（CEO）は、政府の保有株売却は銀行の業績次第だとしつつ、2021年までに政府の管理下から脱却することで欧州当局と合意していると語った」とある（<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2017-07-04/OSKPVQ6TTDSR01>）。

55) Reuter (July 6, 2018)、<https://jp.reuters.com/article/column-banca-monte-dei-paschi-idJPKBN19R0G5>

56) その後の2017年6月に生じた地銀2行（バンカ・ポポラーレ・ディ・ピチェンツァ、ベネト・バンカ）の破綻処理をみても、原則に沿ったベイルインは回避され、劣後債を保有している個人投資家は政府から損失補填を受けられることになった。こうしてみると、前述したとおり劣後債の保有構造がイタリアが特殊であるということは勘案されるにせよ、イタリアにおいてはこうした微温的対応をとる傾向がある。なお、これらはEUのガイドラインの見直しの動きに繋がっている（木内 [2017] 参照）。

まず、短期資金の調達におけるリスク状況を示すと言われる EURIBOR-OIS スプレッドは、2014年前半には20bp程度にまでは上昇しているものの、インターバンク市場は危機モード的な上昇と言える状況にまでは至っておらず、総じて落ち着いていると評価できる（図表6では底這い推移にみえる）。また、イタリア国債のCDS スプレッドについても、例えば5年、物で100~200bpで推移しているが、これはイタリアの財政状況を反映したものである可能性が高く、乱高下しているという感じはない。これらはキプロスのケースとは大きく異なっている。一方で、モンテパスキ自体のCDSについては2016年以降、短期間に大きく上昇し、これが落ち着くのは、国民投票やペイルインをめぐる混乱を経て、イタリア政府の動向への資本注入が承認される2017年央以降である。この間、株価については2014年6月以降概ね一貫して下落を続けたことが窺える。このようにみると、キプロスと比べて大国であるイタリアにおけるモンテパスキ銀行の一国経済あるいは財政に対する影響は限られていると市場が判断したとみることができよう。

(7) 処理スキームのレビュー

すでに前述で触れているところであるが、処理スキームの根本的な部分についてレビューする。

イタリア政府は、2016年12月20日の段階で、同行のほか UniCredit、Banca Popolare di Vicenza、Veneto Banca、Banca Carige への将来の資本注入に対応するため、salvarisparmio ファンドの金額を200億ユーロに引き上げ、21日にイタリア議会で承認を得るなど、公的資本注入のための予算を確保していた。この予防的な資本注入により、銀行シニア債保有者を含めたシニア債権者のロスを防ぐことが出来ることとなった。さらに、劣後債はペイルインの対象となったものの、十分な説明が行われないう不正販売された個人投資家が多数存在したことから、劣後債の保有者に対しては、公的支援を受けた同行から補償を受けられるスキームとなった。これにより、劣後債が個人投資家に広く保有されている⁵⁷⁾⁵⁸⁾というイタリアの事情の事情を勘案し、本件がさらに政治問題として深刻化することを防ぐため、実質的なペイルアウトを行ったといえる⁵⁹⁾。

全体としてみれば、キプロスのケースとは異なり、一国の経済全体が崩壊するといったリスクや再帰性の問題もなく、リテール部門が強く拡大志向が顕著であった国

57) Reuters (Dec 23, 2016) など。

58) イタリアにおける劣後債の保有構造（家計が約40%と他国と比較しても圧倒的に大きなシェアを保有）については、IMF[2017]“Italy: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation”の‘Box 5. Italian Banks’ Liability Structure and the Bail-in Requirement’ 参照。

59) 2017年6月に破綻したベネト・パンカなどの2銀行の清算手続きの開始においても、グッドバンクとバッドバンクに分ける対応を行い、それに際して、イタリア政府は、破綻した2行の優良資産を引き受けるイタリア銀行大手インターザ・サンパオロに対し、政府が50億ユーロ余りを支払うほか、インターザを損失から守るため最大120億ユーロを保証するなど、事実上のペイルアウトを決定している。

内の大手銀行の一つが、内部統制が機能しなかったことから経営陣等の法律に抵触する行為を許し、さらにリーマンショックの影響もあって経営危機に陥った問題と位置付けることができる。しかしながら、その処理においては、多数存在した個人投資家への影響の大きさを考慮し、政治的な判断から劣後債のペイルインは回避し、実質的なペイルアウトを実施したケースと整理することが可能と思われる。

なお、イタリアのケースに限ってみれば、ペイルインは破綻処理における手段の選択肢を一つ増やした意義はあろうが、初期の目的である国民損失負担には必ずしも繋がっておらず、有効な活用は状況によっては難しいように見受けられた。

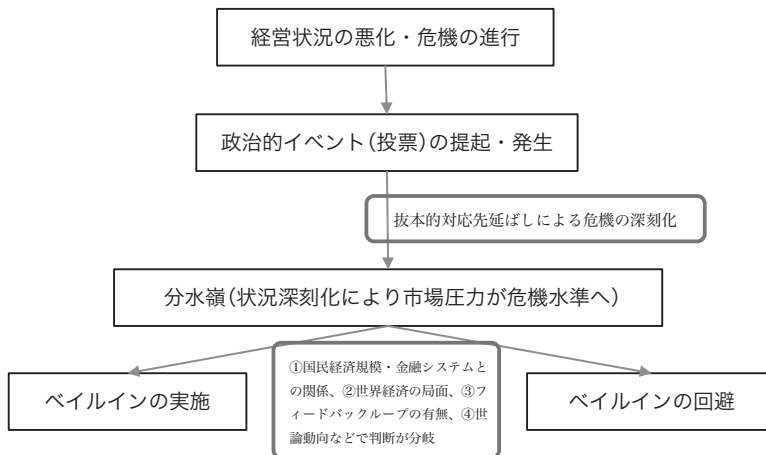
3 | 問題点とインプリケーション

3-1. 政治的イベントと事態の流れの関係

前章までで鳥瞰したキプロス・イタリアの事例についての様々なファクターのうち政治的イベントを取り上げ、それと金融危機との関係についての、両事例の時系列的な推移を、抽象化・単純化したうえで、流れを押さえると以下のように整理できる。

既に事態の推移についてみたように、両事例とも、国民投票・大統領選という政治的なイベントが一つの大きなポイントとなっており、時の政権がその政治的イベントにおいて不利な立場になることを防ぐために当該金融機関の延命を優先し、抜本的な対応を先延ばしした面は否定できないであろう。しかし抜本的な対応を先延ばしする限り、事態の悪化は歯止めがかからないこととなる。

図表7 キプロス、イタリア（モンテパスキ銀行）のペイルインの判断までの流れ



多くの金融機関破綻の事例でも見られるように、抜本的な対応を回避すると、徐々に市場圧力が高まり、最終的には当該金融機関の資金調達に齟齬が生じる状況に陥る。こうした状況は、リーマンショックでの経験などからみると、金融危機と言われる状況では、まず、当該金融機関の格付け、株価、社債の金利、CDS、劣後債レート

などに現れ、さらに、流動性リスク、カウンターパーティリスクを反映していると言われている EURIBOR-OIS スプレッド（LIBOR-OIS スプレッド）も急速に上昇するなど、インターバンクでの調達レート上昇に広がっていくと理解されている。こうした動きは、金融危機においては、当初は個別金融機関やその関連金融機関、あるいは類似するプロファイルの金融機関等の調達レートや資金繰りなどの問題であったのが、ある段階を越えると広がるとは予想されていなかった金融機関や様々な市場などにも拡大することとなる。すなわち、市場関係者の疑心暗鬼状況が伝播・拡散するわけである。さらに、最終的には、もっとも安定的であると考えられているインターバンク市場も含め、金融市場が不全になることにも繋がる⁶⁰⁾。

今回比較した二つの事例をみると、キプロスのケースでは、キプロス国債の CDS（1年もの）が破綻直前の2013年4月には1,400bp 強という極めて高い水準にまで上昇している。一方、イタリアは、国債の CDSこそ大きな変化はなかったものの、モンテパスキ銀行の CDS（1年もの）については2016年2月時点では900bp にまで跳ね上がっているなど、個別行ベースでの CDS は敏感に反応したと言える（もっとも、両ケースともインターバンク市場の不全にまでは至っていない）。

では、そうした市場圧力が極めて大きくなった状況で、ベイルインを実施するか、回避するかの判断を分けたのはどういった要因であろうか。

3-2. 両事例の比較

ベイルインの実施・回避を分けた要因を探るために、まず、両事例の規模、位置付け、発生の原因、時期など、基本的な事項について比較する（ここでは、キプロスについては、破綻処理されたライキバンクだけを取り上げる）。

キプロスは地中海東部の島国で小国、国民経済規模は危機発生当時200億ユーロに満たない。キプロス銀行とともに深刻な危機に陥り、破綻処理されたライキバンクは預金残高で約180億ユーロとその規模はほぼ GDP に匹敵し、資産残高については GDP の1.5倍に達している。一方モンテパスキ銀行は国内屈指の銀行ではあるが、その預金規模は GDP の約5%に過ぎない。

次に、これまでに見た事態の推移の比較も含めて、主な共通点と相違点を整理してみたい。

まず共通点についてみると、

- ・両行とも国内銀行の中では屈指の大きさであったこと、
- ・預金者、債務者の数が極めて多かったこと、
- ・危機に至った全体的な構図として、両行とも、リーマンショックの影響が極めて大きかったこと、

60) これは、我が国の山一証券や北海道拓殖銀行が破綻した後のコール市場の状況やリーマンショック後の米国の CP 市場、インターバンク市場の状況からも理解できよう。具体的には、植林 [2012] 第1章参照。

図表8 ライキバンクとモンテパスキ銀行の比較

(単位：百万ユーロ)

	ライキバンク	モンテパスキ銀行
現地語での名称	Laiki Bank 英語名：Cyprus Popular Bank（略称CPB）	Banca Monte dei Paschi di Siena （略称 BMPS あるいは MPS）
当該国	キプロス	イタリア
当該国のGDP	19,489（2012CY）	1,680,948（2016CY）
当該国の財政規模 ⁶¹⁾	8,036（2012CY）	828,970（2016CY）
預金残高	17,865（2012年9月）	82,199（2016年12月）
貸出残高	22,418（2012年9月）	111,869（2016年12月）
資産合計	30,375（2012年9月）	153,158（2016年12月）
国内での規模的順位（当時）	2	3
問題発生時（危機モードにはいったとみられる時点）	2011年1月 Moody's によるキプロス国債のダウングレード開始	2016年7月のEBAによる主要行のストレステストの結果（発表行中最低の結果）
危機のピーク時点	2013年3月16～25日	2016年12月4～23日頃
最終的な対応方法の実質決定時	2013年3月25日 （ECBの受入れは2013年4月24日）	2016年12月23日 （ユーロ委の受入れは2017年6月1日）
政治的な影響のメルクマール	2013年2月24日 キプロス大統領選決選投票	2016年12月4日 イタリア憲法改正国民投票
ベイルインの有無	実施（非付保預金）	実施せず
当該銀行存続の有無	2013年整理	存続
経営面での問題点	<ul style="list-style-type: none"> ・ギリシャ国債への多額の投資 ・海外預金受入れ等による急速な経営拡大 ・マネーロンダリング 	<ul style="list-style-type: none"> ・経営陣の不正体質 ・長年にわたる無理な経営拡大 ・デリバティブの隠蔽

- ・両行のケースとも、抜本的な対応の遅れが最終的な問題拡大に繋がったこと（ライキバンクの場合には「2011年12月から2012年6月にかけて、ECBによって提案された整理ツールを用意し、適用するのに十分な時間があった」とZenios（2013）が指摘しており、モンテパスキ銀行の場合も2016年になりようやく本格的に資産処分を始めるなど拡大路線からの転換が大幅に遅れた）、
- ・大統領選挙・国民投票といった政治的な要素が、事態の収束を遅らせる方向で働いたとみられること、
- ・金融監督当局・政府の対応やそれ以前の段階での自行の資産売却等のタイミングの遅れが事態を著しく悪化させることに繋がっていること、
- ・ライキバンクの場合にはマネーロンダリングとの関係⁶²⁾、モンテパスキ銀行におい

61) IMF データベースの General government の Expense の計数を掲載 (<http://data.imf.org/regular.aspx?key=60991462>)。

62) 例えば、ドイツのシュピーゲル誌が2012年11月5日にキプロスにおけるロシアのファンドの

ては歴代トップがデリバティブ取引による損失隠蔽に関与していたにも関わらず内部統制が働かなかつたなど、内容的には違いがあるものの、両行とも経営体質面では何らかの問題があったこと、

- ・キプロスの場合は大統領選、イタリアの場合は憲法改正のための国民投票という政治面の目先に控える投票が両者とも存在し、これが政策対応にも少なからず影響を与えた可能性があること、
 - ・EBA のストレステストの結果発表がその後の状況の推移や対応に大きな影響を与えたこと、
- などが指摘できる。

一方、相違点としては、具体的な対応の違い（ベイルインの有無、破綻処理の有無等）のほかに、

- ・両行とも国内銀行では屈指の大きさとはいえ、キプロスの場合はバランスシートの大きさが GDP や財政規模を上回っていたのに対し、モンテパスキ銀行の場合は財政の破綻を招くような規模ではなかったこと（国民経済に対する金融機関の規模の問題）、
- ・ライキバンクの場合はキプロス国債の格下げと連動し、キプロス国債の CDS がかなり長い期間1,000bp を超えるなど国民経済・国家経済的にも深刻な状況となっていたが、モンテパスキ銀行のケースではすでに欧州ソブリン問題はピークアウトしていたこともありイタリア国債の CDS はさほど大きな動きを示しておらず、国債の格下げと金融面での悪化というフィードバックループは発生していなかったとみられること（世界経済の局面の違い、フィードバックループの存在の有無）、
- ・モンテパスキ銀行については、その時期のイタリア国債の CDS スプレッドの動きからも分かるように同行単独の問題として対応すれば良かった可能性が強いのに対し、ライキバンクの場合は、同行のみならず、キプロス最大の民間銀行であるキプロス銀行も危機に陥るなど、金融システム全体の問題となっていたこと（個別行の問題か、金融システム全体の危機か）、
- ・ライキバンクの場合には、2012年12月の段階で海外からの預金者が34.9%⁶³⁾と相応のウェイトを占めているなど、ギリシャ、ロシア等海外から多額の預金を受け入れていたのに対し、モンテパスキ銀行は、国内中心の事業展開で、広く個人投資家に保有されていた劣後債の問題も含め、基本的に国内問題であったと整理できること（事業展開における国内・海外比率の違い）、

マネーロンダリングのレポートを掲載するなど、マネーロンダリングとの関係が取り沙汰されていた。もっとも、2012年当時のパーセルガバナンス機関発表のアンチマネーロンダリング AML インデックスをみると、キプロスの指数は4.93と、オランダの5.03、ドイツの5.80より良い状況であった。

63) 当時の同行ディスクロ資料より筆者計算。国内65.1%に対し、ギリシャ25.1%、ロシア4.4%、その他海外計5.4%。

・対応については、ライキバンクの場合には、数が多い付保預金者に配慮したとはいえ、非付保預金47.5%のペイルインという厳しい対応をしたのに対し、モンテパスキ銀行の場合には、劣後債が広く国内の個人投資家に保有されているという事情に鑑み、実質的に劣後債の債権者まで救済するという微温的な対応を選択したこと（結果的にみた対応の厳しさの違い）、などが指摘できる。

これらの諸点は、相互に関係している面があり、それぞれの要因を単独で論ずることはできない。例えば、上記相違点の4番目に挙げたキプロスのライキバンクにおける海外預金者の比率の高さとすでに指摘した同行の国民経済に対する規模の大きさも踏まえれば、キプロスにおいては事態の収束を図るためには（イタリアと異なり）思い切った対応を採らざるを得なかったと考えられ、このため、（付保預金に配慮したとはいえ）5番目に記述した「非付保預金の47.5%のペイルイン」という厳しい対応に繋がったとみることもできよう。

結局のところ、国民経済規模との比較で自国での処理が難しいキプロスの場合、Troikaの合意なしに自国で対応することは事実上難しいわけで、国民の反発が存在したところで、「危機を食い止めるためにはあらゆる手段を講じる」という判断になったであろうことは想像に難くない。一方でイタリアの場合、劣後債という——販売の際の説明の仕方に問題がある事例があったとはいえ——自己責任で購入しているはずの商品に対する対応であったにも関わらず、自国でマネージ可能な規模の範囲での金融機関破綻であったことから、抜け道的な対応であるが、——一応、EUのルールに則った形で——国民からの反発が少ない対応を選択したと評価することが可能であろう。

4 | 結びに代えて

これまで分析したキプロスとイタリアの事例からみる限りは、ペイルインという手段が付け加わることで、小国における主要銀行の破綻に瀕した危機においては対応における大きな意味のある手段となりうる可能性があるものの、経済規模が大きな国においては、対応手段が一つ増えた以上の意味合いは見いだせなかったように思われる。むしろ、イタリアのケースでみた通り、状況次第では、政治的なイシューとなり、本来のペイルインの機能が果たされないばかりか、問題がかえって複雑になる可能性もあると思われた。もっとも、これまでのペイルインについての事例は、まだ数少ないものであり、また、制度的にも改善が図られようことから、断定的に考えることは控えるべきであろう。ただ、①政治的な問題が生じる可能性があること、②ペイルイン対象債券等の保有者が多くなればなるほど、その破綻時の効果とは逆に、ペイルインの実施には抵抗が大きくなること、③クロスボーダーの取引やマネーロンダリングの問題が含まれると事態が複雑化すること、などの点が、本稿でのこれまでのレ

ビューで明らかになったわけであり、ペイルインの活用において留意を要する。

最後に、金融危機対応のポイント・注意点を、必ずしもペイルインに関係しない点も含めて、ごく簡潔に示すことで、結びに代えたい。

- ・国家経済規模と破綻の影響を比較したうえでの枠組みの構築が必要であり、危機が深刻化している金融機関が国家経済規模との比較で十分大きい場合は、ペイルインを含めてあらゆる手段を用いて早期に抜本的な対応を図ることが、対応コストの最小化に繋がる可能性が高いこと。
- ・金融危機は、ある程度事態が深刻化すると展開が加速度的に早くなり、また市場での危機の伝播も速いため、疑心暗鬼状態が生じてしまう可能性がある。このため、市場伝達の速さを踏まえたうえでの早期の抜本的な対応（＝ストレステストや市場評価に耐えうるような対応）が必要であること。
- ・何らかのネガティブなフィードバックループが発生していることが判明した場合は、早い段階でそれを遮断するよう努めないと、事態のさらなる悪化を食い止めることができなくなる可能性があること。
- ・ペイルインについては、一部ステークホルダーに損失を与えることを背景に、政治的な関与が発生する可能性が少なからずあることから、金融危機のフェーズにおいては、政治的なイベントとの関係を遮断すべきであること。また、全般的な危機対応の判断に当たっては、政治的な面に左右されることなく、金融経済的な側面から専門家が決定を行う、あるいは、専門家の判断した対応プランを尊重することが望ましいこと（政治が絡むと国内事情を優先する可能性もあることから、ペイルインなどを含めた専門性が求められるような案件を政治問題化させたり、国民投票などを絡めてはならないこと⁶⁴⁾）。
- ・上述の面から考えると、金融監督当局と政治とのコミュニケーションのチャンネルを常日頃から確立しておくことが必要であること。
- ・マーケットの反応についてみると、当該金融機関の規模と国家経済規模・マーケット全体の規模との関係でかなり異なってくる可能性があるため、事前に想定することは難しいが、突然、想定外の大きな変動等（CDS急騰、株価急落、スプレッド拡大）が生じる可能性があることを踏まえて対応する必要があること、またマーケットは政治的な動向にも敏感に反応しているので、当局等関係者は影響が出る可能性がある各種金融市場を幅広くウォッチするのみならず、政治情勢にも目配りが欠かせないこと。
- ・なお、ストレステストについては、保守的に行わなければマーケットが灰汁抜けしない一方で、過大なストレスをかけると結果の公表がフィードバックループに繋がりがかねない。このように、その後の影響がどのように出てくるか分からないことを踏まえると、先入観や状況に対する歪んだ見方を持たず、客観性を持った視点から

64) 可能であれば、予め政治から隔離する工夫を行っておくことが望ましいと思われる。

淡々で行うべきであろう。

ここで示した点は、金融危機対応における常識的な理解の範疇に止まっているが、具体的な事例から確認できたことに一定の意義が見い出せたと思料される。

参考文献

- 赤塚尚之 [2017] 「条件付き転換社債 (CoCo 債) の分類に関する IFRS 解釈委員会の検討について」『彦根論叢』2017 冬 No. 414
- 伊豆久 [2015] 「金融危機と公的資金—バイルインをめぐって—」証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』第2章 日本証券経済研究所
- 伊豆久 [2017] 「モンテパスキ銀行の救済とバイルイン」日本証券経済研究所 証券レポート1705号 (2017年12月)
- 伊豆久 [2018] 「EU におけるバイルインとバイルアウト」日本証券経済研究所 証券レポート1707号 (2018年4月)
- 植林茂 [2012] 『金融危機と政府・中央銀行』日本経済評論社
- 江川由紀雄 [2017] 「イタリアの大手銀行救済策のフォローアップ」『新生ストラテジーノート』第277号 新生証券
- 大橋英敏、野村朗 [2017] 「大きな壁に直面する欧州銀行破たん処理制度とバイルイン制度」『金融財政事情』2017.1.23 金融財政事情研究会
- 翁百合 [2015] 「バイルインをめぐると金融市場への影響について」『JRI レビュー』2015 Vol. 3, No. 22 日本総合研究所
- 風戸正行、山田哲也 [2017] 「CoCo 債市場から観測される金融機関のバイルイン確率」『IMES Discussion Paper』No. 2017-J-11 日本銀行 2017年7月
- 木内登英 [2017] 「最近の欧州銀行救済策と銀行破綻処理のガイドライン見直し」NRI ホームページ 木内登英の Global Economy & Policy Insight 2017年8月10日
- 岸道信 [2015] 「主要国における G-SIFIs 破綻処理戦略: Single Point of Entry について」預金保険機構 https://www.dic.go.jp/katsudo/page_001645.html
- 小立敬 [2015] 「欧米におけるバイルインの導入状況と論点の整理」『野村資本市場クォーターリー』2015 Spring 野村総合研究所
- 小立敬 [2016] 「日本の G-SIBs を対象とする SPE に関する論点整理」『野村資本市場クォーターリー』2016 Summer 野村総合研究所
- ソロス, ジョージ [2010] 『ソロスの講義録—資本主義の呪縛を超えて—』講談社
- 高橋和也 [2017] 「イタリアにおける不良債権処理—モンテパスキ、ほか二行の事例—」『証券レビュー』第58巻第1号
- 増島雄樹 [2015] 「システミック・リスクに関わる分析手法の動向と評価—国際的な潮流と日本への含意—」金融庁金融研究センター 2015年3月 ディスカッションペーパーシリーズ DP 2014-10
- 松本惇 [2017] 「イタリアの不良債権は解決の目処が立ったのか」みずほ総合研究

- 所レポート2017年7月28日
三木麻麻子、源間康史 [2015] 「バーゼルⅢ対応資本制証券について」 日銀レビュー
2015年4月 2015-J-7 日本銀行
- Banca Monte dei Paschi di Siena SpA History モンテパスキ HP
<http://www.fundinguniverse.com/company-histories/banca-monte-dei-paschi-di-siena-spa-history/>
- BNP Paribas (2017) “Monte dei Paschi:What’s next?” 20-January 2017-17-03 BNP Paribas
HP
- Central Bank of Cyprus (2014), “Annual Report 2013” https://www.centralbank.cy/images/media/pdf/ANNUALREPORT2013_EN.pdf
- European Commission (2017), “State aid: Commission authorises precautionary recapitalisation of Italian bank Monte dei Paschi di Siena” European Commission Press release, 4 July 2017
- International Monetary Fund (2010), “Cyprus: 2010 Articles IV consultation Preliminary conclusions” 2010 July
- International Monetary Fund (2013), “First review under the extended arrangement under the extended fund facility and request for modification of performance criteria” Country Report No. 13/293, 2010 September
- International Monetary Fund (2014), “Cyprus: 2014 Articles IV consultation-Staff Report” Country Report No. 14/313, 2014 October
- International Monetary Fund (2016), “Italy: 2016 Selected Issues” Country Report No. 16/223, 2016 July
- International Monetary Fund (2017), “Italy: 2017 Articles IV consultation-Staff Report” Country Report No. 17/237, 2017 July
- Hadouvelas, Gikas A. and Gkionis, Inannis (2016), “A Decade Long Economic Crisis: Cyprus versus Greece”, Cyprus Economic Policy Review, Vol. 10, No. 2, pp. 3–40 (2016)
- Orphanides, Athanasios (2014), “What Happened in Cyprus? The Economic Consequences of the Last Communist Government in Europe”, LSE Financial Markets Group Special Paper Series, Special Paper 232
- Talor, John B. (2010), “Swings in the Rules-Discretion Balance” Conference on the 40th Anniversary of Macroeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory Columbia University
- Zenios, Stavros A. (2014), “Fairness and reflexivity in the Cyprus Bail-in” The Wharton Financial Institutions Center Working paper #14-04.
- Wihlborg, Clas (2017), “Bail-ins Issues of Credibility and Contagion” SUERF Policy Note No. 10

---【著者略歴】---

植林 茂 (うえばやし しげる)

1958年 東京都生まれ

所 属・現 職 梶山女学園大学現代マネジメント学部現代マネジメント学科・准教授

最終学歴・学位 埼玉大学大学院経済科学研究科博士後期課程修了・博士 (経済学)

所 属 学 会 金融学会, 景気循環学会, ほか

主 要 業 績 『金融危機と政府・中央銀行』(単著) (日本経済評論社, 2012年)
「銀行貸出と景気動向指数、預金量等との関係についての分析」景気循環学会『景気とサイクル』66, (2018年)
「銀行店舗寡占度の都道府県別貸出等への影響についての長期的分析— Fintech 時代へのインプリケーション—」『大銀協フォーラム研究助成論文集』23, (2019年)