

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

官民対話の進展が望まれる国家債務再編メカニズム (SDRM) ¹

(財)国際通貨研究所

専務理事 浅見 唯弘

1 はじめに

巨額の対外債務を抱えたアルゼンチン、ブラジル、トルコ、インドネシア等の新興市場経済は不安定な経済状態にある。中でもアルゼンチンは2001年12月以来債務不履行に陥っており、昨年11月には世界銀行からの借り入れについても債務不履行に陥った。IMFとの交渉を進めてきたが近い将来合意に達する目処は立っておらず、その帰趨は他の新興市場経済にとって潜在的な脅威となっている。現在までのところ危機が伝播する兆候は見られないものの、ブラジル等の債券の спреッドは異常に高い水準に留まっているため、債務負担が重くのしかかっている。

昨年の4月に開催された国際通貨金融委員会(IMFC)は、現在の国際金融システムにはソブリン債務を秩序ある、予見できる方法でリストラするための強固な法的な枠組みが欠如しているとのIMFの見解に同意し、その解決のために二つの方法を研究するよう要請した²。

第一は、IMFのクルーガー氏が2001年11月に提唱した「国家債務再編メカニズム」(SDRM)構想であり、これまで市場参加者やその他の意見を参考にその内容の詰めが行われてきた。

第二は、集団行動条項(CAC)を個別の起債に導入することにより、有効な過半数を占める債券保有者が合意するリストラ案によって全ての債権者を拘束することができる仕組みである。

IMFは理事会や外部セミナーでの討議を経てSDRMの提案書を準備し、今年4月12日に開催されるIMFCで検討される予定になっている。同構想に対するG7各国の明確な意向は明らかにされていないが検討する用意はあるとしている。

¹本稿は外国為替貿易研究会 国際金融第1099号(2003.2.1)に掲載されたものである。

² Communiqué of the IMFC, April 20, 2002

SDRM に関する金融当局者による検討が進む中で民間債権者や市場関係者は強い危機感を持ち、過去一年間検討を加えてきた。昨年 12 月民間業界 6 団体³は、「SDRM は不必要であるのみならず有害である」との共同反対声明を発表した。

本稿は今春に向けてさらに議論が活発化すると思われる SDRM につき、民間の視点から検討する。はじめに SDRM の概要、同構想が提案されるに至った背景及び問題点を検討する。次に民間が SDRM に対して反対する理由を説明する。その上で、CAC が市場ベースのアプローチとして優れた面を持つ一方でその主たる問題点を指摘する。このような観点から民間市場参加者は CAC の導入に努力すると共に、SDRM に関する民間の立場をさらに明確にすることによって金融危機に関する官民の間の理解を深めるべきであると指摘する。

2 深まりつつある SDRM 論議

SDRM は、持続不可能な債務を負ったソブリン国家に対して、民間企業に適応される米
国連邦破産法 11 条(Chapter 11)と類似の破産制度を適用しようというものである。

「裁判所無しの破産裁判メカニズムの創設」としての基本的考え方は不変であるが、当初のクルーガ - 構想からは、民間市場参加者等による批判に応じて債権者の権利保全や IMF の役割を縮小するなど修正されている。最近公表された IMF スタッフ報告書により明らかにされた諸点を含む SDRM 構想の概要は以下の通りである⁴。

目的

SDRM は国際的な法的枠組みを構築することにより持続不可能なソブリン債務のリストラを秩序ある、速やかな、予見できる方法で行うことを目的とし、それによって債務国や債権者の社会的経済的コスト負担を軽減しようとするものである。

クルーガ - によれば、「SDRM が目指すのは債務国と有効な過半数を有する債権者が債務のリストラにつき合意に達すると、それによって全ての債権者を拘束できる仕組みである⁵。」その上で、債権者はリストラの妨げとなる非協調的な債権者を排除することによって、全債権者をベースとしたリストラに関する決定を行うことができる。

(2) 対象債務

SDRM では本来的にリストラの対象となる債務を明記するが、それらの債務の全てを対

³ 6 団体は以下の通り。Emerging Market Creditors Association, EMTA(formerly Emerging Markets Traders Association), the Institute of International Finance, the International Primary Market Association, the Securities Industry Association, The Bond Market Association

⁴ International Monetary Fund, The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism- Further Considerations. Prepared by the Legal and Policy Department and Review Departments(in consultation with the International Capital Markets and Research Departments), November 27,2002.

⁵ International Monetary Fund. Sovereign Debt Restructuring: Messy or Messier? Annual Meeting of the American Economic Association, January 4,2003. Washington,D.C.

象とするか部分的とするかは個別のケース毎に債務国と債権者との間の交渉にゆだねられる。

スタッフ報告書では対象債務を広く定めるとしているが、現時点では対象外債務として国内法に基づく債務、担保や保証つき債務及び国際機関からの借り入れが挙げられており、それ以外が対象債務となる。二国間の公的債務（パリクラブ債務）を SDRM の対象とするか否かは今後決定される。

（３）SDRM の発動

SDRM は債務国政府によってのみ発動される（原案では債務が持続不可能であるとの IMF による査定に基づき当該国が SDRM を申請し、IMF がこれを承認するとした）。

その際、債務国政府は債務が持続不可能であるとの判断を行ったことにつき説明を行う。そのような債務国の説明の妥当性に関して客観的な第三者による評価を必要とするか否か、いずれの機関がそれを行うべきか、という重要問題については結論が出ていない。

債務国情報とリストラ契約

SDRM 発動により債務国は自国の債務（SDRM によってリストラされない債務を含む）に関する全ての情報を債権者へ提供する。迅速な債権の登録とその認証手続きを行い、それによって債権者は全債権者ベースの投票が可能となる。債務国がリストラを提案した際には、債務国政府は SDRM によってはリストラされない債務についてどの様に扱う方針であるかについての情報を提供する必要がある。それによって登録済みの債権を保有する債権者は SDRM の対象外債務がいかに扱われるかを承知した上で自らの決定を行うことができる。

債権者の権利

債権者とその契約上の権利を守るために、SDRM が発動されても債権者の契約上の権利を自動的に放棄させることにはならないとしている。このような観点から債権者間の平等を確保しつつ将来提起される可能性がある訴訟を思いとどまらせる方法が検討されている。

債権者委員会

債権者がリストラ手続きへ早い段階から参加できるように、SDRM の下では債権者の代表からなる委員会が設置され、債権者と債務者間及び債権者間の諸問題につき検討する。債務国は委員会の運営のために要する妥当な費用を負担する。

（７）国家債務紛争解決フォーラム（SDDRF）

SDDRF が IMF から独立し、一定の権限を帯びた、多目的の、公正な機関として設立される。SDDRF の主たる業務は投票手続きを含む管理業務、リストラを進める段階で生

ずる紛争処理及び強制執行の停止勧告（injunction relief⁶）である。

（８）IMF 協定の改訂

SDRM の導入及び SDDRF を設立するために IMF 協定を改訂する必要がある。協定の改訂のためには 60% の加盟国と 85% の賛成票による承認が必要である。その後加盟各国はそれぞれの責任において自国の法制に従い批准等の手続きを行う必要がある。

SDRM は未だ多くの点について検討中ではあるが、市場ベースの考え方を取り入れる努力が見られる。

3 SDRM 提案の背景

SDRM が提案された背景として、資本移動の自由化に伴い 90 年代初頭から急増した新興市場国への民間資本フローの変化がある。その特徴は、第一に、中長期を主体とする銀行のシンジケート・ローンが急減し短期融資が増加したこと、第二に、国際資本市場における債券の発行が増加したこと、第三に、外国直接投資（FDI）が民間資金の流れの半分を占めるまでに増加したことがあげられる。資本市場を通じた資金フローの変化は起債を含む金融商品の多様化と投資家の分散をもたらした。その結果、数多くの、特定できない民間債権者の意向を集約することが困難となった。

東アジアの金融危機（1997～98 年）とそれがロシアやブラジル等他地域へ伝播した事実は、国際金融システムの欠陥を示すものと認識され、IMF、G7、G10、BIS 等により広範にわたる国際金融システムの改革が進められた。

その結果 IMF サーベイランスの改善、情報の開示と透明性の確保、新興市場国の経済政策及び金融システムの強化の面では具体的成果をあげた。これに対し、公的支援の前提となる民間債権者による応分の負担を求めた民間関与（PSI）は、具体的な成果をあげていない。公的金融当局にとっての問題は、危機の解決のために巨額の公的資金を投入するに際していかにして民間債権者に応分の負担をさせるかという点であった。

1999 年 6 月に開催されたケルン・サミットにおける財務大臣及び中央銀行総裁会議において、巨額の公的資金投入に伴い生じる民間債権者の過剰救済を回避するための民間関与（PSI）の具体策として、国際資本市場における新興市場国の債券発行に際し集団行動条項（CAC）を入れるべきであることが提案された。新興市場国政府による国際資本市場における起債が活発化することにより必要性が増す民間関与（PSI）を促進するためには、債券のリストラを可能にする CAC の導入が不可欠であると考えられたからである。

80 年代の中南米諸国の累積債務問題では、債券は銀行融資に比べ金額的にもわずかであったため、債券特に公募債はリストラの対象外とされ約定通り期日に支払われた。このような不公平な取り扱いの結果、一部の投資家や引受会社の間では債券は融資に比べ安全

⁶ SDRM の内容にもよるが SDDRF は債務国の要請により債権者の承認を得て債務国の管轄外における裁判所による強制執行の停止を命令することができる。

な投資対象であると認識された。このような背景から、G7 による CAC 提案に対して民間側は銀行、引受業者、投資家それぞれ賛否入り混じった反応となった。その後 G10 は CAC の導入に関し官民の対話を試みたが、民間関係者のコンセンサスは得られなかった。新興市場国への民間資金の流れが重要性を増す中で、民間関与 (PSI) が進展しないことに対し G7 及び IMF の苛立ちは相当大きなものがあったと予想される。このような背景から、法的なメカニズムを創設することにより民間債権者によるリストラを促進させる SDRM が提案されたと考えられる。

4 集団行動条項

法的な枠組みにより解決を図る SDRM と異なり CAC はマーケットベース解決を目指すもので、債務国政府とその民間債権者との間に交わされた契約に基づき有効な過半数の債権者による決定によりリストラについて合意することを可能にする方法である。G10 の報告によれば、ソブリン債の大半が発行されてきた英国法、フランス法、ニューヨーク州法を準拠法とする市場においてソブリン債に CAC 規定を導入することは可能であるとしている。

債券のリストラが必要であるにも拘わらず、CAC がいないためにリストラできない市場の仕組みは欠陥であるとの認識に立って考えるべきであろう。この様な認識に立ち市場関係者が中心になって CAC のモデル・クローズを作成し、国際資本市場における起債に導入するための働きかけを行うべきである。新興市場国の多くは CAC の導入はコストの増加に繋がりがねないと懸念している。コスト問題は重要であるためその解決策を検討する必要がある。先進国の国債に CAC を入れるのは率先垂範というよりむしろ市場の欠陥を正すために行うと認識すべきであろう。

CAC については、二つの技術的に困難な問題がある。

第一に、個々の契約に基づく債権者の意向をいかにして全体として捉えることが出来るかという問題である。債務に関する支払条件の変更等に対する債権者の意向は本来契約書毎の投票により決定される。通常同一のソブリン債務者は多数の起債や融資契約書により債務を負っている。それぞれの契約は内容を異にするため債権者はいくつかのクラスに区分されよう。そのためクラスを異にする多数の債権者の意向をどのように集約して全体として債権者の意向を認識するか (aggregation) という困難な問題である。効率的なリストラを遂行するためにこの技術的に困難な問題を解決する必要がある。

第二に、現在、残高として残っている CAC を含まない既存の債券や融資をいかに扱うかという問題がある。このストックの問題について JP モルガン・チェースが two-step アプローチを提案している。それによれば第一段階として既往の CAC を含まない債券や融資契約書をスワップにより CAC を含む契約書へ変更した上で、第二段階で支払条件等、契約条項の変更を行うというものである。これは興味深い提案であり、困難な問題の解決につながるよう検討が加えられるべきである。

5 民間が SDRM に反対する理由

民間業界 6 団体が SDRM に反対する理由として掲げた諸点の多くに関して IMF は既に検討を行い、その結果はスタッフ報告書にある程度まで示されている。

しかし現時点ではまだ多くの問題に関して IMF の最終的な考え方が示されていないので、民間関係者が掲げた以下の問題点は民間債権者にとって重要なポイントでありその帰趨を注意深く見守っていく必要がある。

(1) 契約の尊重

本来債務国政府とその債権者との間の契約は最大限尊重されるべきである。SDRM の下においてもこの原則は生かされるべきであり、その意味で SDRM が発動されても債権者の権利は自動的に失われないとの IMF の考え方は前向きな展開であると思われる。

(2) 債権者間の公平

リストラ対象の債務は本来可能な限り広く定義することにより債権者が公平に分担する仕組みが考えられるべきである。しかしながら、SDRM 対象債務は外国法を準拠法とする民間からのソブリン債務に事実上限られる可能性が高い。その様に定義されると民間が保有するソブリン債権が他のソブリン債権に対して事実上劣後することになり、その結果民間資金の流れが抑制され債務国の支払うコストが増加することになる。また最近では非居住者が国内法を準拠法として発行される外貨建債券へ投資をしたり、海外で起債される債券を国内投資家が購入する例も多く見られ、SDRM の対象債権が準拠法によって区分されることの妥当性につき検討される必要がある。1994 年のメキシコ危機は外貨建て国内債の償還問題であった。また 1998 年に起きたロシアの危機も国内債にかかわる問題であった。仮に当時 SDRM が存在していたとしても何れの場合もその対象にはならなかったのである。なおパリクラブ債権は SDRM の対象とするか否か未定とされているが、債権者間の平等の観点から慎重に検討されるべき重要問題である。

(3) 集団行動問題

SDRM を導入する理由の一つとされるフリー・ライダーの存在や不良債権者による訴訟等の集団行動問題は明らかに誇張されている。最近行われたエクアドル、ウクライナ、パキスタンの債券を含むリストラは 97%以上の参加を得て成功しており、そのプロセスを揺るがすような債権者による訴訟は起きていない。

(4) 債務が持続不可能であるとの判断

スタッフ報告書によると債務国は自国の債務が持続不可能であるとの判断に基づき SDRM を発動することができる仕組みとなっている。債務国がそのような決定に至る過程

で IMF が演じる役割は重要であろう。ある国の債務が持続不可能であるとの判断は、IMF 融資の規模、債務国政府の政策遂行にかかわる政治的意志、当該国を取り巻く経済環境、民間関与（PSI）等に対する評価によって大きく変化する。債務が持続不可能であるとの判断に到る過程をより透明性の高いものにすることが大切である。この点に関して現在検討されている債務が持続不可能であるとの債務国政府の判断に対して第三者が評価する構想は実現されるべきであると考ええる。

（５）利益相反

SDRM が債務国政府によって発動された際に、IMF は金融支援や政策パッケージの決定を通じて債務国の債務状態を最も良く知りうる立場にある。SDRM の発動によって優先弁済権を有する IMF は資金の回収上有利となるので利益相反問題が発生する。そのため IMF の公式のみならず非公式な役割も含めて十分監視する仕組みが必要である。IMF から独立した中立的な国際機関としての SDDRF の役割はそのため重要となろう。

（６）SDRM と CAC

IMF と G7 は SDRM と CAC は相互補完的であるとの理由で両者を平行的に検討する方針を採っている。民間市場関係者は SDRM が導入されると CAC はその効力を失うので相互補完関係にはないと主張する。この点に関する限り、当局者の相互補完性の議論には疑問があり、民間の主張が正しい様に思われる。CAC は官民ともに実行可能な方法であると考えてきたので短期間で実施へ移行することは可能であろうが、SDRM はさらに包括的な詳細にわたる検討が必要である。

6 進む官民対話

IMF による SDRM の提案は、金融危機解決のための前提となる民間関与（PSI）の提案に対する民間側の冷淡な対応に警鐘を鳴らす役割を果たした。即ち、民間業界団体は SDRM に対し反対の意向を明確に打ち出したが、他方でそれまで支持して来なかった CAC を支持する方向へ転換したのである。また公的資金の投入に関しても、民間は自ら決定した投資リスクの自己責任原則を確認すると共に、民間債権者の過剰保護（bailouts）は回避されるべきであるとの考え方を表明した。さらに債務国政府と民間債権者代表との間の対話を常時行なうことにより早期警戒システムの役割を果たす構想や、債務問題関係者の code of conduct の策定努力もはじまっている。これらの諸点は IMF が SDRM の推進と共にこれまで検討してきたもので、IMF と民間関係者は同じ問題を並行して検討していることになる。

最新の IMF の SDRM 案では市場関係者の意見が取り入れられているため、IMF の多くの理事が「市場関係者の支持をとりつける努力は歓迎するが、SDRM の効果を損ねてまで（譲歩）するべきではない。」と心配する程であると言われている。SDRM の最終的な姿が見えない現在その賛否を論じる段階ではないが、民間としては SDRM 構想を十分検討し、

その鍵となる対象債務、発動の手続き、債務国と債権者との関係構築、第三者評価問題、SDDRF の役割等について今後民間の意見を示すべきであろう。

7 結論

G7 及び IMF は現在 SDRM と CAC を平行的に検討するアプローチであるのに対し、民間は CAC を支持するが SDRM には強く反対している。新興市場国は未だ統一見解はない模様であるが、いくつかの国は SDRM に反対している。また CAC に対しては、強い反対はしていないようであるが、その導入に伴う起債コストの増加を心配している。CAC に関しては関係者が受け入れ可能なモデル条項を起案し、さらにコスト問題を緩和できれば比較的短期間に関係者間で合意できる可能性が高いと思われる。

これに対して SDRM 構想はそれを実現させるための前提となる民間関係者や途上国による支持が得られていないことからその帰趨は不明である。仮に SDRM に関するコンセンサスができたとしても、IMF 協定の改定の承認、それに伴うメンバー国による批准等は時間を要する困難な手続きである。

とは言え、IMF の SDRM の提案に関する議論を通じてこれまで二つの成果が得られた。

第一に民間関与(PSI)について民間側の理解が深められ歩み寄りが見られたことである。

第二に SDRM の提案によって関係者間で真剣な論議が行われ、それによってますます複雑となりつつある資本市場の下で発生する金融危機の解決に関し、関係者がその問題点と手続きをよりの確に捉えることができるようになったことである。

これら二つの点は今後の金融危機に際し官民が協力して問題に取り組む際に役立つことになろう。その意味で今後とも官民対話を促進する意義はあると思われる。

Copyright 2003 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422
〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2
電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <http://www.iima.or.jp>