

# ドッド＝フランク（DF）法における 破綻処理スキームについて

佐 賀 卓 雄

## 要 旨

アメリカでは、2007-09年の金融システム危機の深刻化を背景に、その再発防止に向けた金融規制改革の取り組みが精力的に進められ、2010年10月にドッド＝フランク（DF）法が成立した。DF法は金融システム全体にわたる広範囲な金融規制改革を目指したものであるが、その中心は、システムミック・リスクを特定し、それらを監視する機能を担う金融安定カウンスル（FSOC）の創設と、システムミック・リスクの源泉である大規模かつ複雑、相互に絡み合った「システム上重要な金融機関」（SIFIs）に対する「秩序立った清算」（OLA）のための破綻処理スキームを構築することであった。

アメリカでは、これまで、破綻処理スキームは一般企業を対象とする破産法と預金取扱金融機関を対象として連邦預金保険法（FDI法）に基づき連邦預金保険公社（FDIC）が行なう破綻処理の二つがあった。DF法はSIFIsに対してFDI法に基づく破綻処理スキームを準用した。この結果、FDICが破綻処理の対象とする範囲は大きく拡大され、投資銀行やヘッジ・ファンドなどに対しても権限を行使する可能性が出てきた。また、FSOCを通して、財務省やFRBの権限も拡大されることになった。要するに、DF法は、FRBのSIFIsへの権限の拡大、FDICの破綻処理対象となる金融機関の範囲の拡大、それにもましてFSOCの創設によって財務省に強大な権限を認めるものである。これらとSIFIsとの間の協調主義（corporatism）が広がれば、「新たなトゥー・ビッグ・トゥー・フェイル（TBTF）クラブの形成」の結果となり、SIFIsの破綻処理は救済（bailout）に大きく傾く危険性がある。仮にそのようなことになれば、DF法が目指した「TBTFの終焉」、納税者の負担による金融機関の救済の終焉、という目的に反することになり、金融規制改革は失敗したといわざるを得ないであろう。

それはともかく、破綻処理スキームそのものについてもいくつかの問題がある。破綻企業への「取付け」を招き破綻の連鎖を引き起こすとして、これまでも破産法の問題として指摘されてきた適格金融契約 (QFC) に対する「自動停止」(automatic stay) 措置はそのまま残されるなど、残された課題も多い。また、OLA の効果的な実施のためには、SIFIs に対して先行きを予想しての早期介入である FDI 法の早期是正措置の導入を検討すべきであろう。

SIFIs は定義上、大規模かつ複雑な業務を行なっている金融機関である。それを単純な破産処理スキームで処理することがそもそも無理ともいえる。そうであるとすると、業務の制限や業務に沿った組織分割こそもっとも効果的な破綻処理スキームの前提となるであろう。

## 目次

はじめに

I. 2007-09年の金融危機と金融機関の破綻処理

II. DF法における破綻処理スキーム

1. システミック・リスクと金融安定監督カウンシル (FSOC)

2. システム上重要な金融機関 (SIFIs) の認定

3. 秩序立った清算手続き (OLA)

III. DF法は金融システム危機の再発を防ぐことができるか

終わりに

## はじめに

2007年後半から09年にかけての大手金融機関の相次ぐ破綻により、グローバルな金融システムは崩壊の危機に瀕した。政府や中央銀行の介入によりかろうじて決定的な破綻は回避されたものの、G20 (その傘下の組織である金融安定理事会 (Financial Stability Board, FSB)) のような国際的な組織、また欧米諸国において金融機関の連鎖的な破綻を伴うシステミック・リスクの事前防止が金融規制改革の最優先の課題として提起されたのは当然である。

アメリカでは、この間、金融機関の破綻処理はまったく場当たり的に行われた。リーマン・

ブラザーズ、ニューセンチュリー・フィナンシャル、CITグループの場合には、政府の支援なしに破綻処理が行われる一方では、インディマックやワシントン・ミューチュアルは連邦預金保険公社 (FDIC) の破綻処理手続きにより処理された。また、ベアー・スターンズ、カントリーワイド・フィナンシャル、ワコビア、AIGは、政府による保証やFRBからの融資 (あるいは融資付きの救済買収) によって救済された。さらに、ファニーメイとフレディマックは財務省による優先株の取得により救済された。

このような破綻処理は明確な基準に従って行われた訳ではなく透明性に欠けるとともに、結果的に納税者に大きな損失負担を強いることに

なった。このため、金融機関の破綻処理スキームの見直しが急務であった。2010年7月21日に成立したドッド=フランク・ウォール街改革および消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, 以下、DF法と略) は、金融システム危機の原因についての調査を受けて極めて広範囲にわたる金融規制改革を目指したものであるが、その眼目がシステムック・リスクの監視を任務とする金融安定監督カウンスル (Financial Stability Oversight Council, FSOC) の創設と破綻処理スキームの再構築にあった。

本稿は、DF法の破綻処理スキームを評価し、その問題点を分析する。従来、アメリカでは一般企業の破綻処理は連邦破産法に従って行われてきた。これに対して、預金取扱金融機関は連邦預金保険法 (以下、FDI法と略) に基づきFDICを管財人として破綻処理されてきた。しかし、今回の金融システム危機の過程で、たとえノンバンク金融機関であってもシステムック・リスクの原因になり得るとの認識が広まったため、DF法においてはこれらの「システム上重要な金融機関」(systemically important financial institutions, SIFIs) に対してFDICによる破綻処理方式が準用されることになった。

第1節では、アメリカの破綻処理スキームを概観する。一般企業に適用される破産法と、預金取扱金融機関が対象となるFDI法の異同について分析する。特に、破産法の「自動停止」(automatic stay) 規定が適用除外になる適格金融契約の規定など、ノンバンク金融機関の破綻処理に大きな影響を与える規定について明らかにする。第2節では、DF法の破綻処理スキームについて検討する。DF法はSIFIsの破

綻処理をこれまでFDICが預金取扱金融機関に対して適用してきた破綻処理スキームを準用することを意図している。このことは、これまで破産法によって破綻処理されてきた投資銀行やヘッジ・ファンドなどがSIFIsと認定されれば、FDICの管理下で破綻処理されることを意味する。このことの意義を検討する。第3節では、DF法の破綻処理スキームが金融システム危機の再発防止に有効か否かを検討する。結論では、DF法のOLAはFDI法の破綻処理スキームとの間でより一層の整合性を図る必要があること、財務省、FRB、そしてFDICの権限の強化とSIFIsの認定は新たな「トゥー・ビッグ・トゥー・フェイル (TBTF) のクラブ」を形成する危険性があり、DF法が目指すその終焉は困難であることを指摘する。

## I. 2007-09年の金融危機と金融機関の破綻処理

大手投資銀行の一つであったベアー・スターンズは、2007年6月にサブプライム住宅ローン関連への投資で損失を抱えていた傘下のヘッジ・ファンドを閉鎖した。住宅価格の下落幅が拡大するにつれて、ベアー本体に対しても不信の目が向けられ、株価が下落するとともに、資金繰りが困難になった。結局、3月14日にニューヨーク連銀が緊急融資枠を設定し、JPモルガン・チェースがベアーを救済買収することになったが、これが市場参加者に「トゥー・ビッグ・トゥー・フェイル」(TBTF)のシグナルを送ることになった。市場では次の破綻の可能性の強い金融機関としてリーマン・ブラザーズが最有力候補と見られていたものの、ベアー同様、最終的には何らかの形で救済される

という見方が強かった。先回りしていうと、同年9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻を契機とした金融市場の大混乱（いわゆるリーマン・ショック）は、TBTFが幻想にすぎないことを認識させられたことに伴うショックといえよう。

この間、サブプライム・ローン関連の業務に深く関わっていた大手金融機関は相次いで経営危機に追い込まれ、アメリカの金融システムは破綻の危機に瀕したのである。サブプライム住宅ローンの専門業者であったカントリー・ワイド、アメリカエスト、また最大手貯蓄貸付組合のワシントン・ミューチュアル、そしてサブプライム住宅ローン証券化商品の組成・販売を積極的に手掛けていた5大投資銀行は、経営破綻（リーマン）、救済買収（ベアー、メリルリンチ）、銀行免許への変更（モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス）によってすべて姿を消した。また、大手金融機関の破綻が相次ぐと、CDSのプロテクションを大量に販売していた巨大保険会社AIGが巨額損失により破綻し、公的資金を投入して救済された。もちろん、1999年のグラム・リーチ・ブライリー（GLB）法を契機に巨大かつ多様な業務を展開していた銀行持株会社も相次いで多額の損失を計上し、2008年10月3日には緊急経済安定化法（Emergency Economic Stabilization Act of 2008）が成立し、これに基づきシティグループやバンク・オブ・アメリカなど大手9行に公的資金が注入された。この過程で、大手銀行グループはさらに集約されていった（公的資金の注入を受けたシティグループがダウンサイジングに取り組む一方、破綻金融機関の受け皿化したJPモルガン・チェースがワシントン・ミューチュアルを買収、バンク・オブ・アメリ

カがカントリー・ワイド、メリルリンチを買収、ウェルズ・ファーゴがワコビアを買収）。さらに、住宅金融を支えてきた政府関連機関（Government Sponsored Enterprise, GSE）であるファニーメイとフレディマックは不良債権比率が上昇し、信用不安が高まったために、公的資金が注入され政府管理下に置かれた。

これらのうち、破綻した金融機関はどのように処理されたのであろうか。アメリカにおける金融機関の破綻処理スキームの複雑性を例示するために、持株会社リーマン・ブラザーズと傘下の子会社の破綻処理に適用された法律をあげよう。まず、その銀行子会社（オーロラ・バンクとウッドランド・コマーシャル・バンク）に対してはFDI法、持株会社および銀行ではないデリバティブ取引を行っていた子会社（Lehman Brothers Special Financing, Inc.）に対しては破産法（Bankruptcy Code）、ブローカー・ディラー子会社（Lehman Brothers Inc.）に対しては証券投資者保護法（Securities Investor Protection Act）、保険子会社には州の保険法がそれぞれ適用された。そして、国外に所在するリーマンの子会社には80以上に及ぶ所在国の破産法が適用された<sup>1)</sup>。

リーマンの場合、アメリカ国内だけをみても、破綻処理に四つの根拠法が適用されている。このように、業務範囲が著しく拡大かつ複雑化している巨大金融機関の場合、その破綻処理も極めて複雑なことが分かる。

アメリカでは、一般企業の破綻処理は破産法に基づき行われる。これに対して、商業銀行や貯蓄貸付組合などの預金取扱金融機関の破綻処理はFDI法に基づきFDICが行う<sup>2)</sup>。

この両者のアプローチにはいくつかの大きな違いがある。第一に、破綻処理の目標である。

破産法には破綻処理の目標は明示されていないため、研究者の間で議論がある。しかし、共通してあげられるのは、債権者間の調整問題の解決、清算（チャプター・セブン）されるのであれば破綻企業の資産価値の最大化、破綻企業が「ゴーイング・コンサーン価値」を持つのであれば債権者間の利害を調整することにより企業価値を回復（チャプター・イレブン）、である。対照的に、銀行の破綻処理の目標は明確である。あらゆる可能な選択肢の中から預金保険基金にとって最もコストの安い処理方法を選択することが義務づけられている（最小コスト原則（the least cost resolution requirement））。しかし、FDIC 理事会およびFRB 理事会の3分の2以上の賛成があり、財務長官が最小コスト原則による処理が経済や金融システムに重大な負の影響をもたらすと認識し、FDICによる支援がそうした影響を緩和すると判断した場合、FDICは最小コスト原則に従わなくてもよいとされる（システミック・リスク・エクセプション）（FDI法第13条(c)(4)(G)）。

第二に、破綻手続きの違いである。破産法では、破綻した企業の債権者によって所在地の連邦破産裁判所への申請の受諾によって手続きが開始される。他方、銀行の破綻処理は免許を付与した監督機関または主たる規制機関、あるいはFDICがFDI法に基づく理由を根拠として破綻処理手続きを開始する。1991年の連邦預金保険公社改善法（Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 199, FDICIA）の制定以来、最も重要な銀行閉鎖の理由は、銀行が簿価では最低2%の自己資本を維持し時価でもおそらくは支払い能力があるにもかかわらず、「決定的な過少資本の状態」になる恐れがある場合である。過少資本状態の判

定は規制当局が銀行閉鎖を引き延ばすのを防ぐ歯止めになっている。FDICは「早期是正措置」（Prompt Corrective Action）により、金融機関が定められた最低自己資本比率を下回るとそれに応じて段階的に是正措置を求めることによって、破綻処理をスムーズに進めることができる。破産法ではこのような先行きを予想しての破綻手続きの開始は認められていない。

第三に、債権者が債権を請求するのを一時的に認めない（「自動停止」（automatic stay）という）のは企業破綻手続きの核心である。この措置により破産裁判所が債権を集約、確認し、秩序立って資産の価値を最大化して処分する最良の方法を決定する時間を与えることができる。「停止」は債権者が取付に走るのを防ぎ、契約を持続させるのが目的である。チャプター・イレブンの企業再編では、裁判所の契約を停止させる能力は、企業が債権者と再交渉する間、資産を維持する上で決定的である。

FDI法においては、FDICに預金契約を含めて、契約を停止させる一般的な権限を認めていない。ただし、金融機関の証券の売買契約、為替・商品の先物契約、レポ契約、スワップ契約、オプション契約などの取引は「適格金融契約」（qualified financial contracts, QFC）とされ、金融機関が破綻した際には管財人であるFDICは大きな権限を持っており、継承金融機関に移転するか否か、解除するか否かを決定することができる（FDI法第11条(e)(9)-(11)）。QFCは破産法の下での停止の適用除外となっている。この根拠はシステミック・リスクの防止にあるといわれるが、この規定に対しては反対論も多い（後述）。

元々、破産法が「自動停止」の適用除外を認めたのは1978年の改正からであるが、それは金

融市場において新たな金融取引が登場するにつれて、取引に伴うリスクを軽減することによってそれらの市場を発展させることを意図していた。かくして、1978年に商品およびフォワード契約、82年に証券契約、84年にレポ取引、90年にスワップ契約、が適用除外の対象とされた<sup>3)</sup>。これによって、取引の一方の当事者が破綻しても、契約の解除や見直し、また担保の積み増しや差し押さえなどの措置を取ることによって、取引の相手方は回収不能という事態を避けることができるからである。これが取引相手の監視機能を弱めることになり、破綻寸前で資金繰りに窮した企業が、より一層、適用除外になっているレポ取引などの短期資金に依存する傾向を強めているのではないかと指摘されている。

しかし、このことは債務者にとっては銀行に対する取付けと類似の事態が起きうることを意味する。例えば、リーマンがチャプター・イレブンを申請した時には、90万件以上のデリバティブ契約のうち、70万件以上の契約がキャンセルされ、リーマンの破綻処理とデリバティブ市場に大きな混乱をもたらした。もし「自動停止」が認められていなければ、このような事態は起きないから、「自動停止」はむしろシステミック・リスクを深刻化させているのではないか。それを廃止、あるいは見直す必要があるのではないかということである<sup>4)</sup>。

第四に、両者は破綻処理プロセスの管理が異なっている。企業の破綻処理は破産裁判所において行われ、性格上、法律に従って進められる。すなわち、裁判所は清算の場合には管財人 (receiver)、再編成の場合には信託人 (trustee) を任命する。チャプター・イレブンによる再編成の手続きでは、裁判所は通常は破綻した

経営陣を経営にあたらせ再編成計画を作成する全面的な権限を持っている。

それに対して、銀行の破綻処理は行政手続きとして進められる。銀行免許は取り上げられ、監督当局によって株主の支配権は無効にされ、管財人あるいは保全管理人 (conservator) である FDIC によって経営陣は解雇される。FDIC は単独で清算、再編成に関わるあらゆる意思決定を行う。債権者、経営者、あるいは株主がそのプロセスに参加するメカニズムはない。

最後に、破綻処理プロセスの迅速性の違いである。破産法の破綻処理は数年間に及ぶのが一般的である。これに対して、FDI 法に基づく金融機関の破綻処理はいくつかの方法があるが、近年はほとんどが資産負債承継 (Purchase and Assumption, P&A) 方式で行われている。この場合には、破綻金融機関の資産・負債は健全な金融機関が受け皿となり、破綻日の翌営業日から継承金融機関による営業が再開される。

以上のように、破産法と FDI 法に基づく破綻処理には本質的な違いが存在するが、それは債権者の保護と、迅速な閉鎖により損失を軽減するという目標の違いから生じている。

それでは、2007-09年の金融機関の破綻処理はどのように行われたのであろうか。サブプライム危機が深刻化した2008年には、FDIC 監督下の銀行・貯蓄金融機関の破綻件数は25件、翌2009年は140件であった。この数字は S&L 危機がピークに達した1988-90年の年300-500件前後と較べると随分少ないが、今回の特徴は大規模金融機関の破綻・救済が多いことである。08年7月にはそれまでの最大の破綻規模であったコンチネンタル・イリノイ銀行に匹敵する総資

図表1 破綻処理スキームの特徴とメリット

	破産	支払延期	リシーバシップ	リビング・ウイル
納税者の損失の最小化	可能	可能（流動性危機の場合には、モラル・ハザードが問題になる）	期待できない（流動性危機の場合）	可能
破綻した金融機関との取引	可能	不可能	可能	可能
事後的なシステムミック・リスクの処理	考慮せず	可能	可能（弁済の優先度によってはシステムミック・リスクを生じる）	政府による資金投入がなければ、破綻の連鎖が生じる
破綻処理期間の管理	可能	可能	政府のスキルや資源を活用できる	可能
モラル・ハザードの処理	可能	不可能	柔軟性が大きいので、暗黙の救済に近くなる場合がある	可能

〔出所〕 Acharya, *et al.* [2011], "Resolution Authority", in Acharya *et al.* (ed.), p.233

産320億ドルのインディマック銀行が破綻し、さらに9月25日には貯蓄金融機関最大手の総資産3,070億ドルのワシントン・ミューチュアル銀行が破綻した。

FDICの通常の破綻処理方式は、大きくは①預金保険で保護される預金を直接支払い、金融機関を清算するペイオフと、②健全な銀行が受け皿となり、破綻金融機関の預金などを継承する資産・負債継承(P&A)の2つがある<sup>5)</sup>。近年は最小コスト原則に従ってほとんどの場合、P&A方式によって処理されることが多く、2009年の場合、処理件数140件のうち126件がP&A方式で、ペイオフは9件に過ぎなかった。なお、P&Aの場合、当面の受け皿金融機関がないために、一旦はブリッジ・バンクを設立し、後に受け皿金融機関に譲渡することもある(近年の例では、インディマック銀行の破綻処理)。ただし、これらの通常の破綻処理では経済や金融市場に重大な悪影響を及ぼすと判断される場合には、システムミック・リスク・エク

セプション<sup>6)</sup>と呼ばれる例外措置が認められている。この例外的措置により、金融機関を閉鎖せずに資金援助などを行い、営業を継続させるオープン・バンク・アシスタンスという方式が可能になった。この場合には、営業が継続されることから、付保預金だけではなく、預金保険で保護されない債権者や株主も保護されることになる。不良債権救済プログラム(TARP)によるシティグループ、バンク・オブ・アメリカなど大手銀行への公的資金の投入はこの方式で行われた。なお、図表1はこれらの破綻処理スキームなどの特徴である。

預金取扱金融機関の破綻処理については以上の通りであるが、FDICによる破綻処理は多数のS&Lが破綻したS&L危機の過程で洗練化されてきたものであり、これまでの基本的な特徴は小規模な銀行・貯蓄金融機関の破綻処理という性格をもっている。したがって、今回のように大規模な金融機関が次々と破綻していく状況では、受け皿金融機関は容易にはみつから

ず、結果的にFRBの融資や公的資金の投入に頼らざるを得なくなる。この点は、FDICの監督下でない投資銀行や保険会社AIGについても同様である。FRBからの救済融資がセットになったJPモルガン・チェースによるペアー・スターズの買収、公的支援を伴わないバンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収、さらには公的資金によって救済されたAIGは、救済された例である。それに対して、救済買収の相手が見つからずに破産法チャプター・イレブンの適用申請に追い込まれたリーマンは失敗例ということになる。

これらの例をみると、大手金融機関の破綻処理が一定の基準に基づいて行われたとは到底いえず、場当たりのであったという批判は免れない。したがって、金融システム改革の眼目もシステミック・リスクの監視体制の整備、そして納税者の負担を伴わない破綻処理スキームの構築に置かれたのである。

## II. DF法における破綻処理スキーム

DF法は、その目的を「金融システムにおける説明責任と透明性を改善することによりアメリカの金融の安定性を促進すること、『ツウ・ビッグ・トゥー・フェイル』を終焉させること、金融機関の救済を終わらせることによって納税者を保護すること、金融サービスについて濫用的な慣行から消費者を守ることなど」と謳っている。全体は16編から構成されるが、これらの目的を遂行する上で最も重要な規定は、第1篇の「金融安定監督カウンシル(FSOC)」, 「金融調査局(OFR)」の創設、そして第2編の「秩序だった清算手続き」

(Orderly Liquidation Authority, OLA) についての規定である。以下、順次取り上げよう。

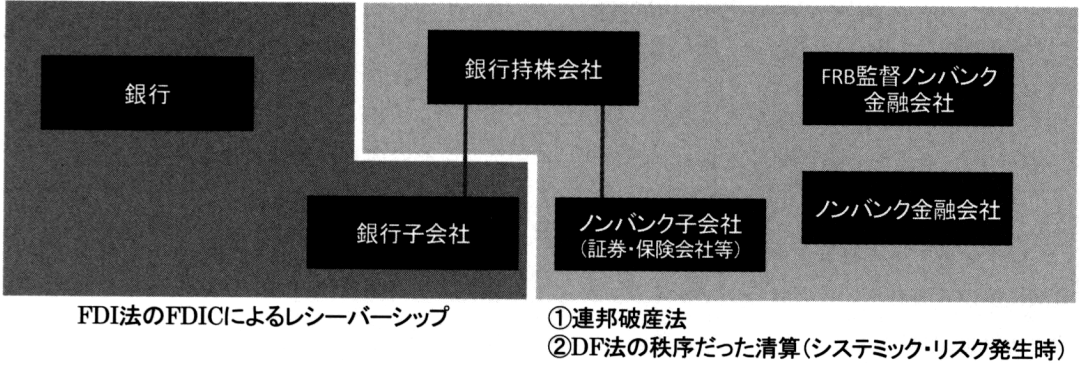
### 1. システミック・リスクと金融安定監督カウンシル(FSOC)

まず、FSOCは今回の金融システム危機において証券、保険などのノンバンク金融会社および銀行持株会社の監督に制度的な欠陥があったのではないかとの批判に対して、金融安定のためにシステミック・リスクを特定、監視するための組織として創設される(112条(a))。FSOCはシステミック・レギュレーターとして他の金融規制機能から分離され、個別の金融機関の監督ではなく、アメリカの金融システムの安定の維持を目的とする。

FSOCの構成は、議決権のある構成員として、財務長官(カウンシルの議長)、連邦準備銀行理事会議長、通貨監督官、金融消費者保護局(DF法において新設)長、証券取引委員会(SEC)委員長、連邦預金保険公社(FDIC)委員長、商品先物取引委員会(CFTC)委員長、連邦住宅金融庁長官、信用組合監督庁(NUCA)長官および上院の同意をえて大統領が指名した保険についての専門的知識を有する独立した構成員の10名、議決権のない構成員として金融調査局長、連邦保険局長、州保険局長の代表者、州銀行局および州証券局の代表者の5名から構成される(101条(b)(1)および(2))。

FSOCは金融システムのシステミック・リスクを監視し、その原因を特定することが任務である。そのために必要な情報の収集、分析、および情報の共有は、新たに設立される金融調査局(Office of Financial Research, OFR)が行う(153条(a))。FSOC, OFRとも財務省に付属する。

図表2 DF法の下での破綻処理スキーム



〔出所〕 小立 [2012]

DF法は二つの明確な目標を掲げている。一つは、金融システムのリスクを制限することを目的とした、現代金融の特徴であるシャドー・バンキング・システムの規制である。もう一つは、大手金融機関の破綻によって引き起こされる損害を制限することである。従来、銀行は決済システムの中核を担っているため、その特殊性から預金保険制度、緊急時のFRB（中央銀行）からの資金供給などのセーフティ・ネットが整備される一方では、業務制限、自己資本比率規制などの厳格な規制を課せられてきた。しかし、金融市場の構造変化により、銀行と同じような機能を果たす金融機関が発達してきた。投資銀行、ヘッジ・ファンドやMMF（投資信託）などは銀行と同じように短期資金を取り入れ長期運用を行う「満期変換」の機能を果たしながら、銀行ではないため規制が緩い一方では、緊急時のセーフティ・ネットを欠いている。これらのノンバンク金融機関をシャドー・バンクと総称しているが、今回の危機の舞台となったのは、これらのシャドー・バンクの資金調達源泉であるCP市場や、レポ取引、デリバティブ取引などにおいて事実上の「取付け」が起き、シャドー・バンクの満期変換機能が麻痺

したことにある。この危機は緊急避難的にFRBによるこれらの市場への資金供給を経由した救済によってかろうじて回避されたものの、金融規制体系全体の見直しと再構築が喫緊の課題となったのである。DF法はこれらの課題に対する回答である。

DF法はもし破綻すればシステム的な問題を引き起こす可能性の強い金融機関を特定し、それらに対する規制を強化するとともに、破綻処理の事前対応的措置を導入している。このアプローチはFDICがFDI法に基づいて行ってきた破綻処理の方法と基本的に同じものである。つまり、DF法における破綻処理スキームはシステムミック・リスクの特定および監視のための機関であるFSOCを新たに創設し、FDICがこれまで預金取扱金融機関の破綻処理に対して整備、発展させてきた破綻処理スキームをシャドー・バンキング・システム全体に拡張するものであるといえる（図表2はその概念図である）<sup>7)</sup>。したがって、DF法における破綻処理スキームについての検討は大手金融機関に対するこのアプローチの有効性が焦点となる。

## 2. システム上重要な金融機関 (SIFIs) の認定

DF法の破綻処理スキームが適用されるのは「システム上重要な金融機関」である。これらは、総資産額500億ドル以上の銀行持株会社と、FSOCがシステム上重要とみなしたノンバンク金融機関が含まれる。前者は自明であるが、後者はFSOCの規則にしたがって認定される。この認定に関わる最終規則は2012年4月3日に公表されたが、具体的な数値は示されていない。背景には、金融機関への負担に配慮し対象範囲を少数に限定したい財務省やFRBと、監督権限を拡大したいために対象範囲を広くしたいFDICとの間の見解の相違があるといわれている<sup>8)</sup>。

SIFIsに対しては、リスクベースの自己資本規制およびレバレッジの制限、流動性の制限、統合的リスク管理の義務付け、レゾリューション・プラン（破綻処理計画）および信用エクスポージャー報告書の提出、与信制限などの規制が課せられる。SIFIsに認定されれば、これらの規制が銀行、ノンバンク金融会社に関係なく課せられることは、DF法がシャドー・バンキング・システムの果たす機能が基本的に銀行のそれと異ならず、同一の規制を課す必要があるとの認識によるものであろう。DF法が機能的規制（functional regulation）の立場を採っていることが分かる。また、ボルカー・ルール（第6編）により、大手銀行に対して非伝統的でリスクが大きいとみなされるヘッジ・ファンド、PEファンドへの投資、自己勘定取引が禁止された。

そして、SIFIsに対して破綻処理を行うかどうかの具体的な手続きとしては、財務長官が決

定し、FRBおよびFDICの各理事会の3分の2以上の賛成をえて、大統領に諮問して、破綻処理が勧告されることになる。この時点で、財務長官はFDICを管財人（receiver）として指名し、破綻処理が開始される。

この手続きから分かるように、DF法における破綻処理スキームはFDI法に基づくFDICによる銀行の破綻処理とは基本的なところで異なっている。つまり、DF法に基づく破綻処理においては、FDICが独自の判断で破綻手続きを開始することが大幅に制限されている<sup>9)</sup>。この点に関連して、Skeel [2011]は重要な指摘をしている。これによると、FDICの権限が破綻処理にまで拡大されるのは1991年の連邦預金保険公社改善法（FDICIA）によってであり、1934年の創設から80年代末のS&L危機まではほとんど破綻処理を手がけてはいなかった。そして、S&Lの破綻処理も、実際には85年に創設され95年まで存続する整理信託公社（the Resolution Trust Corporation）行っていた。FDICがこれまで手掛けてきたのは中小の預金取扱金融機関であり、SIFIsに該当するような大手金融機関の破産処理の実績はほとんどない。したがって、DF法の歴史認識には重大な誤解があるという<sup>10)</sup>。

その結果、FDICのP&Aによる大手金融機関の破綻処理は、現実には継承する健全銀行がみつからないために難航することが多い。2008年に破綻したインディマック銀行の閉鎖、ワコビアをめぐるシティグループとウェルズ・ファーゴとの間での買収をめぐる争いはこのような例である。したがって、SkeelはDF法に基づく破綻処理は現実には救済（bailout）に大きく傾かざるをえないと結論している。

### 3. 秩序立った清算手続き（Orderly Liquidation Authority, OLA）

DF法第2編は「秩序立った清算手続き」（OLA）を定めている。これはTBTFを終焉させ、納税者の負担による大手金融機関の救済を行わないというDF法の目的を遂行するための手順を具体的に規定したものである。既に指摘したように、DF法はFDICによる銀行破綻処理スキームを準用しているため、金融機関が破綻状態にあると認定されれば、FDICが清算管財人として指名される。しかし、FDI法と異なり、DF法では清算のみ定めており、再編成による存続という可能性は排除されているが、FDICはシステム上重要な業務を行う部分を存続させるために、ブリッジ金融会社の設立、他の会社への合併・売却という手段を採ることが認められている。ただし、ブリッジ金融会社は最長5年間の存続（原則2年間、1年ずつ最大3回まで延長可能）しか認められていない（210条(h)(12)）ので、この間に他の企業と合併させるか投資家に株式を売却することができなければ、最終的には清算されることになる。

この清算手続きに要する資金は、FDICが債務証券を発行し財務長官が引き受けることにより調達される。調達額は対象金融会社の連結総資産の90%を上限とし、原則5年以内に返済される。この資金はFDICが清算ファンド（orderly liquidation fund）を設置しそこを通じて管理される。返済資金は当初は対象金融機関の資産の清算によりえられる収入を充当し、それで不足する場合には、FDICは特定の債権者から払い戻しを請求する権限を持っている。それでも充分でない場合には、総資産額500億ドル以上の銀行持株会社および金融会社を対象に、

資産規模、リスク、その他の要因を考慮して、負担金の割合を決定する。要するに、納税者の負担は生じないということである。

しかし、これでも対応できないような危機の場合のセーフティ・ネットとしては、連邦準備法13条(3)項の緊急融資の規定がある。DF法が制定される前の規定では、FRBは単独の判断により非常時に緊急融資の権限が与えられていた。しかし、DF法では、①特別融資は個別、特定の会社を救済するためではなく、金融システムに流動性を供給するために実行されること、②特別融資に関する方針・手続きを策定すること、③事前に財務長官の承認が必要、とされた。これは、今回の危機の過程で大手金融機関が次々と破綻の危機に瀕し、その救済のための公的資金の投入には議会の承認が必要で、時間がかかるため、いわば使い勝手の良いFRBの緊急特別融資がやや乱発気味に行使されたことに対する批判を受けて、FRBの権限を制限することを意図したものである。しかし、Skeel [2011]が指摘するように、FRBが救済あるいは介入が必要と判断したことを財務長官が拒否するとは考えられないから、この規定は「単なる見せかけ」（simply window dressing）に過ぎないといえよう<sup>11)</sup>。

### Ⅲ. DF法は金融システム危機の再発を防ぐことができるか

誤解のないように念のため指摘しておけば、DF法の目的は大手金融機関の破綻を防ぐことではない。問題はそれが連鎖的に波及し、金融システム全体が崩壊の危機に瀕することを予防すること、つまりシステムック・リスクの防止である。そのために、「秩序立った破綻手続き」

を定式化したのである。したがって、問題はこれが有効か否かである。

DF法の成立により、アメリカの破綻処理スキームは、連結総資産500億ドル以上の銀行持株会社とFRBの監督下に置かれるノンバンク金融会社、を対象とするDF法に基づく破綻処理計画、そして総資産500億ドル以上の銀行を対象とするFDI法に基づきFDICが行なう破綻処理がある。前者は破産法の下で銀行持株会社を破綻処理するのに対して、後者はFDICを管財人として銀行を破綻処理するためのスキームである。したがって、総資産500億ドル以上の銀行子会社を傘下に持つ銀行持株会社は、DF法に基づいて銀行持株会社に関する破綻処理計画をFRBおよびFDICに提出することに加え、FDIC規則に基づく銀行子会社に関する破綻処理計画をFDICに提出する義務がある。これら二つの破綻処理計画は、内容や構成が大きく異なっており、整合性が十分に図られていないという指摘がある。その原因として、両者の規則制定に至る経緯が異なっていること、前提とする破綻処理制度が異なること、またFDI法に基づく破綻処理計画はDF法の破綻処理計画を補完するものとして位置づけられていること、によると指摘されている<sup>12)</sup>。

破綻処理制度全体に関してはこのような問題があるにしろ、新たに採用されたスキームは金融システム危機の再発に有効といえるのであろうか。ここでは、金融規制改革の議論の中で、特に破綻処理スキームの再構築に関連して問題となった二つの重要な論点について取り上げたい。一つは破産法の適格金融契約(QFC)と自動停止(automatic stay)措置の評価、もう一つは今回ほとんど議論されることがなかったFDI法の早期是正措置(prompt corrective ac-

tion)についての評価である。

繰り返しになるが、破産法は破産の適用申請を受理すると、債権債務関係が凍結され、債権者は債権の回収が不可能になる。これは、破綻企業の資産を保全し再建に向けた計画がスムーズに行なわれるために採られる措置である。しかし、特定の債権に対しては適用除外措置が採られ、契約の終結や契約条件の改正が認められている。これらの金融契約はQFCと呼ばれているが、この措置はQFCの市場を育成、発展させるために採られた措置である。しかし、投資銀行のようにその資金調達を大幅にデリバティブ取引やレポ市場に依存している金融機関は、信用不安を契機に一気に資金調達が困難になり瞬く間に流動性危機に陥るとというのが今回の危機から学ぶべき最大の教訓であろう。

こうした事態を避けるには、自動停止の適用除外措置を廃止あるいは適用範囲を縮小することが考えられる。これにより「取付け」を防ぐことができる。しかし、同時にカウンターパーティはリスクに敏感になり、これまでQFCとされてきた取引は大幅に減少することが予想される。

この議論を支持する論者は、それこそが狙いだという<sup>13)</sup>。また、この規定は経済理論的にみても正当化できないという。すなわち、自動停止は企業のゴーイング・コンサーン(継続企業)としての価値以上を維持するために資産を保護することが目的であるが、それに該当する企業に固有の資産は工場や設備であり、デリバティブはこのような要件を満たすものではないため、自動停止の適用除外の対象にすべきではないと主張する<sup>14)</sup>。この論理を援用すれば、レポ取引についても同様であろう。自動停止の対象にすることによって、カウンターパーティに

よる監視機能が強化され、決定的な状態に至るより早い段階で破綻の認定が可能になるという。

同じように、早期是正措置は FDIC が監督下にある金融機関が過少資本の状態に陥ったと判断した時に、段階的に規制を強化する措置である。このように破綻に至る以前に FDIC が介入するのは破産法の破綻手続きと決定的に異なる点であることは既に指摘した。しかし、この早期介入の手続きは DF 法ではまったく活用されていない。SIFIs と認定された投資銀行やヘッジ・ファンドも早期是正措置の対象にすべきだという論者もいる<sup>15)</sup>。

自動停止の適用除外の廃止ないし見直し、および早期是正措置の対象の拡大に共通しているのは、市場監視機能を強化し決定的な破綻に至る以前に何らかの是正措置を講じることができるといえるような条件を整備しておくことであろう。もしそれが困難であるほど巨大金融機関の業務が複雑であるならば、ボルカー・ルールのようなリスクの高い業務の制限に止まらず、一部の研究者や監督当局からも主張されている銀行分割を考えざるをえないであろう。

## 終わりに

DF 法は、FRB の SIFIs への監督権限の拡大、そして FDIC の破綻処理対象となる金融機関の範囲の拡大、それにもましてシステムック・リスクの監視機関である FSOC の創設によって財務省に強大な権限を認めるものになっている。デビッド・スキルが「協調主義」(Corporatism) と呼ぶ「新たな TBTF クラブの形成」による新金融秩序 (New Financial Deal)<sup>16)</sup> の確立とあってよいであろう。このよ

うな体制の下では、金融機関の破綻処理は救済 (bailout) に大きく傾くことが予想される。DF 法が標榜する、納税者の負担による大手金融機関の救済の終焉、TBTF の終焉にまったく反する帰結が予想されかねないのである。

破綻処理スキームについては、破産法と FDI 法という二つの破綻処理制度は基本的にそのまま残された。SIFIs に対しても、預金取扱金融機関に対するこれまでの FDI 法に基づく FDIC の管理下での破綻処理が採用されることになったが、従来から問題にされてきた破産法の QFC に対するセーフハーバー規定はそのまま残されることになった。また、監督機関による早期の介入によるシステムック・リスクの予防ということであれば、FDIC が採用している早期是正措置の経験の積み重ねをもっと参考にすることもできたであろう。もっとも、この点については SIFIs に提出を求めているリビング・ウィル (生前計画) がそれに代わるものという認識があるのかもしれない。

SIFIs は定義上、大規模かつ複雑な業務を行っている金融機関であるから、それを単一の破産法で処理することは非現実的かもしれない。そのような方向を目指すのであれば、業務に沿った組織分割を真剣に検討する必要がある。しかし、今回はノンバンク金融機関を FRB や FDIC の監督下に取り込んだため、破綻手続きも重複する部分が生じるようになった。今後、効率化に向けた整備が必要であろう。

## 注

- 1) Summe K. [2011], "An Examination of Lehman Brothers' Derivatives Portfolio Post-Bankruptcy and Whether Dodd-Frank Would Have Made any Difference", in Jackson *et al.* [2011], pp.3-2
- 2) 以下は、主として Bliss and Kaufman [2006], FRB

[2011], による。ただし、ブローカー・ディーラーは証券投資者保護法 (SIPC)、保険会社は各州の保険法により、別途、投資家あるいは保険加入者の保護が図られる。

- 3) Krimminger [2006], pp.4-5. 1978年に初めて自動停止の適用除外の規定が設けられた時は8つの例外であったが、現在では34にまでに増加している (Lubben [2009], p.17)。
- 4) Edwards and Morrison [2004], p.16, Ayotte and Skeel [2010], pp.493-96
- 5) 原 [2009], 杉原 [2010]
- 6) 2008年10月14日に、FDICは金融システムの全般的悪化を理由としたシステム・リスク・エクセプションを発動し、決済性預金および優先債務の保護を発表した。この制度の対象となるか否かについては金融機関側が選択可能である。

この制度がこれまで発動されなかった理由は、アメリカの破綻処理の事前準備があげられる。受け皿金融機関がみつければ、この制度の発動は必要がないからである (原 [2009], 109-10ページ)。

- 7) 対象が証券会社の場合には、FDICが管財人になったうえで、証券投資者保護会社 (Securities Investor Protection Corporation, SIPC) を清算受託者に任命し、SECやSIPCと連絡をとりながら、対応することになる。また、対象が保険会社の場合には、当該保険会社の清算は州法の下で行われる。

なお、シェイラ・ベア (Sheila C. Bair) FDIC 理事長は、金融危機調査委員会での証言において、DF法がFDICに重要な大手ノンバンク金融会社の破綻処理を行う権限を与えたことに関連して、次のように述べている。「もしこれらのツールが今回の危機の前に採用されていれば、FDICは持株会社を整理する権限を認められていたため、2008年に大手銀行の破綻処理に際して当面したジレンマを避けることができただろう」として、OLAの手続きが確立していれば、投資家も破綻処理がどのように行われるかについて確定的な見通しを立てることができたので、混乱は少なかったであろうと述べている (Testimony in the Financial Crisis Inquiry Commission, Sep.2, 2010)。

- 8) FSOC [2012], *Final Rule and Interpretive Guidance, Authority to Require Supervision and Regulation of Certain Nonbank Financial Companies*, April 3, 大原 [2011] を参照。逆に、SIFIsには厳しい規制が伴っているものの、それに認定されることは資本調達などの面で競争上極めて優位に立つことを意味するので、「新たなTBTFのクラブ」を作ることになるという批判がある (Skeel [2011], p.84)。
- 9) Skeel [2011], pp.121-2
- 10) Skeel [2011], pp.118-20
- 11) Skeel [2011], pp.135-36. このような規定に変更したために、緊急を要するFRBの対応プロセスがスムーズに進まない可能性も指摘されている (Acharya, et al, [2011], "Resolution Authority", in Acharya et al. (ed) [2011])
- 12) 小立 [2012] を参照されたい。

- 13) なお、「自動停止」措置をめぐる賛成論と反対論については、FRB [2011], pp.15-18, を参照されたい。このうち、この規定を疑問視する議論については、GAO [2011], Fitzpatrick and Thomso [2011], Lubben [2009], Morrison [2009]などを参照されたい。Morrison [2009]は、QFCの規定 (セーフハーバー) は市場を不安定にする支払い不能の連鎖反応を予防することを意図しているが、破綻のリスクを低減し、メルトダウンを避けることを目的としていないとして、破産法のアプローチについて三つの欠点を指摘している。第一に、破綻金融機関はCPやその他の債務についての支払いを停止するため、市場に甚大な影響を及ぼす。リーマンの破綻により、そのCPに投資していたプラリマリー・リザーブ・ファンドがMMFの元本割れから急激な解約に見舞われたり、CDSのプロテクションの売り手が支払い不能により破綻したのはそのような例である。第二に、破産法のセーフハーバーは破綻金融機関に未熟な清算を許容している。リーマンの破綻時に、150万件の取引と8千以上のカウンターパーティが存在していたが、2週間以内にこれらの取引の80%が解約され清算された。このような措置が認められている限り、秩序だった解散 (wind-down) プロセスを実現することは不可能である。第三に、多分最も重要であるが、破綻金融機関の清算はマージンの清算やポジションの見直しのために、債権者の換金売りを誘発することである。

これらのことから、SIFIsの破綻は、破産法のセーフハーバーが存在しようがしまいが、市場を不安定にするけれども、その存在は破綻金融機関への「取付け」を許容するために、むしろ不安定を助長しかねない。

かくして、モリソンはSIFIsの破綻の際には、セーフハーバーを排除することを提案している。

- 14) Edward and Morrison [2005]
- 15) Ayotte and Skeel [2010] pp.491-92. ただし、GAO [2011]は、早期是正措置の実態が銀行資本の状態に過度に依存しているため、それよりも先行して症状を示す資産、収益、経営といった諸指標により関心を向けることによって、その効果を高める必要があることを指摘している。
- 16) Skeel [2011], Chap.1.

## 引用・参考文献

- 大原 悟司 [2011], 「ドッド・フランク法はリーマン・ショックの再発を防げるか」, 国際金融情報センター (JCIF)・ワシントン事務所『トピックスレポート』7月12日
- 小立 敬 [2012], 「米国 SIFI に求められる破綻処理計画—ドッド・フランク法と連邦預金保険法の2つの規則—」, 『野村資本市場クォータ

- リー] Spring, ウェブサイト版
- 杉原正之 [2010], 「米国における金融機関破綻処理の最近の動向について」, 『預金保険研究』第12号, 4月
- 原 和明 [2009], 「米国における銀行破綻処理」, 『預金保険研究』第10号, 4月
- 比護正史 [2011], 『金融破綻処理の手続的考察: わが国の実務および米国法の視点から』, 一橋大学機関リポジトリ
- Acharya V.V., Cooly T.F., Richardson M.P. and Walter I. (ed.) [2011], *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*
- Bliss R.R. and Kaufman G.G. [2006], "A Comparison of U.S. Corporate and Insolvency Resolution", FRB of Chicago, *Economic Perspectives*, Sec. Quater
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2011], *Study on the Resolution of Financial Companies under the Bankruptcy Code* July
- Edwards F.R. and Morrison E.R. [2005], "Derivatives and Bankruptcy Code: Why the Special treatment?", *Yale Journal of Regulation*, Vol.22
- Fitzpatrick T.J. and Thomson J.B. [2011], "How Well does Bankruptcy Work When Large Financial Firms Fail? Some Lessons from Lehman Brothers", FRB of Cleveland, *Economic Commentary*, Oct.26
- Guyann R.D. [2012], "Are Bailouts Inevitable?", *Yale Journal on Regulation*, Vol.29, No.1
- Jackson T.H., Scott K.E., Summe K.A and Taylor J.B. [2011], *Resolution of Failed Financial Institutions: Orderly Liquidation Authority and a New Chapter 14*
- Krimminger M. [2006], "The Evolution of U.S. Insolvency Law for Financial Market Contracts", *FDIC Working Paper Series*
- Lubben S.J. [2009], "Systematic Risk & Chapter 11", *Temple Law Review*, May 4 (<http://ssrn.com/abstract=1399015>)
- Morrison E.R. [2009], "Is the Bankruptcy Code an Adequate Mechanism for Resolving the Distress of Systemically Important Institutions?", *Colombia Law and Economics Working Paper*, No.362 (<http://ssrn.com/abstract=1529802>)
- Scott K.E. et al. [2010], *Ending Government Bailouts As We Know Them*
- Skeel D.A. Jr. [2011], *The New Financial Deal; Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences*
- Ayotte K. & \_\_\_\_\_ [2010], "Bankruptcy or Bailouts?", *The Journal of Corporation Law*, Vol.35
- US Government Accountability Office (GAO) [2011], *Bankruptcy; Complex Financial Institutions and International Coordination Pose Challenges*, Report to Congressional Committees, July
- \_\_\_\_\_ [2011], *Bank Regulation; Modified Prompt Corrective Action Framework Improve Effectiveness*
- US House of Representatives, Committee of Judiciary [2009], *Hearing on Too Big To Fail -The Role for Bankruptcy and Antitrust Law in Financial Regulation Reform-*, Part I, Oct. 22, Part II, Nov.17
- Wallison P.J. [2009], *The Argument against Government Resolution Authority*, Financial Reform Project

(当研究所理事・主任研究員)