

金融機関の破綻処理における NCWO 原則について

— 欧州 (BRRD) の事例を中心に —

The NCWO principle for resolution of financial institutions  
in the case of BRRD in Europe

共立女子大学 ビジネス学部  
福澤恵二

Kyoritsu Women's University  
Keiji FUKUZAWA

### **Abstract**

The NCWO (No Creditor Worse Off) is a key principle for resolution that offers the protection of creditors whereby no creditor should incur greater losses than it would have incurred if the financial institution had been liquidated.

Valuation so called “valuation 3” is carried out to compare (i) the actual treatment that shareholders and creditors received in resolution and (ii) the hypothetical treatment that they would have received had the entity entered into liquidation under the normal insolvency regime.

Considering the fact that the protection of the property rights is one of the reasons why the NCWO principle is adopted in the BRRD, liquidation should not be the only reference scenario. The possible infringement of the property right would become more serious if national insolvency regimes in Europe are harmonized in such a way that options other than liquidation are available and used for financial institutions in light of financial stability.

キーワード: NCWO、BRRD、valuation、金融危機、破綻処理、清算価値保障原則

## 1. はじめに（NCWO 原則とは）

2008年に急拡大したグローバルな金融危機の経験を踏まえて、FSB<sup>1</sup>（金融安定理事会）は2011年にKey Attributes<sup>2</sup>（以下、「主要な特性」）を公表した。「主要な特性」は、金融システムの著しい混乱を回避しながら大規模な金融機関の破綻処理<sup>3</sup>（resolution）を可能にするための国際的な枠組みを示したものである。問題を抱えた金融機関に対して破綻処理が選択された場合には、後述するバイルイン、事業売却、ブリッジ金融機関、資産分離など破綻処理のために用意された特別な手法（ツール）を活用しながら、金融システムの安定性（重要な業務の継続性）に配慮した処理が行われる。

「主要な特性」の特徴の一つは、破綻処理に際して公的な資金を利用する前に株主および債権者に損失を負担させる（バイルイン<bail-in>）という原則を明示していることである。具体的には、金融機関の株式や債務を削減したり（結果として株主や債権者は権利を失う）、債務を株式に転換する権限を破綻処理当局が持つべきであると規定している。これは、欧米を中心に公的な資金によって金融機関が救済されたこと（バイルアウト<bail-out>）に対して強い批判が寄せられたことを踏まえた対応である。

一方で「主要な特性」は、破綻処理という当局（行政）による介入という選択肢がとられた結果として、金融機関の株主、債権者が「仮に通常の倒産法制のもとで清算されていれば受け取ったであろう金額」よりも少ない金額しか受け取れなかったのであれば、その差額を補償すべきという原則（No Creditor Worse Off：以下、NCWO）を示している<sup>4</sup>。つまり、①破綻処理の結果として実際に株主、債権者が得た金額と、②現実には選択されなかった清算シナリオに基づく仮想的な金額（推計値）が比較され、①<②の場合には差額が補償されるということである。

FSBによる「主要な特性」の公表後、各国、地域では法律の改正等を通じて「主要な特性」の提言を踏まえた破綻処理制度の整備が進められ、例えば、欧州ではEU域内共通の

---

<sup>1</sup> Financial Stability Board

<sup>2</sup> Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions（金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性）。2014年に一部改訂。

<sup>3</sup> 本稿では、特に断りがない限り、各国に固有の倒産法制（insolvency regime）に基づかない、破綻処理当局による特別な処理を指して破綻処理（resolution）という用語を用いる。

<sup>4</sup> 再建型の倒産手続きにおいて債権者が受け取る金額が清算時の価値を下回らないことを求める「清算価値保障原則」との比較については補論を参照。

破綻処理の枠組みである BRRD<sup>5</sup>（銀行再建・破綻処理指令）が制定されている。本稿では、欧州の事例（BRRD）に焦点を当てて NCWO の概要を整理したうえで実務的な課題について考察する。

## 2. FSB の「主要な特性」における NCWO

FSB が 2011 年に公表した「主要な特性」は「5. セーフガード（safeguard）」の中で NCWO を明示している。具体的には、「債権者は、少なくとも、適用される倒産法制のもとで当該金融機関の清算（liquidation）に際して受け取ったであろう額を受け取っていない場合には、補償を受ける権利を有するべきである」（5.2）と定めている。

その後、FSB は、IMF（国際通貨基金）の FSAP<sup>6</sup>（金融セクター評価プログラム）において銀行セクターの「主要な特性」の遵守状況を評価するための手法を示した「Assessment Methodology<sup>7</sup>」（以下、メソドロジー）を 2016 年 10 月に公表している。メソドロジーには評価のための基準（EC<sup>8</sup>：Essential Criteria）が定められており、債権者が NCWO に基づく補償への権利を持つことや、権利の行使方法を法的な枠組みによって明確化することが求められている（EC 5.3）。また、メソドロジーの脚注（EN：Explanatory Note）は、この基準を満たすための要素として、①補償の執行責任および支払いに対する財政的責任を負う主体や当局の指定、②補償の申請のための手続き、③補償金額および評価時点の決定のための透明なプロセス、④当該決定の検証および異議申し立てのための手続きなどをあげている（EN 5(b)）。

以上のとおり、NCWO は国際的な破綻処理の枠組みを定めた FSB の「主要な特性」に明示されているほか、その遵守状況を評価するためのメソドロジーにおいて、NCWO を制度的に担保するための各種手続きの整備が求められている。ただし、補償すべき金額の具体的な算定手法などについて、特段の基準やガイダンスは設けられていない。

---

<sup>5</sup> Bank Recovery and Resolution Directive

<sup>6</sup> Financial Sector Assessment Program

<sup>7</sup> Key Attributes Assessment Methodology for the Banking Sector

<sup>8</sup> メソドロジーにおいて、EC は、主要な特性の遵守を評価、格付けする際の唯一の要素として、また、EN は主要な特性および EC の解釈指針として位置づけられている。

### 3. 欧州における NCWO

#### 3-1. BRRD における NCWO の概要

欧州では、EU 域内共通の銀行破綻処理の枠組みである BRRD<sup>9</sup>が Chapter VII（セーフガード）において NCWO を定めている。具体的には、「株主および債権者が、通常の倒産手続き<sup>10</sup>のもとで清算された場合（in a winding up under normal insolvency proceedings）に負担したであろうよりも大きな損失を負担したと評価される場合には、差額の支払いを受ける権利を有する」（75 条）と定められている<sup>11</sup>。

このように、NCWO に関する BRRD の規定は FSB の「主要な特性」と整合的であるが<sup>12</sup>、欧州における NCWO 導入の背景には、国際的な枠組みである「主要な特性」への準拠に加えて、財産権（property right）への対応という側面がある<sup>13</sup>。財産権に関して、欧州の基本権憲章 17 条は、①公益（public interest）がある場合を除いて財産権は侵害されないほか、②仮に侵害によって損失が生じた場合には公正な補償（fair compensation）がなされるべきことを定めている。これに対して BRRD では、①破綻処理を開始するための 3 つの要件<sup>14</sup>の 1 つとして「公益の観点から破綻処理が必要であること」を求めると同時に、②セーフガードとして NCWO を用意することで、破綻処理プロセスにおけるペイルイン等によって株主や債権者に生じ得る財産権の問題をクリアする構造になっている。

---

<sup>9</sup> 重要性の観点から ECB（欧州中央銀行）が直接監督する銀行の場合、SRMR（Single Resolution Mechanism Regulation）に基づいて破綻処理が行われるが、BRRD と SRMR は破綻処理制度についてほぼ同様の内容を定めているため、特に明示しない限り、以下は BRRD における記述を前提とする。

<sup>10</sup> 債務者の一部または全部の資産処分と、清算人または管理人が任命される集団的倒産手続き（BRRD 2 条 1（47））。

<sup>11</sup> このほか、破綻処理の一般原則を定めた 34 条 1(g)においても、73～75 条のセーフガードに従って NCWO を遵守することが求められている。

<sup>12</sup> 本稿では、主要な特性および BRRD で使われている winding-up および liquidation という 2 つの用語を同義（訳語としては清算）として扱う。

<sup>13</sup> EBA（2019）などを参照。

<sup>14</sup> BRRD は、破綻処理を開始するために次の 3 つの要件がすべて満たされることを求めている（32 条(1)）。①金融機関が破綻している、または破綻するおそれがある、②民間セクターの代替的な措置または監督上の措置では、合理的な期間内に金融機関の破綻を回避できる合理的な見込みがない、③破綻処理の措置が公益の観点から必要である。

### 3-2. BRRD における NCWO のための評価 (valuation 3)

#### (BRRD における評価の概要)

NCWO のもとでは、①破綻処理の結果として実際に株主、債権者が得た金額と、②各国の倒産法制下で清算された場合に株主、債権者が得たと考えられる仮想的な金額が比較され、①<②の場合にはその差額が補償される。このうち②の金額は、清算を前提に金融機関の資産価値を算定し、倒産法制下における請求権の優先順位に応じて弁済額を算定することで決定される。このため、NCWO が遵守されているかを判断する際には、金融機関の資産、負債の価値の評価 (valuation) が必然的に重要なポイントになる。

なお、資産、負債の評価は、NCWO に限らず破綻処理全体の成否を左右する大きな要素であるため、BRRD は、破綻処理プロセスの複数の時点 (局面) において金融機関の資産、負債の評価を求めている。具体的には、まず破綻処理の前に、①破綻処理の開始要件の1つである「金融機関が破綻している、または破綻するおそれがある<sup>15)</sup>」を満たしているか、②どのような措置をどの程度適用すべきか、を当局が判断するために2つの評価を求めている。また、破綻処理の後には、③NCWO が遵守されているか (株主、債権者に対して補償の必要がないか) を判断するための評価を求めている<sup>16)</sup>。これら①、②、③の評価は、それぞれ valuation 1、2、3 と呼ばれており、NCWO のための③は破綻処理後の valuation 3 として位置づけられている<sup>17)</sup>。

#### <欧州の破綻処理制度における評価>

| タイミング  | 種類          | 目的   |
|--------|-------------|--|
| 破綻処理の前 | valuation 1 | 破綻処理の開始、資本商品の削減・転換の決定  |
|        | valuation 2 | 適用すべき破綻処理の措置、資本商品等の削減・転換の程度の決定など                                 |
| 破綻処理の後 | valuation 3 | 通常の倒産手続きであれば、株主・債権者がより良い取り扱いを受けていたかどうかの決定<br>=NCWO の遵守を判定するための評価 |

<sup>15)</sup> 一般に FOLTF (failing or likely to fail) と呼ばれる。具体的には、①損失等の発生により認可要件に抵触、②資産が負債を下回る (債務超過)、③債務を期限どおりに返済できない、④例外的な公的金融支援が必要、のうち1つを満たせば FOLTF の決定がなされる。なお、③から明らかかなように、評価 (valuation 1) の結果としてバランスシートが solvent (債務超過は回避) と判断されても、流動性の観点から FOLTF が認定されることもある。

<sup>16)</sup> BRRD74 条。

<sup>17)</sup> BRRD における評価 (特に valuation 2) の概要については、福澤 (2021) を参照。

(valuation 3 の概要)

NCWO のための valuation 3 においては、破綻処理の結果と比較するために、清算プロセスを前提とした資産評価、つまり、going concern (継続企業) ベースではない gone concern ベースの評価が求められる<sup>18</sup>。しかし、一口に gone concern ベースの評価といっても、どのように資産をグルーピングするのか、どのような前提、手法に基づいて評価を行うかによって結果は大きく異なる。

このため、valuation 3 の評価方法に関しては CDR2018/344 という規則<sup>19</sup>のほかに、法的な拘束力はないものの、ガイダンス文書として EBA (欧州銀行監督機構) から「破綻処理のための評価に関するハンドブック<sup>20</sup>」(以下、ハンドブック)が公表されている<sup>21</sup>。ハンドブックは、評価プロセスを実践的なものとし、危機時の対応を容易にするために、valuation 3 に関して以下のような留意点をあげている。

- valuation 3 の基準日 (reference date) は破綻処理の決定日<sup>22</sup>であり、評価者は、破綻処理の決定日に金融機関が通常の倒産法制に従って処理されたことを前提に評価を行わなければならない。
- 清算プロセスにおいては不利な条件での売却を迫られるケースもあるため、DCF (割引キャッシュフロー) 法を適用する際には、そうした要素についても分子 (期待キャッシュフロー) または分母 (割引率) に反映させるための特別な注意を払わなければ

---

<sup>18</sup> 例えば、ハンドブック (後述) の Executive summary の Legal basis and overview パラ 6 「…broadly speaking, it is a gone concern valuation to a large extent…」など。

<sup>19</sup> 欧州の銀行監督に関する統一的なルール作成を担う EBA (欧州銀行監督機構) が作成する技術的な基準 (RTS : regulatory technical standard) が、欧州委員会によって Commission Delegated Regulation として規則化されたもの。

<sup>20</sup> Handbook on Valuation for Purposes of Resolution

<sup>21</sup> 評価に関するガイダンス文書としては、欧州の破綻処理当局である SRB (単一破綻処理委員会) から 2019 年 2 月に「評価のための枠組み」(Framework for Valuation) が公表されている。「評価のための枠組み」は主に valuation 2 と 3 の原則および手法に関して SRB が期待する内容を示したもので、将来の破綻処理における評価の不確実性を低減させると同時に同等性を向上させることを目的としている。EBA と SRB はこれらの文書を作成するに当たって緊密に協働しており、内容には重複する部分も多いため、本稿の以下の記述は基本的に EBA のハンドブックをベースにしている。

<sup>22</sup> いわゆる「後知恵」(hindsight) を避けるために、決定日において存在し、合理的に知られており、その時点で知っていれば評価に影響を与えたであろう情報にのみ基づいて評価が行われる。

ならない。

- 清算手続きにどの程度の時間を想定するかを決定する際には、実務を含めたその国の倒産法制について精通していなければならない<sup>23</sup>。
- のれん（Goodwill）、繰延税金資産（DTA）などの資産やフランチャイズ・バリューについては、銀行免許の喪失や gone concern シナリオを前提とした場合に原則として価値を持たないと考えられるため、単なるパラメータの修正を超えた別の評価アプローチを用意しなければならない。
- 支店の廃止や倒産手続きのためのコストなど、評価に際しては清算に特有のコストを反映しなければならない。

#### （valuation 3 の報告書）

実施された valuation 3 については報告書が公表されるが、その内容は、経験者が必要な情報に仮にアクセスできれば、その評価がどのように実施されたか理解できるようなものでなければならない。この観点から、ハンドブックは報告書に記載すべき内容として以下のような項目を例示している。

- 破綻処理と仮想的な通常の倒産手続きにおいて株主、債権者の扱いに違いがあれば、その旨
- valuation 2 の報告書でカバーされる論点のうち valuation 3 にも関連する論点（例えば、評価手法や主要な仮定、実施された評価に関する組織的な論点）
- 想定された倒産戦略およびその選択理由（例えば、倒産実務家との議論の結果）に関する説明
- その国の倒産法や他の法的要請の特異性がどのように考慮されたかに関する説明、および、裁量的な要素があったのであればそれを正当化する理由（例えば、倒産プロセスを終えるのに必要となる時間の見積もり、倒産シナリオ下の回復コストの計算、流動性欠如に伴う調整、倒産プロセスから生じるコスト、相殺・ネッティング、クローバック<sup>24</sup>等の扱い）

---

<sup>23</sup> 一般的に回収期間が長いほど資産の現金化は容易になるため、想定する清算期間に応じて相応の差異が生じることになる。

<sup>24</sup> 過去に役員等に支払われた報酬について、一定の事象（例えば、不正への関与や経営判断の誤りによる損失の発生など）が生じた場合に返還させること。

- valuation 2 と 3 における手法、仮定等の主な違いに関する説明（特に、資産、負債に適用された仮定や手法の選択で、倒産シナリオに特有であって、valuation 2 のような going concern ベースでは当てはまると考えられなかったもの）
- 特に DCF 法が適用された場合、gone concern シナリオのもとでの期待キャッシュフローへの潜在的な調整に関する説明（あるいは、そうしたシナリオからの乖離）
- 修正簿価（adjusted book value）に基づいた手法が用いられた場合、流動性のない市場や資産に対する調整を含め、倒産シナリオにおける資産、負債の会計上の価値に対する調整の見積もりについての根拠および仮定に関する説明
- 倒産手続きに関連するコストの見積もりのための根拠および仮定に関する説明
- 倒産シナリオにおけるその国の預金保険スキームの仮想的な負担に関する追加情報

### 3-3. NCWO の比較対象

FSB の「主要な特性」、欧州の BRRD のいずれにおいても、NCWO の判定に際して破綻処理の結果（現実）と比較されるのは、通常の倒産手続きのもとで清算された場合に株主、債権者が受け取ったであろう金額（仮想的な清算シナリオに基づく金額）とされている。「通常の倒産手続きにおける清算」の具体的な内容はその国の法体系や実務によって異なると考えられるが、欧州の valuation 3 に関する規則やガイダンス文書の記述から判断する限り、対象企業の継続（going concern）を前提としないで、保有資産から回収された資金を請求権の優先順位に応じて債権者に分配する gone concern ベースの倒産手続きが想定されていると考えられる。

しかし、欧州の破綻処理における NCWO 導入の理由の一つが、破綻処理によって生じ得る財産権の侵害への補償であることを踏まえると、比較対象を清算に限定すべきではないという議論も可能であろう。つまり、財産権の侵害に対する補償は、破綻処理という当局（行政）による介入がなければ行き着いたであろう結果との差額を対象とすべきであり、各国の倒産法制（あるいは、より広義の倒産処理プロセス）のもとで清算以外のシナリオが選択されたと考えられるケースにおいては、当該シナリオを比較対象とすべきという議論である。

この議論は単なる理論上のものではなく、2017 年に実施されたバンク・ポプラーレ（スペイン）の破綻処理に対して提起された実務的なものである。実際、欧州の破綻処理当局である SRB は、バンク・ポプラーレに関する NCWO について株主、債権者への補償

は不要という最終的な結論を 2020 年 3 月に公表しているが<sup>25</sup>、その過程において、清算以外のシナリオと比較すべきであるというコメントが関係者から寄せられている。SRB による公表文書等をベースに、バンコ・ポプラールの NCWO の判定に関する経緯を要約すれば以下のとおりである。

(最終的な結論に至る経緯)

バンコ・ポプラールの破綻処理 (NCWO) に関しては、valuation 3 の評価者に任命された Deloitte が、「仮にスペインの倒産法制のもとで清算されていた場合、株主、債権者が破綻処理の場合よりも多くの金額を受け取ることはなかった」という報告書を 2018 年 6 月に SRB に提出した。報告書では、18 か月、3 年、7 年という異なる清算期間を前提とする 3 つのシナリオについて最良と最悪のケース (合計 6 パターン) の回収見込み額<sup>26</sup>が算定され、いずれのパターンにおいても、株主、債権者が破綻処理によって実際に負担した損失の方が小さいという試算結果が示された。

その後、2018 年 8 月、SRB は報告書の内容に基づいて NCWO に基づく補償は不要であるとの暫定的な結論を示すと同時に、破綻処理によって影響を受けた株主、債権者からの意見を聴取するためのプロセス (right to be heard process) を開始した。このプロセスにおいて、NCWO の比較対象に関して以下のようなコメントが寄せられた<sup>27</sup>。

- 民間セクターベースの解決策があったかもしれない。また、破綻処理の決定当時、対象金融機関が市場で業務を行っていたことを踏まえれば、継続企業として売却できたかもしれない。したがって、破綻処理が実施されなかった場合の仮想的なシナリオは必ずしも清算ではない。NCWO の遵守を確かめるための適切なシナリオとして、市場価格での売却が検討されるべきであった。
- 対象金融機関の清算回避につながる債権者による何らかの合意 (creditor agreement) ができたかもしれない。あるいは、生きている資産を切り離して going concern として売却することを可能にするような、スペインの倒産手続きで認められているプレパッケージ型の倒産によって、フランチャイズ・バリューをもっと維持できたかもしれない。

---

<sup>25</sup> SRB(2020)。

<sup>26</sup> 清算時の回収可能額として、18 か月 (最良 993 億ユーロ、最悪 951 億ユーロ)、3 年 (同 1,015 億ユーロ、976 億ユーロ)、7 年 (同 1,041 億ユーロ、1,005 億ユーロ) の合計 6 つが示されている。報告書のより詳細な内容については小立 (2018) を参照。

<sup>27</sup> 合計では 2,855 (項目数にすると 23,822) のコメントが寄せられた。

コメントを受けて、SRB は、自らの暫定的な結論を検証すると同時に、評価者である Deloitte に対して、コメントを踏まえてもなお報告書が妥当であるかを検証するように要請した。その後、SRB および評価者である Deloitte が示した見解は以下のとおりである。

- BRRD は、当該金融機関がそれぞれの法域で通常の倒産手続きのもとで清算された場合との比較を valuation 3 に求めている。また、BRRD を国内法化したスペインの法律は、清算手続きを想定して差異の評価を行うべきであると明確に述べている<sup>28</sup>。
- 評価者は、プレパッケージ型の倒産プロセスなどを通じて going concern として事業を売却することは可能でないと考えた。破綻処理の判定時点における流動性ポジションや、ECB による破綻認定を踏まえると、そうした交渉を行う間、バンコ・ポプラーレが営業を続行することはできなかった。
- 評価者は、継続的な事業や going concern としての売却のために欠かせない、顧客預金の受け入れに必要な銀行免許がスペイン法のもとで取り消されると考えた。
- スペイン法のもとでグッドバンク／バッドバンクの創設は考慮されていないほか、当時の状況下においては創設のための時間もなかった。

#### 3-4. SRB の見解と残された論点

以上のような経緯を踏まえると、SRB の見解は、①BRRD およびそれを国内法化したスペインの法律は、清算との比較を明示的に想定している、②清算以外の手続きも検討したが、当時の状況を踏まえると実現可能な選択肢ではなかった、という 2 点に要約できる。したがって、仮に②に関する当時の SRB の判断（清算以外はとり得ない選択肢であった）が正しかったとすれば、「NCWO の比較対象として清算以外の選択肢も含めるべき」という批判は当たらないことになる。なぜなら、清算以外のメニューも検討したうえで、実現可能性の観点から結果として清算との比較が行われたからである。しかし、SRB の見解からは②のプロセス（清算以外の選択肢の検討）が BRRD あるいは関連規則のもとで常に求められるのか判然としない。

欧州の NCWO が、基本権憲章で定められている財産権に対応するものであれば、清算以外の選択肢が存在するにもかかわらず、NCWO の比較対象を予め清算だけに限定する積

---

<sup>28</sup> なお、バンコ・ポプラーレ（スペイン）のケースでは銀行に対する特別な倒産法制が存在しなかったため、比較対象とされた清算は一般事業法人に対する清算手続きと同様のものではなかった。

極的な根拠を見出すことは難しいと思われる。また、清算に限定した場合、金融機関に対して特別な倒産法制が用意されている国においては問題が一段と大きくなる可能性がある点に留意が必要であろう。

一般に、不特定多数の預金者をもつ金融機関の経営上の問題は、金融システムへの伝播を通じて社会全体の不安定化につながりやすい。このため、いくつかの国では通常の倒産法制と比べて手続きの迅速性や事業の継続性に重点を置いた、金融機関を対象とする特別な倒産法制が整備されている。そうした国においては、問題を抱えた金融機関に対して仮に破綻処理が選択されなかった場合に特別な倒産法制が選択される可能性が高い（結果として通常の清算手続きが適用される可能性は低くなる）と考えられる。

この点について欧州の実情を見ると、金融機関に対する特別な倒産法制がなく、一般事業法人向けと同様の手続きが裁判所主導で適用される国がある一方で、イタリアのように銀行向けに独立した倒産法制が用意されており、行政主導のリストラクチャリングを通じて金融機関の活動を維持する方向を目指している国もある。

<欧州の倒産法制>

| 国       | 法制の種類      | 行政 vs 裁判所ベース |
|---------|------------|--------------|
| フランス    | 企業倒産法制     | 裁判所ベース       |
| イタリア    | 独立した銀行倒産法制 | 行政           |
| ルクセンブルグ | 独立した銀行倒産法制 | 裁判所ベース       |
| スペイン    | 企業倒産法制     | 裁判所ベース       |
| 英国      | 修正企業倒産法制   | 裁判所ベース       |
| スイス     | 独立した銀行倒産法制 | 行政           |

Restoy (2019) より一部抜粋

もちろん、金融機関向けの特別な倒産法制が整備、適用されたからといって常に株主、債権者の受け取る金額が清算時を上回ることが保証されるわけではない。しかし、事業の継続に重きを置いたスキームの適用によって株主、債権者の負担が小さくなる可能性があるにもかかわらず、NCWOの比較対象を予め清算に限定してしまえば、財産権が本来求めている公正な補償（fair compensation）という条件を満たさないリスクは増大すると考えられる。

### 3-5. 倒産法制の統一化に向けた欧州の動きと NCWO への影響

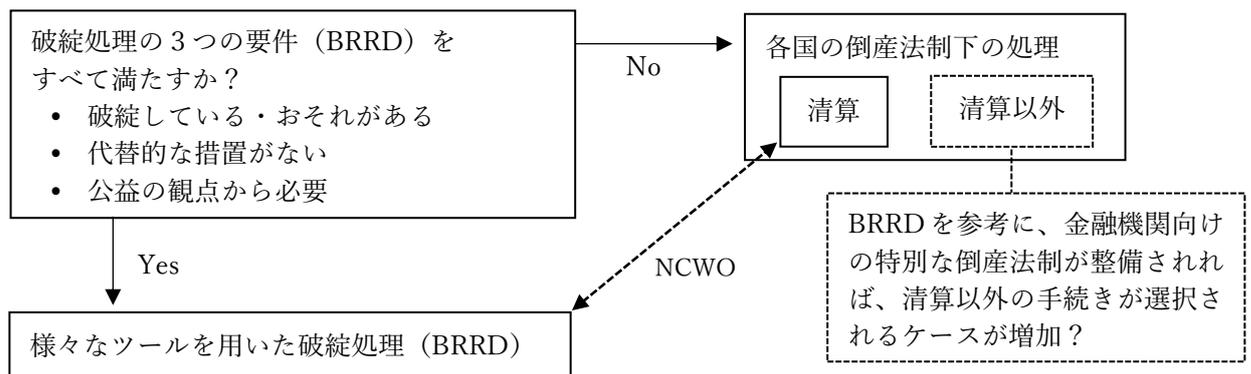
破綻処理が選択される場合には、BRRDのもとで認められている様々なツールを破綻処理当局が適用することで、金融機関が担う重要な機能をできるだけ維持しながら迅速かつ

効率的に処理することが可能になると言われている。一方、破綻処理開始のための要件<sup>29</sup>のうち1つ（例えば、破綻処理の措置が公益の観点から必要）でも満たさなければ金融機関は各国の倒産法制のもとで処理されることになり、裁判所主導で資産売却が行われる場合には、金融システムへの影響といった要素よりも、同順位の債権者の平等な取り扱いなどが重視される<sup>30</sup>。

こうした状況下、問題を抱えた金融機関への対応が破綻処理ではなく各国の倒産法制に委ねられた場合でも、その機能をできるだけ維持しながら迅速かつ効率的に処理することができるように、一般事業法人向けの倒産法制とは異なる、BRRD を参考にした金融機関向けの倒産法制を欧州域内で統一的に整備すべきとの提案が見られている<sup>31</sup>。こうした提案が実現すれば、破綻処理が選択されるかどうかにかかわらず、金融機関の特殊性を踏まえた様々なツールを用いた対応が可能になるため金融システムの安定性向上に寄与すると考えられる。また、各国の現行の倒産法制はその国の歴史や他の制度との関係の中で形成されてきたものであるため、債権者の優先順位（ヒエラルキー）や相殺権などについても違いがみられるが、仮に金融機関向けの倒産法制が統一されれば、こうした違いに起因する国際的な破綻処理に伴う NCWO の複雑な判定実務が簡素化されるという副次的な効果も期待される。

しかし、提案に沿って金融機関向けの特別な倒産法制の整備、適用が欧州域内で進めば、破綻処理が選択されなかった場合に各国の倒産法制下で清算以外の選択肢がとられる可能性が高まるという意味において、NCWOの比較対象を清算に限定することに伴う財産権の問題は以前より大きくなることが懸念される。

<破綻処理（BRRD）と各国の倒産法制の関係>



(BRRD等をベースに筆者作成)

<sup>29</sup> 脚注 14 を参照。

<sup>30</sup> 例えば、European Commission(2019)など。

<sup>31</sup> 例えば、Restoy (2019)など。

#### 4. まとめ

世界的な金融危機の経験を踏まえて公表された FSB の「主要な特性」は、破綻処理に際して公的資金を利用する前に株主と債権者に負担を求める一方で、セーフガードとして NCWO を導入した。欧州における NCWO 導入の背景に「主要な特性」への準拠だけでなく財産権への対応という側面があるのであれば、比較対象を清算に限定するのではなく、「破綻処理という当局による介入がなければ行き着いたであろう結果」と幅広く比較することが望ましいと思われる。実際、バンコ・ポプラール（スペイン）の破綻処理に際しては、清算以外の選択肢との比較が妥当だったはずというコメントが関係者から寄せられている。

欧州では、現状、各国の倒産法制は統一化されていないが、迅速な手続きや様々なツールを用意した金融機関向けの特別な倒産法制を統一的に導入すべきという議論が行われている<sup>32</sup>。こうした動きが実現すれば、BRRD に基づく破綻処理が何らかの理由で選択されない場合でも金融システムの安定性を重視した対応が可能になるほか、国際的に活動する金融機関が破綻した場合の NCWO の判定実務の簡素化という効果が期待できる。一方、清算以外の手続きの選択可能性が高まるという意味において、NCWO の比較対象を清算に限定したままでは財産権の問題が今後より大きくなる懸念がある。

以上

提出日：2022年5月16日

---

<sup>32</sup> 欧州では、①BRRD に基づく破綻処理、②国内の倒産法制下の処理のいずれの場合も公的資金の利用には一定の条件が課されているが、両者を比較した場合、シニア債の取り扱いを含めて①に対してより厳格な条件が設定されているため、「公的資金へのアクセスの容易さ」や「特定クラスの債権者への配慮」を理由に当局の判断が歪められる（BRRD に基づく破綻処理が回避される）可能性が指摘されている。このため、倒産法制の整備に際しては域内で②を統一するだけでは不十分であり、同時に、公的資金の利用条件について①と②を揃えるべきとの提案がなされている（例えば Restoy, Urbaski and Walters (2020)）。

## 補論：NCWO と清算価値保障原則

米国の再建型の倒産手続きを定める Chapter 11 は「Chapter 7（清算型の手続き）によって清算されたとすれば受け取るであろう価値を下回らない金額を債権者が受け取ること」を再建計画に求めている（1129 条(a)(7)(A)(ii)）。再建型の倒産手続きにおけるこうした考え方は「best interest test」（以下、清算価値保障原則）と呼ばれ、日本でも例えば民事再生法に同様の考え方が採用されている（民事再生法 174 条 2 項 4 号）<sup>33</sup>。

清算価値保障原則と本稿の議論の対象である破綻処理における NCWO を比較した場合、いずれも「清算以外の手続きを選択する場合、清算時の価値以上の金額を債権者に対して支払うこと」を求めている点は共通している。一方で、以下の 2 点において両者は異なると考えられる。

- ① 清算価値保障原則は Chapter 7 と 11 のように倒産法制の枠組み内における再建型と清算型の 2 つの結果を比較しているが、NCWO は破綻処理という通常の倒産手続きによらない特別な結果（当局による介入）と清算時の価値を比較している。
- ② 清算価値保障原則は清算時の価値を上回る再建計画を求めているが、NCWO は基本的に事後的な補償<sup>34</sup>を求めている。

---

<sup>33</sup> 米国における清算価値保障原則の確立過程や清算価値の意味については棚橋（2018、2019）を参照。

<sup>34</sup> NCWO は、清算価値保障原則のように条件をクリアしないと再建計画を先に進められないという意味での制約にはなっていないと考えられる（BRRD36 条(9)）。破綻処理がシステム的なリスクを回避するための緊急性の高いものであることを踏まえれば、NCWO が事後的な補償に重きを置くのは自然であろう。

## 【参考文献】

小立敬 (2018)、「バンコ・ポプラールに対する NCWO 原則の適用—銀行破綻処理時の株主・債権者の取扱いに関する原則」、野村資本市場クォーターリー 2018 Autumn、PP32-47

棚橋洋平 (2018)、「事業譲渡による再建における清算価値保障原則の意義 (1) : 米国における清算価値保障原則の生成と展開を参考に」、首都大学東京法学部法学会雑誌 59 巻 1 号 PP177 - 204

—— (2019)、「事業譲渡による再建における清算価値保障原則の意義(2・完) : 米国における清算価値保障原則の生成と展開を参考に」、首都大学東京法学部法学会雑誌 60 巻 1 号 PP165 - 198

福澤恵二 (2021)、「欧州金融機関の破綻処理制度における評価 (valuation) について」、Kyoritsu business & economics review,1,1-18 (2021-10)

Baudino et al (2018), How to manage failures of non-systemic banks? A review of country practices, FSI Insights on policy implementation No 10.

Commission Delegated Regulation (EU) 2018/344 of 14 November 2017 supplementing Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the criteria relating to the methodologies for valuation of difference in treatment in resolution.

Commission Delegated Regulation (EU) 2018/345 of 14 November 2017 supplementing Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the criteria relating to the methodology for assessing the value of assets and liabilities of institutions or entities.

Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council.

Deloitte (2018), Valuation of difference in treatment, Banco Popular Español.

European Banking Authority (2019), "Handbook on Valuation for Purposes of Resolution".

European Commission (2019), Study on the differences between bank insolvency laws and on their potential harmonization, Final report.

Financial Stability Board (2011, updated 2014), Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions.

—— (2016), Key Attributes Assessment Methodology for the Banking Sector.

Gortsos, V. Christos (2021), Considerations on the application of the NCWO principle under the SRM Regulation, EBI Working Paper Series 2021-no.88.

Restoy (2019), "How to improve crisis management in the banking union: a European FDIC?", CIRSF Annual International Conference 2019 on "Financial supervision and

financial stability 10 years after the crisis: achievements and next steps", Lisbon, Portugal, 4 July 2019.

Restoy, Urbaski and Walters (2020), Bank failure management in the European banking union: What's wrong and how to fix it, Financial Stability Institute Occasional Paper No 15.

Single Resolution Board (2019), Framework for Valuation.

———(2020), Decision of the Single Resolution Board of 17 March 2020 determining whether compensation needs to be granted to the shareholders and creditors in respect of which the resolution actions concerning Banco Popular Español S.A. have been effected (SRB/EES/2020/52).