

金融安定理事会による市中協議文書

「『大きすぎて潰せない問題（TBTF）』に対する改革の影響評価」

エグゼクティブ・サマリー（仮訳）

本市中協議文書は、「大きすぎて潰せない（Too-big-to-fail, TBTF）システム上重要な銀行（SIB）」の問題に対する改革（TBTF改革）の効果に係る評価結果を提示し、コメントを求めるものである。TBTF改革は、2008年の金融危機後にG20首脳から承認を受けた、グローバル金融の安定性を向上させ、経済を支えるための広範な改革パッケージの一つである。分析の大部分はCOVID-19パンデミックの発生以前に行われたため、評価は最近の市場動向を踏まえた検証を含んでいない。

本評価の対象となる改革には： (i) 資本サーチャージや総損失吸収力（Total loss-absorbing capacity, TLAC）による追加的な損失吸収力の基準；(ii) 強化された監督や高められた監督上の期待に関する提言；(iii) 銀行の破綻処理可能性（resolvability）を向上させるための実効的な破綻処理制度や破綻処理計画の実施に係る政策が含まれる。これらの改革は、全てのFSB法域の国内銀行セクターにおいて重要な位置づけにある、SIBに適用されている。

本評価では、改革がSIBのシステムック・リスクやモラルハザードをどの程度低減させたかという点に加え、改革が金融システムに与えたより広範な影響についても検証している。 システムック・リスクやモラルハザードは直接的には観測できないため、評価の焦点は、改革が運用されると見込まれるメカニズムに当てられる。焦点となるメカニズムには、資本サーチャージの導入や監督の強化とともに、ベイルアウトではなく実効的な破綻処理が行われるとの見込みによって生じる銀行行動の変化、及び、市場参加者による銀行のリスクのプライシングや市場規律の発揮のあり方に関する変化が含まれる。また、改革がその目的を達成するためには、これらのメカニズムが、システムック・リスクの低減といったかたちで、全体的な結果に影響を及ぼすような、十分に強固なものでなければならない。

本評価は多様な情報源を利用している。 これらには、FSB法域への質問票に対する回答、ワークショップを通じたステークホルダーからのインプット、市中からのコメントや市場参加者からのヒアリング内容、文献調査、民間ベンダーやFSBメンバーからのデータや分析作業を踏まえた改革の効果に関する新たなエビデンスが含まれる。これらの情報が総合的に本レポートの結論の基礎を形成している。

観測された結果は必ずしもTBTF改革に結びつけることができない。 本評価では、統計的手法を用いて、可能な限り改革と観測結果の因果関係を立証することに努めた。しかし、TBTF改革の一部は最近になって実施されたものであるうえ、その他の改革も並行して実施が進められている。また、低金利や非伝統的金融政策が、主要な指標の変化に影響を及ぼした可能性もある。TBTF改革前後の期間の比較についての解釈は容易ではない：改革前の観測結果には、グローバル金融危機が含まれることによるバイアスがかかっている可能性がある。また、グローバル金融危機前の期間は、資産価値の評価がリスクを完全に織り込んでおらず、必ずしも信頼できるベンチマークとはいえない。これらの要因やデータの欠落が、評価結果の解釈に影響を及ぼす。

本評価の全体的な結果は三つの項目に分けて要約できる。

- システムック・リスクとモラルハザードを示す指標は正しい方向に推移してきた。

- 実効的なTBTF改革は社会にネットの便益をもたらす。
- 引き続き取り組みが必要な課題が残っている。

システミック・リスクとモラルハザードを示す指標は正しい方向に推移してきた。

破綻処理の実行可能性

とりわけグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）の母国である法域では、破綻処理改革の実施が大幅に進展した。これは、SIBに対する破綻処理の枠組みが欠如していたグローバル金融危機以前の状況からの大きな改善である。ほぼ全てのG-SIB母国法域と主要なホスト法域で、経営破綻に直面している銀行を破綻処理する選択肢を与える包括的な制度が導入されているうえ、数多くの当局がG-SIBの破綻処理計画を策定している。また、破綻処理可能性を阻害する障壁の排除に関しても、相応の進展があった。全てのG-SIBについてクロスボーダー危機管理グループ（CMG）が設置されたうえ、個別金融機関に係る母国／ホスト当局間のクロスボーダー協力取極め（Cross-border cooperation agreement）がほとんどのG-SIBについて締結された。

ほとんどのG-SIBはTLACの最終的な最低所要水準をすでに満たしており、市場はこれまでのところ発行されたTLAC債を問題なく吸収してきた。TLAC要件は、経営破綻に直面している銀行が、損失を吸収するために十分なエクイティ及び負債手段を有することを確保し、また、破綻処理時において納税者による負担なしに資本を再構築するためのものである。先進地域のG-SIBは、すでに2019年の経過的な最低所要水準を満たしているうえ、2022年に発効する最終的な最低所要水準の達成に向けて順調に進んでいる。G-SIBのほとんどのTLAC債は、償還を控えたTLAC非適格債務をリファイナンスするために発行され、市場は、TLAC実施フェーズの市場環境が比較的良好であったことを背景に、こうしたTLAC債の発行を問題なく吸収してきた。グローバルなTLAC最低所要水準はG-SIBのみに適用されるが、一部の法域では国内のシステム上重要な銀行（D-SIB）やその他の銀行に対しても同様の損失吸収要件を課している。

破綻処理制度に対する信頼度：市場価格と信用格付からのエビデンス

SIBの調達コストの優位性は、TBTF改革の実施後低下しているものの、少なくとも2007～2008年の危機以前と同程度の高さにとどまっている。試算によれば、SIBの調達コストの優位性は、因果関係があると解釈すべきではないものの、2012年から改革が実施されて以降に低下している。しかし、平均的な調達上の優位性は、（歪みが生じていた可能性がある）危機以前の水準を大幅に下回るころまでは低下していない。なお、調達コストの優位性は、破綻処理改革の実施がより完全な形で行われている法域において、より低い傾向にある。

構造上劣後している債務の価格や信用格付の推移は、破綻処理がより信頼できるものになったと市場参加者が見ていることを示唆している。銀行債務とクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドは、持株会社が発行した債務はその事業子会社が発行したものよりもリスクが高いと市場参加者が見ていることを示唆している。これは、持株会社が、事業子会社の外部債権者による損失負担なしに、ベイルインされるという期待と整合的である。加えて、改革の実施後、持株会社にはその主要子会社よりも低い格付が付与されている。

市場の規律は改善したように見える。SIBの（期待デフォルト頻度によって計測される）リスクに対するCDSの価格の感応度は、2007～2008年の危機以降上昇した。また、TLAC適格債務のイールドは、TLACに優先する類似の債務のイールドを上回っており、このイールドの差はリスクのより高い銀行についてより大きくなっている。これは、投資家がG-SIBの破綻リスクと潜在的なベイルインを少なくとも部分的にプライシングに反映させていることを示唆している。

信用格付会社はいくつかの法域について公的支援の想定を取り下げた。当該法域についての格付会社のベースケースは、ベイルアウトの可能性を排除はしないものの、経営破綻に直面しているSIBの無担保債権者はベイルインされるというものである。格付会社は、国ごとの違いはあるものの、中東、ラテンアメリカ、及びアジアのほとんどの地域では、他の地域に比較してベイルアウトの可能性がより高いと見ている。

SIBの行動

銀行の財務の強靭性は、2007～2008年当時と比較して顕著に高まっている。資本と流動性は、G-SIB及びD-SIBに対する資本サーチャージを含む銀行規制改革（バーゼルⅢ）によって改善した。銀行のリスクアセット・ベースの自己資本比率及びレバレッジ比率は上昇し、SIBのこれらの比率は、低い水準からではあるものの、さらに大きく上昇している。加えて、バーゼルⅢ改革は規制資本の定義を大幅に厳格化し、損失吸収力を改善させた。銀行の予想デフォルトリスクは改革後の期間に低下している。

銀行の収益性は、資本やリスクテイクの変化を反映し、低下している。SIBの強靭性は高まった一方で、収益性はその他の銀行よりも低下しており、とりわけG-SIBで低下した。このことは、他の条件が同じであると仮定すれば、改革が成功し、SIBの資本が増加する一方で、政府によるSIBに対する（暗黙の）調達保証及びSIBのリスクテイクが縮小している場合に期待される結果である。また、一部の市場における低い収益性は、市場からの退出が不十分であることを反映している可能性もあり、この不十分な退出は、破綻処理制度改革が対処するよう設計されている問題である。

G-SIBの自己資本比率はより大きく上昇したが、これに伴ってG-SIBのバランスシートの構造が他の銀行と比べて大きく変化したわけではない。具体的には、総資産対比でみたG-SIBの貸出が、銀行システム全体の貸出と異なる動きを示しているわけではない。流動資産、劣後債務、ホールセール調達といった他のバランスシート項目をみても、G-SIBとその他の銀行の間に大きな違いは見られない。一方、2000年代初頭以降、G-SIB間の資産構成の類似性は徐々に増してきた。しかし、係る傾向をTBTF改革に明確に結びつけることはできない。実際のところ、より多くの破綻処理改革を実施した法域では、G-SIB間の類似性はより小さい。

G-SIBは引き続き複雑である。平均的なG-SIBは依然として40を超える法域に1,000以上の子会社を有している。複雑なグループは、経営、監督、破綻処理が困難である可能性がある。グループの構造や、ビジネスラインの数、各ビジネスラインのリーガル・エンティティーとの対応関係といった要因に加え、グループ内における相互依存性も複雑性に影響を及ぼす。

D-SIBは多様性に富んでいる。D-SIBに指定された（G-SIBを除く）銀行の数は2013年の11から、2018年には132に増加した。D-SIBが存在する各FSBメンバー法域におい

て、D-SIBは、国内銀行システムの資産のうち大きな比重を占めており、国内市場のシェアは9%～79%となっている。FSB法域全体で見ると、最も大きいD-SIBは最も小さいD-SIBの約100倍に相当する。

D-SIB の自己資本比率は SIB 以外の銀行の資本比率よりも上昇している。しかし、その他のバランスシート項目については、D-SIB と SIB 以外の銀行の間に重要な違いはないように見える。

実効的な TBTF 改革は社会にネットの便益をもたらす。

規制の影響を解釈するうえでは、私的な費用・便益と社会的な費用・便益を区別する必要がある。例えば、資金調達上の暗黙の政府保証を縮小させることや、開示の拡充を求めることは、影響を受ける銀行には（私的な）コストと見做されても、社会にネットの便益をもたらす可能性がある。同時に、社会的な費用も生じ得る。より高い資本や TLAC の要件は、銀行の全体的な調達コストを押し上げる可能性がある。SIB がより高い貸出金利を課すことで、こうしたコストの増加の一部又は全てを借り手に転嫁するかもしれない。他の金融機関が代わりを務めることがなければ、投資や生産が減少してしまう可能性がある。

本評価では、社会的な費用と便益の観点から TBTF 改革を評価している。本評価では、TBTF 改革の社会的な便益は金融危機の確率と深刻度の低下であり、社会的な費用は貸出金利の上昇によって発生するという、シンプルな枠組みを用いて、社会的な費用と便益を推計した。保守的な仮定のもとで推計すると、社会的なネット便益はプラスとなった。この枠組みは、全てのタイプの社会的費用・便益を捕捉しているわけではない。このため、本評価は、銀行の競争、市場構造、相互連関性、債券価格の変化などの他の要因も考察した。

全体的に見て、TBTF 改革は社会にネットで大きな便益をもたらしていることを分析は示唆している。観察された変化からは、頑健性が向上したこと、調達コストは顕著には増加しなかったことのほか、市場規律が改善したことが示唆される。また、総貸出の減少やより大きな意図せざる金融市場の分断といった、潜在的な負の副作用は観察されなかった。SIB が縮小した業務には、他の金融サービス提供者が参入している。

SIB の国内シェアや市場集中度は低下している。SIB から他の金融機関へビジネスが移る動きは、予期された TBTF 改革の結果である。平均的には、SIB の国内シェアは低下しているものの、こうした傾向は法域や地域によって異なる。総じて、銀行の規模の分布には、引き続き大きな偏りが見られる。すなわち、ほとんどの国では、少数の規模が非常に大きい銀行と多数のより小さいないしは中規模な銀行が共存している。このため、大規模な金融機関に影響するショックは、全体的な結果に影響を及ぼし得る。

こうした市場構造の変化から、信用供給は大きく影響を受けていない。経済への資金供給は低下していない：TBTF 改革導入後、信用供給と国内総生産（GDP）は同程度の伸び率で増加している。G-SIB が GDP 対比で国内への信用供給を減らしていたとしても、他の銀行や金融機関がそれを補っている。

中央清算機関（CCP）の頑健性が従前に増して重要になっている。標準的な店頭デリバティブの清算集中義務により、SIB 間の直接的な相互エクスポージャーは、CCP に対するエクスポージャーに置き換わった。CCP へのエクスポージャーは少数のエンティティー、典型的には SIB に集中している。金融システムの安定の観点から、CCP は従前に増して重要にな

っている。このため、これまで（また、引き続き）CCPの頑健性の維持、再建手段の特定や破綻処理可能性の確保に向けて、多大な労力が費やされている。こうした取組みを継続し、CCPの破綻処理に関する作業を完了することが重要である。

市場ベースのシステミック・リスク指標は低下した。金融システム全体として資本が不足しているときに資本不足に陥る可能性のある銀行や、ディストレスや破綻が金融システムに多大な損失を与える可能性がある銀行は、システムに及ぼすリスクがより高いと考えられる。市場データに基づく指標によれば、システミック・リスクは、グローバル金融危機の期間を除けば、2000年から2019年にかけて概ね安定してきた。

2007～2008年の金融危機は、グローバルな金融の統合に向かう長期的なトレンドを鈍化させたが、こうしたトレンドを逆転させたわけではない。欧州以外の銀行によるクロスボーダーの貸出は拡大し続けた。クロスボーダーの連関性を表す指標は、金融危機初期にピークに達し、2008年に急落後、危機前又はそれ以上の水準に戻った。

本評価は、内部 TLAC が市場分断をもたらすとの仮説を裏付けることはできなかった。内部 TLAC は、秩序ある破綻処理を支えるほか、母国・ホスト当局間の連携を促すものである。FSBの基準では、ホスト当局は、自法域内の主要子会社グループに内部 TLACを課し、その水準調整係数を75%～90%の範囲で設定するよう要求している。市中から意見を募集した際、こうした内部 TLACの要求は市場分断をもたらし得るといった意見が一部に上がった。本評価はこうした主張を支持しない。むしろ、内部 TLACは秩序ある破綻処理を支え、母国・ホスト当局間の連携を促すものである。

引き続き取組みが必要な課題が残っている。

政策の設計は関連するグローバルな主体の任務であり、本評価は具体的な政策提言を行うものではない。しかし、対処すべきいくつかの課題が残っている。

破綻処理可能性への障壁が残っている。本評価は、SIBの破綻処理可能性をさらに改善し得るいくつかの分野を特定した。これらには、TLAC基準の実施、破綻処理時の資金調達メカニズム、破綻処理時の銀行資産のバリュエーション、業務継続性と金融市場インフラ（特にCCP）へのアクセスの継続性、クロスボーダーの協調が含まれる。

経営破綻に直面した銀行に対する公的支援は引き続き存在している。ここ数年で破綻処理が行われたSIBは3行のみである。しかし、破綻処理の枠組みが十分に発達している法域であっても、中小規模の銀行を支援するために公的資金が使われ続けている。これらの数少ない銀行破綻は、極めて異なる状況によって特徴づけられており、一般的な結論を見出すことは困難である。しかし、政府による支援が行われた事例はいくつかある。これは、破綻処理改革が最近実施されたものであることや、システムが未だ移行時期にあること、当局が特定の状況下では他の手段が適切であると判断したことを反映している可能性がある。また、政府による支援が、破綻処理制度が相対的に整備されていない一部の法域で行われ得ることは、破綻処理制度改革が完全に実施されることの必要性を示している。他のケースをみると、公的支援は主に、株主や（いくつかの事例では）低位債権者による損失吸収後、銀行の秩序だったリストラや清算を容易にした。

データの提供と利用可能性を改善し、また、現在の透明性のレベルの妥当性を検討する余地がある。改革が意図したとおりに機能するためには、市場参加者と当局が十分な情報を持つことが必要である。市場参加者は、破綻処理がどのように実行されるのかを理解し、リ

スクを評価したり価格に織り込んだりする能力が、情報の不足によって低減してしまう可能性があるとしている。ただし、透明性の向上はコストを伴わないわけではなく、また、本来は機密扱いであった情報が破綻処理時において悪影響をもたらす可能性もある。そうした点はあるものの、本報告書は、破綻処理の枠組みの運用、TLAC を含む SIB の破綻処理可能性、イベント発生後の破綻処理措置の詳細に関する情報開示を強化することで、改革への信頼度を高める機会があることを提言している。

当局、FSB、基準設定主体が利用できる情報についても、モニタリング及び評価能力の低下につながる課題がある可能性もある。このような例として、ベイルインが金融システムや経済に与える潜在的な影響を評価するために必要な、G-SIB が発行した TLAC の保有者に関する情報などが挙げられる。実効的な破綻処理を確実にするために必要な情報について、当局やグローバル主体は慎重に検討するべきである。

D-SIB に改革を適用するには、さらなるモニタリングが必要である。D-SIB は当然ながら経済的に重要であり、その多くはクロスボーダーで活動し、高い連関性をもつ。したがって、その頑健性が脅かされると、複数の法域の金融システムの安定性に影響が及ぶ可能性がある。それにもかかわらず、G-SIB と比較すると、D-SIB の特徴や適用される規制について、各国当局によって、また、国際レベルで公表されている情報は少ない。これらの金融機関に対する健全性上の施策を比較し、改革がどのように適用されているかを検証するためには、より多くの情報と分析を用いることが有用であると考えられ、本評価で構築された分析手法を活用することも可能である。

信用仲介機能のノンバンク金融機関へのシフトに起因するリスクについては、引き続き注視していく必要がある。ノンバンク金融機関が市場シェアを拡大したことに伴い、一部のリスクが銀行システムの外部に移っている。このようなシフトは、資金調達源の多様化につながるなどから、金融システムの安定性を高める可能性がある一方、金融システムの不安定化の原因となる可能性もある。本評価ではノンバンク金融機関に係る影響は検証されていない。しかし、銀行セクターに係る分析結果は、FSB や基準設定主体において、脆弱性を評価し、これに関連する金融システムの安定性のリスクに対処する政策提言を策定するための、継続的な取り組みが重要であることを補強するものとなっている。

以 上