

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
財団法人 国際通貨研究所

## 政府債務問題への新たな対応について

—クルーガー提案：国際破産メカニズムに対する民間の考え方—

(財)国際通貨研究所

専務理事 浅見唯弘

### 1. 民間セクターの関与

金融危機の予防及び解決に必要な国際金融システムのアーキテクチャー強化を目的とした議論の中で、民間セクターの関与（private sector involvement, PSIと略称）は複雑ではあるが、さまざまな展開を見せる問題である。1999年6月にケルンで開催されたG7蔵相会議においてPSIは広く議論され、いくつかの具体策も提案された。その後開催された沖縄（2000年）、ジェノバ（2001年）におけるG7においても継続的に議論された。その間エクアドル、パキスタン、ウクライナの債務危機におけるPSI、特に債券のリストラ（bond restructuring）のように少なくとも当初の段階では成功した例もあるが、一般的にはG7が期待するほどの具体的成果を挙げたと言える状況に至っていないと考えられている。公的な立場からは、何らかの措置を講じることによりPSIを推進し、民間が採ったリスクに対して自ら責任を負う仕組みが必要と考えられているようである。

このようなG7の議論は、本来限りのある公的資金を危機に陥った国に対し注入したことが、結果的に民間債権者を救済した（bailout）ことになるとの批判に対応したものである。80年代におけるラ米危機においてはこうしたbailoutは注意深く回避されていた。民間債権者は少なくとも1980年代の中ごろまでは、政府債務のリストラに合意し、さらに資金不足がある場合には応分の新規融資にも応じた。公的資金はこのような民間債権者による寄与（bail-in）を伴う形で供与された。しかし、

90年代に生じた危機の解決策として、危機に陥ったいくつかの国に対して巨額の公的資金が民間に先行して投入された。典型的な例は1994/5年に起きたメキシコ危機である。即ち、米国はIMFと共に巨額の公的資金をメキシコへ供与し、その結果民間債権者は投資資金を回収した。これにより危機は直ちに解決され、メキシコは国際資本市場へ程なく復帰した。

メキシコの手法はその後も踏襲された。タイ、韓国、インドネシア等を巻き込んだ東アジア通貨危機（1997—8）、その後他地域への危機の伝播に伴い生じたロシア、ブラジル危機（1998—9）においてもIMF及び二国間ベースの公的資金が投入された。その結果、債務不履行に陥ったロシア及び現在なお債務問題に取り組中のインドネシアを除き、多くの国々は短期間の内に経済を回復し、一部の国は国際資本市場へ復帰した。

しかしながら最近、G7、中でも昨年1月に誕生した米国のブッシュ政権は、巨額の公的資金を危機に陥った国へ投入することに対して徐々にためらい勝ちになっているように感じられる。アルゼンチン及びトルコの危機に対しては、IMF融資が数次にわたり小出しに供与されてきたが、米国を始めとするG7による二国間ベースの支援は実施されていない。当局がこのように公的資金の投入に対して慎重になっているのは、結果的に民間債権者を救済することになってモラル・ハザードを起こしかねないことからこれを回避したいという考え方に基づいている。IMFは、G7のこのような意向を受けて債務問題の解決に関しPSIをより実効性のあるものにする新たな方向を打ち出す必要性に迫られているように見受けられる。

## 2. クルーガー提案

金融当局者の中にはPSIが困難な問題で、G7が期待するように進展しない理由は、PSIに関するルールが設定されていないためであるとの考え方がある。IMFの筆頭副専務理事アン・クルーガー女史は昨年11月26日ワシントンで開催された全米エコノミストクラブにおいて演説し、新興市場国政府債務のリストラ（restructuring）のための新たな対応について提案を行った。この提案は持続困難な債務（unsustainable debt）を負った国の債務問題について速やかに且つ秩序立った解決が行われるように必要な法的な枠組みを構築することで、新たなルール・ベースによる公的債務のリストラを可能にしようとするものである。

その内容は、民間企業が破産した際に適用される例えば米国連邦破産法11条と類似の国際的な法的枠組み（international bankruptcy mechanism「国際破産メカニズム」）を構築し、持続困難な巨額の債務を抱えた債務国政府を一定期間の支払停止（standstill）の下に置くことによって民間債権者から保護しようというものである。

手続きとしては当該政府がIMFに対して支払停止の申請を行い、IMFが承認する。IMFは承認の条件として、債務国政府が支払停止期間中に経済改革に必要な諸施策（為替管理を伴うこともあろう）を導入すると共に、民間債権者との間で債務のリストラ交渉を真摯に行うことを義務付けるものである。

クルーガー提案で論議されているユニークな点は、いわゆる不良投資家による訴訟問題である。クルーガーはエリオット・アソシエーツ対ペルー共和国のケース<sup>1</sup>を引き合いに出してこのような不良投資家と戦うためには、「国際破産メカニズム」によって債務国政府が民間債権者から法的に保護される必要があると論じている。しかし、確かに訴訟によってリストラの遂行は阻害されるが、そのような主権国家を巻き込んだ訴訟のケースは多くはないことに留意する必要がある。従って問題は、訴訟が起きる心配があるという事実によって、民間債権者に対して債務国政府を保護するための法的なメカニズムを導入することが正当づけられるかという点にある。

クルーガー提案の背景としては国際金融市場に起きつつある大きな変化がある。第一に、90年代に入ると、新興市場国への公的資金フローに比較して民間資本フローが劇的に増加したことである。1998-2000の間における新興市場国へのネット・ベースの民間資本の流れは平均で年間1400億ドルに達したのに対し公的資金は230億ドルにとどまった。<sup>2</sup>

第二に、銀行融資でも80年代におけるシンジケート・ローン方式から90年代に入ると短期融資が中心となった。また中長期の債券を介した資金フロー及び直接投資が増加した。その結果投資家の数が著しく増加しかつ多様化したため、債権者間のコンセンサス作りが困難となった。また新興市場国の経済成長にとって民間の資金フローの重要性は一層増すと同時に、急速な資金の流入は新興市場国経済の不安定要因になった。

このような環境変化に対応して、一部の金融当局者は債務問題に対する民間債権者の関与を促進すると共に、迅速かつ秩序立った債務問題解決のための一定のメカニズム、例えばルールを創出する必要があると考えている。こうしたルール・ベースの対応は今日まで適応されてきたケース・バイ・ケース対応からの訣別を意味する。債務危機解決に関して民間債権者は「自主的なケース・バイ・ケース・アプローチ」(a voluntary, case-by-case approach)を一貫して主張してきた。G7もこれまでこれを支持してきた。しかし、当局と民間は危機解決における官民間の負担の分担問題になると同一の見解は取れなくなる。1999年ケルン・サミットにおける蔵相会議の報告書には官民両セクターの関係について次のように述べられている。「危機時においては、民間セクターに対するネットの支払額を減らすことは、当該

---

1 IMF: Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crisis-Restructuring International Sovereign Bonds (2000)

2 Institute of International Finance

国が直ちに必要とする資金ニーズを満たすこと、及び公的セクターによって供与される支援額を減らすことに寄与し得る」。

次に、債務のリストラを行う際に重要な役割を果たしてきた一時的な支払停止(standstill)に焦点を当てこれまでの伝統的な対応の特徴を見てみたい。

### 3. 一時的な支払停止

最近起きたアルゼンチンのように、政府が債務不履行に陥った例はある。しかし、これまでのケースでは、多くの場合政府は通常数ヶ月程度の限られた期間にわたる支払停止を行うことによって公式の債務不履行を回避し、その間に経済改革のための政策を導入すると共に民間債権者と債務のリストラ交渉を行った。

1982年のメキシコに始まりラ米全体に広がった累積債務問題においては、各国の金融危機は、政府による支払停止発表と共に表面化した。その際民間債権者は、債権者間のコンセンサスにより融資契約書において認められた訴訟の権利を含むあらゆる権利を留保することを条件に一時的な支払停止を受け入れるという対応をした。このようなコンセンサスに至る過程でシンジケート・ローンのエージェントは参加銀行の意向の確認等重要な役割を果たした。民間債権者による権利の留保は、債務国政府との交渉においてバーゲニング・パワーの役割を果たした。このように債務国政府による一時的支払停止は民間債権者の理解を求めることにより対決的色彩を弱める方式がとられ、当時はこれが有効に機能した。支払停止によりラ米諸国は市場からの調達を失ったが、債務交渉は当該政府と民間銀行を代表する諮問会議(advisory committee)との間でむしろ済々と行われた。

主権国家の対外債務に対する認識は過去20年間に大きく変化した。80年代におけるラ米債務問題が発生した当初の段階では、支払意思のない政府の場合は別として、当該政府がIMFの支援を受けて適切な政策を採る限り主権国家は債務不履行に陥ることはないと一般に考えられていた。このような単純な考え方にたって銀行を中心とする民間債権者はbail-in即ち、債務のリストラを行いまだ新規融資に応じたのである。

80年代後半に入ると状況は変化した。主権国家の債務が二次市場において額面以下で取引されるようになった。80年代の終わりになるとブレーディ提案により多くのラ米諸国政府の債務の元本が削減され、これによって10年に及ぶラ米の累積債務問題が決着したのである。今回のクルーガー提案は一歩進めて、公的債務と民間企業債務の間には本質的な違いが残るとしても、主権国家の債務を「国際破産メカニズム」の下で民間企業債務の破産に類似した扱いをするという、これまでにない取組を導入しようとするものである。

#### 4. 検討課題

現在民間債権者は新興市場経済国に対する最大の債権者グループであり、今後ともその立場は変わらないと思われる。クルーガーの提案が実現するとPSI及び新興市場国経済に重大な影響を及ぼすことになると思われる。

提案に対する第一の問題は、「国際破産メカニズム」構築は果たして可能かという点である。IMF協定の改訂に加え、全ての加盟国の破産法等改訂や制定が必要となる。これは事実上不可能に近いので、クルーガーは代案として投票権の85%を保有する5分の3のメンバーの賛成によりIMF協定を改訂し、それによって条約上の義務をメンバー各国に課す方法を提案している。条約に基づいて過半数の賛成があれば、国際破産メカニズムが全ての加盟国に対して拘束力を持つとされる。しかし、G7にこれを推進する強い政治的な意思があるのだろうか。もしG7の意見が割れるとこれを実現することは困難となるであろう。更にG7がコンセンサスに到達したとしても新興市場国の支持が得られるか不明である。

第二の問題は、もし提案されたような「国際破産メカニズム」ができた場合に、新興市場国への民間資本の流れ及び危機の解決にどのような問題が生ずるかという点である。

- (1) 「国際破産メカニズム」の確立は、新興市場経済への民間資金の流入に対してマイナスに働くであろう。また債務国の経済環境が悪化すると、法的な強制力を持つ支払停止措置等が導入される恐れから資金の国外への逃避が起これり当該国の対外バランスは不安定になろう。
- (2) 支払停止の決定は、債務国とIMFとの間で行なわれるので、この過程で民間債権者が参加する機会はない。従って、この過程で民間債権者は不安感にとられ、やがて官民間の対決的な関係が醸成される恐れがある。また、支払停止が安易に発動されると債務国側にモラル・ハザードが生じる恐れがある。
- (3) 支払停止措置についての債務国政府とIMFとの交渉に関する情報が漏洩すると、新たな法的な枠組みによる結果を恐れて民間資本が流出することになり、当該国の資本勘定と外国為替市場に深刻な影響が出る可能性がある。
- (4) IMFは債務が持続可能な水準か否かの認定から始まって、支払停止の実施は妥当か否か、経済改革の推進及び民間債権者との交渉に関する指導に至るまで全体の過程において債務国政府に対して影響を与えることになる。そのためIMFは、例えば民間債権者との交渉の結果に対して影響力を行使しないように努めたとしても実際には債務国の主権をかなり制約することになるであろう。

- (5) 提案された法的枠組みが導入されると、永年にわたり培われてきた国際金融システムにおける既存の法的な仕組みや慣行は見直しを余儀なくされるであろう。それによって多くの実際的な問題が生じることになる。例えば対象債務は画一的に決定されるため、ベースとなる取引がある貿易金融やプロジェクト・ファイナンスは通常の政府借入と区分され、弾力的な扱いを受けられるか疑問がある。また慣行として確立されている国際機関融資の優先弁済権は、新たな法的枠組みの下で見なおされる可能性も出てこよう。このようなさまざまな国際金融システム上の問題が生じないように、多くの実際的な問題に対し適正に対応する必要がある。
- (6) クルーガー提案は主権国家の債務に関するものである。然るに、そのメカニズムが導入されると、支払停止は民間債務の対外支払いに関しても発動される可能性が出てくる。政府債務が中心であったラ米諸国の債務危機と異なり東アジア諸国の危機は、民間債務を中心するものであったことは留意されるべきである。

## 5. 民間の対応

クルーガー提案に対し民間債権者の多くは、「自主的なケース・バイ・ケース」対応を支持する立場から反対すると思われる。クルーガー提案に対するG7の反応は承知していないが、おそらく一枚岩とはならないであろう。また、新興市場国の反応は、このような法的枠組みの創設により秩序立ったリストラができる国がある一方で、格付けに対するマイナス効果や民間資金フローの減少を心配する国もあると思われるので慎重なものとなろう。

しかし、クルーガー提案が目的とするところは、民間関与を促進することにより持続不可能な政府債務を抱えた国の債務を速やかにかつ秩序立ってリストラすることであり、「国際破産メカニズム」の構築はこの目的を達成するためのものである。民間債権者は、公的セクターによるbailoutsを期待できないとすれば、危機の解決のためにいかにして債権者間の意向を集約して対応できるかにつき真剣に検討することが必要となるであろう。クルーガー提案に対する民間の対応を考える際の検討すべきポイントとして以下の4点を指摘したい。

### (1) 対決的関係の排除

法的側面であるか否かを問わず債務国と民間債権者との関係が対決的になる仕組みは、いかなるコストを払っても回避するべきである。新興市場国への民間資金の流れは、多くの新興市場国経済にとって重要な資金源泉であり、同時に民間債権者にとってもビジネスの機会を提供している。従って、両者

間の良好な関係を維持することは双方にとっては欠く事のできない重要なものである。しかし、クルーガー提案は、債務国と民間債権者とを「国際破産メカニズム」の下におくことによって両者の関係を対決的なものとしかねない要素を有している。

## (2) 契約遵守の重要性

債務国政府と民間債権者が、両者間の契約書を尊重し厳格に履行することは最も重要なことである。外的な強制力により契約内容を変更することはあくまでも回避されるべきである。民間債権者は、これまでの経験を通じて新興市場国におけるビジネスがリスクを伴うことを理解すべきである。更に状況が悪化すれば債務国が支払停止を実施する必要があることを理解すべきである。そのような状況においては、債務国と民間債権者との間の契約上の条項に基づき、速やかなそして秩序立ったリストラを行うことが債務国及び民間債権者双方にとって利益につながることを理解すべきである。このような対応を可能にする契約書上の具体的条項について今後検討する必要がある。

## (3) 集団行動条項の重要性

債券の要項に集団行動条項 (collective action clauses) を導入することによって多様な投資家がより一致した行動をとりやすくなり、そのことによって債券の条件変更に対してより弾力的な対応が可能となる。公的資金に限りがあること及び新興市場経済国に対するファイナンスに占める債券の割合が今後も増加すると考えられることから債券保有者をリストラの対象外とすることはもはやできず、銀行融資と同等に扱う必要がある。民間債権者間の平等原則は民間債権者全体の利益につながると思う。集団行動条項は、ケルンのG7において提案されて以来これまでのところ民間債権者や新興市場国それぞれにおいてコンセンサスに至らないため実現していないのは残念である。集団行動条項実現へ向けて一層の努力を傾注すべきである。

## (4) 不良投資家への対応策

クルーガーは債務国政府と民間債権者との間の債務交渉の過程で障害となる不良投資家に対抗するセーフ・ガードとして「国際破産メカニズム」構築が必要であると考えている。しかし集団行動条項を債券の要項に入れることによってあらかじめ定められた一定比率を超える債券保有者の総意により少数の投資家により提起される訴訟をブロックすることにより債務交渉上の障害を取り除くことが出来る。従って、民間債権者特に債券投資家は、集団行動条項のこのような機能を理解しその導入に尽力すべきであると思う。

## 6. 結論

国際金融アーキテクチャーを更に改善する必要があることは論を待たない。クルーガーは、「持続不可能な債務を負った国を短時間のうちに秩序立って救済するインセンティブが働かないという大きな欠陥がある。」と指摘している。PSIに関する限り債務問題の解決の中心的问题是、「bail-in」と「bailout」とのバランスをいかにとるか、即ち、この官民間の責任分担問題である。民間債権者は、提案された国際破産メカニズムをそのままの形では支持しないであろう。とすれば、迅速な秩序ある債務のリストラという官民が共有する目的達成のために何をすべきか、民間債権者として代案を検討する必要があるだろう。

クルーガー提案に対する加盟国政府の考え方は、今後IMFによる加盟国政府との協議を通じて明らかになるであろう。その間IMFや政府当局は、民間機関との対話を組織的に行うべきである。民間代表は銀行に加えて、証券会社、機関投資家、ファンド・マネージャー、年金基金等が参加する必要があるだろう。このような官民間の「建設的な取組」に基づく対話を通じてPSIは、日々変転する国際資本市場を取り巻く環境変化の下で常時見直される必要がある。対話を通じて新興市場国の公的債務のリストラが対決的ではなく、現実にも、かつ長期的視点から解決が図られるよう関係者間の理解が深まることが期待される。

(本論文は、財団法人外国為替貿易研究会発行の2002年2月1日付「国際金融」1079号に掲載された。)

---

©2002 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, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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：03-3245-6934(代)ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp/>