

Alternative Procedures for Bankruptcy of Financial
Institutions:

Based on Scott et al., *Ending Government Bailouts As We
Know Today* (Hoover Press, 2010)

金融システムフォーラム2011.5.13

東京大学社会科学研究所

田中 亘

本書の成り立ち

- “Resolution Project” (Spring 2009, Hoover Institution, Stanford Univ., Chairman: Kenneth Scott)
- → Conference (Dec. 2009)
- Pt. I: The danger of bailouts and key principles of reform (Shultz)
- Pt. II: Systemic risk in theory and practice
- Pt. III: What financial firms can do (Distress-contingent convertible bonds (Duffie); wind-down plan (Herring))
- Pt. IV: Bankruptcy versus Resolution Authority (Expanding FDIC-style Resolution (Kroener); Chapter 11F (Jackson); Analysis (Scott))
- Conversation about Key Conclusions (Shultz & Taylor)
- Appendix: The Financial Crisis

Shultz, Make Failure Tolerable (Chap.1)

- 2008年以降の Bailouts は “huge amounts of taxpayer dollars” と “heavy involvement of the federal government ... in ... private sector” をもたらし、
- “American people are clearly upset”
- “the people who created the problem should pay a penalty instead of being bailed out by the taxpayers”
 - Bailouts に代わる解決策を探る(本書の課題)
- “How do we make failure tolerable?”

参考：金融機関の破綻処理

- Shultz の問題提起に答える形でいろいろな分析・提言が本書で行われているが、今日取り上げるのは金融機関(とくに、*Systemically Important Financial Institutions*; SIFIs) の破綻処理の問題
- 米国の金融機関破綻処理手続
- Banks(預金系金融機関)
 - FDIC (連邦預金保険公社) の破綻処理(法的倒産手続は不適用)
- ブローカー(顧客勘定の証券取引業務)
 - SIPA(証券投資者保護法) の倒産手続(Chapter 11 は適用除外)
- 保険会社
 - 州法の倒産手続
- その他の金融機関(金融持株会社、投資銀行[ブローカー以外])
 - 一般企業と同じ、連邦法の倒産手続(Federal Bankruptcy Code Chapter 7 [liquidation] & Chapter 11 [reorganization])
- Dodd-Frank Act (2010) により、SIFIs については、監督機関・Fed・財務長官の決定により、FDIC 型の破綻処理手続を行えるようになった(法的倒産手続に優先)

金融機関の破綻処理

- Lehman Brothers の場合
- →ブローカー子会社 (Lehman Brothers, Inc.) は SIPA の手続、持株会社その他の子会社は Chapter 11
- AIG、Bear Sterns
- →個別的に bailouts (株主、一般債権者は保護された)

- 問題点:
- Bailouts が ad hoc な判断で行われ、国民の税金で株主、一般債権者が保護された (モラル・ハザード)
- システム上重要な金融機関 (Systemically Important Financial Institutions; SIFIs) について、特別の破綻処理手続がない。Lehman を Chapter 11 で破綻処理したことで金融危機は助長された (?)
- ← SIFIs について特別の手続を用意するにしても、bank resolution model か (Kroener)、bankruptcy model (Jackson) か? という問題

Kroener, Expanding FDIC-Style Resolution Authority, Chap.9

- Bank resolutions model を SIFIs にも拡張することを提案
- “Bank resolutions model has a number of advantages compared to the bankruptcy model.” (p.181)
- (1) speed of resolution \leftrightarrow automatic stay in bankruptcy
- (2) low administration cost (without judicial procedure)
- (3) ownership & management placed in the hands of experienced successors
- (4) explicit consideration on whether the situation is systemic (現行法のもとでも systemic risk があるかを認定する手続があり、それを応用できるという意味だと思われる)
- (5) immediate decisions on the details of resolution

Kroener, Expanding FDIC-Style Resolution Authority, Chap.9

- Disadvantages of bankruptcy resolutions (p.182)
- (1) less clear and predictable rules on creditor priorities
- (2) political decision whether the situation is “systemic”
- (3) bias toward systemic risk
- (4) timing uncertainties and very broad governmental discretion
- + work less well in sudden liquidity failures
- → こういう欠点があるとしてもやはり利点のほうが優ると主張

Kroener, Expanding FDIC-Style Resolution Authority, Chap.9

- “Trigger mechanism” – SIFIs の破綻処理手続発動の手続
- 現行の FDICA で、systemic risk を認定するための手続
- “anticipated adverse effects on the national or regional economy”
- Supermajority vote of the FDIC and Fed
- + approval of the secretary of the Treasury after consultation with the President
- ↓
- 現在、政府が提案している(注:後にDodd-Frank Act で実現することになる)手続は上記と似ているが、“adverse effects on the national or international economy”を要求する分だけ厳格(p.183)
- Dodd 法案は、この要件を“overall systemic risks to the entire economy”の場合に限定しようとしている。
- 自分(Kroener)は、あまり厳格な要件にしないほうがよいと思う(p.185)。手続を厳格にすると、結局、政府は法の手続によらないでアドホックな救済をしてしまうため。

Kroener, Expanding FDIC-Style Resolution Authority, Chap.9

- “Qualified financial contracts”(QFCs)
- (デリバティブ取引)に関するルール
- Chapter 11 では、QFCs にある解除特約・担保実行特約が有効とされており、どんどん解除・担保権実行されてしまう(Lehman の Chapter 11 手続では、930,000 のデリバティブ取引の相手方のうち、700,000 が解除したらしい(Jackson (2010), p.250 n.34))。
- FDICA の手続では、破綻後の営業日の終了日(週末に破綻させれば、月曜日の終わりまで余裕がある)までに、QFCs を承継金融機関(orブリッジバンク)に移すことで、これらの取引を維持できていることになっている(p.186)
- → FDIC 型の手続をとるべき(p.186)。
- ※ 一般には、Chapter 11 のほうがFDIC の手続よりも広範な automatic stay にかかるのであり(担保権実行、解除条項の行使は当然に止められる)、QFCs は例外(Jackson, Chap.11 は QFCs のルール改正を提案)

Kroener, Expanding FDIC-Style Resolution Authority, Chap.9

- まとめ (p.187)
- 議論は、bankruptcy と bank resolution のよいところを取り入れようという方向に収斂してきた。
- Bankruptcy 派は、speed, expertise, sensible limit on automatic stay を実現するためのルール変更を提案している
- Bank resolution 派は、手続が過剰に用いられることの回避、アドホックな救済・一般債権者の過剰保護にならないような規律づけを求められる
- 結論的には、bank resolution model は systemic risk にも対応できると考える。

参考：成立した Dodd-Frank Act における SIFIs の破綻処理手続

- 2/3 majority votes of Fed Board + relevant authority (FDIC or SEC or Federal Insurance Office)
- Approval of secretary of the Treasury after consultation with President
- The Company is “in default or is in danger of default” and alternative response “would have serious adverse effects on financial stability in the United States.” [subject very expedited (24 hours) court review]
- → FDIC (or SEC or Federal Insurance Office) appointed as receiver (take over the Company) (Dodd-Frank sec.203)
- FDIC borrowing entitled to priority
- For any costs of FDIC not covered in the resolution → payment made from *Orderly Liquidation Fund* through assessments imposed on other systemically important institutions
- Mandatory liquidation (Dodd-Frank sec.214)

Jackson, Chapter 11F, Scott (2010)

Chap. 11

SIFIs(あるいは金融機関一般)に適合するように倒産手続に特別ルール("Chapter 11F")を設けたうえで、SIFIsの破綻処理も法的倒産手続で行うべきだという主張

理由:

(1) "Bankruptcy reorganization is, for the most part, as American success story."(p.217)

- follows non bankruptcy rule (absolute priority)
- sorts out financial failure (too much debt but a viable business) from underlying failure
- shifts ownership to a new group of residual claimants
- through the certainty provided by decades of rules and case law

(2) 倒産手続に対して向けられる批判――system riskに対処できない、手続が遅い、裁判所が専門性を欠く――については、特別ルールを設けることで対応が可能

Jackson, Chapter11F

- Jackson の提案 (p.224 ~)
- SIFIs に限らず、金融機関一般の法的倒産手続として Chapter 11F を構想 (System risk について明確な定義ができた場合のみ、SIFIs に限定して適用されるものとする。P.226)
- 理由 (pp.220-223)
- System risk について確立した定義がない
- そもそも bank run 以外に、system risk というものがどの程度あるのか疑わしい (Chrysler が破綻することで大量の失業が生じるのは自動車業界の構造的な余剰人員の問題であり、Chrysler の破綻自体が問題なのではない。自動車業界の人員削減が避けられないなら、破綻したことで他社よりも非効率に経営されている可能性が高いことを明らかにした Chrysler が第一に行うべきである)
- System risk が仮にあるとしても、それは起こるまではわからない

Jackson, Chapter11F

- Relevant government agency (FRB, FDIC, SEC – one, not all) に手続の申立権限を付与
- 規制当局が倒産手続によらない破綻処理の決定をした場合は、債権者による倒産手続の申立事由にする(p.227) (注: 債務者企業による倒産手続の申立は、現行法では当然認められることになっている)
- ←行政上の破綻処理に優先して、Chapter 11F は適用されるという意味 (Dodd-Frank Act とは対照的。Skeel (2011), p.141)

Jackson, Chapter11F

- 裁判官 → あらかじめ(監督機関により)決められた panel of special masters の中から、管轄の連邦高等裁判所裁判長が選任する (p.238)
- 専門家を裁判官にするという構想

Jackson, Chapter11F

- Relevant government agency にも手続への関与権を認める
- ただし、究極的には倒産裁判所のコントロールに服す
- FDIC が関与する事例では、FDIC 型破綻処理手続を実現可能な限り duplicate (FDIC が 管財人 trustee になるということだと思われる)。しかし、究極的には裁判所のコントロールに服すものとする

Jackson, Chapter11F

- 120日間のExclusivity period（債務者だけが reorganization plan を提出できる期間）は不適用
- Relevant government agency も plan を提出できるものとする（p.238）
-

Jackson, Chapter11F

- Relevant government authority も DIP ファイナンスができる (p.239)
- 倒産法に従い、優先権を持つ (Federal Bankruptcy Code sec.364)

Jackson, Chapter11F

- Relevant government agency による保証、DIP finance、special masters とそのスタッフに要する費用について
- → Resolution authority system (たとえば、FDIC による Bank 破綻処理)と同じ予算から支出される(p.241)
- (一般債権者の負担にはならない)

Jackson, Chapter11F

: Qualified Financial Contracts (QFCs) について

- QFC s については、
- (1) 担保が cash (または “cash-like” な資産) である場合のみ、automatic stay その他の倒産ルール の適用除外を受ける
- (2) 他のQFCs については、倒産法ルールがそのまま適用される (pp.232-233)

Jackson, Chapter11F

: Qualified Financial Contracts (QFCs) について

- 現行の倒産法における QFCs に対する特則 (p.233)
- (1) 相殺禁止
- (2) Ipso facto 条項 (倒産手続開始申立を理由とした解除特約) の無効
- (3) Preference law (倒産手続開始直前に行った弁済・担保提供の効力を否認できる)
- は、いずれも QFCs に対しては不適用
- Lehman 破綻の直前に、JP Morgan が解約、清算条項に従い資産売却し差額金50億ドルを請求した。→上記の例外によりすべて有効とされた (Jackson and Skeel 2011, p.14)。AIG は CDS について大量の担保提供請求に遭う (Jackson and Skeel 2011, p.15)

Jackson, Chapter11F

: Qualified Financial Contracts (QFCs) について

- “It is important to note what these provisions do – and do not – for QFCs.” (p.233)
- QFCs の特則がなかったとしても認められること
- (1) Loan その他の債務の弁済期が到来する (Bankruptcy Code sec.502(b))
- (2) “Financial accommodation contracts” を管財人が引き受けることはできない (Bankruptcy Code sec.365(c))
- ※一般的には、Chapter 11 手続では、双方未履行の契約については管財人(原則として債務者自身)が引き受けるか、解除するかを決めることができるが、金融供与を約す契約は、引き受けることができないようである(倒産した場合、契約に従って金を貸せとはもはやいえない)
- (3) 相殺(set-off)は automatic stay により止められる(注:一時的に止められるだけで権利自体は保全される)、同一契約の債権・債務を控除すること(recoupment)は妨げられない

Jackson, Chapter11F

: Qualified Financial Contracts (QFCs) について

- Jackson の提案 (pp.234-235)
- (1) cash または “cash-like” な資産 (財務省証券 など?) を担保にした取引 (レポ取引など)
- → Automatic stay; ipso facto 条項; preference law の適用は除外
- → 倒産法のルールは、個別的な権利実行によって going concern value が破壊されることを防ぐもの。“Cash-like” assets には going-concern value がないので、倒産法のルールから除外してよい

Jackson, Chapter11F

: Qualified Financial Contracts (QFCs) について

- Jackson の提案(つづき)
- (2) (1) 以外の QFCs →倒産法のルールを適用(現行の QFCs についての除外規定は廃止)
- ※Jackson はこの場合、QFCs は原則、全部解除され、倒産手続開始時の時価で清算が行われると考えているようである(p.235)
- ←何でこうなるのか私(田中)には不明。他の倒産法学者は、QFCs についての特則が廃止されれば、倒産法の一般ルールに従い、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と解していると思われる (Ayotte and Skeel (2010), p.496)

参考 : Jackson and Skeel (2011)

- その後、Jackson は Skeel との共著論文で QFCs について包括的に検討
- ↓
- 主な結論:
- Cash or “cash-like” な資産(財務省証券などを考えている)を担保にした取引については、automatic stay の適用から除外
- その他のデリバティブ(とくにスワップ)は、3営業日以内に管財人が引き受けるか解除するかを決める
- Master agreement で行われている契約については、管財人は一括して引き受けるか解除するかを決めなければならない(cherry picking はできない)

- Cf. Dodd-Frank Act における QFCs の処理
- 1+ day までに、引き受けるか解除するかを決める(週末に手続開始した場合、週明け営業日終了までに決める)。ある相手方に対するQFCs は、すべて引き受けるか解除するかを選択しかない。

FDIC 型破綻処理か Chapter 11 型法的倒産手続か？

- 一般に、FDIC の破綻処理のほうが Chapter 11 よりも迅速・安価だといわれる (FDIC (2011); Kroener (2010))
- しかしこれは、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、利害関係者に手続参加を認め、最終的には司法が法のルールを適用して解決する Chapter 11 型の手続のほうがむしろよいという見方になる。Jackson はこの見方に立っており、Scott や Shultz & Taylor 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)。
- “I would regard the judicial procedure as much to be preferred over agency discretion in disposing of assets and determining losses and in allocating those losses to claimants in a predetermined and predictable order of priority” (pp.261-262)
- “So I say let’s write Chapter 11F into the law so that we have a credible alternative to bailouts in practice.” (Shultz, p.287)

論点 (参考: Ayotte & Skeel (2010) Skeel (2011))

- (1) Lehman を Chapter 11 で処理したことが金融危機の原因なのか？
- (2) FDIC の破綻処理はうまくいっているのか？
- (3) System risk に対処できるのか？
- ↓
- Skeel の見方
- (1) Lehman ショックが金融危機の原因という見方は神話。株価を見ても、Lehman 破綻で下がったのではなく、むしろその後のTARP 発表のときに下がっている
- (2) FDIC の実績は主に小粒の預金系金融機関の破綻処理に関するもの。SIFIs に適用してもうまくいかない。FDIC 型処理は、利害関係者の手続参加をほとんど認めないので、政府が特定の利害関係人を優遇するような権限濫用をチェックできない
- (3) System risk に対応するため、公的資金投入が必要になることがあるとしても、それは倒産手続で行うこともできる。
- (AIG に対してやったように、倒産手続外で資金注入をすると、それは注入前の権利者に優先しないため、公的資金で既存の株主・一般債権者を保護することになり国民負担は増大する)

法的倒産手続 (Chapter 11)

はいいのか？

- 1980年代における状況
- =Chapter 11 はだめ、廃止論が続出 (Weiss (1990) はこの頃の実証研究)
- ↓
- 運用の改善により、面目を一新しているらしい
(Vulture fund などが債権を買い集めて大口債権者になるので、債務者企業の経営陣の居座りが許されなくなっている、公開企業の再建では事業譲渡→代金で弁済が主流となり、absolute priority も守られるようになってきている。Skeel (2003))
- 1997 – 2002 の公開企業の Chapter 11 手続の平均所要期間は13.7ヶ月 (田中 (2009), p.135 n.48)

本書出版後の展開

- Resolution Project のメンバー(+Skeel)は、現在、金融機関を対象にした倒産手続("Chapter 14")の立法化を求める提言を準備中(Skeel (2011), p.170))
- Skeel (2011) →Dodd-Frank Act を批判、基本的に金融機関も法的倒産手続で処理すればよいという立場(QFCs の特則は廃止するが、管財人は引き受けるかどうかを手続開始から3営業日以内に決めなければならないものとする。Skeel (2011), p.166)

参考：日本の場合（山本(2008)第8章）

- 日本では、金融機関（預金系金融機関、証券会社、保険会社）に対しても法的倒産手続（破産・民事再生・会社更生）の適用はある
- E.g., 日本振興銀行 → 民事再生手続で処理している
- **更生特例法**（金融機関等の更生手続等の特例に関する法律）
- ①株式会社以外の金融機関（相互保険会社、協同組合系金融機関）も会社更生手続を利用できるようにする
- ②監督官庁に法的倒産手続への関与を認める（手続開始申立権＋預金者（投資者、保険契約者）の法定代理権）
- ③保険会社の場合、双方未履行双務契約についての管財人の選択権（引受け・解除の選択）は排除
- （更生特例法じたいが、完結した倒産手続ルールを定めているわけではない。金融機関にも破産・民事再生・会社更生手続が適用されることを前提に、一定の特則を設けた法律）
- 他方で、行政手続による破綻処理も併存（預金系金融機関、保険会社の場合。証券会社は特になし）。預金保険法の破綻処理は、銀行持株会社にも適用可能。

デリバティブの取扱い

- 米国の QFCs と同様の特別ルールがある
- 一括清算法（金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律）
- 金融機関が契約によって行う一括清算（ネットティング）の効力を、倒産手続でも認める

余談：東電について

- 東電について法的倒産手続を開始しようとは誰もいわず、Bailouts をしようとしている(国の負担で株主、一般債権者を保護する)ように見えるが、誰も批判しない。なぜか？

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
- Jackson, Thomas H., and David Skeel, “Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy,” Scholarship at Penn Law. Paper 355 (2011), http://lsr.nellco.org/upenn_wps/355
- 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)]
- Skeel, David, *The New Financial Deal* (Wiley, 2011)
- Skeel, David, “Creditors’ Ball: The ‘New’ New Corporate Governance in Chapter 11,” *University of Pennsylvania Law Review*, 152, pp.917-951
- Weiss, L.A., “Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims, *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp.285-314 (1990)
- 田中亘「借り手企業の破綻法制と銀行危機」池尾和人編『不良債権と金融危機』pp.109-152(慶應大学出版会、2009)
- 山本和彦『倒産処理法入門(第3版)』(有斐閣、2008)