

破綻金融機関処理：米国貯蓄貸付組合の経験

ハリス・デラス
ベザッド・ダイバ
ピーター・ガーバー

1. はじめに
 2. 貯蓄貸付組合の経営危機
 3. 規制当局の過ち
 4. 整理信託公社（Resolution Trust Corporation）
 5. 資産管理及び売却
 6. RTCの資金調達と破綻処理の経験
 7. 結論
- 補論

キーワード：RTC、FSLIC、S&L、貯蓄金融機関、金融機関救済

1. はじめに

1980年代に起こった、多くの米国貯蓄貸付組合（S&L）の蹉跌とその破綻処理の過程は、米国史上最大のコストを要した金融破綻処理であった。本論文は、米国 S&L の経営危機と米国規制当局による破綻処理の経験を概観したものである。主要論点は、規制当局による様々な破綻処理方式の有効性と、事後的にみると納税者の負担を増嵩させることになった規制当局の対応である。また、米国の経験は同様の銀行危機に直面している他の先進諸国にとっても有益な情報源である。なぜなら、金融イノベーションや自由化の進展により、各国の銀行業界は米国規制当局が過去15年間に直面したシステミックな問題に晒されているからである。

米国 S&L の経営危機は、二つの外生的な負のショックによって引き起こされ、増幅された。¹⁾ 第一は、1970年代後半の短期金利急騰によって、固定金利の抵当証券等から

本稿は、日本銀行金融研究所に海外客員研究員として滞在したピーター・ガーバー・ブラウン大学教授が提出した論文（96年2月最終改訂）の邦訳である（翻訳担当、日本銀行金融研究所研究第1課）。なお、原文は金融研究所英文ディスカッション・ペーパー96-E-22である。

1) 貯蓄金融機関業界は、S&Lと貯蓄銀行から成っており、両者はいずれも、短期間の事前通知で引き出し可能な出資預金（share deposit）を受入れ、長期の不動産貸出で運用していた。

構成される S&L ポートフォリオの運用利回り以上の水準に短期金利が上昇したことである。第二は、1987年から1990年の間に、不動産市場の低迷と S&L 自体のポートフォリオの質に関するその他の問題（例えばジャンク・ボンドの存在）の双方により、S&L が損失計上を余儀なくされたことである。²⁾

米国 S&L の資本水準に打撃を与えた外生的なショックは、明らかに他の先進諸国においても観察された。例えば、不動産市況の下落と貸倒れは、北欧3カ国（フィンランド、ノルウェー、スウェーデン）と日本において、最近の銀行を巡る問題の主要な原因になった。³⁾

より一般的には、1970年代後半以降の金利変動の拡大は、多くの先進諸国の銀行システムをより一層金利リスクに晒すことになった。こうした大幅な金利変動は、規則緩和や中央銀行による直接的な金利コントロール撤廃の流れを部分的に反映しているため、当面縮小しそうにない。さらに、金融イノベーションと直接金融の拡がり、銀行が半ば独占していた伝統的な業務、ひいては銀行の収益性をも侵食するであろう。

加えて以下で詳しく述べるように、米国の破綻処理の経験は他の先進諸国にとって重要なものである。なぜなら、銀行危機に伴う規制当局の対応の中で、納税者が負担する破綻処理コストを増嵩させうる事例を明らかにしているからである。特に、1980年代初に米国規制当局は破綻した S&L を素早く閉鎖しなかった。有形自己資本が既に毀損している状態にあった多くの S&L には過大なリスクをとろうとするインセンティブが働いた。均一でかつ過小な (underpriced) 預金保険料とリスク・ベースの自己資本規制がなかったことが、モラル・ハザードの問題を惹起した。すなわち、リスクの大きな投資がうまくいけば、S&L は資本の一部を回復する。失敗に終わっても預金保険基金がそのコストを負うことになる。高リスク資産への投資がうまくいかなかった S&L は多大な損失を被り、その額は S&L 業界全体で計上された損失額の数倍にも上るものであった。そして、この損失を結果的に納税者が負担することになったのである。

以下ではまず第2節で、米国 S&L 危機とその処理における背景を整理する。第3節では、政府の破綻処理コストを増大させた規制当局の対応を分析する。第4節は、1989年に採用された破綻処理政策と整理信託公社 (Resolution Trust Corporation、以下 RTC) による実際の処理政策の遂行について議論している。第5節では、RTC の資産管理と売却手法について概説する。第6節では、RTC による資金調達と破綻処理の経験について議論する。第7節は、結論である。

2) これらの問題は、1992年までは沈静化しなかった。しかしながら、貯蓄金融機関全体としてみれば、1991年には18.2億ドル、1992年には51.4億ドルの利益を計上した。

3) Goldstein and Folkerts-Landau [1993] を参照。

2. 貯蓄貸付組合の経営危機

1993年12月17日に整理信託公社完了法（RTC Completion Act）が成立し、財務省に対して S&L の破綻処理プロセスを完了するための最終的な183億ドルの RTC 向け支出が承認された。しかしながら、RTC が時限条項によって解散した1995年12月までに、承認された資金のうち46億ドルが支出されただけであった。これらの最終的な支出によって、S&L 破綻処理全体のコストは約1,450億ドル^{（訳注）}に達した。

比較のために、1981年末時点で、S&L の総資産は6,590億ドルであった。これらの資産を1993年価格で評価すると、簿価で1兆3,000億ドルに相当する。従って、1995年末までに、破綻処理の総コストは、1981年末時点における総資産の1993年価格表示額の約10%に達したことになる。⁴⁾

破綻処理コストの公式推計額は、年々、大きく変動しつつ、増嵩した。⁵⁾ 例えば1988年には、破綻処理コストの規模は、約1,200億ドルと予想されていた。後の議会予算局（Congressional Budget Office、以下 CBO）予測によれば破綻処理の最終的な総コストは、1990年価格で2,150億ドルとされた。⁶⁾ 1993年までに、推計額は1,500億ドル前後で落ち着き、その時点で RTC が S&L の中で最も資本の毀損した先を既に整理していたため、処理コストがそれ以上上振れすることはないと考えられた。最終的には、1993年の最終歳出予算はほとんど必要なかった訳である。

破綻した S&L の処理は、急速な業界再編成をもたらした。1980年から1995年末の間に1,600以上の S&L が、連邦当局によって閉鎖・解散させられた。⁷⁾ 1980年末時点において、連邦貯蓄貸付保険公社（Federal Saving and Loan Insurance Corporation、以下 FSLIC）による預金保険対象 S&L は、4,000近く存在したが、閉鎖先はその約40%にものぼった。破綻処理の多くは、1992年までに実行された。1993年の初めには84組合

訳注) 計数は筆者による推計値。本計数には S&L の破綻処理コストだけを含み、FDIC による貯蓄銀行・商業銀行の破綻処理コストは一切含まれていない。

4) 総コストは、推計値ではあるが、おそらく現在では、ほぼ最終的な値に近い。総コストは、過去複数年にわたる FSLIC と RTC による現金支出から構成されているため、支出の現在価値を計算する必要がある。例えば、FSLIC は、1989年に活動を中止するまでに170億ドルの支出を行っていたし、RTC は、支出の大半を1990、1991、1992年に行った。

5) 1988年以前には、300～600億ドルの範囲内であった。1988年末頃までに、政府は既に400億ドル以上を支出しており、米国会計検査院（General Accounting Office、以下 GAO）は、その後10年間で800億ドルの追加支出が必要であろうと予測していた。1990年の政府による総コスト推計によれば、1990年価格で1,300億ドルであるが、これは1988年の GAO による予測と整合的なものである。

6) CBO による上院銀行・住宅・都市問題委員会証言（1992年6月17日）を参照。

7) 1980年から1988年までの間に、FSLIC は922の S&L を整理した。1989年から1995年までに、RTC はさらに747の S&L を処分している。Kane [1989] 26頁、RTC [1995] 参照。

が、同年11月には64組合が財産保全人の管理下におかれていた。1993年初めには、更に約85組合が年内に破綻すると予想されていたほか、その他の100組合が厳しい財務困難に瀕していた。RTC はこれらのうち、1993年に27組合、1994年には64組合を処理し、1995年にはわずか3組合を処理しただけであった。もっとも S&L 危機の最終的な処理には、自発的な合併・吸収の継続や、政府当局による閉鎖を通じた更に大規模な業界再編成が必要であった。

1990年代初までに、米国 S&L 業界は、収益性に富み、自己資本が充実して長期的に営業継続が展望できるグループと、経営危機に陥っているグループに二分されていた。CBO が試算した S&L 資産の時価評価によると、1991年末時点で、営業可能な先はわずか1,300から1,500組合程度であり、S&L 危機が終結した段階ではこれらの先だけが S&L として生き残ると考えられていた。⁸⁾ 1994年末時点において、S&L 業界は、実際、1,755組合、総資産規模7,500億ドルと、1981年時点の実質資産総額の半分をわずかに上回るだけの規模となった。⁹⁾

上述の破綻処理コストは、1980年以降 S&L 業界全体に生じたネットの損失額の数倍に達する。S&L 全体としての損失は、1981年と1982年には、90億ドル以下であり、1987年から90年にかけては、総計で310億ドル以下であった。これら二期間以外では、業界全体では、ネットで利益をあげていたことを勘案すれば、1980年時点で営業していた S&L の約1/3を閉鎖するためのコスト（1,450億ドル）は、業界全体のネットでの損失額の4倍を超えていた。

S&L 業界が健全な先と経営危機に陥っている先とに二分されたことが、破綻処理コストが業界全体としての損失と比べて大きくなった一つの理由である。¹⁰⁾ 業界の二極分化は、金融革新によって多くの S&L が、小口預金やモーゲージ・ローン、小口融資といった伝統的業務分野における比較優位を喪失した結果である。さらに、追認的な規制環境によって助長された過度なリスク・テイキングが、高リスク貸出が報われた先とギャンブルに敗れた先とに大きく明暗を分けた。

最近の多くの研究が、事後的にみて、銀行と S&L 双方の破綻処理コストを増嵩させることになった過去10年の米国監督規制の特徴を検討している。これらの研究成果を踏まえて、次節では、S&L の破綻処理コストを増加させることになった規制当局の対応を三つの分野に分けて議論する。

8) CBO による上院銀行・住宅・都市問題委員会証言（1992年6月17日）を参照。

9) FDIC [1995] を参照。

10) 破綻処理コストが膨らんだもう一つの理由は、不正であろう。多くの状況証拠が、1980年代の S&L 経営者の多くが不正行為をはたらいていたことを示しているが、こうした不正行為が破綻処理コストをどの程度増嵩させたかは、明らかでない。

3. 規制当局の過ち

1980年代、S&L を巡る規制体系は連邦住宅貸付銀行理事会（Federal Home Loan Bank Board、以下 FHLBB）、FSLIC、12行の連邦住宅貸付銀行（Federal Home Loan Banks、以下 FHLBs）から成っていた。FHLBB は連邦免許 S&L への免許交付、規制、監督に従事するほか、FSLIC と FHLBs を監督した。FHLBs は S&L の資本拠出によって運営される、政府コントロール下にある銀行のネットワークである。FSLIC は S&L の預金を保証し、債務超過に陥った S&L の資産・負債管理にあたった。FHLBs は S&L を検査し、自らの起債による収入をもとに S&L に対し市場金利で融資を行うことを通じて流動性を供給した。

S&L 危機の兆候が現れ始めた1981年、FHLBB は既存の規制法令を弾力的に解釈し、数多くの債務超過に陥った先を閉鎖させないように図った。¹¹⁾ この延命政策は、1980年と1982年の銀行法、景気の回復、低金利によって、最終的には多くの S&L が債務超過から脱却するであろうとの見通しに基づいていた。また、FSLIC は債務超過に陥った S&L を全て閉鎖するために十分な資金を持っていなかったし、納税者に負担を強いるのは政治的に困難だと思われていた。延命政策は、経営危機に直面した S&L に業務を継続させ、より大きなポートフォリオ・リスクを抱える機会を与えてしまった。¹²⁾

S&L がより大きなリスクをとろうとするインセンティブは、1980年代初の自己資本規制や預金保険制度により、助長された。所要自己資本はリスクに応じて算出されたものではなく、しかも1980年代初には自己資本算定基準が緩和されてしまった。その上、FSLIC は、S&L に対し資産のリスクの程度に拘わらず一律1/12%の預金保険料率を課し、業界全体でポートフォリオ・リスクが急激に上昇したにもかかわらず、1985年になってようやく5/24%へ引き上げられるまで、保険料率は据え置かれたままであった。これに対し経営危機に直面した多くの S&L は、市場金利よりも高い預金金利を付利することを通じて、より多くの資金を獲得し、ジャンク・ボンドのようなハイリスク・ハイリターン資産に投資することになった。

預金保険制度や自己資本規制の改革のほかにも、過度なリスク・テイクに対する最適な当局の対応として、銀行監督の厳格化や、資産に対するモニタリングの綿密化が図られるべきであった。しかし、FHLBs にはモニタリングを強化するだけの職員、特

11) 実際、規制当局は、1988年まで大規模な破綻処理を実行に移さなかった。

12) FSLIC は実際のところ1980年から1988年の間に922の S&L を解散させ、特に、1983年には247、1983年から1987年にかけて297、1988年には233の S&L を解散させた。それでも、多くの債務超過先が残り、同公社は資本保証証書を振り出したり、その他の保証を付けた。こうした同公社の負債は自身の債務超過をそのまま反映したものであり、その額は1988年には約400億ドルにまで上った。Kane [1989a、b] を参照。

に S&L の検査官が不足していた。銀行監督が甘かったことは、S&L が1980年と1982年の銀行法により銀行検査官にとって査定が難かしい金融資産を扱えるようになっていただけに、致命的であった。¹³⁾ 特に、S&L は、ジャンク・ボンドや商業貸付、不動産への直接投資といった分野に投資範囲を拡大することを認可された。

上述のような延命政策や不十分なモニタリングといった当局の政策は、FSLIC が介入し始める前に、S&L の債務超過幅を膨張させてしまった。加えて、1980年代に採られた破綻処理方式は、S&L を承継した段階以降における預金保険基金の損失を増大させてしまった。以下では、まず、延命政策と不十分なモニタリングが生んだコストに関するいくつかの事実を要約した後、これらの破綻処理方式について論じることにする。

(1) 延命政策のコスト

1980年代初の延命政策は、債務超過に陥った S&L が、自己資本毀損状態から回復可能であろうとの見込みに立脚したものであった。この政策の下で持ち直した S&L もあったが、有形自己資本が完全に失われてしまった後も長期にわたって営業を継続した先もあった。例えば、CBO の推計では1981年には112の S&L が有形資産ベースの債務超過に陥っていた。^{14), 15)} 1982年までにはこれらの S&L のうち16組合が債務超過状態から脱却したが、一方で債務超過の S&L は415組合に増加していた。1991年6月の CBO 報告書発表時点で営業を継続しており、簿価でみると債務超過となっていなかった約345の S&L も、実は1980年代中のある時点から有形資産ベースでみれば債務超過となっていた。

しかし、これら345の S&L が債務超過状態から脱却する間に、他の1,600以上の S&L が閉鎖された。この時点で、その他300近くの S&L が政府の財産管理下に置かれるか、有形資本を簿価ベースで評価すると債務超過となったまま営業を続けていた。その上、債務超過状態を脱却した345組合のうち約70%は相変わらず深刻な経営危機に直面しており、CBO の予測によれば、結局のところ破綻する可能性が高いと考えられていた。

CBO による研究では、1980年から1991年までの間の1,130の S&L の破綻処理を検討し

13) 1980年の貯蓄金融機関に関する規制緩和および通貨管理法と、1982年のガーン・セントジャーメイン預金取扱金融機関法には複数の目的が掲げられていた。このうち、本稿との関連で重要なのは、(1) ディスインターミディエーションの流れを反転させるための預金金利上限撤廃、(2) 収益性回復に向けた S&L の投資能力拡充である。

14) 有形資産ベースの債務超過とはのれん代 (good will) を除いた銀行の資産価値が負債価値を下回った状態を指す。

15) CBO スタッフ・メモ「貯蓄金融機関危機における延命政策のコスト」(“The Cost of Forbearance During the Thrift Crisis”, June, 1991) 参照。

ている（但し1991年のデータは予測値に基づいている）。1980年から1990年の期間で見ると、簿価ベースで債務超過となってから閉鎖・破綻処理に至るまで平均38ヶ月かかったことが指摘されている。CBO は、この閉鎖・破綻処理の遅延によって、破綻処理コストは1990年価格評価で1,270億ドルと、2倍以上に膨れ上がったと推計している。一方、措置が遅れる間に自己資本を回復した S&L もあるが、これによる破綻処理コストの節約額は、約15億ドルと僅かなものに過ぎない。

第4節で検討するように、漸進的破綻処理に伴うコストを評価する標準的な方法は、債務超過額の増加率と資金調達コストとの比較である。CBO は、破綻した S&L を検討し、簿価ベースで債務超過になってから連邦監督当局により閉鎖・破綻処理されるまでの間に、実質的破綻処理コストは年平均37%増加したとしている。コストの年間上昇率は中央値で51%である。¹⁶⁾ これらの値は国債金利を大きく上回っているため、CBO の調査では、債務超過に陥った S&L の閉鎖に平均して38ヶ月かかっていることが破綻処理コストの規模を大幅に増大させていると結論づけている。しかし、これらの数字を解釈する際には注意が必要である。自己資本の悪化は、銀行経営者の行動や投資活動に起因することもあるが、例えば保有資産の不良化など既往資産の内容悪化によっても引き起こされる。破綻処理のタイミングを決定する際には前者のみが重要であるが、CBO の調査は、債務超過に陥った後の銀行経営上の過度なリスク・テイク行為が自己資本欠損を拡大させた主たる原因であったと指摘するにとどまり、これが実際どれだけ債務超過額を拡大させたかについては言及していない。

債務超過に陥った銀行を閉鎖するのが遅れたことが、商業銀行に対して預金保険を提供する政府機関（連邦預金保険公社、Federal Deposit Insurance Corporation、以下 FDIC）が被った損失の一因となったとの批判もなされている。FDIC 自身は FSLIC ほど批判の対象にはならなかったが、規制当局間の調整が不足していた点は批判されるべきであろう。特に、下院銀行委員会報告書は、連銀再割へのアクセスを有する経営困難に陥った金融機関に対する連銀貸出について調査した。¹⁷⁾ 報告書によれば、1985年1月から1991年5月までの間に連銀から特別融資（Extended Credit）を受けた先の90%が最終的に破綻に追い込まれている。さらに、この期間中、連銀は CAMEL レート 5（最下位ランク）の先へも定常的に信用供与を行っていた。¹⁸⁾

16) CBO が事後的に37%もしくは51%と推計した破綻処理コストの伸び率は、FSLIC が事前に推計した率を大幅に上回っていた。例えば、FSLIC は最後の活動年次となった1988年中に、債務超過に陥った S&L の債務超過額は年率約12%で増加すると予想している。

17) 米国下院銀行・財政・都市問題委員会「破綻金融機関に対する連銀貸出の分析」（“An Analysis of Federal Reserve Discount Window Loans to Failed Institutions”）、1991年6月。

18) CAMEL レート 5 の金融機関は、資本充足度、資産内容、経営、収益性、流動性という業況基準に照らして最も倒産確率が高いと判断された先である。

連銀貸出を受けた CAMEL レート 5 の金融機関は平均して10ヶ月から12ヶ月間営業を継続した。連銀貸出は安全資産による十全な担保設定がなされていたので、連銀は破綻に伴って損失を被ることはなかった。報告書は、連銀貸出が自立再建できない金融機関の閉鎖を遅らせ、最終的には FDIC によって負担される営利損失を結局のところ増大させたとしている。この批判への対応もあって、連銀は1991年に CAMEL レート 5 の先に対する貸出を停止した。

(2) モラルハザードに対する不十分な銀行検査

預金保険に関連したモラル・ハザード問題への対応策として、米国の規制体系においては、主として銀行監督が用いられた。多くの事例は、監督が緩に流れたことにより、S&L が過度なリスクをとったり、不正事件が発生したりした結果、破綻処理コストが膨らんだということを示している。しかし、この問題に関する最も興味深い体系的な研究は S&L ではなく銀行に焦点を当てたものであろう。¹⁹⁾ この研究は FDIC の1986年1月1日から1991年6月30日までの純損失—預金保険料を控除後の破綻処理コスト—を検証している。²⁰⁾ この間の純損失は124億ドルにも上っていた。本研究は破綻した銀行の規模別、監督機関別の純損失の内訳を示している。

それによれば、資産10億ドル未満の小規模銀行が純損失の75%を占めている。この小規模銀行のシェアは不相応に大きい。つまり、これらの銀行は破綻した全ての銀行の所有している資産の1/3以下の資産しか所有していないのである。小規模銀行の資産の少なくとも40%は毎年の連邦・州監督当局による実地検査の対象とはなっていなかった。逆に、資産10億ドル以上の大規模銀行は、その資産の90%以上が毎年の実地検査の対象となっているが、これらの大規模銀行の純損失は小さい。つまり、大規模銀行は（破綻した全ての銀行の）総資産の2/3以上を保有しているにもかかわらず、純損失の25%を占めているに過ぎない。これらの事実、定期的な実地検査が預金保険基金の純損失を抑えるのに有効であることを示しているとこの研究は評価している。

同様の証拠は監督機関別の純損失の分析からも見て取れる。他の連邦規制当局と比べると、全国銀行を監督することになっている通貨監督局（Office of the Comptroller of the Currency、以下 OCC）は、1986年以来、定期的で包括的な実地検査にはあまり重きをおいてこなかった。その結果、この研究によれば、OCC の規制下にあった銀行の純損失は1986年以来、預金保険基金の純損失の73%を占めるに至っている。その上、OCC の規制下にある小規模銀行は、小規模銀行全体の総資産の35%を数えるに過ぎないのに、倒産した全ての小規模銀行の純損失の53%を占めている。さらに顕

19) 下院銀行・金融・都市問題委員会に対するスタッフ報告書「銀行預金保険基金損失に関する分析」(“Analysis of Bank Deposit Insurance Fund Losses”)、1991年9月。

20) 下院銀行委員会 [1991] を参照。

著なことに、OCC 規制下の大規模銀行の純損失は、大規模銀行全体の純損失の実に134%を占めていたのである。OCC 規制下の大規模銀行の純損失が大規模銀行全体の純損失を超えているのは、連邦準備制度理事会（以下、FRB）の規制下にある大規模銀行が預金保険基金に純益をもたらしていたからである。

OCC とは対照的に、FRB は自らの監督の下にある銀行に対する年に一度の包括的な実地検査の重要性を強調してきた。この研究のカバーした期間には、97%以上の資産がFRB の定期検査を受けていたのである。この間、FRB の規制下にあった銀行の総破綻処理コストはそれらの銀行が払い込んだ総預金保険料を10億ドル下回り、FDIC に純益をもたらしていたのである。本研究では FRB 監督下にある銀行の地域別分布などの要素については区別していないが、FRB の実績は定期的な実地検査が効果的であることを示すさらなる証拠であると解釈できよう。

(3) 破綻処理手続き

1988年以前の FSLIC の破綻処理方法の中には批判を浴びたものもあった。こうした手続きは、しばしば、債務超過に陥った S&L のうち資産内容の劣悪な先を、相対的に良好な先と抱き合わせにしたものであった。潜在的投資家は、どの S&L が売り出され、どのようにしてグループ分けされ、そして真の財務状態がどうなっているのかを知ることなく、それらのパッケージに対して入札価格を提示しなければならなかった。入札手続きはしばしば非競争的で、入札先の意向をも十分に汲んだ形での（customized）交渉や売却が幅をきかせていた。しかし、最も厳しい批判は、FSLIC による他の破綻処理方法のコスト見積もりが近視眼的にすぎたということに向けられた。

第4節で述べるように、破綻処理手続きに関する基本的な決定は清算するか、破綻した S&L の買収を支援するか、のいずれかである。典型的なケースでは、買収を支援したほうが清算するより破綻処理コストは少なくてすむだろう。というのは、清算してしまうと倒産した機関ののれん代（franchise value）まで払拭してしまうことになるからである。しかし、資金援助を伴う買収に対する入札手続きが競争的でなかったとすると、預金保険基金はのれん代を回収できないかもしれず、買い手に過度の資金支援を行ってしまうことになるかもしれない。

FSLIC は1980年代初めには、全ての債務超過に陥った S&L を閉鎖するのに十分な資金は持ち合わせていなかった。FSLIC の準備金は1982年に63億ドル、1983年に64億ドル、1984年に56億ドル、1985年に46億ドル、1986年に△63億ドル、1987年に△137億ドルと減少した。²¹⁾ FSLIC は営業を続けている金融機関からの僅かな保険料収入だけでや

21) Kane [1989b] を参照。

りくりしなければならなかった。ファイナンスの必要な実際の現金支出は1985年までは本格化しなかったが、1986年には現金支出は11億ドル、1987年には53億ドル、1988年には113億ドルにまで増加した。²²⁾ 1987年には議会は銀行競争条件平等化法 (Competitive Equality Banking Act) を通過させ、これによって、FSLIC は年間最大37.5億ドル、総額で108億ドルまで追加的な現金支出に対して借り入れができるようになった。FSLIC は資金調達公社 (Financing Corporation) と呼ばれる下部組織を設立したが、これは S&L 破綻処理にかかる資金調達をするために30年債を販売することだけを業とした。金利は営業中の S&L に対する定期的及び特別査定保険料によってまかなわれており、また元本は FHLBs が買い上げたゼロクーポン債によって担保されていた。²³⁾

資金不足のために、規制当局は債務超過に陥った S&L を清算したり、資産の大部分を FSLIC の下で管理することに消極的になってしまった。こうした消極性ゆえに、規制当局は、資金援助を伴う買収や規制上認められた自己資本を増やす資本保証手形 (“capital notes”) の注入といったことに過度に依存した訳である。こうした場当たりの措置の中には破綻した S&L の承継先に規制面での延命措置や資産保証、税制優遇措置などをふんだんに与えるという措置が含まれていた。²⁴⁾ これらの措置によって、破綻した金融機関の資産の大部分を買い取らせ、その結果、FSLIC の管理する資産残高を減らし、また預金保険基金の短期的資金需要も減らした訳である。

事実、1980年代の資金援助を伴う買収パッケージは、即座に発生する破綻処理コストを資本損失や収益維持の保証にともなう将来支出や税制上の恩典という間接的支出で代替するものであった。これらの偶発的で間接的な支出形態は政府支出のタイミン

22) CBO [1992] p.xiii を参照。

23) アメリカ貯蓄金融機関組合 [1989] 参照。資金調達公社債は、明示的には財務省の保証を受けている訳ではないし、また FSLIC への資金供給が、納税者負担による救済 (bailout) として国家債務に分類されないようにする目的で利用されたのであると Kane [1989b] は指摘している。1996年3月現在、資金調達公社債の残高はまだ86億ドルもあり、利払いのために、残った S&L がまだ特別査定を受ける必要があるかどうかを巡って論争が起こっている。というのは、S&L は預金100ドル当たり23ペーシス・ポイント (23セント) を新しい貯蓄組合保険基金の預金保険料として請求されているのに対して、競争相手である民間銀行は、独自の預金保険基金が保険金を完全に払い終わっており、しるしばかりの預金保険料を払っているに過ぎないからである。つまり S&L は競争上不利な立場に置かれているのである。このため健全な貯蓄金融機関は、民間銀行の預金保険に加入している系列銀行へ預金を速やかに移しているの、新しい貯蓄組合保険基金の預金保険料徴収のベースとなる預金量は急激に減少している。資金調達公社債の金利コストを負担するために、民間銀行にも保険料を払ってもらおうという試みもある。このため、1987年に一時的な損失補填のために用いられた資金調達方法が、継続的な損失を補填する必要から、9年後に復活したのである。New York Times、1996年3月20日、p.D2.を参照。

24) 我々の知る限り、逸失税収の総額は推計されていないが、1988年の「南西プラン」(Southwest Plan)とよばれるディールだけでも何十億ドルもの税制上の恩典が買い手に与えられた。

グや規模に関して不確実性を生みだし、FSLIC にとって清算と資金援助を伴う買収のコスト比較を一層困難なものにしたのである。

FHLBB・FSLIC 体制の下で行われた多くの資金援助を伴う買収による税収の減少は、のれん代の維持を通じた長期的にみた財政負担削減額を上回ってしまったと指摘する専門家もいる。後知恵ではあるが、S&L 破綻処理方法としては清算のほうがずっと低コストであったかもしれない。²⁵⁾ このように広く知られるようになった承継先にとっての税制優遇措置は俗に「二重取り」(“double dip”)と呼ばれている。つまり、S&L の買い手は純営業損金を計上したり、買収にかかった費用を自動的に控除できるなど節税対策としてこれらの税制優遇措置を利用でき、その上、FSLIC から得ている資金支援に対しても税金を払っている訳ではないからである。²⁶⁾

原則としては、S&L 買収が節税対策に用いられることは必ずしも政府の S&L 総破綻処理コストを増加させる訳ではないだろう。競争入札であれば、買い手はあらゆる税制優遇措置を考慮に入れて入札価格を決めるだろう。しかしながら、実際には、恐らく入札制度が十分競争的ではないために、税制優遇措置による「二重取り」が政府の総コストを上昇させたのだらうと一般には考えられているのである。

その上、多くのアナリストは FSLIC による破綻処理方法はモラル・ハザードと逆選
択問題を発生させてしまったと論じている。資本損失や収益維持に対する保証契約によって、承継先への大きなリスク移転が生じない仕組みとなっているので、承継先が自己の管理下にある資産の売却を遅らせるような強いインセンティブが働いたのである。税制優遇措置の結果、さながら S&L 入札において最高値を付ける人は破綻金融機関ののれん代や潜在的シナジー効果からではなくむしろ、優遇税制から最も恩恵を受ける人(会社)である可能性が高いという状況になってしまったのである。

FHLBB の政策、特に1988年の実績に対する事後的評価にあたっては、代替的な破綻処理方法に伴うコストを包括的に評価するアプローチ(“consolidated” approach)が必要である。²⁷⁾ この手法では、預金保険機関にとっての直接的な破綻処理コストという狭い問題のみを扱うことをやめて、代替的な破綻処理方法が政府債務の現在価値に与える総合的な影響について評価することを目的とした包括的アプローチをとる。大きな税制優遇措置や資産保証を伴った資金援助を伴う買収にかかる破綻処理コストを推計する際には、特に包括的アプローチが不可欠である。

25) Kormendi et al. [1989] を参照。

26) S&L の買い手の粗所得から FSLIC の資金支援分を控除することは、1981年の景気回復税法から始まった。1989年以前、およびそれ以後の関連税法の詳細については、ニューヨーク州法曹協会(税制部門、法人委員会)の“Report on Section 597 Proposed Regulations”(1992年12月)を参照。

27) Kormendi, et al. [1989] を参照。

1989年の大々的な米国銀行規制制度改革では、S&L 破綻処理コストを評価する際に包括的アプローチが採用された。²⁸⁾ 1989年の改革は、先に述べたように、FHLBB 体制の下での他の規制の「失敗」に対応することも企図していた。次節では1989年に採択された破綻処理政策と RTC によるその実用例について論じたい。

4. 整理信託公社 (Resolution Trust Corporation)

一時的には世界最大の金融機関となった RTC は、1989年8月に金融機関改革救済執行法 (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act、以下 FIRREA) に基づいて設立された。その機能は、破綻した S&L に対する財産保全人 (conservator)・破産管財人 (receiver) として FSLIC にとって替わることである。RTC は設立当初から、時限的な機構とされ、経営破綻に陥った S&L を閉鎖する役割を1993年9月まで賦与されており、それ以降その任務は FDIC に委譲される、とされていた。しかしながら RTC は1993年9月以前に経営を引き継いだ S&L の資産を管理し、売却する役割を1995年末まで続けることとなった。1995年以降、RTC 自体は解体され、解決されなかった問題は FDIC に承継された。

RTC の主たる任務は、納税者にとっての損失を最小化するように破綻 S&L を処分することである。それに加えて、RTC による資産処分は、地域の不動産・金融市場への影響を極力抑制する形で行われなければならなかった。そして、RTC は、低所得者層、中所得者層にとっても手の届くような価格で住宅を供給すること等、上記にあげた以外の目的にも注意を払う必要があった。

RTC はその S&L 破綻処理戦略を策定するに当たり、これまで用いられていた手法の欠陥を回避するよう試みた。RTC のプログラムはいくつかの新しい特徴を持っている。第一に、RTC の運営は、資産管理、資産売却、契約政策、競売手続き、マーケティングなどに関する詳細な指令書 (directives) とガイドラインに依拠している。²⁹⁾ RTC は、入札における匿名性を維持しつつ、あらゆる取引を標準化された手続きに従った公開競争入札によって行うこととした。一律に規定された手続きによる運営は、個別案件を取り扱う際の RTC による裁量を著しく制限することとなったが、これによって不正行為の可能性を低め、費用見積もりの透明性を高め、破綻処理プロセスを早めた。また、この手続きに則る運営により、投資家の参加も促進された。例え

28) 税制優遇措置に関しては、アメリカの立法府および規制当局者の現時点での目的は、S&L 買収にまつわる税制措置を完全に中立化することにある。この目標に関連した論点に関する議論については、ニューヨーク州法曹協会 [1992] を参照。

29) 組織上、運営上および資金上の巨大さのため、RTC は資産の鑑定、構成、管理、販売を民間の契約業者に委ねていた。

ば、全体の70%の案件（総売却資産の85%に相当）に対して二つ以上の応札があった。第二に、RTC はいっさいの規制上の猶予措置や税制上の特別措置を採用しなかった。第三に、RTC は資産取得から一年以内に売り戻す条件付きのオプション（売り戻し条件は資産により区々）を買い手に提供した。プット・オプションは RTC の直面するリスクを事前に決定された期間に限定したほか、事前の資産内容調査（due diligence、資産査定）の費用を低下させ、資産売却を早めた。最後に、これ以外の RTC の資産売却方法の特色の具体例として、「メニュー」に基づく入札方式（“menu” driven approach）があげられる。この入札方式は一つの S&L 全体ないしそのうち標準化された資産の一部に対して行うものであるほか、資産購入者の資金調達が進められ、広く宣伝も行われることとなった。

破綻処理に関する最も重要な論点は、規制措置実施のタイミングとその内容に関わるものである。この二つの要点——いつ実行するか、そして何を実行するか——は問題金融機関を取り扱うあらゆる段階において存在する。結果的にこれらは最終的な破綻処理費用を決定する上で重要な役割を果たす。以下では、介入する責任を負った RTC にとって採用しうる選択肢と直面する制約、および破綻処理のそれぞれの段階におけるそれぞれの行動に関してメリットとデメリットについて述べる。

(1) 介入・不介入の選択

1989年以来、貯蓄金融機関監督局（Office of Thrift Supervision、以下 OTS）は FHLBB に代わって、連邦・州免許の S&L とその持株会社の主たる規制当局となった。OTS は貯蓄金融機関の財務内容の健全性を評価し、RTC に破綻処理実行を提言する責任がある。貯蓄金融機関が簿価ベースでの債務超過になった時、規制当局には二つの選択肢がある。すなわち、速やかに行動するか、あるいは介入を遅らせるか、である。仮に監督機関が行動を起こすことを選択した場合、監督機関はどういった処理方法を選ぶかを決定しなくてはならない。

イ. 不介入の場合

破綻金融機関に対して行動を起こさないことが正当化されるのは次の二つのケースである。第一は、債務超過が一時的なものであり、従って回復可能な場合である。例えば、銀行の財務状態の悪化が修正可能な経営上の失敗によるものであったり、あるいは経済環境の好転に伴い消滅する循環的な要因による場合などである。なお、こうした状況の下で破綻金融機関を支援しないことが正当化されるには、S&L が高コストでの資金調達を行わざるを得ないといった深刻な資金制約に直面していないことが必要である。

第二は、預金保険基金が流動性制約に直面しており、規制当局が介入するための資

金が不足した状態にある場合である。行動を起こすことが望ましいかもしれないが、実行可能でない訳である。流動性問題は預金保険基金が必要な介入額に比較して限られていたり、FSLIC が経験したように、政府がその不足分を補填しない時生じる。ある時には、資金供与が不足するのは、問題の深刻さを過小評価したためという場合もある。あるいは、政治が原因の場合もある。破綻処理を行われないことから利益を受ける利益集団、例えば銀行経営者、株主、デフォルトした借り手、などと密接な関係にある政治家がこの問題を処理するための財政資金投入の立法化を妨げたり、遅らせたりする可能性がある。

ロ. 行動がとられた場合

規制当局は実際の介入方法を決定しなければならない。貯蓄金融機関の非閉鎖型支援（Open Thrift Assistance、以下 OTA）においては、破綻しかかっている貯蓄金融機関を生きながらえさせるために十分な資金が投入される。資金は S&L に対し1995年から預金保険を提供し始めた FDIC の貯蓄組合保険基金（Savings Association Insurance Fund、以下 SAIF）から調達されたかもしれない。逆に、資金を RTC から SAIF へ移転することによって支援資金を調達することもできよう。FDIC による銀行の非閉鎖型支援政策（Open Bank Assistance Policy）になぞらえて決定されたこの方法の目的は、S&L を再生させることで破綻処理資金を節約することにある。資金供給に加えて、他の規制措置も併せて実施される。

第二の介入方法は RTC による破綻貯蓄金融機関の接收であり、金融機関が自力再建する見込みがないと判断される場合とられる典型的な措置である。一旦、貯蓄金融機関が RTC の管理下に入ると、意思決定過程は破綻処理方法の選択に移る。

(2) 初期介入のタイミングの妥当性に関する評価

もし RTC の資源が、潜在的に再建可能な金融機関に投入する資金と、再建不能な債務超過金融機関を破綻処理する上で必要な資金との双方を賄うに十分であれば、介入戦略としてはもっぱら即刻行動することを重視することとなろう。しかしながら実際には、RTC 自身が流動性制約に直面しており、従ってその介入時期を資金調達に合わせるよう強いられていた。介入をするか、しないかの判断は現在介入することにより生じる費用と、行動を遅らせたことにともない生じる費用の期待現在価値の比較ならびに RTC の予算制約によって決定されたのである。現在行動がとられなければ、納税者にとって現時点における費用はゼロであるが、もし将来 S&L が再生しなかった場合には費用がかかるであろう。

介入しないことによる費用を正確に推定するためには、自己資本の悪化をもたらす

要因に関する知識が必要である。³⁰⁾ こうした要因は大抵目先の資金需要を満たすという目的から発生する貯蓄金融機関の非効率な行動から生じるものである。あるいは、問題貯蓄金融機関によってとられた特別な投資戦略の結果である。最も重要な具体例は以下のとおりである。³¹⁾

イ. 営業損失を補填するための不利な条件での借り入れ

資金繰りに窮した金融機関は、当面の金利支払いに当てる資金を調達するために、市場金利にプレミアムを加えた預金金利を提示することをしばしば余儀なくされてきた。こうした戦略は1980年代を通して用いられ、負債の過度な拡大をもたらした S&L 危機の深刻さに拍車をかけることになった。もし生じた負債に市場金利が支払われていれば純負債は増加しなかったのである。

ロ. 市場価格以下での資産売却

流動性を充足するために、問題 S&L は時価以下での資産売却を行うこともあろう。この方法によれば一時的に資金不足は改善されるが、純負債の割引現在価値は増加する。

ハ. 危険資産の購入

S&L は、その資産の危険度に応じて預金保険の保険料が徴求されない場合、より危険度の高いプロジェクトに出資する誘因があることが広く知られている。投資に対する期待収益率は資産のリスクと正の相関を持っているにも関わらず、S&L が負う費用はリスクに見合って変化しない。従って、預金保険が存在しない場合、あるいはリスクで調整されたプレミアムが預金保険から徴求される場合には負の期待収益しか産み出さないプロジェクトの期待収益率が、正になりかねない。ある投資が純資産の過度の悪化につながるかを判定する基準は単純である。期待純資産が過度に毀損されるのは、預金保険者への損失と営業費用を考慮に入れて計算した期待収益率が預金金利に見合わない時である。

30) RTC は、OTS によって破綻処理候補にあげられた各金融機関の負債の期待値を計算することによって、将来の破綻処理費用を推定した。一般に、RTC の費用推定額は負の自己資本、予想破綻処理日までの営業損失、資産売却にともなう損失の合計である。資産売却による損失は、現在破綻処理されていない S&L の優良貸出のうち1~5%が、RTC により吸収されるまでの期間に債務不履行となる、といった特定の前提に立って推計された。資産損失率は資産査定により決められており、資産内容の区分や地域により異なっていた。例えば、1~4世帯住宅ローンに対しては5~11%の損失率が、不履行となった商業貸出には53~77%の損失率が当てられる。この方法以外にも、RTC は FDIC と FSLIC の歴史的な経験に基づき資産損失率を算定していた。

31) Kormendi et al. [1989] をみよ。

規制当局は上述のような行動を金融機関がとることを制限し、過度に債務超過額が増加することを食い止めようと試みるかもしれない。しかしながら、例えば市場金利以上の金利で借入を行うといった、上述の行動のいくつかを単純に禁止することは、金融支援を含む付加的救援手段なしでは実行できない。金融機関が流動性を充足するため、市場金利に加えてプレミアムを支払って借入をすることによりバランスシートの過度な拡大が生じていたり、資産の投げ売りを行っている場合、必要な資金調達が許されない先は閉鎖を余儀なくされよう。もし規制当局が破綻処理費用を最小化することを目的とし、また同時にこうした銀行を接收することも営業停止を命じることも望まないのであれば、選択肢は一つしかない。規制当局は貯蓄金融機関に低コストの資金を供給する OTA を行わなければならない。こうした状況の下では、OTA は、例え支援した金融機関が結局のところは閉鎖されそうであっても、全く介入しないよりもましである。預金保険制度の下では、政府の予想負債額は銀行預金金利と同率で増加する。この金利が公的資金の金利よりも高ければ、公的資金による救済の破綻処理費用は現在価値ベースでみて低くなる。

もし、負債増加が過大なリスク・テイクによるものであるなら、こうした行動を禁止する規制や直接経営に対して介入するのが規制当局の対応として望ましい。特定の行動を禁止することを必要としない他の負債増加の原因とは異なり、この場合は明示的な規制が必要となる。なぜなら、貯蓄金融機関の OTA 自体はハイリスクプロジェクトをファイナンスしようとする誘因を除去するものではないからである。

新たな規制体系下に移行した1992年に至っても、問題 S&L の数は依然として多かった。当時存在した1,885の S&L のうち、1992年末に200の S&L が OTS により問題先としてリストアップされた。問題先の数が前年より減少したのは、59の破綻金融機関が政府に接收され、77の金融機関が再生しリストからはずれたためである。しかしながら、不介入政策が成功したとの楽観的な結論を早急に導いてはならない。ほとんどの場合、金融機関が再生した原因は、1990年代初期のまれにみる大幅な利鞘である。1992年中、S&L の調達金利と貸出金利の差は3%ポイント以上となった。このような利鞘は長期的には維持できなかったため、多くの健全であった S&L がその後負の正味資産を抱える状態に陥り、1993年から1995年の間に破綻処理の対象となった。従って、現在成功を収めている限定的な介入政策をもって、金融機関の「自力再建」(“let them grow out of their problems”) 政策を正当化する論拠としてはならない。しかしながら、将来厳しい金融環境が予測されるからといって、直ちに介入を開始することが示唆されることにはならない。もし、問題金融機関が正の収益をあげているか、あるいは金利水準よりも緩やかな程度でしか損失が発生していないのであれば、介入を遅らすことにより、直ちに発生するコストはない。

(3) 介入手法

銀行監督当局は、支払不能に陥った S&L の救済に乗り出すことを決定すると、介入の手順と手法について、特定していく必要がある。S&L が体力を取り戻し、やがて自立していくことが見込める場合には、貯蓄金融機関の OTA を通じて資金を供給することができる。しかし、もし回復の見込みが全くたない場合には、その金融機関は破綻処理の対象とされる。破綻処理には、① RTC が当該金融機関を接収し、その破産管財人あるいは財産保全人の管理下に組み入れる方法と、②破綻処理促進プログラム (Accelerated Resolution Program、以下 ARP) に組入れて処分する方法、の二つがあった。

破産管財人の管理下におく場合には、S&L は入札に付されるまでもなく、直ちに清算された。財産保全人の管理下に組み入れる場合は、S&L は活動に必要とされる資金を受け取り、RTC により任命された機関の管理下に置かれた。こうした手続きを経た後、破綻処理のプロセスが実行された。すなわち、まず、資産内容調査が遂行された後、S&L の規模を縮小し、そのリスク・エクスポージャーを減らすための手段が講じられ、それから入札プロセスが開始された。存続が許された S&L は、資産・負債管理の両面にわたって厳しい管理下に置かれた。

ARP は、S&L の営業を継続させ、RTC の管理下に置く以前に入札に付されることを除けば、財産保全人の管理下におく方法と酷似している。入札実施期間中、OTS は S&L の活動を密接にモニターしていた。そして買い手が見つかり次第、S&L は閉鎖され売却された。

イ. 貯蓄金融機関の非閉鎖型支援 (OTA)

貯蓄金融機関の破綻処理は、時には、納税者の負担を最小にすることはできるが、副作用を持つ場合もある。第一に、銀行が一時的な債務超過に陥った場合には、もし政府が将来無条件に救済してくれるということをその銀行の経営者や株主が知っているとしたら、彼らは自分の銀行の支払能力を常に維持させようとするインセンティブをほとんど持たないであろう。RTC はこうした問題に対処するため、銀行経営者や株主が不当に利益を得ないような形で、OTA を実施しようと試みた。

第二の副作用は、OTA 資金が実質的には補助金であるため、経営内容の悪い S&L に対して競争上の優位性を与えてしまうことから生じる。援助を受けていない S&L が市場レートで預金・貸出競争をしていかなばならないのに対し、援助を受けた S&L は、政府から提供される低コスト資金で活動を拡大していくことができるかもしれない。このように、OTA は健全な金融機関の経営基盤を侵食してしまう可能性がある。

RTC は、経営危機に陥った金融機関を支援することに大きな抵抗を示した。支援を行うにあたっては、それが破綻処理コストを削減し、長期的な自立に繋がるという十

分な証拠を要求したのである。このため、結果的には、RTC による OTA は実施されることはなかった。

ロ. 破綻処理手法のタイプ

破綻した S&L の処理は、清算あるいは資金援助を伴う買収の形をとる。清算手段がとられる場合には、保険金支払（ペイオフ）あるいは他の銀行への預金移転のどちらかが行われる。付保対象預金のペイオフ（Insured Deposit Payoff）の場合には、RTC は預金者に直接付保預金の払戻しを行い、S&L の全ての資産を留保した。付保預金の移転（Insured Deposit Transfer、以下 IDT）の場合には、承継金融機関は、自分の帳簿上に破綻金融機関の付保預金の勘定を作り、それと引き替えに、承継した負債価値とのれん代に支払われるプレミアムとの差額に等しい現金を受け取った。

資金援助を伴う買収（資産・負債承継、以下 P&A）の場合には、承継金融機関は預金債務（全預金あるいは付保預金のみ）を承継し、S&L の資産の一部を購入する。承継金融機関に移転されなかった資産は、破産管理財団に組み込まれ別途入札に付されることになる。P&A は、関心のある承継金融機関に資産・負債両面にわたって与えられる入札の際の幾つかのオプションによって、幾通りかに分類される。入札におけるオプションについては、補論で詳述する。³²⁾

ハ. 破綻処理手法の最適選択

可能な破綻処理戦略としては、即時清算、即時売却、繰延清算（postponed liquidation）、繰延売却（postponed sale）が考え得る。このうち後の二つは、S&L が財産保全人として管理下においた後で実施される。最適な選択は、RTC における流動性制約の存在と、選択可能な戦略のコストの比較に基づいて決定された。

清算には、他の手段に比べ、一時的により多額の RTC 資金の支出が伴った。これは、清算により、付保預金の即時ペイオフが必要となる一方、資産売却からは直ちに収入が発生しないためである。S&L を即時に事業譲渡する場合には、RTC が承継金融機関に対し承継預金債務に見合う現金を提供する必要があるため、短期的なコストは高くなってしまった。にもかかわらず、承継金融機関は破綻した S&L の預金に対してプレミアムを支払うし、資産をある程度は購入したため、即時売却は清算という手段をとった場合ほどコストがかからなかった。

32) さらに、金融機関が解体オプション（break up option）をオファーされた場合、通常は、本店部分を対象とした中核支店取引（Core Branch transaction）と、その他の小規模支店を対象とした限定支店取引（Limited Branch transaction）の二つの取引からの選択が可能であった。

(イ) ケース 1 RTC が流動性制約に直面していない場合

流動性制約のない場合には、合併に付随して生じるコストの現在価値の推定額が破綻処理の最適な手法を選択するうえで唯一の決定要因となる。金融機関の営業権価値が合併の諸経費を補償するまでに至らないときは、S&L は清算されるべきである。³³⁾

清算を行うにあたっての最適なタイミングは、債務超過額の将来の予想パスに依存した。もし、RTC の運営コストを含む金融機関の負の正味資産が、政府にとっての借入金利と同じペースで増加している場合には、清算のタイミングは不確定となり、RTC にとっては、直ちに破産管財人の管理下におこうが先送りしようが、無差別となるはずであった。このような場合、もし、RTC にとって破綻処理の最終期限が存在したり、資産処分に規模の経済性が存在するようなケースでは、迅速な破綻処理が好まれたであろう。破産財団に組み入れた資産の運営と売却が、その残高が積み上がるにつれて困難になった場合には、破綻処理の先送りが好まれたであろう。一方、負の正味資産が金利よりも速いペースで増加していた場合には、迅速に破綻処理が行われなければならない。

もし、貯蓄金融機関ののれん代がかなり大きければ、その金融機関は ARP を通じて直ちに売却されるか、あるいは財産保全人の管理下において売却に備えることが可能であったはずである。この際には、財産保全人の管理下におくことによって、当該金融機関ののれん代が大きく損なわれるか否かということが、本来は決定要素となったであろう。実際は、金融機関が直ちに売却されたときでさえのれん代は急速に減価したため、ARP が導入されることとなった。このほか、RTC が直面した人材面での制約も重要な要素となった。単に RTC には多くの金融機関を同時に管理できるだけの数の専門職員が存在していなかったため、売却が促進されることになったのかもしれない。³⁴⁾

S&L を財産保全人の管理下におく方法は、慎重に売却の準備をすることによって、より大きな売却収入が得られる可能性がある場合に選好された。収入の拡大は以下の二つの理由によって生じるであろう。まず第一に、財産保全人の管理下におかれてい

33) しかしながら、S&L 売却取引の相互依存関係を考慮に入れたより一般的な観点からみた場合には、この自明な理屈にも例外が生じる。ある S&L を清算することによって売却に付される S&L の数を減らし、RTC が破綻処理を行っている他の S&L ののれん代価値を高めることはあり得ることであった。特に、経営破綻先が地域的に集中している場合にこの点は重要である。例えば、1993 年までに、全ての破綻処理のうち 20% 以上（全 653 件のうち 137 件）がテキサス州で起きたが、こうした場合には、単独では資産移転プレミアムが生じるような銀行でさえ「犠牲にする」ことは最適な選択であったかもしれない。このアプローチは、裁量的な所得移転効果を生じさせ得る。つまり、清算される S&L の債権者の犠牲のもとに、他の S&L ののれん代価値を高めることによって、後者の債権者は恩恵を受けることになるのである。

34) とりわけ、銀行経営を熟知し、RTC の施策と手続きを実行することができる職員の絶対数が不足していた。これは、RTC がその財産管理プログラムに何百もの S&L を抱えていたときには深刻な問題であった。

る間、資産内容調査が RTC と当該金融機関に関心を持つ入札者により行われた。売却前に破綻処理が行われる S&L の状態を綿密にみる機会によって、RTC は資産の市場価値をより正確に計算し、機械的な価格の過小評価を防ぐことが可能となった。同様に、入札参加者に広範な資産内容調査の機会を与えることによって、売却プロセスにおける買い手の関心を高めると同時に参加を促進し、入札価格を割引く形で織り込まれるリスク・プレミアムを引き下げることが可能になった。第二に、財産保全を行うことが、RTC が入札者の関心を高めるためにいくつかの破綻した S&L を統合し、それらを一つのパッケージとしてオファーすることを可能にしたのである。³⁵⁾

(ロ) ケース 2 RTC が流動性制約に直面している場合

RTC が流動性制約に直面した中で運営されていた場合には、介入手法を自由に選択することはできなかった。例えば、清算は実際に必要とされたよりもより控えめな形でしか行われなかったかもしれない。正味資産が金利水準以上のペースで悪化していたときでさえ、金融機関はより長期にわたって RTC の財産保全下にとどまっていたかもしれない。また、破産管財下にある資産処理のペースは、その後の処理に要する資金を調達する目的で加速されたかもしれない。売却手法もまた影響を受けていた。例えば、不動産の買い手に対する資金供給は行われなかったかもしれない。もし、こうしたことが現実になっていたとしたら、RTC の収入は低く抑えられ、かつ最終的な破綻処理コストはより大きなものとなり得たであろう。

RTC が直面していた主要な問題は、厳しい資源制約の下で、致命的に経営内容が悪く債務超過に陥っていた S&L 処理に向けた最適な優先順位決定方式をいかに設計するかということであった。初期段階においては、RTC は単純なルールに従っていた。閉鎖された全ての金融機関はまず、財産保全人の管理下に組み入れられた。その後、それらは、それぞれののれん代や規模、立地場所、営業損失の割合、さらには財産保全下に置かれていた時間を勘案して破綻処理の優先順位が決められた。そして、その優先順位を反映した順番で入札に付されていたのである。

処理を行う順番を決定するうえで重要な要素は、正味資産の悪化ペースであった。興味深いことに、その金融機関の正味資産の悪化ペースが相対的にみて速くない場合

35) 最後に、破綻処理の手法は預金者の階層ごとに異なった影響を与え得る。例えば、付保対象とされていない預金者は、S&L が清算されると損失を被るが、全預金の売却を含む資金援助を伴う買収の場合には、損失を免れることができるかもしれない。入札額を評価するうえで、法律により RTC は納税者に対するコストを最小に抑える預金売却手法を選択することが求められていた。もっとも、閉鎖された S&L における付保対象とされていない預金の割合は約0.4%ということをお勧めすると、この問題は実際上重要ではなかった。また、入札者は全預金向けと付保対象預金向けについて別々に入札を行うことが許されていたことから、コストを最小にする取引を選択することは難しいことではなかった。

には、例え買い手が強い興味を示そうとも、RTC は金融機関を売りに出さなかった。後には、この優先順位決定方式はより弾力的なものとなっていった。ARP によって、RTC は債務超過額の増加スピードとは関係なく、破綻する可能性が高かつ市場で売却可能な S&L を売却しようと試みた。同様のアプローチは財産保全人の管理下にある S&L を売却する際にも踏襲された。

こうした S&L 売却の優先順位決定方式の変更に当たっては、直ちに売却することによって金融機関ののれん代価値を保持し納税者の負担を抑える、という正当化が主としてなされてきた。しかしながら、もし、破綻処理コストを、他の用途を差し置いて限られた資源を割り当てる際の規準とするならば、RTC はのれん代価値の悪化率だけでなく純資産の悪化率をも考慮に入れなければならなかったのである。

5. 資産管理及び売却

RTC には、コストを最小化し、効率的に資産処分を行うという目的に加え、地域不動産市場と金融市場への影響を最小化するような資産売却の仕組みと時期を設定することが期待されていた。しかしながら、これらの目的は、お互いに両立し得るものではなかったため、RTC は受容可能な妥協点を見出さなければならなかった。以下では、RTC の資産管理・売却プログラムの主な構成要素について検討する。ポイントになるのは、資産売却方法の違いが資産処分スピードや RTC の収入及びリスク・エクスポージャーにもたらすインプリケーション、および地域市場への悪影響といった点である。

RTC の『資産管理・処分に関するマニュアル』(*Asset Management and Disposition Manual*) と『契約政策・手続きに関するマニュアル』(*Contract Policies and Procedures Manual*) は、委託先民間専門家を対象に書かれたものであり、破綻した S&L の資産管理・処分に関する詳細な手続きを定めている。迅速な売却が期待されている元利払い継続中の貸出といった稼働資産の管理は、RTC スタッフ、民間委託先のいずれでもできるとされた。一方、それ以外の不良資産の処理といった活動は、標準資産管理・処分契約 (Standard Asset Management and Disposition Agreement、以下 SAMDA) に基づいて、民間委託先により執行された。もっとも、われわれが以下で詳述する清算処理の後半段階においては、SAMDA プログラムを通じた最終投資家に対する売却 (retail sales) よりも、大口売却や証券化といった処理手段が多用されることとなった。

(1) SAMDA 契約

SAMDA に基づく契約業者は、プールされた不良資産の管理・処分を行うため、RTC に

よって雇用されている。従って、SAMDA プログラムは、稼働資産のために設計されたものではない。資産管理・処分実務の大半を民間の契約業者が担当しており、RTC スタッフの第一義的な任務は、こうした契約業者の活動を監視することのほか、その業績評価基準を設定することにあつた。SAMDA 契約のうち総手数料が5,000ドルを超えるものについては、例外的なケースを除き、予め決められた競争入札の手続きに則って発注先が決定されなかった。

入札の前に、RTC は販売・管理ポートフォリオをグルーピングした。その際、各資産ポートフォリオは、可能な限り、問題点や販売先の共通性といった、共通する管理上の要件をもった資産で構成された。また、RTC は、SAMDA でプールされている資産について、推定回収可能価値（Estimated Recovery Value、以下 ERV）等の資産に直接関係のある情報を提供した。SAMDA 契約希望者は、これらの情報に基づいて、資産の管理・処分方法に関する提案を RTC に提出することになる。SAMDA プールの当初の ERV は、落札者に対して一つのパフォーマンス目標を設定することとなった。しかしながら、契約業者の管理手数料は、時間とともに変化する ERV に比例する形で調整された。

1992年末のプログラム開始以降、SAMDA による売却額は119億ドルにのぼっている。1992年末時点で SAMDA 契約数は168件、契約先数は92であつた。これらの委託先は簿価ベースで192億ドルの資産を管理していた。しかし、1993年末までに SAMDA 契約数は70件、管理資産額も32億ドルに減少した。

(2) 資産売却

イ. 手法

RTC は、資産売却において、個別売却、ポートフォリオ売却、公開入札、非公開入札等、多様な手法を用いた。個別売却では、RTC は、通常、不動産一物件毎に予め決められた希望価格で最小限の期間、売りに出した。ポートフォリオ売却では、RTC は、より多くの買い手の興味を引きつけると同時に、単位処理コストを削減するよう様々な資産を一つにまとめた。ただし、この場合、グルーピングされた資産は、似通った特性のものとなりやすかったため、分散化によるリスク削減が図れなかったとの問題点があつた。その結果、小規模の売却に比べ大幅なディスカウントを招いたかもしれない。また、資産規模が大きいため、ポートフォリオ売却は、小口投資家から敬遠されやすかった。

公開入札は、RTC によって頻繁に利用された。その最大の利点は、大量の資産を同時に市場に出し、迅速に売却できることから、単位コストを抑制できることにある。

ロ. 資産に関するオプション取引

RTC 活動の初期においては、S&L 資産の主要な部分の購入を希望する者は、入札の前に詳細かつ長期にわたる「資産内容調査」を実施する必要があった。S&L 処分の手続きは、特に潜在的な入札参加者が多く、対象となる S&L の規模が大きいとき、非常に長い期間を要した。その結果、破綻処理手続きは大幅に遅れ、入札参加意欲を殺ぐことになった。しかしながら、こうしたプロセスを通じても大口の資産に対して買い手がつくということもなかった。

こうした売却前の詳細な「資産内容調査」の必要性をなくすため、RTC は、1990年春に売却政策を変更した。新しい売却プログラムにおける最大の特徴は、売却終了後における長期かつ広範にわたるプット／コール・オプションを認めたことにある。新しい売却政策は、主に大規模な S&L に対する P&A 取引に適用された。典型的には、現金、投資適格証券、1～4 世帯住宅の第一順位モーゲージ・ローン、複数世帯住宅モーゲージ・ローン、消費者ローンは閉鎖日に買い手によって取得された。買い手には、購入した大部分の資産についてプット・オプションが、また購入しなかった資産については独占的コール・オプション (exclusive call option) が付された。³⁶⁾ こうした売戻条項は、資産の分類によって異なるが、一般には、最初の売却時点から一年以内について認められていた。プット・オプションの権利行使価格または買戻価格は、取引価格に金利分を上乗せしたものである一方、コール・オプションについては、評価価格を割り引いたものとされた。例えば、返済遅延貸出は、鑑定書の発送から60日以内であれば、担保評価額の95%で購入することができた。

資産の売り切り処分を行えば、RTC はリスク・エクスポージャーを削減できた。しかしながら、買戻条項が存在する場合にはその限りではない。オプションの欠点は、資産売却完了後も長期間 RTC をリスクにさらし続けることであった。もっとも、プット・オプションは、結果的には、民間投資家に対する保険として機能し、売却収入を増加させることとなった。独占的コール・オプションの場合、RTC は他の投資家から好条件の提示を受けたとしても、オプション満期以前に対象資産を売却することはできなかった。

表1は、RTC 設立から1992年末までの、RTC による資産売却と買戻件数を示した。売却資産の33%が RTC に返戻されたほか、返戻率は債券の2.5%から不動産の75%までと資産の質に反比例している。

ハ. 証券化

RTC は、設立直後、破綻した S&L の保有していた2,000億ドルのモーゲージ・ローン

36) 詳細は補論を参照。

図表1 買い戻し

(単位百万ドル)

	総買却額 (グロス)	買い戻し額
証券	20,958	489
1～4世帯住宅向け モーゲージローン	28,855	13,394
その他のモーゲージローン	11,246	5,728
その他の貸出	6,437	3,097
REO	201	153
その他の資産	<u>1,344</u>	<u>801</u>
計	69,013	23,661

(出典) RTC Review

と300億ドルのその他貸出を承継した。そして、こうした資産を処分する様々な手段を有していた。³⁷⁾

(イ) モーゲージ・ローン債権の保有

モーゲージ・ローン債権を保有する場合のネットでみた収益は、債権から得られる収入から保有コストを差引いたものに等しい。保有コストには、債務不履行による損失、ローン・サービサーへの手数料支払い、モーゲージ・ローン債権取得のために調達した資金の金利支払いが含まれている。

この手法の最大の問題点は、RTC にとって破綻金融機関の資産に対して長期にわたる資金負担が生じることであった。このため、納税者を長期にわたってリスクにさらすことになった。これに加え、RTC は、できるだけ速やかに資産を処分することを目的として監視委員会 (Oversight Board) の指導下にある時限的な組織であった。FIRREA には、取得資産を迅速に処分するとの条項は明示的には存在しないが、S&L の破綻処理の追加的な目的として見なされていた。

(ロ) モーゲージ・ローン債権全体の売却

モーゲージローン債権全体の売却処分においては、RTC は信用リスクを承継する民間投資家に資産の所有権を移転した。買い手に対して RTC が提供した資産内容に関する情報の精度に対する再提示・保証条項があるため、RTC は、売却後も一時的に信用リスクの一部を抱え続けることになった。売却価格は、一般には、倒産の可能性があるため、モーゲージ・ローン残高よりも小さくなる。

37) 1991年6月のCBOスタッフ・メモを参照。

(ハ) 貸出の証券化

1991年の6月に RTC が初めて貸出の証券化取引を実施するまで、全貸出売却がモーゲージ・ローンの唯一の処分方法であった。³⁸⁾ それ以降、証券化取引は、最も有力な (primary and priority) 資産売却手段となった。一年間のうちに、RTC は、45回の証券化取引によって200億ドル相当のモーゲージ・ローン債権を売却した。

RTC は、1～4世帯住宅、変動金利ローンといった特定種類のモーゲージ・ローン債権をプールし、証券化を行った。資産プールは、これを担保としてパス・スルー証券を発行する投資信託に移転された。証券が市場で売り出されるとき、RTC はその一定割合の金額を準備金に担保として差し入れる。担保差し入れ額は、裏付けとなる資産の種類に依存し、これが発行証券の格付けを決定した。例えば、AA 格の1～4世帯住宅モーゲージ・ローンは13.05%、AAA 格の1～4世帯住宅モーゲージ・ローンは19.74%、そして AA 格の5世帯以上住宅モーゲージ・ローンは28.32%といった具合である。準備金の役割は、裏付け資産の返済不能や回収遅延から、証券購入者を保護することにある。準備金の創設は、格付け機関によって高い格付けを得るための条件として特に設定されたものであった。

(二) 選択肢となりうるローン売却手法の評価

RTC による裏付け資産の予想損失額は、十分な準備金を用意されていたため、証券購入者がほとんど信用リスクを負っていなかったことを示唆している。³⁹⁾ 証券化は、RTC がほとんどのリスクを負担していたため、実質的には持分権の売買とはなっていなかった。この結果、売り切り処分と証券化を通じた処分という選択肢を比較するには、この相違を調整する必要がある。もし RTC が両者が同じリスクを持つように準備金の持分を売却していれば、両者のパフォーマンスは容易に比較できたであろう。

報告されている証券化による収入は、一年目の処理では14億ドルであったが、これは準備金の損失見込み額を勘案していないため、過大評価されている。それでも、証券化のメリットとして、次のような議論をすることは可能である。すなわち、RTC が保有していた多くの資産は、不十分な監視・会計、不正な経営によって経営危機に陥った貯蓄金融機関から取得したものであるため、的確な証拠書類に欠けていた。ローンに関する記録が整理・修復される以前に売却されたならば、そのパフォーマンス

38) ここでの証券化は、非流動的な資産からの将来にわたる収益フローに対する請求権を反映した市場性の資産または証券を創出することを意味する。民間金融仲介機関は、資金コストの削減と信用リスクの分散化のために、証券化を広範囲に利用した。

39) RTC では、準備金の約20%が裏付け資産の損失を補填するために利用されると試算している。Resolution Trust Reporter によると、民間では、準備金の1/3から半分程度の損失が生じると予想されている。

スには大きな不確実性が残るため、RTC は、売却価格の大幅な引き下げを余儀なくされたであろう。準備金によって保証された証券化による売却を行えば、資産の詳細が明らかになるまで市場への放出を見合わせる必要もないし、また、リスクに見合った、大幅なディスカウントによって売却する必要もない。準備金を通じて民間投資家に保証を与えるため、RTC は、より高い売却価格を要求した。⁴⁰⁾

予想収益の観点からは、ローン債権の証券化は、それを満期まで保有するよりも、望ましいものではなかった。もし RTC がモーゲージ・ローン債権を保有し、その資金を連邦資金調達銀行（Federal Financing Bank、以下 FFB）からの借り入れで賄ったとすると、資金調達コストは TB レートに8分の1%を上乗せしたものに等しかったであろう。また、その収益の流れは、モーゲージ・ローン債権からの収入に等しかったであろう。その一方で、もし、RTC がモーゲージ・ローン債権を証券化し、準備金を設けたとすると、RTC は債権保有を証券購入者からの借り入れで賄うとの形になる。貸出金利は、通常、FFB に支払われる金利よりも100ベース・ポイント程度高い。証券化は、準備金が部分的なものであるため、債権保有に比べ RTC のリスク・エクスポージャーを抑制できる。しかしながら、こうした保険の仕組みは、かつて例のないような債務不履行の波が生じた場合にのみ有利となる。

二. 売り手の資金調達、キャッシュ・フロー・モーゲージ・ローン債権

買い手の興味を引くため、RTC は住宅、商業用、土地等の不動産に対する資金調達手段を提供した。モーゲージ・ローン債権は、通常、やや短期間のものが多く（5～7年程度）、金利は市場レート並みである。適格住宅処分プログラムをのぞき、最低取引規模として10万ドルが必要であった。

特に注目されるのは、主として最も売却が困難であった不動産ポートフォリオに関するキャッシュ・フロー・モーゲージである。この仕組みでは、出資者が前払金を支払い、取得した資産の維持・改修を目的とするエスクロー勘定を創設し、物件からの収入によって貸付を回収した。元利金支払いは、収入が資産の管理・維持に必要なコストを超える部分によって賄われる。出資者は、20%に相当する持分を要求されるが、現実の RTC に対する現金支払は5%程度にとどまり、残りはエスクロー勘定に預託された。これらの資産の低い市場性を念頭において、RTC は、「非カスタムメイド化、個別交渉なし」との売却政策を放棄した。

キャッシュ・フロー・モーゲージは、次の二つの理由から激しい批判を浴びた。第一に、実際に行われた RTC への前払金支払いは極めて少額であった。しかしながら、多くの物件は、相当程度の資本投下を行わないと、稼働資産に転化できないもので

40) 納税者が民間投資家よりもリスク回避的でないとすれば、その経済厚生は改善することになる。

あった。さらに、投資家の持分は、RTC に対する前払金支払でも、エスクロー勘定への資金預託でも同一であり、従って、物件管理に対するインセンティブも同じ程度である。第二に、条件付き支払いは、RTC に新たな種類のリスクをもたらすことになった。

(3) 地域経済への影響

RTC の破綻処理が、地域の不動産市場に与えたインパクトを評価するためには、まず第一に RTC が地域経済に影響を与えるに十分なだけの資産を保有していたか、第二に、RTC の売却政策が、地域の不動産価格に及ぼすインパクトを最小化するように実施されたかということを考えなければならない。

S&L 危機が地域的に集中していたため、RTC は、確かに、ある特定の地域の不動産価格を下落させるだけの力を持っていた。例えば、Vandell and Riddiough [1990] が明らかにしたように、ダラス都市部のある地域では、RTC の所有不動産は、全土地ストックの1/3を占めていた。RTC の市場影響力は RTC が多大な影響を持つモーゲージ証券市場においてもみられた。

マーケティング戦略として、RTC は、資産売却のタイミング、量、方法、価格を a) 資産売却が特定の市場において、最大の収入を生むようにも設定できたし、また、b) 他の売り手に提示される価格がスパイラル的に暴落してしまうのを避けるようにも設定することができたはずであった。この二つの目的は、相容れないことがあり、その結果、売却パターンや収入にも違いが出てくる可能性があった。なぜなら、b) の場合は、RTC は自らの売却政策が他の市場参加者に与える影響という外部効果を考慮にいれなければならなかったからである。資産売却ペースは、RTC の有効性を議会に納得させるのに十分なだけ迅速でなければならなかったから、こうした矛盾は更に増幅されることになった。例えば、価格が下落傾向にある市場における資産を考えてみよう。ここで、a) の立場に立てば、ただちに売却することが、最適な戦略であるのに対し、b) の立場からは、これ以上の価格下落を回避するために、資産を市場に出さないことが最良の選択になるのである。

RTC は、市場へのインパクトを把握する一つの方法として、市場危機度指数 (index of market distress) を作成した。この指数は、ある特定地域における、①商業銀行と貯蓄金融機関が所有する不動産資産に占める RTC 保有不動産及び不動産ローンの比率、②建設許可書発行数の変化率、③商業建築許可書発行額の変化率、および④失業率に基づいている。しかしながら、RTC が実際の不動産売却戦略の立案に当たって、この指数をどのように活用したか、そして特に、上述の相矛盾する二つの目的をどの程度重視したかは明らかではなかった。数々の批判や状況証拠からすれば RTC の実際の売却戦略は可能なときは可能な限り売却するというもので、それは、a)、b) どちら

とも整合的ではなかったようである。しかしながら、資産のダンピングや「乱売」をしたという確固たる証拠も存在していない。

以下の(4)でも指摘するように、理論的には、市場評価額に近い水準に最低価格(price floors)を設定すれば、資産のダンピングは防ぐことができる。それにもかかわらず、最低価格は徐々に引下げられ、市場評価額から大幅に乖離してしまった。更に、こうした評価は非常に保守的であったため、評価額も低いものになってしまった。例えば、ダラスで南西プランの一環として処分された土地が評価額の120~130%の価格で売却されたという報告がある。⁴¹⁾

他の売却者に対して「不当に」マイナスの影響を与えたものとして、寛容な RTC 融資の提供があげられる。RTC は当初僅かな額のみを融資し、25%以上の前払いを要求することになっていたが、結局は寛容すぎる条件のもとでこの融資を乱用してしまったのである。

(4) 資産価格設定

RTC は、推定市場価格を基準に売却価格を設定した。組織化された市場で取引されている標準的な資産に関しては、直接市場価格を把握することは可能であったが、住宅ローンや不動産等といった他の資産の場合は、資産評価プロセス(Asset Valuation Review Process)を通じて価格が試算された。このプロセスでは、まず資産はいくつかのカテゴリーに分類され、各カテゴリーからサンプルが抽出される。そして、清算価値は、資産の特徴や、関連する売却事例から得られた情報をもとに推計された。⁴²⁾次に、サンプル資産における時価／簿価比率として計算される回収可能率を用いて、サンプルに含まれていなかった各カテゴリーの資産の市場価格が決定されたのである。

不動産の場合、RTC の売却価格設定政策は、ほとんど機械的(deterministic)で、推定市場価格の一定割合を最低価格とした。その割合は資産が、市場で売りに出されている期間により、初めの6ヶ月間は推定額の80%、次の12ヶ月は60%、そして次の6ヶ月は50%、と設定された。そして最初の2年間で売却が成立しなかった資産に関しては、新たな推定が行われた。

このような機械的な価格設定政策は、処分ペースを遅らせ、結果的に価格を下落さ

41) Vandell and Riddiough[1990]参照。

42) 資産価格の設定、管理、マーケティング、及び処分のプロセスにおいて非常に重要となるのは、広範な情報システムが存在することであった。RTC は、五つの資産管理システムを開発した。すなわち、証券ポートフォリオ管理システム、資産管理者システム、ローン及びその他の資産在庫システム、不動産管理システム、そして家具・備品・設備管理システムである。資産評価においてこれらのシステムに関して豊富な情報があることが、非常に重要であった。

せたとして批判された。なぜなら、おそらく投資家たちには、後まで待とうというインセンティブが働いたからである。このような状況は、もし投資家たちが結託していたとすれば起こり得たが、投資家の価格操作が行われていれば他のどんな価格設定方法にしても、こうしたダッチ方式による入札と同様の影響を受けたであろう。

(5) 回収可能率の推計

破産管財人の管理下にある資産の真の価値は、実際にそれが売却されるまでは判断できない。それにもかかわらず、RTC は、財務報告用の貸倒準備金の決定、資産処分戦略の策定、運転資本用の借入必要額見積もり、そして将来の破綻処理コストの規模および納税者への最終的なコスト負担等を試算するために、資産の回収可能率を推計した。このようなプロセスにおいては、回収率が過大推計されれば破綻処理コストが過小評価されることとなり、結果的には資金不足を招来することで破綻処理のペースを遅らせる可能性がある。逆に、悲観的な推計は、破綻処理コストを高水準に押上げる可能性があり、議会や国民の反対をもたらし引き金となって最適な破綻処理戦略に影響を及ぼしていたかもしれない。

RTC は、推定資産価格の80%までしか運転資本を借入れることが認められていなかったため、回収可能率の過小評価は、短期資金調達に支障をもたらしただかもしれない。さらに、不正確な回収可能率の推計は、公示最低売却価格（list reservation prices）が高すぎる場合は、資産売却の遅延に、低すぎる場合は、収入減につながったかもしれない。こうした推計のミスはいずれも、高い破綻処理コストを招く可能性があった。低い公示最低売却価格の設定はまた、資産の「ダンピング」をしているとして非難されかねないため、RTC を政治的に難しい立場に追い込む可能性もあった。

RTC のポートフォリオの大きさを考えると、各々の資産について回収可能率を算定することはあまり現実的なことではなかった。そのかわりに、RTC は、サンプル抽出にあたり標準的な統計手法を用いた。そして、個々の選ばれた資産につき回収可能率が計算され、この情報をもとに、サンプル内の異なる資産カテゴリーごとに加重平均した回収可能率を推計した。⁴³⁾ 例えば、1991年の回収可能率の推計は、不良化してい

43) 回収可能率を推計するプロセスは、資産毎に異なるものであった。処分時期が近い資産、つまり6ヶ月以内に売却が予定されている資産の回収可能率の推計は、その時の市場の情報や直近時の同様な RTC 資産売却事例を用いて行えるので、正式なキャッシュ・フロー分析を殆ど必要としない。処分時期が先の資産の回収可能率の算定は、法的抗争の解決や賠償といった準備過程の不確実性があるため、難しくなる。一般的に、資産評価は、破産管財人側による直近までの実際の類似資産の売却実績と、資産内容等の調査の際に集まった情報に基づいて行われた。そして、ひとたび、RTC で利用可能なデータから得られた資産価値情報を使って、ネットのキャッシュ・フローが推計・評価されると、予想される資産保有期間にわたって間接的なコストが計算された。これら二つの差額の割引現在価値を、簿価で割ることでその資産の回収可能率が算出された。現

ない1～4世帯住宅モーゲージ・ローンでは簿価の87%、返済遅延の消費者ローンでは61%、そして RTC 所有不動産では39%であった。それぞれのタイプのサンプルから得られた平均回収可能性が、当該資産タイプ全体の推計値とされた。

評価過程の成功は、サンプル資産と全資産双方について、資産の実際の売却額と推定額との差の程度によって判断された。GAO 報告⁴⁴⁾によれば、RTC は、開業当初一年は市場価格を過大評価していたかもしれないが、その後徐々にサンプリングと評価方法を改善し、より正確な推計を行っていた。⁴⁵⁾ RTC が資産サンプルに関し保有している資産売却データをみると、個々の資産サンプルの実際の回収率は、推計とほとんど変わらないものであった。⁴⁶⁾

6. RTC の資金調達と破綻処理の経験

(1) 資金調達

RTC 活動の資金調達にあたり、米国財務省にはいくつかの選択肢が存在した。一つの可能性として、S&L 破綻処理コストを賄うために十分な資金の調達を用途を問わずに恒久的に許可することができたであろう。この場合、資金源としては、国債発行によってリファイナンスされた財務省支出が考えられる。あるいは、RTC への政府からの支出と RTC による借入の双方を制限することで RTC に流動性制約の下で活動を行わせる方法も取り得たであろう。RTC 借り入れは、国債発行、RTC 債発行、あるいは RTC に代わって借入を行う他の連邦機関債の発行のいずれの方法によっても実現できたであろう。選択された方法は、議会による RTC のパフォーマンス評価に従って、財政資金の限定的かつ定期的な供与を行うとともに、以下の二つの機関を通じて、与信上限額までの借入を認めるというものであった。すなわち整理資金調達公社 (Resolution Funding Corporation、以下 REFCORP) が RTC のために借り入れを行う専門機関として

在価値推定のために用いた割引率は、資産のタイプによって異った。例えば、RTC のガイドラインによれば、頻繁に売買される不良化していない1～4世帯住宅モーゲージ・ローンに対しては、流通市場レートを用い、不良化していない商業貸付に対しては、プライムレートに200ベース・ポイントを上乗せした利率を用いることになっている。また、不良化した商業用不動産貸付には、10年物米国債残存期間一定指数 (constant maturity index) に600ベース・ポイントを加算した値を用いた。

44) 下院銀行・金融・都市問題委員会議長に対する GAO 報告書、「責務の限界：1990年3月31日における RTC の妥協」(“Obligations Limitation: Resolution Trust Corporation's Compliance as of March 31, 1990”、1990年7月)。

45) 1990年5月4日、RTC 経営陣は、推計された時価の70%以下の価格を容認することを考えていたと証言している。

46) 議会に対する GAO 報告、「財務監査：1990年 RTC 財務報告」(“Financial Audit: Resolution Trust Corporation's 1990 Financial Statements”、1991年11月)。

設立されたほか、FFB も資金提供を行った。⁴⁷⁾ RTC は、売却を計画している資産の市場評価価格の85%まで FFB から運転資金を借り入れることができた。

RTC は資金調達にあたり、財務省支出、管理財産の回収、財産保全人の管理下にある金融機関の預金、REFCORP または FFB からの借り入れ、という四つの方法に依存していた。設立から1995年11月まで、RTC は政府からネットで1,030億ドルの資金供与を受けている。その内訳は、500億ドルが FIRREA に基づく資金供与（301億ドルが REFCORP からの借入、188億ドルが財務省からの供与、12億ドルが FHLB からの支援）、410億ドルが1991年および1993年議会法によって認められた損失補填、115億ドルが FFB からの借り入れであった。⁴⁸⁾ RTC は、820億ドルを管理財産の回収から獲得している。

財務省からの資金は、1989年から1993年にかけて徐々に承認・供与されたにすぎなかった。RTC の資金調達に制約を加える最大の誘因は、議会に RTC の活動をコントロールする機会を与えようとすることにあった。しかしながら、この方法の欠点は、しばしば大幅な資金不足を招来したことであり、その結果破綻処理作業が次第に遅れていったことである。

財務省借入により RTC の運転資金を供給すべきでないとの主張を正当化する理由はあまりない。REFCORP 債、FFB 債は、同種国債よりも最高30ベース・ポイント高い金利を支払っており、従って、破綻処理活動のための最も低コストな資金調達手段ではなかった。

(2) RTC による実際の破綻処理経験

1989年から1995年末までの間、RTC は747の貯蓄金融機関の破綻処理を行った。⁴⁹⁾ 処理されたもののうち、銀行が433組合、他の貯蓄金融機関が222組合を吸収合併し、残りの92組合にペイオフが行われた。1995年1月までに RTC の管理下に組み入れられた資産のうち、27%が現金と証券、49%がモーゲージ・ローン、他のローンと不動産がそれぞれ7.5%程度であった。⁵⁰⁾ 1995年末までに RTC は、簿価価値4,560億ドルにのぼる取得

47) REFCORP は、その借入が財政赤字に算入されることを回避するための会計上の抜け道として設立された。この点については、CBO [1992年1月] 12頁を参照のこと。FSLIC の資金調達公社の場合と同様、REFCORP 債の元本は、FHLB による30年物ゼロ・クーポン債の購入によって担保された。財務省による直接的な元本保証がないため、財務省負債として計上されなかった。しかしながら、財務省は、利払いの保証は行っていた。

48) *RTC Review* Vol. IV, No. 2 [1993年2月]、8～9頁に基づく。

49) 1993年8月31日までに、閉鎖された S&L は670にまで増加し、1993年11月には、さらに64の金融機関が財産管理下におかれた。FDIC は、1993年9月に、破綻した S & L の処理業務を RTC から承継する予定であったが、1993年11月に成立した法律によって、議会は RTC による破綻処理業務を1995年上期まで延長した。

50) *RTC Review* 1995年7月号。

図表2 資産別回収率（創設から1995年まで）

（単位百万ドル）

	簿価	回収額	回収率
現金／証券	162.88	159.38	0.98
1～4世帯住宅向け モーゲージローン	111.45	107.03	0.96
その他のモーゲージローン	76.75	57.23	0.75
その他の貸出	35.16	30.92	0.88
不動産	30.94	17.03	0.55
その他の資産	38.66	23.73	0.61
総資産	455.84	395.31	0.87

（出典）RTC Review, 1995年12月

資産を処理し、3,950億ドルを回収、回収率は87%に達した。⁵¹⁾ 資産別の回収率は、表2に示したとおり、証券の98%、1～4世帯住宅モーゲージ・ローン債権の96%から、不動産の55%までにわたっている。1995年11月時点において、RTC が保有する未処分の資産は、100億ドル程度である。

747件の破綻処理のうち、497件は預金債務と一部の資産が売却される P&A の形を取り、⁵²⁾ さらに P&A のうち41件は、ARP によるものであった。また、158件は、承継先に対し、預金債務履行義務を承継することに見合った資金支払いが RTC から行われる IDT の形をとった。残りの92件は、付保対象預金のペイオフで、RTC が付保対象預金者に対し預金保険金を支払い、全資産を接収するというものであった。全体としてみれば、こうした方法で、主として証券と1～4世帯住宅モーゲージ・ローンからなる約21%の資産が承継先に移転された。買収先が預金債務を承継するために支払ったプレミアム（預金の価値と政府から買い手への支払の差）は、8万ドル以下のコア預金に対して、P&A の場合は2.45%、IDT の場合は0.67%であった。

7. 結論

金融部門の広範囲に及ぶ債務超過状態が発生したのは、先進諸国の中で、1980年代の米国が最初であった。1980年代後半には、他の先進工業国も同様の問題に直面し始めたのである。米国は既に破綻処理プロセスを終えているため、破綻処理プロセスに入ったばかりの国々には米国の経験が役に立つかもしれない。米国の経験が他の国々にとって役に立つかどうかを考える時に思い起こして欲しいのは、S&L 問題のように

51) RTC Review 1995年12月号。

52) RTC による Statistical Abstract 1995年8/9月号に基づく。

大規模なものであっても、米国金融システム全体の中ではほんの一部に影響を与えたに過ぎないということである。他の健全な金融機関が潜在的買い手として残っていたおかげで、金融機関や資産を清算することが出来たのである。銀行業や金融システム全体が影響を受けているような国々では、その利点にも拘わらず、清算自体が出来ないかもしれない。それでも、米国の S&L 危機の初めの頃は、S&L 業界が自力再建するように、急速な破綻処理策の実施を遅らせるような政策がとられていた。納税者にとってのコストが急増するに及んで、この政策は RTC の 6 ヶ年計画に基づいて債務超過に陥った S&L を速やかに清算するものにとって替わられたのである。銀行の債務超過が大きくなると、常に、破綻処理を遅らせる便益と速やかな破綻処理による便益のどちらが望ましいかという点に関して利害が対立するものである。

破綻処理策がひとたび決定されると、ただちに、だれが資金を調達し、破綻金融機関の資産を清算するかを決めなくてはならない。アメリカでは、破綻金融機関の資産を集めた一時的な「不良銀行」(“bad bank”)として RTC を作り、そこが清算処理に専念し、また、RTC の閉鎖時期を事前に決めて、資産清算のペースが自ずと決まってくるようにしたのである。このような破綻処理プロセスをたどろうとしている国々にとっては、RTC の経験が最も役に立つであろう。

補論：取引の種類

RTC は、資産、負債両サイドの組み合わせ方によって異なったタイプの P&A を実施した。^{A-1)}

(1) 資産売却のバリエーション

買い手が取得する可能性のある資産は、三つのグループに分けられる。第一のグループは、取引の一部として必ず取得されなければならないもので、投資適格証券や政府保証証券が含まれている。第二は、買い手に資産を選ぶ権利はあるが、価格は RTC によって事前に設定されるものである。これらの資産には様々な売戻し条件が付いているが、契約内容の開示義務 (representations) や保証 (warranties) 無しで売却される。例としては消費者ローン、住宅・非住宅モーゲージ・ローン、建設ローンが挙げられる。そして第三は、資産内容等の調査を経た、1~4世帯住宅第一順位モーゲージ・ローンのプールで、これは広範な告知義務 (extensive representations) ・保証付きで売却することができる。こうした資産の入札価格に制約はなかったが、RTC は提示した最低限度価格以下での入札は拒否することができた。

A-1) RTC Asset Management and Disposition Manual 参照。

(2) 取引の種類

RTC は数種類の P&A を用いた。最初の二つは、金融機関全体を売却するのに適用され、三番目は個々の支店、あるいはグループ化された支店の売却に、四番目はモーゲージ債権のみの売却に用いられた。

イ. 全貯蓄金融機関 P&A (Whole thrift P&A)

買い手は現金や高格付証券、種々の資産のプールを受け取った。これらの資産には売戻し権条項は付与されなかった。買い手はまた、固定資産に対する独占的オプションも取得した。

ロ. 標準的 P&A (Standard P&A)

種々の資産プールが購入要件ではなくオプションとして付与される点以外は、全貯蓄金融機関 P&A と同様。

ハ. 支店 P&A (Branch P&A)

標準 P&A と同様。ただし、貯蓄金融機関の支店に対してのみ適用され、本店には適用されない。

ニ. モーゲージ限定取引 (Mortgage only transaction)

入札者は、1～4世帯住宅第一順位モーゲージ・ローンのプールについてのみ入札できる。上述した他の取引と異なり、預金債務は購入されない。

(3) 預金へのオプション

全貯蓄金融機関 P&A および標準的 P&A では、買い手は全預金を承継するか、あるいは付保預金のみを承継するかというオプションを有する。支店 P&A では、全預金に対して入札を行わなければならない。これは、ある一つの金融機関の全ての預金者はどの支店においても平等に扱われるべきであるとの考えから生まれたものである。

以 上

[(デラス) ルーバン基督教大学教授
(ダイバ) ジョージタウン大学教授
(ガーバー) ブラウン大学教授]

【参考文献】

- Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, The United States House of Representatives, "An Analysis of Federal Reserve Discount Window Loans to Failed Institutions," Staff Report, Mimeo, June 11, 1991.
- , "Analysis of Bank Deposit Insurance Fund Losses," Staff Report, Mimeo, September 9, 1991.
- Congressional Budget Office, "The Cost of Forbearance During the Thrift Crisis," CBO Staff Memorandum, Mimeo, June 1991.
- , "Statement of Robert D. Reischauer, Director, Congressional Budget Office, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate," CBO Testimony, Mimeo, June 17, 1992.
- , "The Economic Effects of the Savings and Loan Crisis", January 1992.
- Federal Deposit Insurance Corporation, *Statistics on Banking* 1994, Washington: April, 1995.
- General Accounting Office, "Obligations Limitation: Resolution Trust Corporation's Compliance as of March 31, 1990," GAO Report to the Chairman, House Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, House of Representatives, July 1990.
- , "Financial Audit: Resolution Trust Corporation's 1990 Financial Statements," GAO Report to the Congress, October 1991.
- Goldstein, Morris and David Folkerts-Landau, *International Capital Markets Part II: Systemic Issues in International Finance*, World Economic and Financial Surveys, Washington, D.C.: International Monetary Fund, September 1993.
- Kane, Edward J., *The S&L Mess: How Did It Happen?* Washington: Urban Institute Press, 1989.
- Kormendi, Roger C., Victor L. Bernard, S. Craig Pirrong, and Edward A. Synder, *Crisis Resolution in the Thrift Industry: A Mid America Institute Report*, Boston: Kluwer, 1989.
- New York State Bar Association, Tax Section, Committee on Corporations, Report on Section 597 Proposed Regulations," Mimeo, December 1992.
- RTC Review*, Vol. VI, No. 7, (July, 1995); Vol. VI, No. 13, July 1995.
- RTC, *Statistical Abstract*, August/September 1995.
- Vandell, Kerry, and Timothy Riddiough "The Impact of RTC Dispositions on Local Housing and Real Estate Markets," *Housing Policy Debate*, Vol. 2, Issue 1, 1990