

Kenneth E. Scott, George P. Shultz and John B. Taylor, *Ending Government Bailouts As We Know Today*, 2010, Hoover Press [Scott et al. (2010)]

のうち、Chapter 9 (Kroener (2010)) と Chapter 11 (Jackson (2010)) を中心に報告します。

以下、背景となる法制度について説明します。

I 米国の現行法 (Dodd-Frank Act 施行前¹) による破綻処理手続の概観

○一般の事業会社：連邦倒産法 (Federal Bankruptcy Code)

Chapter 7：清算手続 (liquidation)

Chapter 11：再建手続 (reorganization)

○預金系金融機関 (銀行等)：連邦預金保険法 (Federal Deposit Insurance Act; FDIA) により、連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation: **FDIC**) に破綻処理の権限が専属。

○保険会社：州の保険規制による

○ブローカー会社 (証券の委託売買)：Securities Investor Protection Act (SIPA) による

上記以外の金融機関の破綻処理は、一般の事業会社同様、連邦倒産法による。

e.g., 投資銀行、金融持株会社 (子会社に銀行がある場合、銀行の破綻処理だけ FDIC が行う)

Lehman の場合 (Sep 2008)

・持株会社 (Lehman Brothers Holdings, Inc.) およびブローカー会社以外の子会社

→連邦倒産法の手続 (Chapter 11)

・子会社のブローカー会社 (Lehman Brothers, Inc.)

→SIPA により破綻処理

※その他、各国の子会社は各国の法規制により破綻処理される。

¹ Dodd-Frank Act (2010年7月制定) により、Systemically Important Financial Institutions についても Secretary of Treasury の選任により FDIC が破綻処理の権限を持つようになったが、施行は2012年1月以降。以下は、現行法について解説する。

II 問題の所在

“Shadow banking” →レポ取引、デリバティブ取引など、伝統的な銀行取引（預金＋与信）以外の金融活動が重要に。

・非預金系金融機関であっても、その破綻が金融システムに重大な影響を及ぼすような金融機関が出現＝“Systemically important financial institutions (SIFIs)”

・Lehman を Chapter 11 で破綻処理したことが金融危機を助長した。←と、広く信じられている（FDIC (2011)）が、異論もある（Ayotte and Skeel (2010)）。

・一方、Bear Sterns (NY 連銀の融資を受けて JP Morgan Chase と合併) や AIG (政府が投融資) は、法的破綻処理によらず、政府が個別的に救済 (bailouts)。株主・無担保債権者が救済されたので公的負担増大、モラル・ハザードを助長したという批判が起こる。

↓

今後、SIFIs の破綻処理をどのようにするか？ が議論に (Scott et al. 2010)。

2つの方向からの提案：

①FDIC の権限を SIFIs に拡大する案 (Kroener (2010))。

②連邦倒産法の中に、SIFIs (あるいは金融機関一般) の破綻処理に適合するような特別ルールを設ける (“Chapter 11F”) という案 (Jackson (2010))。

※結果としては、Dodd-Frank Act で①案が立法化した。

各論的には、デリバティブ取引の破綻時における取り扱いが議論されている (後述)。

III 連邦倒産法の再建手続 (Chapter 11) と FDCI による銀行破綻処理の比較

1 Chapter 11 の特徴 (Ayotte and Skeel (2010); Bliss and Kaufman (2007))

- ・債務者自身または債権者による裁判所への申立により手続開始。
- ・手続開始とともに、個別の債権執行・担保権実行は自動的に停止 (**Automatic stay**)。

※重要な例外として特定金融契約 (**Qualified Financial Contracts**)。後述。

・原則、現経営陣が管財人 (trustee) に選任され、裁判所の監督下で債務者企業の経営を継続 (**Debtor-in-possession**)。

・**再建計画 (plan) の作成**：手続開始後 120 日間 (exclusivity period) は、債務者 (経営陣) にのみ、提出権限がある。それ以降は債権者にも提出権限。

・再建計画の承認：権利者は、権利の優先度に応じて組 (class) に分かれる (担保権者、優先債権者、一般債権者、劣後債権者、株主) → 再建計画が各組の多数決により承認

され、かつ裁判所が認可すると権利は計画の記載どおりに変更される。

※①法律上の権利の優先関係（priority；担保権者は無担保債権者に、債権者は株主に優先して弁済される）を守っており（absolute priority）、かつ、②各権利者に清算価値（もしも企業を破産清算したとすれば支払われであろう金額）を保障していれば、劣後する権利者の組の賛成を得なくても計画は認可できる（"clamdwn"）。

←このことの主な効果は、債務超過の場合は株主が賛成しなくても計画は認可できるということ。最近では、上場会社の Chapter 11 手続では既存株主には何も与えないことが多い。次に述べるように、再建に事業の譲渡が用いられ、売却代金では債務を完済できないことが明らかとなるケースが増えているため。）

・ **事業の譲渡**：再建計画によるか、または計画前でも裁判所の許可を得れば（363 条手続）行うことができる。譲受人は、債務や担保の負担なしに資産を取得可能。近時は、大企業の Chapter 11 手続の 3分の2 は事業の譲渡によっている (Ayotte and Skeel (2010), p.476)。オークションを経て事業を譲渡し、売却代金を priority に応じて権利者に分配して手続を終結させる。

・ **DIP Finance**：手続中の借入は、手続開始前の債権に優先して弁済される。手続前の借入契約に、新規融資禁止・担保禁止 (negative pledge) 条項があっても、倒産手続中の借入については無効。

2 FDIC の破綻処理の特徴 (Bliss and Kaufman (2007))

- ・ FDIC または監督当局（国法銀行か州法銀行かで異なる）により手続開始。
- ・ 手続開始要件は、伝統的には支払不能（期限の来た債務を弁済できないこと）または債務超過（負債額が資産額を下回ること）だったが、1991 年に早期是正措置が導入。“Critically undercapitalized” になってから 90 日以内の介入が求められる。
- ・ 財産管理は FDIC に専属 (receivership)。経営陣は退陣。
- ・ 手続の目的は、FDIC のコスト最小化 (**least cost resolution**。法律で明示されている)。
- ・ 基本的に FDIC がすべてをコントロールする行政手続である（司法審査の余地はあるが限定的）。株主・債権者には手続に関与する権利は与えられない。

破綻処理の手法：

・ かつては、事業全部の譲渡 (purchase & assumption; P&A) によることが多かった。(資産と負債の全部を別の銀行 (買受銀行) に移転させる。破綻銀行は通常、債務超過なので、差額分を FDIC が補填する。)

→1993 年の法改正により、FDIC の代位債権 (預金保険を支払ったことで発生する、破綻銀行に対する求償債権) および預金保険で填補されない預金債権は、一般の無担保債権に優先して弁済されることになった。この結果、P&A の手法はあまり用いられなくなる (P&A

の場合、FDIC のコスト負担によって無担保債権者までが救済されることになるが、それでは lease cost resolution の原則に反してしまうため)。

↓

93 年以降に主流となった方法

・預金と資産（買受銀行が引き取ってもよいといったものだけ）を買受銀行に譲渡。譲渡代金は、預金保険で填補されなかった預金債権+FDIC の代位債権（預金保険を預金者に払ったことにより有する求償権）の弁済に充てられる。買受銀行に移転しなかった資産は時間をかけて売却し、預金債権+FDIC 債権の弁済に充てられる。この弁済が完済して初めて、無担保の一般債権者は弁済を受けられる。2000-2005 年の破綻処理では、預金保険で填補されなかった預金債権の弁済率は 54% (Bliss and Kaufman (2007), pp.168-168)。無担保債権者は、何も得られないのが普通。

Chapter 11 との比較

一般に、FDIC による破綻処理のほうが Chapter 11 よりも迅速・安価だといわれるが (FDIC (2011); Kroener (2010))、これは、Chapter 11 では認められる債権者の手続への関与を認めず FDIC の専権で処理していることの当然の帰結ということもできる (Bliss and Kaufman (2007), p.174)。行政が信用できないとすれば、司法的なチェックのある Chapter 11 型の手続のほうがむしろよいという見方もありうる。Jackson (2010) はこの見方に立っており、Scott や Shultz はそれに賛成しているようである (Scott (2010), pp.261-262; Shultz and Taylor (2010), p.287)。

IV 特定金融契約 (Qualified Financial Contracts; QFCs) について

1 Chapter 11 での取扱い

QFCs の取扱いについて説明する前に、前提として、双方未履行の契約 (executory contracts) が一般的に Chapter 11 でどう取り扱われるかを説明する

- ① Automatic stay = 契約の一方当事者が Chapter 11 手続に入ると、他方当事者は、契約上の債権の履行を強制できなくなる。担保の実行も止められる。
- ② ipso facto 条項の否定 = 多くの契約では、一方当事者が倒産手続に入ると、相手方は契約を解除できる（または当然に解除される）という条項があるが、Chapter 11 では、この条項の効力は否定される。

その代わり、管財人 (trustee. 原則的に、現経営陣になる) が、一契約を引き受ける (assumption) するか、解除 (rejection) するかを決めることができる (裁判所は、決定の期限を定めることができる。Bankruptcy Code sec.365(d)(2))。

管財人が契約を引き受けた場合は、相手方に債権の履行を請求できる代わりに、債務を履行しなければならない（この場合は、再建計画によらず、優先的に弁済できる。なお、両債権が金銭債権の場合は、差額のやりとりをすればよい）。さらに、引き受けた契約を第三者に移転（assign）することもできる（事業の譲渡をする場合）。解除した場合、相手方は生じた損害の賠償を請求できるが、あらかじめ担保をとっておかなければ、無担保一般債権として扱われる（たいてい、再建計画で大幅に削減される）。

③ preference law（日本法でいう否認）＝債務者が Chapter 11 の開始直前に債務の弁済をした場合、Chapter 11 で効力を否定されることがある。

↓

連邦倒産法は、Qualified Financial Contracts（Repo 取引、forward、future、swap など基本的にデリバティブ取引は全部入る）について特別ルールがあり、これについては、①②③の適用を排除されることになっている（何度かの連邦倒産法の改正、特に 2005 年改正の結果）。

→Chapter 11 の申立は、典型的なデリバティブ契約の解除条項に該当する。ipso facto 条項の効力は否定されないため、相手方は契約を解除し、担保がある場合は担保を実行することもできる。また、仮に相手方が Chapter 11 の開始直前に契約を解除し、解約金を受け取っていた場合も、preference law により返還を命じられる恐れはない。

Lehman の Chapter 11 手続では、930,000 人（社）のデリバティブ取引の相手方のうち、700,000 人（社）が解除したらしい（Jackson (2010), p.250 n.34）。

※ Jackson は、QFCs のうち、repo 取引などの「現金性資産」（証券を考えているらしい）担保の取引以外の取引については、連邦倒産法の特別ルールを廃止すべきだと主張しているが、その際、仮に廃止が実現した場合、QFCs 取引は Chapter 11 手続開始とともに全部解除され、手続開始時の時価で清算がされると考えているらしい（Jackson (2010), p.235）。→何でこうなるのかは私（田中）には不明。他の倒産法学者は、もしも QFCs 取引について特別ルールが廃止されれば、倒産法の一般原則（上記②ipso fact 条項を参照）に従い、管財人が引き受けるか解除するかを決めることができるようになると考えている（Ayotte and Skeel (2010), p.496）。

2 FDIC の破綻処理の場合

詳細は省くが、QFCs の当然解除条項の効力は制限され、FDIC はこの種の契約を買受銀行に移転させることができることになっている（Bliss and Kaufman (2007), p.158）。

Frank-Dodd Act でも、QFCs については FDIC が契約を解除するか、引き受けたうえでそれを承継金融機関に移転するかを選択できている (FDIC (2011), p.8)。

Reference

Ayotte, Kenneth, and David A. Skeel, Jr., “Bankruptcy or Bailouts?,” *Journal of Corporation Law*, vol.35 no.3, pp.469-498 (2010)

Bliss, Robert R., and George G. Kaufman, “U.S. Corporate and Bank Insolvency Regimes: A Comparison and Evaluation,” *Virginia Law & Business Review* vol.2, no.1, pp.143-177 (2007)

Federal Deposit Insurance Corporation [FDIC], “The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act,” *FDIC Quarterly* vol.5, no.2, pp.1-19 (2011)

Jackson, Thomas H., “Chapter 11F: A Proposal for the Use of Bankruptcy to Resolve Financial Institutions,” in Scott et al. (2010), Chap.11, pp.217-251

Kroener, III, William F., “Expanding FDIC-Style Resolution Authority,” in Scott et al. (2010), Chap.9, pp.179-188

Shultz, George P., and John B. Taylor, “A Conversation about Key Conclusions,” in Scott et al. (2010), pp.285-290

Scott, Kenneth E., “Evaluating Failure Resolution Plans,” in Scott et al. (2010), Chap.12, pp.253-262

Scott, Kenneth E., George P. Shultz and John B. Taylor, *Ending Government Bailouts As We Know Today*, 2010, Hoover Press [Scott et al. (2010)]