

米国財務省による秩序ある破綻処理の枠組みの見直し —OLA の改定、チャプター14 の導入を図る提案—

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 米国財務省は 2018 年 2 月、「秩序ある清算権限および倒産改革」と題する報告書を公表し、2010 年に制定されたドッド=フランク法で導入された金融会社の破綻処理制度である「秩序ある清算権限 (OLA)」を見直すとともに、連邦倒産法にチャプター14 と呼ばれる金融会社を対象とする新たな破綻処理制度の導入を図る提案を明らかにした。報告書は、トランプ大統領が 2017 年 4 月に公表した OLA の見直しに関する大統領覚書を受けて作成されたものである。
2. OLA については、①連邦預金保険公社 (FDIC) に与えられた行政裁量が大きすぎること、②FDIC が特定の債権者を有利な扱いとすることができるためモラル・ハザードの問題を生じ得ること、③破綻処理ファイナンスのために財務省に設置されるファンド (OLF) に納税者負担のリスクがあることなどが共和党や一部の学者から指摘されてきた。そこで、OLA に代わるものとして、スタンフォード大学フーヴァー研究所を中心に連邦倒産法を改正しチャプター14 を導入する検討が行われており、連邦議会では、OLA を廃止してチャプター14 の導入を図る法案が提出されている。
3. 報告書は、優先すべき破綻処理制度としてチャプター14 を導入する一方、OLA については必要な改定は行うものの、例外的な環境における最後の手段として維持することを提案している。チャプター14 は、損失吸収が行われる破綻金融会社 (=持株会社) と資本再構築されるブリッジ会社 (=業務子会社) に法的にエンティティを分離する破綻処理プロセスであり、FDIC が検討するシングル・ポイント・オブ・エントリー (SPOE) を前提としている。
4. 今後、財務省が提案した改革が実現するかどうかは、連邦倒産法やドッド=フランク法の改正が必要になるため、議会との関係で改革の議論がどのような方向に進むかということにかかってくる。共和党が OLA を維持するという財務省の方針を受け入れたとしても、現在の共和党の議席数からすると民主党の協力なしに法改正を伴う改革を実現することは不可能な状況である。財務省および議会の今後の動向を注視していくことが必要である。

I. 大統領覚書を受けた財務省報告書の公表

米国財務省（U.S. Treasury）は2018年2月21日、「秩序ある清算権限および倒産改革（Orderly Liquidation Authority and Bankruptcy Reform）」と題する報告書を公表し、2010年7月に制定されたドッド＝フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法（以下、「ドッド＝フランク法」）に定められた金融会社（銀行以外のノンバンクであって、銀行持株会社を含む）の破綻処理制度である「秩序ある清算権限（OLA）」を見直すとともに、清算型手続であるチャプター7や再生型手続であるチャプター11を規定する連邦倒産法（Bankruptcy Code）にチャプター14と呼ばれる金融会社を対象とする新たな破綻処理制度の導入を図る提案を明らかにした¹。

大統領選の期間中から前政権の下で成立したドッド＝フランク法の廃止を主張していたドナルド・トランプ大統領は、2017年2月に「米国金融システムの規制に関するコア原則」という大統領令（Executive Order）を公表し、同法によって厳格化された金融規制を見直す方針を打ち出した²。大統領令は、規制の見直しを行うに当たって考慮すべき原則を示した上で120日以内に大統領に対して報告することをスティーブン・ムニューシン財務長官に要請した。大統領令を受けた財務省は、①銀行・信用組合、②資本市場、③資産運用・保険の各分野に分けて、「経済機会を創出する金融システム」と題する規制の見直しを提言する報告書を2017年6月と10月に公表している³。

一方、財務省が公表した今般の報告書は、トランプ大統領が2017年4月21日に公表したOLAの見直しに関する大統領覚書（Presidential Memorandum）を受けて作成されたものである⁴。大統領覚書は、以下の点を含めてOLAの見直しについて検討を行った上で、180日以内に大統領に報告することをムニューシン財務長官に求めていた。

- 破綻金融会社が米国の金融の安定に負の影響を与える可能性
- OLAを利用する枠組みは大統領令が掲げる原則に沿っているか
- OLAが財務省の一般会計（国庫）にコストをもたらすか
- OLAの利用可能性または適用が、一部の債権者およびカウンターパーティ、株主の過度なリスクテイクにつながっているもしくはその可能性があるか、または金融会社はトゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（too big to fail）であると市場参加者が認識することにつながっているか
- ドッド＝フランク法ではなく、倒産法の手続に則って金融会社を破綻処理するための連邦倒産法の新たな章（＝チャプター14）を設ける方が金融会社の破綻処理方法として優れているか

¹ U.S. Treasury, “Orderly Liquidation Authority and Bankruptcy Reform,” Report to the President of the United States, Pursuant to the Presidential Memorandum Issued April 21, 2017, February 21, 2018. (https://home.treasury.gov/sites/default/files/2018-02/OLA_REPORT.pdf).

² 大統領令については、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド＝フランク法とフィデューシャリー・デューティ規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号（ウェブサイト版）を参照。

³ ノンバンク金融機関、金融テクノロジー、金融イノベーションの分野については今後、報告書が策定される。

⁴ “Memorandum on Orderly Liquidation Authority,” Memorandum for the Secretary of the Treasury, April 21, 2017.

ドッド=フランク法で導入された OLA は、主としてシステム上重要な金融会社の破綻が米国の金融の安定に深刻な影響を与えると財務長官が決定した場合、管財人に相当するレシーバー (receiver) に連邦預金保険公社 (FDIC) を指名し、清算型手続である FDIC のレシーバーシップ (receivership) の下で破綻処理を行う枠組みである。OLA においては、破綻に伴って発生する損失は原則として株主および債権者が負担する仕組みとなっている。

もっとも、OLA に関しては、①FDIC の行政権限に基づく破綻処理制度であり、FDIC の行政裁量が大きすぎる点、②FDIC の裁量の下で同順位の債権者に比べて特定の債権者を有利な扱いとすることができるため、モラル・ハザードの問題を生じる可能性があること⁵、③破綻処理のファイナンスを行うために財務省に設置されるファンド (Orderly Liquidation Fund; OLF) に納税者負担のリスクがあること⁶などが共和党や一部の学者から批判されてきた。そこで、スタンフォード大学フーヴァー研究所を中心に OLA に代わるものとして、連邦倒産法の司法手続に則った金融会社の破綻処理制度であるチャプター14の検討が行われてきた⁷。

共和党が多数を占める連邦議会では、OLA を廃止しチャプター14 を連邦倒産法に導入しようとする検討が行われている。下院においては、ボルカー・ルールの廃止などドッド=フランク法の改正を図る 2017 年金融選択法 (Financial CHOICE Act of 2017) が本会議で 2017 年 6 月に可決されており、同法には、OLA を廃止しチャプター14 の導入を図る規定が含まれている⁸。

また、下院ではチャプター14 の導入を図る 2017 年金融機関倒産法 (Financial Institution Bankruptcy Act of 2017) も提出されている⁹。一方、上院においては、納税者保護および責任ある破綻処理法 (Taxpayer Protection and Responsible Resolution Act) が提出されており、その中に OLA を廃止してチャプター14 を導入する規定がある¹⁰。もっとも、いずれの法案も上下両院での可決に至っておらず、チャプター14 の導入は未だ実現していない。

チャプター14 の導入に向けた動きがある中で示されたのが、チャプター14 の導入を提案する今般の財務省報告書である。ただし、議会に提出された法案とは異なる点として、報告書は、金融会社の破綻に際して優先すべき破綻処理制度としてチャプター14 を導入する一方、ドッド=フランク法に規定されている OLA については、必要な改定は行うものの、

⁵ FDIC はドッド=フランク法の下、OLA に関する規則を定めており、その中で短期債務および一般債務の債権者については、理事会の多数決によって同順位の債権者とは異なる扱いを行うことを認めている (小立敬「米国 FDIC の秩序だった清算手続に係る暫定規則」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号(ウェブサイト版)を参照)。

⁶ OLF の返済には、まずは株主・債権者の負担の下、破綻金融会社の資産が充当されるが、不足が生じた場合には、総資産 500 億ドル以上の金融会社を対象に資産規模やリスク、その他の要素を考慮して評価を実施し、当該評価に基づいて負担金が事後的に徴収される。したがって、制度上は納税者負担が生じない仕組みになっているが、当初は資金を財務省が借入れ等で賄うため、納税者負担のリスクを懸念する声が上がっている。

⁷ Kenneth Scott, Thomas Jackson, and John Taylor, "Making Failure Feasible: How Bankruptcy Reform Can End 'Too Big to Fail,'" Hoover Institution Press, 2015. チャプター14 の議論に関しては、淵田康之「米国におけるチャプター14 新設提案—金融会社向けの新たな破綻処理制度—」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号を参照。

⁸ Financial CHOICE Act of 2017, H.R.10, 115th Congress.

⁹ Financial Institution Bankruptcy Act of 2017, H.R. 1667, 115th Congress.

¹⁰ Taxpayer Protection and Responsible Resolution Act, S.1840, 114th Congress.

例外的な環境（extraordinary circumstance）における最後の手段（last resort）として維持することを提案している。

その背景として、OLA の見直しを命じた大統領覚書の公表後、OLA を廃止することに対して反対の声が上がっていることが指摘できる。例えば、連邦倒産法はシステミック・リスクを管理することを目的としていないため、システミック・リスクの抑止を図る OLA を廃止することは危険な誤りであると主張する多くの学者の署名による意見書が議会に提出されている¹¹。また、ベン・バーナンキ元連邦準備制度理事会（FRB）議長は、OLA は完全ではないところがあるとする一方、金融ストレスをカタストロフィーに発展させないためには必要不可欠なツールであるとした上で、OLA を廃止することは大きな誤りであり、経済や金融システムをリスクにさらすことになるとの警鐘を鳴らしている¹²。

これに対して財務省報告書は、OLA には多くの批判があることを認識していると述べるとともに、OLA は、破綻処理当局にチェックされないあまりに多くの行政裁量を与えており、債権者をバイルアウトするという誤った適用が可能であることから、市場規律を損ねるリスクをもたらしている点を指摘する。しかしながら、報告書は、連邦倒産法にチャプター14を導入しながら OLA を維持するという議会とは異なる方針を打ち出した。財務省は、例外的な環境における非常時のツールとして OLA を位置づけており、システミック・リスクの抑止に万全を期すためには、OLA の枠組みも必要不可欠であると捉えているように窺われる。

以下では、財務省報告書が示した米国の金融会社の秩序ある破綻処理の枠組みの見直しに関する提案の概要をまとめるとともに、改革が実現した場合の留意点や今後の見通しについても整理することとしたい。

II. 財務省の提案の背景

財務省報告書は、チャプター14の導入とともに OLA の見直しを提案する背景として、2017年2月の金融規制の見直しに関する大統領令で提示されたコア原則を受けた、3つの包括的な政策上の目標を掲げている。

第一に、コア原則は、システミック・リスク、モラル・ハザードや情報の非対称性を含む、市場の失敗に対処するための規制のより厳格な影響度分析を通じて、経済成長と活気のある金融市場を促進することを求めている。これを受けて報告書は、エクイティや特定の債務クラスについては、バイルアウトや特別な救済が認められるという期待から生じるモラル・ハザードを回避すべきであるとし、かかる期待は破綻処理に関する規則や手続が事前に明確に定められていないことに起因しており、結果としてリスクテイクを抑制するインセンティブが損なわれていることを指摘する。報告書は、債権者の順位と公平な扱い

¹¹ “Financial Scholars Oppose Eliminating ‘Orderly Liquidation Authority’ As Crisis-Avoidance Restructuring Backstop,” May 23, 2017.

¹² Ben Bernanke, “Why Dodd-Frank’s orderly liquidation authority should be preserved,” Brookings, February 28, 2017.

が事前に明確に定められていれば、自由な市場においては信用リスクのより良いプライシングが行われるという考えを述べている。

第二に、コア原則は、納税者の負担によるベイルアウトの回避を要求する。報告書は、破綻金融会社の株主や債権者がすべての損失を負担すべきであるとし、金融危機時に実施されたようなベイルアウト政策を回避する観点から、大規模な金融会社の破綻処理を実行するための秩序あるルール・ベースの手続が納税者の保護にとって必要であるとする。

第三に、コア原則は、米国企業が国内外の市場において外国企業に競争的であることを求めるとともに、国際的な金融規制の交渉・会合においては米国の利益を追求することを要求している。これらを踏まえて報告書は、金融会社の健全な破綻処理の枠組みは、金融システムに与える破綻処理の影響を最小化すべきであるとした上で、破綻処理の間に重要なオペレーションを継続し、危機の伝播を抑制し、米国の金融会社の海外子会社に対する海外当局によるリング・フェンス（囲い込み）の可能性を排除するためには、担保で保全された流動性ソースが必要であるとの考えを示している。

他方、報告書は、チャプター14 と OLA の枠組みが併存することについて、それらの適用の順序として「倒産法の優先（Bankruptcy First）」という考え方を打ち出している。その理由としては、市場規律は過度なリスクテイクに対する最も確実なチェックになるとして、ルール・ベースであって予見可能な手続の下、破綻によって生じる損失を割り当てることを通じて、倒産法の手続が市場規律を強化することを指摘している。

もっとも、現行の連邦倒産法は、デリバティブ取引や短期借入を相当規模で行う大規模かつ相互関連性を有する金融会社のストレスに対処するようには設計されていない。また、ストレスのある市場環境では、それらの取引に関連して解約や資金の流出が生じると急速に価値が崩壊することから、ソルベントな金融会社であっても脆弱になり、危機の伝播をもたらす可能性がある。財務省はそのような現実を考慮して、倒産法に基づく金融会社の破綻処理をより有効な選択肢とする観点から、フーヴァー研究所の提案と議会の法案を前提にチャプター14を提案するとしている（議会の法案については補論を参照）。

Ⅲ. チャプター14に関する財務省の提案

1. 財務省が想定するチャプター14

財務省報告書は、現行の連邦倒産法は、大規模かつ複雑な金融会社の破綻処理を行うようには設計されておらず、特に、デリバティブ取引や短期借入を相当行っている債務者が破綻した場合に生じる金融ストレスには対処できないと指摘する。一方で、チャプター14によるアプローチでは、スワップその他のデリバティブ契約、レポおよびリバース・レポ、証券貸借契約を含む適格金融契約（qualified financial contract; QFC）のカウンターパーティの早期解約等を一時的にステイする間に資本再構築を行うことが可能であるとして、現行の連邦倒産法に対する優位性を挙げている。

報告書は、連邦倒産法の欠点を補う観点から、チャプター14は「2つのエンティティによる資本再構築モデル (two-entity recapitalization model)」に基づいていると説明している。2つのエンティティによる資本再構築とは、損失吸収が行われる破綻金融会社と資本再構築されるブリッジ会社 (bridge company) に法的に分離する破綻処理プロセスを意味する。さらに、チャプター14の説明として、シングル・ポイント・オブ・エントリー (single point of entry; SPOE) の破綻処理戦略が前提になっているとの説明を加えている。

SPOEとは、グローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIBs) を対象とするOLAに基づく破綻処理戦略としてFDICが検討しているものである。グループ最上位の持株会社に対しレシーバーシップを適用し、持株会社のレベルで損失吸収が行われる一方、銀行子会社や証券子会社を含むソルベントな業務子会社は業務を継続させることによって金融システムの混乱の回避を図る破綻処理戦略である¹³。SPOEにおいては、業務子会社の持分を含む持株会社の資産はブリッジ会社に承継されることになるが、株主や無担保債権者の権利は持株会社、すなわち清算型手続であるレシーバーシップに残されたままとなる。

財務省が想定するチャプター14の具体的なプロセスとしては、手続の申立を行った対象金融会社 (covered financial corporation) が48時間以内に資産の大半と負債の一部を新たに設立されたブリッジ会社に承継するための承認を裁判所に申請する。裁判所は、ブリッジ会社への承継が米国の金融の安定に深刻な影響を生じること避けるために必要であることや承継された債務、未履行契約、QFCの履行をブリッジ会社ができることなどを確認し、ブリッジ会社への承継を許可する。チャプター14では、48時間の一時的なステイがかかることから、金曜日に始まるレゾリューション・ウィークエンド (resolution weekend) に倒産法手続が実行されると、OLAで想定されている時間軸と同様に、業務子会社は月曜日に業務を再開することが可能になり、市場の混乱を最小限に抑制できるとしている。

ブリッジ会社に承継される資産に業務子会社のエクイティが含まれるため、業務子会社は業務継続が可能になり、カウンターパーティが資金を引出そうとするインセンティブは抑制される。デリバティブやその他のQFCに関しては、カウンターパーティが倒産法適用をトリガーとして解約や清算、早期償還の権利を行使することが懸念されるが、それらの権利行使に対しては、一時的なステイによって市場の混乱を回避することが可能になる。

報告書は、チャプター14では、損失負担は明確で予見可能であるとする。対象金融会社の株主や「資本構成債務 (capital structure debt)」の保有者の権利は、ブリッジ会社に承継されずに対象金融会社に残ることになる。一方、ブリッジ会社のエクイティは、破綻金融会社に残された株主や債権者のために指名される特別受託者 (special trustee) により管理され、チャプター14の手続を監視する裁判所の命令に従ってのみ、特別受託者は信託 (trust) で管理するエクイティに配当を行うことができる。チャプター14における資本構成債務は、損失吸収と資本再構築を図るための重要な要素となっている。

¹³ FDICのSPOEについては、小立敬「米国FDICによるSIFIsの破綻処理戦略—シングル・ポイント・オブ・エントリーの概要—」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号(ウェブサイト版)を参照。

2. チャプター14の課題

このようにチャプター14は、連邦倒産法を適用して金融会社を破綻処理することを目的として、現行の連邦倒産法から破綻処理プロセスの大幅な改善を図るものとなる一方で、財務省は、金融会社に連邦倒産法を適用する際の課題について、次のような議論を行っている。

1) 流動性の問題

報告書は、大規模な金融会社に連邦倒産法を適用する際の最大の課題の1つが流動性の問題であるとする。OLAを適用する場合は、財務省に設置されたOLFから破綻処理に必要なファイナンスが行われるが、チャプター14を適用する場合は、OLFのようなファンドは設置されていないことから、ブリッジ会社は自ら市場から資金調達を行う必要がある。もともと、この問題については、いくつかの要素によって緩和されるとする。

まず、G-SIBsの場合は、金融危機後に様々なストラクチャーやオペレーションの改革が行われているため、そもそも必要なファイナンスの規模が縮小していることを指摘する。また、SPOEの下、ブリッジ会社は明確な資本構成と頑健なバランスシートを有することになるため、民間セクターからファイナンスを受けることが再び可能になると考えている。さらに、金融会社は破綻処理計画(resolution plan)を策定する中で、破綻処理時に必要な流動性ニーズを把握することが求められていることも指摘されている。

また、チャプター14は、最大48時間の一時的なステイを手当てしていることから、QFCのカウンターパーティが倒産法適用をトリガーとしてネットィングや解約に係る権利を行使することで生じる現金の支払いや担保資産の処分が行われることを回避できるとする。財務省は、例外的な環境における最後の手段としてOLAが存続することも挙げており、OLFという流動性のバックストップが存在することを強調している。

2) 規制当局の役割

金融会社の倒産手続では、主たる規制当局が適切な役割を果たすことが重要であるため、FDIC、FRB、通貨監督庁(OCC)、証券取引委員会(SEC)、商品先物取引委員会(CFTC)および財務長官が倒産事件の当事者として手続に関与することを提案している。財務省はその結果、金融会社に関わる規制当局が有する専門性、最も重要なこととして米国の金融の安定に関するインプリケーションを裁判所が活用することができる点を挙げている。

金融会社の実効的な破綻処理を行うためには、特に海外当局との協力・協調を図ることが不可欠であるが、現行の連邦倒産法にはそのような仕組みは存在しない。そこで、米国の規制当局を倒産事件の当事者に位置づけて明確な責任を与えることで、破綻処理を実行する中で国際的に配慮し、検討すべきことが裁判所に情報提供されることになる。財務省は、必要に応じて海外当局を倒産事件の当事者として認めることも提案している。

また、議会で提出された法案の中には、規制当局が対象金融会社の倒産事件の申立を行

うことが認められているものがある。これは、金融会社の取締役会が倒産法手続の申立を拒むような場合に、金融会社の再建の可能性が低下する状況に対応することを意図したものである。この点について財務省は、金融会社の取締役会に加えて規制当局にも手続の申立を認めると、手続に複雑性が生じる点を指摘する。財務省としては、チャプター14を開始する権限を主たる規制当局にも与えることと、規制当局を当事者としてチャプター14に関与させることとの間で議会の検討が行われることになるだろうとしており、この論点に関しては明確な考えを示していない。

なお、財務省は、チャプター14において規制当局を関与させるための法改正が実現しなかったとしても、FRB、FDIC およびその他の連邦規制当局は、倒産手続の間に海外当局と協調する能力を有しており、チャプター14を適用したとしても、裁判所の外で十分に国際協調が行われることを強調している。

3) 司法当局の経験

チャプター14の課題として、裁判所にどのように専門性を確保させるかという点も議論されている。チャプター14では、申立後に倒産手続を担う裁判官が指名されることになる。上下両院の法案では、最高裁判所長官が倒産裁判所の裁判官を指名することになっている一方、フーヴァー研究所の提案では、地方裁判所から裁判官が選ばれることとなっており、資産・負債をブリッジ会社に承継した後は、特別主事（special master）として倒産裁判所裁判官の支援を受けることで専門性を補うことが想定されている。他方、財務省としては、チャプター14の倒産事件を担当するための能力や経験のある裁判官を選定する観点から、裁判官を事前に指名しておく仕組みを提案している。

4) 資本構成債務の範囲

上下両院のチャプター14の法案の論点の1つとして、ブリッジ会社に承継されずにエクイティとともに破綻金融会社に残される資本構成債務の定義の問題がある。チャプター14の下では、資本構成債務を通じて事実上ベイルインが実行されることになる。財務省は、上下両院の法案と同様に、QFC以外の債務であって資金の借入れに関わるすべての無担保債務を資本構成債務の対象とすることを提案している¹⁴。また、財務省は、資本構成債務の範囲が広げれば、その分だけ無担保債務が破綻金融会社に残されることになることから、資本再構築されるブリッジ会社は、民間のファイナンスを惹きつけやすくなるとの認識を示している¹⁵。

¹⁴ また、フーヴァー研究所の提案は、議会の法案とは異なり、担保付債権に関して担保価値を上回る未保全部分の債権も資本構成債務に含むとしており、財務省は同研究所のこの提案を支持している。

¹⁵ なお、G-SIBsを対象とするTLAC規制においては、TLAC適格要件として劣後性の要件を満たすために、銀行持株会社を「クリーン持株会社（clean holding company）」にすることが求められており、その結果、資本構成債務の定義にかかわらず、短期債務を含む一定の債務の発行が抑制される点を指摘している。米国のTLAC規制については、小立敬「最終化された米国のTLAC規制」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号（ウェブサイト版）を参照。

5) 対象金融会社の範囲

上下両院の法案では、チャプター14が適用される対象金融会社の範囲として、銀行持株会社に加えて金融業に従事するその他の持株会社も含まれている。また、下院の法案では、銀行持株会社ではない持株会社については、総資産500億ドル以上という基準が設定されている一方で、上院の法案にはそのような閾値は設けられていない。この点に関して財務省は、対象金融会社の定義に該当するあらゆる金融会社は、閾値を設けることなく、チャプター14が適用できるようにすべきであるとの考えを示している。

IV. OLAの見直しに関する財務省の提案

1. OLAの必要性

財務省報告書は、OLAに対して共和党などから多くの批判があることを認識しながら、例外的な環境における最後の手段としてOLAを存続させる一方で、OLAに関して認識されるいくつかの課題については見直すことを提案している。

まず、報告書は、銀行持株会社やその他の金融会社の破綻処理として倒産法が望ましい方法であるとドッド=フランク法が認識していることに加えて、同法は、金融会社を他の事業会社と同様に破綻処理できることを前提に制度を設計していることを指摘する。また、TLAC規制やSPOE、破綻処理計画の策定を含む様々な改革によって大規模な金融会社であっても倒産法の下で破綻処理することが可能になってきているとしており、倒産法の適用をより実現可能なものにするすることで、OLAが必要とされる状況が生じることが抑制されとの認識を明らかにしている¹⁶。

しかしながら、破綻処理ツールとして倒産法は最初的手段（first sort）ではあるものの、大規模かつ複雑でクロスボーダーに展開する金融機関には、チャプター14の手続が実行可能ではない場合があることを指摘する。仮に民間からのファイナンスが十分に得られない場合は、財務省としては、金融システムの混乱を避けるために、明確かつ予見可能な順位に基づいて株主や債権者に負担を求めつつ、OLAを適用することが必要であるとの認識である。

さらに報告書は、OLAの見直しが、海外当局による介入を避けることにつながることを指摘する。倒産法が適用できなくてもOLAが最後の手段として存続することで海外当局は安心するという見方である。OLAが緊急時のバックストップとして認識されれば、海外当局は自国にある金融会社の子会社に対して破綻処理手続を個々に適用するよりも、倒産法を通じた単一の破綻処理手続を選ぶ可能性を挙げる。また、OLAを存続させることで、海外当局にとっては自らの法域にある子会社にリングフェンスを求める必要性はなくなる

¹⁶ 報告書は、金融会社には倒産法確実の下で破綻処理できる破綻処理計画の策定が求められていることに加えて、OLAに規定されている経営者の報酬のクローバック（返還）や取締役、執行役の更迭によって、OLAを回避するインセンティブが与えられている点を指摘している。

だろうとの見方を示している。

財務省は OLA の見直しの狙いとして、リスクが正しくプライシングされ、OLA の適用によって生じるコストから納税者を保護し、債権者により高い透明性と確実性を提供する観点から、OLA のストラクチャーと適用の見直しを行うことで、OLA における法の支配 (rule of law) の脆弱性の問題に対処し、恣意的な行政措置を回避することを挙げている。

2. 明確なルールの策定

報告書は OLA の見直しの方向性として、公平性を有する明確なルールを提供することを挙げており、その上でいくつかの見直しに係る論点を指摘している。

第一に、OLA の下、同順位の債権者については同等の扱いをするよう FDIC がルールの改正を行うことを提案する。現行の OLA は、一定要件を満たす場合、FDIC の裁量によって同順位の債権者について異なる扱いをすることを認めている¹⁷。ただし、FDIC は、自らの裁量権を制限することで債権者に確実性を提供する必要性を認識しており、FDIC が策定した規則においては、長期シニア債務や劣後債務、エクイティについては、FDIC が裁量権を行使しないことを定めている。もっとも、一般債権者と短期債権者については、FDIC は裁量権を維持しており、有利な扱いを受ける無担保債権者として、レシーバーシップやブリッジ会社のオペレーションの継続に必要なユーティリティ・サービスを提供するプロバイダーや決済事業者をその例として示している¹⁸。

この点について財務省は、FDIC が長期債権者に対して短期債権者を有利に扱うとすれば、長期債権者の負担の下で短期債権者をペイルアウトすることになるとの見方を示す。一方で、連邦倒産法では、重要なベンダーが有する倒産法申立前の債権への支払いについては、裁判所の承認の下、会社の再生に資する場合などに限られていることを指摘する。

財務省はこのような論点を踏まえて、連邦倒産法との平仄をあわせる観点から、①FDIC が同順位の債権者に対して異なる扱いができる現行の規則について、レシーバーシップやブリッジ会社のオペレーションの継続に必要な債権者への支払いを倒産法基準にあわせて限定するか、あるいは、②司法手続としてすでに確立している倒産法基準に置き換えるかという 2 つの選択肢を提案している。

第二に、レシーバーシップにおける所有者の権利の変更については、FDIC ではなく、裁判所に委ねることで、実体面および手続面で透明性を向上させることを提案している。すなわち、SPOE の下で資産・負債がブリッジ会社に承継された後に、レシーバーシップに残された株主や無担保債権者の権利は裁判所が管理することになる。換言すればペイルインの権限を行政当局から裁判所に移管する提案である。

¹⁷ ドッド=フランク法 210 条(b)(4)(A)は、①対象金融会社の資産の価値の最大化を図るため、②レシーバーシップの適用またはブリッジ金融会社の必要不可欠なオペレーションを開始・継続するため、③対象金融会社の資産の売却その他の処分からの現在価値の最大化を図るため、または、④対象金融会社の資産の売却その他の処分によって生じる損失を最小化するために必要な場合には、同順位の債権者を同様に扱わなくてもよいことを規定している。

¹⁸ 前掲脚注 5 の論文を参照。

財務省はその理由として、ブリッジ会社に資産・負債を承継し、民間の買い手に承継するまでブリッジ会社を運営することやOLFを管理することについてFDICは専門性を有しているのであって、当事者の権利の変更は裁判所の役割であるとする。なお、FDICは、連邦預金保険法(FDIA)の下、預金取扱機関の破綻処理の中で必要に応じて預金のカットを行っているが、FDIAの権限とOLAの権限は異なること、預金取扱機関の債務クラスでは預金の存在が大きく、持株会社とは異なることを財務省は指摘する。

第三に、OLAの開始要件の明確化である。金融会社が「デフォルトまたはデフォルトの危険(in default or in danger of default)」にあることを含め、一定要件を満たすことについて財務長官が決定を行った場合にOLAの手続が開始されることになるが、その定義の明確化が必要であるとする。具体的には、デフォルトの危険があることの判断の基準として、自己資本の毀損や債務超過、流動性枯渇の危険が差し迫っているかどうかの判断については、一定期間を具体的に定めることで基準を明確化させるべきとしており、その期間として90日間を提案している¹⁹。

第四に、ブリッジ会社は、OLAの下、連邦および州、地方の税金の支払いが免除されている。そこで財務省は、民間セクターで競合する民間の会社に比べて過大な利益を与えているとして、ブリッジ会社が民間の会社と同率の税金を支払うよう求めている。

第五に、報告書は、SPOEに対するFDICのコミットメントを明確化するように要請しており、特に、FDICが2013年12月に策定したSPOEに係る市中協議文書を最終化するよう求めている。2013年の市中協議文書は、FDICが検討しているSPOEの概要を整理するとともに、いくつかの論点についてパブリック・コメントを求めていたが、その結果は未だに明らかにされていない²⁰。財務省は、FDICがSPOEへのコミットメントを明確にすることで、カウンターパーティおよび市場参加者において期待が醸成されて、リスクに対してより良いプライシングを促すとともに、FDICの裁量権の下でどのように破綻処理されるかが予見できないという懸念にも対応することができると考えている。

3. OLFに対する制限

OLAの枠組みにおいて破綻処理ファイナンスを担うOLFの利用については、財務長官の承認が必要であり、財務長官は、金利や金額、期間を含むファイナンスの条件を決定しなければならない²¹。FDICが破綻金融会社への資金供与を行う際には秩序ある清算計画(orderly liquidation plan)を策定するとともに返済計画の策定も求められており、いずれも

¹⁹ ドッド＝フランク法203条(c)(4)は、デフォルトまたはデフォルトの危険の判断基準として、①金融会社について倒産事件が開始または早期に開始されそうなこと、②金融会社はその資本のすべてまたは実質的にすべてを毀損させる損失を被り、または被る可能性があり、かつ、当該毀損を回避する合理的な見通しがなく、③金融会社の資産がその債権者その他の者に対する債務より少なく、または少ない可能性があること、④金融会社が正常な業務の過程でその債務を支払うことができず、または支払うことができない可能性があることを定めている。

²⁰ 前掲脚注13を参照。

²¹ ドッド＝フランク法210条(n)を参照。

財務長官の同意を得なければならない。また、FDIC から破綻金融会社に供される資金は、FDIC がレシーバーに指名された後の 30 日間については、直近の財務諸表における連結総資産の 10%が上限となり、その後については、公正価値で評価された連結総資産の 90%が上限となっている。

このように OLF を利用する場合は、ドッド=フランク法によって一定の制約が設けられている。もっとも、財務省としては、市場規律を改善させ、納税者の保護を強化する観点から、OLF の利用に対してさらに制限をかけることを提案している。

第一に、民間資本市場への復帰を促すために保証を利用し、金利の上乗せを図ることである。具体的には、直接融資を実行する場合は金利の上乗せを図ること、民間の資金調達市場にブリッジ会社を可能な限り早く復帰させる観点から保証を利用すべきことを提案しており、直接融資よりも保証の提供を優先すべきであるとする。ブリッジ会社の財務状況が不確実であったり、金融市場のボラティリティが高い場合には、民間の貸し手は信用供与に消極的になるため、保証を付すことによってブリッジ会社はより早く市場から調達できるようになるとする。また、資金調達市場を利用するインセンティブ付けの観点から、FDIC は資金を融資する際には金利を上乗せし、保証を提供する場合には保証料を上乗せすべきであるとしている。

第二に、納税者保護の観点から、FDIC は有担保で融資を実行することである。財務省はその上で、FDIC には高品質資産を担保として利用することを求め、FDIC が OLF の資金を利用する際の適格担保リストを作成することを提案している。適格担保リストの検討の出発点としては、FRB のディスカウント・ウィンドウにおける適格担保を挙げている。

第三に、OLF からの資金の引出しについては、流動性ニーズを満たすために必要なものに限定し、短期の固定された期限に制限することである。ブリッジ会社に認められている OLF による当初のファンディングは、短期ファンディングの引出しを防ぎ、危機の伝播を回避し、安定性を確保するために十分なものである。したがって、ブリッジ会社が安定化し、市場参加者がデューデリジェンスを行う時間が確保されるようになれば、仮に金融危機の状況に置かれたとしてもファイナンスを提供できるようになるとの認識を示す。

第四に、OLF の返済については、破綻金融会社の株主や債権者の負担だけでは返済できない場合は、連結総資産 500 億ドル以上の金融会社からリスクベースで賦課金を事後的に徴収することがドッド=フランク法で定められている。財務省としては、同法に規定されている賦課金を評価するためのアセスメントを早期に実施するよう求めている²²。

4. 司法レビューの強化

財務省は、より頑強なチェックが行われるよう OLA の司法レビューの強化を提案する。OLA では、対象金融会社の取締役会が FDIC のレシーバー任命に同意しない場合に、レシーバーの任命権限を財務長官に付与する命令を得るために財務長官がコロンビア地区連邦

²² ドッド=フランク法 210 条(o)を参照。

地方裁判所に申立を行い、原則として 24 時間以内に裁判所が決定することが定められている²³。その一方で、現行の仕組みでは、取締役会が申立に同意すれば司法レビューは行われない。

そこで財務省は、司法レビューを強化するため、デフォルトまたはデフォルトの危険にあることを含め、OLA を開始するために財務長官に確認が求められる 7 つの判断基準について、行政手続法に規定されている「独断的かつ気まぐれ (arbitrary and capricious)」ではないという判断基準に基づいて裁判所がレビューすることを提案している。当該基準に基づくレビューの場合、裁判所の判断が行政当局の判断に置き換わることはないが、財務省としては、その仕組みを導入することによって、FDIC の決定が合理的であって十分に信頼できる分析の結果であることを保証することになると捉えている。

さらに、OLA の司法レビューは、FDIC がレシーバーに任命される前の 24 時間以内という限られた時間の中で実施されることになっているが、財務省は司法レビューを強化する観点から次の 2 つのアプローチを提案する。

まず、預金取扱機関の破綻処理を行う FDIA のプロセスでは、事後的な司法レビューが認められていることと平仄を合わせて、OLA においても、事前のレビューではなく、レシーバー任命後に完全なレビューを実施することを提案している。

一方、その代替的な手法として、レシーバーの任命前のレビューという仕組みを維持する場合には、24 時間以内でレビューを実施することの困難さを踏まえて、仮に訴訟が提起された場合には、地方裁判所の決定は巡回裁判所（第二審）においてまったく新しい事案として扱われ、司法レビューを含む地方裁判所が講じた措置は考慮されることなく審査されるという新たな仕組みが提案されている。

V. 今後の見通し

財務省は、2017 年 4 月に公表されたドッド=フランク法の OLA の見直しに関する大統領覚書を受けて報告書を策定し、チャプター14 の導入とともに、OLA を存続させる方針を打ち出した。行政手続に基づく OLA は、FDIC の裁量の下で、システミック・リスクの抑制という観点から幅広い柔軟性をもった金融会社の破綻処理ツールとなっている。一方、財務省の提案は、倒産法の優先という原則の下、司法手続であるチャプター14 という新たな金融会社の破綻処理の枠組みを導入するとともに、OLA については裁判所の下でベイルイン等が実施されるように見直すことで、共和党や一部の学者から批判されてきた FDIC の行政裁量の大きさ、モラル・ハザード、納税者負担が生じるリスクといった OLA の課題への対処を図ろうとしている。米国の金融会社の秩序ある破綻処理の枠組みについて、FDIC の裁量に基づく柔軟性のある行政手続から裁判所が管理する厳格な司法手続へと変えていくことを意図した改革である。

²³ ドッド=フランク法 202 条を参照。

しかしながら、財務省が提案する改革は、行政裁量による柔軟性を失うことで破綻処理の効率性や実効性を弱めるリスクを抱えているように思われる。例えば、OLA に関しては、破綻金融会社の一定の資産・負債をブリッジ会社に承継し、その後のブリッジ会社の運営を FDIC が行う一方、ベイルイン等は裁判所が実施することになる。そのため、秩序ある破綻処理を実現するためには、FDIC と裁判所、さらには海外当局も含めた緊密な連携や協力、情報の共有を図ることができるかどうか、あるいは裁判所に求められる金融会社の破綻処理に必要不可欠な専門性をいかに高めるかが重要なポイントになる。また、一般に連邦倒産法の手続は、相応の時間を要することが指摘されており、金融システムの混乱を抑えながら金融会社の秩序ある破綻処理を実現するためには、いかに迅速に裁判所が破綻した金融会社の倒産手続を終えるかが重要な論点となってくるように思われる²⁴。

今後、財務省が提案する改革の実現には、連邦倒産法およびドッド=フランク法の改正が必要になることから、議会との関係において秩序ある破綻処理制度に関する改革の検討がどのような方向に進むかということが重要である。現在、議会で多数派を握っている共和党は、OLA の廃止を主張しているが、財務省は、OLA については必要な改定は行うものの、例外的な状況における最後の手段として位置づけて制度そのものは維持する方針である。現時点では、このような財務省の方針に対する議会からの反応は明らかではないが、財務省の提案が実現するためには、共和党とのすり合わせが必要になるだろう。

もっとも、共和党が財務省の方針を仮に受け入れたとしても、財務省が提案する改革が早期に実現するかといえば引き続き不透明な状況にある。すなわち、共和党は現在、上院において民主党の協力なしに法案を可決するために必要な議席数を得ていない。2018 年 11 月には中間選挙が予定されていることから、中間選挙までの間の議会の審議日程はタイトであり、チャプター14 の導入を図る法案の審議に入る可能性は低いように思われる。さらに、中間選挙の結果によっては、共和党の議席数が後退し、OLA の見直しを図る財務省の改革が進まない可能性も想定される。

いずれにしても、財務省が提案する改革の実現可能性については不確実な要素が多く、現時点において今後の方向性を見極めるのは困難である。財務省および議会の動向を引き続き注視していくことが必要である。

²⁴ 例えば、1995 年から 2001 年の間に破綻した事業会社に関する研究では、司法手続が終了するまでにチャプター7 の場合は平均で 709 日、チャプター11 の場合は平均で 828 日を要するという分析がある (Arturo Bris, Ivo Welch, and Ning Zhu, "The Cost of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization," *The Journal of Finance*, 61(3), June 2006)。

補論：連邦議会で検討されているチャプター14

連邦議会で提案されている金融会社の破綻処理制度であるチャプター14の概要や特徴については、財務省報告書の付属資料B（appendix B）にまとめられている²⁵。補論では、付属資料Bの記述を踏まえながら、連邦倒産法への導入が検討されているチャプター14の概要を確認する。なお、ドッド=フランク法のOLAはFDICの権限の下で実行される行政手続であるが、連邦倒産法のチャプター14は裁判所が管轄する司法手続であり、両者の性格は大きく異なるものである。

1. 適用対象と手続申立

チャプター14を提案するいくつかの法案は全体的な制度のストラクチャーや手続の面で非常に似通っている。まず、チャプター14の適用対象は、対象金融会社（covered nonbank financial company）に限定されており、銀行は対象金融会社に該当しないが、銀行持株会社および金融業に従事する会社（ノンバンク）は対象金融会社に含まれる²⁶。チャプター14の手続は、対象金融会社が裁判所に申立をすることで開始されることとなっているが、法案の中には、監督当局であるFRBにもチャプター14の手続開始の申立を認めているものがある。

2. ステイの措置

チャプター14には、現行の連邦倒産法と同様、債権者による債務者に対するほぼすべての手続およびその他の行為を禁止するオートマティック・ステイ（automatic stay）が手当てされている。オートマティック・ステイは、連邦倒産法における最も重要な特徴の1つであり、債務者に対して経済的再建のための余裕を与えると同時に、債務者の資産の散逸を防ぐことを目的としている²⁷。また、チャプター14では、特定の種類の債権者による債権回収（collection action）を禁止するステイも手当てされている。

さらに、チャプター14では、債務または契約、合意に含まれる債務者のデフォルトや支払不能、倒産手続の開始をトリガーとする解約権については、手続開始から48時間の一時的なステイが手当てされている。また、スワップその他のデリバティブ契約、レポおよびリバース・レポ、証券貸借契約を含むQFCについては、連邦倒産法ではオートマティック・ステイの対象外となっているが、チャプター14では、QFCのカウンターパーティの清算、解約および早期解約の権利に対して手続の開始から48時間はステイがかかることになる。なお、QFCの早期解約権等に対する一時的なステイは、すでにOLAの中で手当てされている。

²⁵ チャプター14を提案する法案については、前掲脚注8乃至脚注10を参照。

²⁶ 銀行を含む預金取扱機関の破綻処理制度としては、FDIAの下、FDICが破綻金融機関のレシーバーとなって破綻処理を行う制度が手当てされている。

²⁷ ジェフ・フェリエル、エドワード・J・ジェンガー「アメリカ倒産法（上巻）」LexisNexis（2011年）

早期解約権等の一時的なステイについては、破綻処理制度の新たな国際基準として策定された金融安定理事会（FSB）の「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」（以下、「主要な特性」）において手当てされている²⁸。主要な特性は、ステイの期間を厳格に制限すべきとして2営業日以内という期間を例示している。主要な特性を受けて国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）のイニシアティブの下、デリバティブ契約については、クロスボーダーの破綻処理において48時間のステイを前提とすることがデファクト・スタンダードとなっている²⁹。チャプター14は、主要な特性とも平仄が図られている³⁰。

3. 破綻処理のプロセス

チャプター14の下での破綻処理のポイントは、対象金融会社の資産および契約、損失吸収の対象となる資本構成債務以外の負債について、新たに設立されるブリッジ会社に承継することである。ブリッジ会社への承継は、チャプター14の手続が開始されてから少なくとも1日を経過してから実施されることになる。裁判所はブリッジ会社への承継を命じる前に、証拠の優越（preponderance of evidence）の原則に基づいてヒアリング（審問）を実施した上で承継を決定することになる³¹。

裁判所はその際、①米国の金融の安定への深刻な影響を避ける観点から承継が必要であること、②承継された債務、契約についてブリッジ会社による債務返済や契約履行が可能であること、③譲渡を行う中でブリッジ会社によって資本構成債務の引受けが行われないことを確認しなければならない。OLAと比較すると、裁判所の下、厳格な手続に基づいて金融会社の破綻処理プロセスが進められることとなる。

ブリッジ会社への承継を認める裁判所の命令には、ブリッジ会社のエクイティ（持分権）を承継する特別受託者の指名が含まれる。特別受託者は、計画または裁判所命令に従って信託の保有財産を破産財団の権利者に分配する役割を担う。ブリッジ会社に承継されずに破綻金融会社に残された株主や資本構成債務に係る債権者の権利は、特別受託者によって管理されることになる。

なお、下院に提出された金融機関倒産法に付属する報告書では、チャプター14を説明するものとして次の図表が示されており、チャプター14の破綻処理プロセスはFDICが検討するSPOEを前提としていることが明らかにされている³²。

²⁸ FSB, “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions,” October 2011 (updated October 2014).

²⁹ 2014年10月にISDAが策定した破綻処理におけるステイに関するプロトコルを主要金融機関18社が採用することに合意したことを公表しており、プロトコルの中にはデリバティブ契約に関する48時間のステイが含まれている。

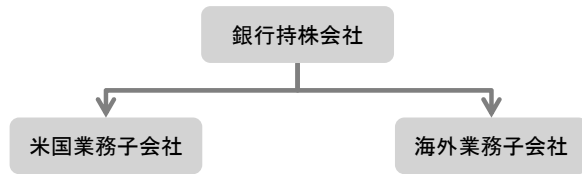
³⁰ OLAにおけるQFCのステイの期間は、FDICがレシーパーに任命された日の翌営業日の午後5:00(東部時間)、あるいはFDICから承継の通知を受けるまでと規定されている（ドッド=フランク法210条(b)(10)(B)）。

³¹ 米国の民事訴訟において必要とされる証明の程度であり、ある事実が「ないというよりはある」と言えるか否かで判断する原則のことを表している（田村陽子「アメリカ民事訴訟における証明論—『法と経済学』的分析説を中心に—」『立命館法学』2011年5・6号）。

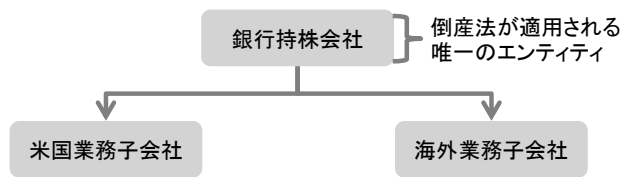
³² H.R. Report 115-80, Financial Institution Bankruptcy Act of 2017, 115th Congress, April 5, 2017.

図表 チャプター14のプロセス

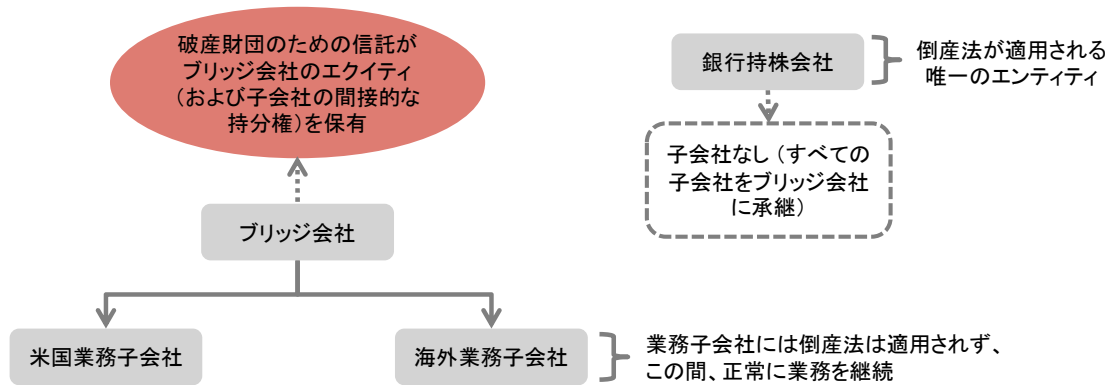
倒産法適用前



倒産法適用 1日目



倒産法適用 2日目



(出所) H.R. Report 115-80 より野村資本市場研究所作成