

「国家破産」のルール化に関する一考察

8 期生 小椋文智

目次	I はじめに
	II クルーガー提案と関係者の反応
	III なぜ事前にルールが必要なのか
	IV CAC がソブリン債券価格に及ぼす影響
	V おわりに

要約

2001 年に IMF クルーガー副専務理事が、ソブリン債務危機を国際的な破産法廷の場を設けて解決しようと提案したことを受けて、「国家の破産」の国際的な手続きに関する議論が活発化している。なぜ債務再構築のルールを事前に作っておく必要があるのか、ルール化することで、投資家・債務国の双方、および国際金融システムにどのような影響が考えられるのか、について考察する。

キーワード：危機解決への民間関与、集団行動問題、SDRM、CAC、モラルハザード

I はじめに

1990 年代に世界経済が経験した国際金融危機の教訓から近年、国際金融制度のアーキテクチャーを強化しようという議論が活発化している。為替相場制度や資本取引規制など、議論は多岐に渡るが、本稿では、新興市場国のソブリン債務の再構築に関して、議論に一石を投じた IMF 副専務理事のクルーガーの提案を軸に考察する。

国際金融危機への処方箋として、危機の事前的な予防と事後的な解決という 2 つの視点が考えられるが、クルーガー提案はデフォルト危機の効率的な解決を目指すものであるから、本稿の考察も後者の視点に重心が置かれる。とはいえ、危機の解決方法をルール化することが、危機の事前的な予防にもプラスの影響を与えるべきであることにも留意しつつ、考察を進める。

以下では、II において、クルーガー提案の説明とそれに対する関係者の反応を述べ、次に III において、ソブリン債務の再構築の手続きをルール化することが、これまでの裁量的な手続きよりも望ましいことを主張する。IV では、債務危機の解決をルール化することで、ソブリン債券価格がどのような影響を受けるか考察し、V で結論を述べる。

II クルーガー提案と関係者の反応

新興市場国のソブリン債務危機の歴史は長く、19 世紀にも遡ることができるが、常に問題となってきたのは、債務不履行に陥った際の債権者と債務国の双方の権利をどのように保護するかということであった。一般企業の破綻・倒産の場合は、国内の破産法制に基づく裁判所の権限によって、債務支払いの一時停止などの手続きがとられ、債権者間の無益な返済要求競争を抑制し、再建中の企業の価値を最大化することで債権者・債務者双方の利益に資することになる。しかし、ソブリン債務の場合は国際的な破産法廷などなく、債権者・債務国のケース・バイ・ケースによる自発的な交渉によって、リスケジュールや債務削減の契約変更がなされてきた。

自発的な交渉といっても、80 年代のメキシコ危機をきっかけとして、債務の再構築において、大規模な IMF 融資やブレイディ・プランなどによる債務削減が実施されるようになり、多額の公的資金を注入しなければならなくなった。結果、民間投資家や債権者が誤った救済(bail-out)期待を抱くようになり、新興市場国への投資リスクを過少に評価している、との批判が起こるようになった（「貸し手のモラルハザード」の重視）。実際、ケース・バイ・ケースの解決法では、一部の投資家の抜け駆け的な債権回収行為によるフリーライダーがしばしば起きている。こうした公的資金の不足や貸し手のモラ

ルハザードといった認識から、危機解決のために民間にも応分のコスト負担を求める Private Sector Involvement(「民間セクター関与」、以下 PSI)とよばれる考え方が浮上してきた。クルーガー提案は、ソブリンデフォルト危機において PSI をルール化することを求めるものである。

クルーガー提案がなされた背景には、ほかにも次の 90 年代に入ってから国際金融市場で起きた 2 つの変化が考えられる(図表 1 参照)。第一に、新興国への民間資金フローが公的資金フローに比較して劇的に増加したため、民間の関与なしに債務危機を解決することがほとんど不可能になった。第二に、新興国の対外債務形態が、それまでの銀行団による融資(シンジケート・ローン)から、債券へとシフトしたことで、投資家の数が著しく増大し、また多様化し、債権者間のコンセンサス作りが困難となった。これらを背景として、IMF のクルーガー副専務理事は、01 年 11 月に新興国の債務再構築の手続きに、「国家破産法制アプローチ」の導入を提案した(Krueger[2001])。そこで示されたメカニズム(Sovereign Debt Restructuring Mechanism、以下 SDRM)の内容は以下のようなものである。

- ・ 債務国がデフォルト危機に陥った場合、IMF に一時的な債務支払停止(standstill)を申請、IMF の承認を得て、為替管理を含む資本取引規制を敷いて、短期間の元利払いを停止する。
- ・ その間に、債権者団と債務国の間で交渉が行われ、債務の再構築(短期債の新たな中長期債へのスワップ、返済条件の変更など)の合

意が達成された後、債権者への支払いが再開される。

このメカニズムは、米国の再建型倒産法である連邦倒産法第 11 条とのアナロジーとされ、機能するためには次の 4 条件が必要という。①債務者の保護: prevent from “grab race”(取り付け競争の防止)、②債権者の保護: 債務国が standstill 期間中に責任ある行動をとるような監視体制、③債権者がニューマネーを供与するようなインセンティブ、④全債権者の拘束: 多数者で合意された債務再構築案は、合意に反対する少数の債権者にも適用されること。

また、メリットとしては次のような点を挙げている。(1)一部の不良債権者(rogue creditor)が損失を確定しようと二次市場で債権を売却したり、居住国での訴訟に踏み切るといった、債権者間のいわゆる集団行動問題を抑制し、債券価格をできるだけ高く維持できる。(2)公的資金注入が期待できなくなるため、新興国への資金流入の総量が抑制される可能性もあるが、それは債権者のリスク審査が適切になるということであり、危機の予防にもつながる。

この提案に対する、市場関係者や政府関係者の反応はどのようなものであったか。まず財務次官の Taylor[2002]ははじめ米政府は、IMF への権限集中に批判的であり、また実現には IMF 協定の改正が必要であるのみならず¹、債権国・債務国双方の主権

(billions of dollars)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ^a	2001 ^b
Net long-term resource flows	124.2	153.7	220.9	222.4	260.2	306.6	341.4	336.7	271.8	261.1	196.5
Official flows	62.2	54.3	53.4	46.0	54.1	30.3	40.7	53.4	47.4	35.3	36.5
Private flows	62.0	99.4	167.6	176.4	206.1	276.2	300.7	283.3	224.4	225.8	160.0
Capital markets	26.4	52.2	101.0	86.3	99.3	145.5	128.2	105.0	40.1	59.1	-8.3
Debt flows	18.8	38.2	50.0	51.2	63.3	96.5	98.1	89.4	5.6	8.2	-26.8
Bank lending	5.0	16.3	4.1	9.3	30.9	32.2	45.6	51.9	-23.3	-6.1	-32.3
Bond financing	11.0	11.1	36.7	38.1	30.7	62.3	49.6	40.9	29.5	16.9	9.5
Other	2.9	10.8	9.2	3.7	1.7	2.1	2.9	-3.4	-0.5	-2.5	-4.0
Equity flows	7.6	14.1	51.0	35.2	36.1	48.9	30.1	15.6	34.5	50.9	18.5
FDI	35.7	47.1	66.6	90.0	106.8	130.8	172.5	178.3	184.4	166.7	168.2

a. Preliminary.

b. Estimate.

Source: World Bank.

図表 1 途上国へのネット長期資金フロー

Bond financing が Bank lending に比べて増加してきている。

出所) 世界銀行ホームページ、"Global Development Finance, 2002"

が制限される可能性があるとして否定的な反応であった。「より分権的で、マーケット・オリエンテッドな」対案として、これまでも一部の国²で起債された債券で導入されていた集団行動条項 (Collective Action Clauses、以下 CAC) の積極的な活用を提案した。CAC は、以下のような条項から成る (Dixon and Wall[2002])。①集団代表条項：債権者会議で債券所有者の意思を代表した委託人を選出できる。②多数決行動条項：大多数の債券所有者の同意により、金利減免・元本削減等の返済条件の変更ができる。同意しなかった少数者にも適用される。③シェアリング条項：一債券所有者が訴訟を通じて得た利益は、他の債券所有者にも平等に分配される。このような条項を、新興国の新たな起債に際して債券発契約に入れ、最終的には IMF 融資を受けるすべての国のソブリン債に同条項の挿入を義務付けるべきだとした。この提案は、02 年 4 月の G7 で「行動計画」として発表された³。

次に、民間債権者の多くは、従来の自発的なケース・バイ・ケースの対応を支持する立場から反対している。例えば浅見[2002]は、「債務国と民間債権者とを『国家破産メカニズム』のした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」として、SDRM に反対している。また、IMF は利害の調整者であると同時に、債務国に対する大きな債権者であり、債務再構築に伴う損失の分担から逃れられないため、利益相反であるとの指摘も起こった (メルツァー[2002])。他にも小野[2002]は、貸し手のモラルハザードの存在は十分に実証されておらず、むしろデフォルトによるダメージが軽減され

ることで、新興国の債務返済への規律付けが損なわれ、新興国がデフォルトを選択するインセンティブを与えることになると指摘している (「借り手のモラルハザード」の重視)。

最後に、新興市場国自身も、提案に対して冷淡であった。市場にデフォルトの可能性が増えると受け止められることによって、ソブリン債券の格付けが低下し、民間資金の流入が細ることや、資金調達コストが上昇することを嫌ったためである。

以上のような、総じて冷ややかな反応を受けて、IMF はアイデアを発展させ、提案を改定させてきた。直近の Krueger[2003]において、当初の提案は次のように改められている。

まず、SDRM 構想は、数々の原則が前提となっていることが強調される。第一に、SDRM は持続持続不可能な債務のリストラにのみ適用されること。第二に、デフォルトへの誘因とならないこと。第三に、契約関係への介入は集団行動問題の解決に必要な措置に限られ、運用は抑制的であること。

また、SDRM の役割そのものにも、次の点が付け加えられた。第一に、債務再構築案が、新興国内居住の債権者と、外国債権者との間の公平性を保証すること。第二に、債権者団は、SDRM を放棄して、現行の枠組みでの処理方法を選択することもできること。第三に、SDRM における交渉は、債券に CAC が挿入されることでより迅速になるため、SDRM と CAC は補完的であること。第四に、実際の債務再構築交渉は、IMF とは独立の「ソブリン債務紛争解決フォーラム (SDDRf)」においてなされること。

メリットとして、集団行動問題の抑制のほか以下に以下の点が付け加えられた。(1) 債務国は、SDRM によって債務再構築への着手を先送りできなくなるとともに、債権者がデフォルト以前の早い段階から再構築交渉に関与することができる。(2) リストラの過程での透明性が向上し、債務国内の居住債権者に対する扱いも公開されるので、債務削減がどの程度必要かといったことを外国債権者が判断しやすくなる。

¹ 吾郷[2001]によると、IMF 協定は、第 6 条第 3 項 (資本移動の管理) で為替管理を認めているのだから、第 8 条第 2 項 b (「加盟国は、加盟国が定める資本移動の規制に反する為替契約を実施することはできない」) を活用して、債務国が一方的に債務返済の一時停止のための為替管理を実行できるとする解釈と、それに反対する解釈 (「国際債務契約は第 8 条の為替契約には当たらない」) とする解釈の間で、議論が分かれている。

² 英国、ルクセンブルクなど。

³ 『朝日新聞』2002 年、4 月 21 日付朝刊

以上の改定案が、十分に批判に応えフイージビリティを持つものになったといえるかどうかは分からないが、総じて債券保有者・債権国側により配慮したものであるとは言えるだろう。米国が SDRM 構想を支持していない以上、クルーガーの提案が近いうちにそのまま実施される可能性は低いかもしれない。とはいえ関係国政府や民間債権者の間で、予めデフォルト時の手続きをルール化しておくことの必要性については概ねコンセンサスが形成されているように見える。G7でも合意されたことから、先進各国は、自国で起債する新興国のソブリン債に CAC の挿入を義務付けることになるであろう。

以下では、ソブリン債務の再構築をルール化することの、理論的な説明を試みる。まずⅢで、なぜこれまでの自発的なケース・バイ・ケースの解決方法よりも、予め手続きをルールとして定めておく解決策のほうが望ましいのかを考察する。

Ⅲ なぜ事前にルールが必要なのか

ソブリン債務のデフォルト問題で近年指摘されているのは、投資家は IMF による救済を期待しているために、新興国に対して適切なリスク審査やモニタリングを行わず投資を行っているというものである。実際にその国がデフォルトに陥ると、IMF は、たとえ事前には救済 (bail-out) しないと宣言していても、投資家の差し押さえ競争は、投資家と債務国双方に多大な損害をもたらすので、救済に乗り出さざるを得ない。結局投資家は、何の負担もなしに債権を回収できることになる。こうした認識から、投資家もデフォルトのコストを応分に負担すべきであるという "Burden Sharing" の議論が出るようになった (Eichengreen[2000], Eichengreen and Ruhl[2000])。クルーガー提案の背景にも、債務再構築交渉での不良投資家の身勝手な行動を抑止する目的とともに、こうした投資家のモラルハザードを抑制しようという問題意識があったと考えられる。

また、ソブリン・デフォルトが懸念される国の通貨に対する売り圧力が高まり、自発的になされる債

務再構築の交渉が失敗に終わった場合、一気に深刻な通貨危機へと発展する恐れがある。Eichengreen[2000]は、危機の原因が投資家のパニックによる流動性危機の場合 (アジア通貨危機はこれにあたる) には、IMF が元利支払いの一時停止 (standstill) を発動することを提案し、一方、危機の原因が新興国の経済政策の弛緩による健全性危機の場合 (本稿の議論はこれにあたる) には、事前に債権に CAC を挿入することが妥当だと述べている。債務再構築に関する事前のルール化には、健全性危機が市場のパーセプションの変化次第で流動性危機へと展開する可能性を低める効果も期待される。

以下では、Miller and Zhang[1999]をもとに、民間投資家に負担を求めるような債務再構築手続きを事前にルール化しておくことが望ましいことを理論的に明らかにする。ここでは、ソブリン・デフォルトの危機が懸念され、追加融資などの救済措置がなければ流動性危機を招くような新興国 (経済状態が健全であった場合の支払い能力: 130) の状況が想定されている (以下、図表 2、図表 3 を参照)。新興国は、民間債権者に額面価値 100 の債務の償還を約定している。

このゲームで投資家が選択しうる行動は、債務のロールオーバーによって救済する (rollover) か、法的手段に訴えることも視野に入れてあくまで債務の全額返済を要求する (grab) かである。一方、債務国の代理人と想定される IMF が選択しうる行動は、債務国の救済に乗り出す (bailout) か、何も行動しない (no action) かである。投資家が rollover を選択した場合、債券の現在割引価値が低

		IMF/Debtor	
		No action	Bailout
Creditor	Rollover	(80, 50) ←→ (80, 50)	
	Grab	(40, 0) ↑ ↓ (100, 25)	

A liquidity crisis: outcomes and payoffs.

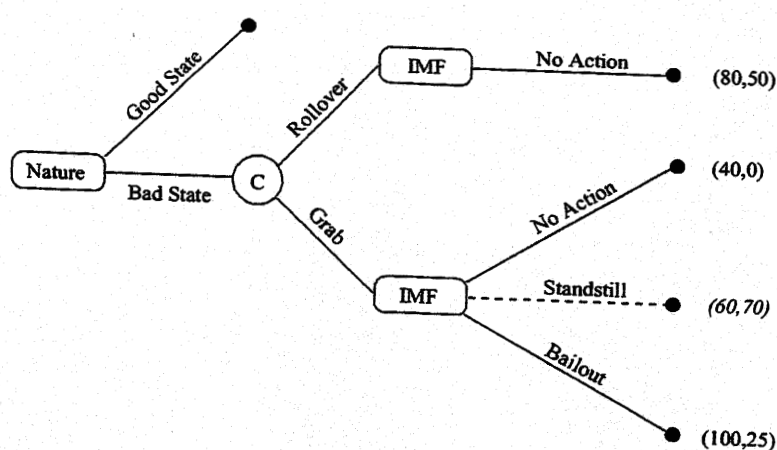
図表 2 出所) Miller and Zhang[1999]

下するので債権者には 80 の利得が、他方で IMF・債務国側には 50 の利得が生じる。この時、IMF は救済融資をする必要はなくなるので、(rollover, no action) と (rollover, bailout) の利得は同じである。IMF が bailout を選択した場合、投資家は債権を全額回収できるが (利得 100)、債務国には残り 30 の利得から、IMF のコンディショナリティーに伴うコスト 5 を引いた 25 が利得として残る。投資家・IMF がともに救済に乗り出さない場合、通貨危機は深刻となり、投資家も 40 しか債権を回収できない一方、債務国の利得は 0 となる。

図表 2 では、(rollover, no action) と (grab, bailout) がナッシュ均衡であるが、IMF・債務国側にとってより望ましいのは (rollover, no action) である。これを実現するには IMF が事前に no action を決め込んでいけばよいが、この戦略には信憑性がないため、実際には (grab, bailout) が実現する。図表 3 のゲームの樹において、投資家が grab を選択した場合、IMF は no action を選択するよりも bailout を選択したほうが、利得が大きくなっている。民間投資家が自発的に救済しない場合に、IMF もが救済措置を取らないことは、債務国にとって事後的な損失があまりにも大きくなりすぎるのである。投資家が事前にこのことを知っているな

らば、どんな場合も no action を選択するという IMF の戦略は信憑性を欠くため、(grab, bailout) のみがサブゲーム完全なナッシュ均衡となるのである。ここでは、「デフォルトした債務国を救済しない」という IMF の政策は、時間的整合性を持たない。

この問題を解決し、IMF の「脅し」が投資家に信頼されるためには、投資家がロールオーバーに応じない場合、IMF に破産裁判所のように standstill を実行できるような権限を与えればよい。図表 3 の破線で示されるように、この場合、投資家は債務削減に応じなければならないので利得 60 となり、70 の利得が IMF・債務国側に残される。この (grab, standstill) は、IMF・債務国にとって (grab, bailout) よりも優越する戦略なので、時間的不整合性の問題は解決される。rollover を選択しなければ standstill 下での負担分担に応じなければならないことを分かっている投資家は、最初から rollover を選択することになる (利得 80 > 利得 60) からである。IMF に破産裁判所のような強い権限を付与することによって、非効率な結果 (grab, bailout) になる可能性の強いソブリンデフォルト危機を、PSI によるより効率的な解決 (rollover, no action) へとシフトさせることができる。これが、ソブリン



The strategic case for a payments standstill.

図表 3 出所) Miller and Zhang[1999]

債務再構築の手続きをルール化しておくことが必要な理由である。

Miller and Zhang[1999]は同時に、IMFの事後的な救済融資が、投資家・債務国双方のモラルハザードを引き起こすジレンマを分析している（以下図表4参照）。デフォルトが懸念される債務国が発行したソブリン債の額面価値を D 、その利回りを γ とする。現在の支払能力（対外流動性）を X とし、グラフの横軸は $x = X/D$ 、すなわち債務額に対する支払い能力を表す。また μ は債務国の支払能力の成長率（1期間当たりの X の増加率）である。 $X \geq \gamma D$ すなわち $x \geq \gamma$ ならば流動性は確保されているが、 $x < \gamma$ ならば流動性不足に陥る。ただし債務が増加する速度よりも、支払能力が増大する速度のほうが大きいと同値である限り、債務残高を維持したままのロールオーバーが可能である。すなわち $\gamma - \mu \leq x \leq \gamma$ においては、債券の額面価値は維持され、支払能力は残される（図表4のOSF）⁴。OEが事前的な支払い能力制約線である。ただし縦軸 $b = B/D$ は債券の額面価値に対する市場価格を表す（BB曲線が市場価格を示す）。

90年代後半の通貨危機を受けて、IMFの国際金

⁴ 厳密には、 X の値は幾何ブラウン運動に従うと仮定される。

$$dX/X = \mu dt + \sigma dw$$

σdw は確率的に変動するウィーナー過程を表すが、ここでは単純化のため（と言うか分からなかった）、 $\sigma = 0$ とし、

$$dX/X = \mu dt \quad (\text{III-1})$$

また、 $x < \gamma$ において、

$$dD/dt = \gamma D - X \quad (\text{III-2})$$

この両辺を D で割って

$$dD/D = (\gamma - x)dt \quad (\text{III-3})$$

ここで

$$d\chi/\chi = dX/X - dD/D \quad (\text{III-4})$$

(III-1) (III-3) (III-4) より、

$$d\chi/\chi = (\mu - \gamma + x)dt \quad (\text{III-5})$$

債務が増大する速度以上に支払能力の成長率が増加するためには、

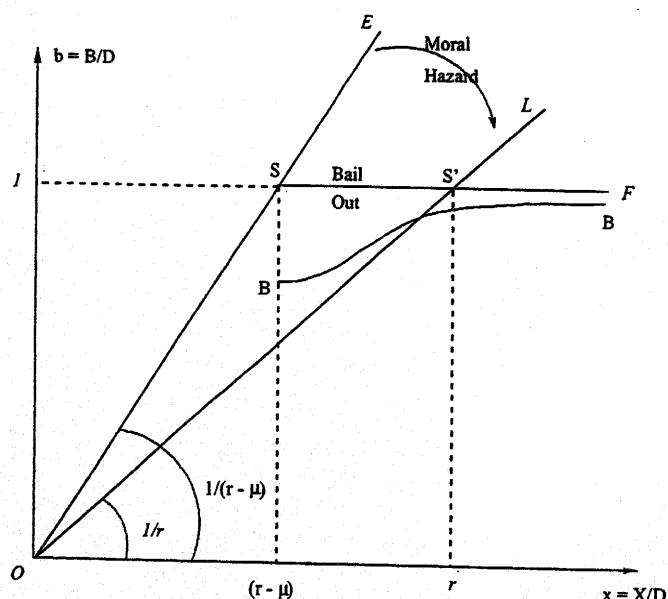
$$d\chi/\chi \geq 0$$

すなわち、 $\mu - \gamma + x \geq 0$

よって、 $\gamma - \mu \leq x \leq \gamma$ においては、債券の額面価値は維持される。

融における最後の貸し手（LLR）としての機能が見直されているが、古典的なバジョット・ルールによると LLR とは、金融システムを維持するために、支払い能力はあるが流動性が不足する赤字主体に対して、高金利で無制限の短期融資を速やかに実行することである。これまで IMF が LLR の機能を十分果たしてきたとは言えないが、その代わりに、IMF は債務国に緊縮財政や対外準備に数値目標を設けるなどのコンディショナリティーを課すことによって、債務国の支払能力を高めようと試みてきた。このモデルにおいては、 μ を上昇させることで、債務支払能力を十分高く維持しようとの狙いで、コンディショナリティーが課されることになる。これによって、支払能力 X が $(\gamma - \mu)D$ よりも大きくなる、つまり $x \geq \gamma - \mu$ となるので、債務国は債務残高を維持したままロールオーバーによって債務を履行できる（図中 SF）。

しかし、債券の市場価格（図中 BB）に影響されずにロールオーバーを続けることが可能となると、モラルハザードが生じる。本来ならば、債務国が μ を上昇させ、来期の返済能力 x を高めるために追加



Bail outs and moral hazard.

図表4 出所) Miller and Zhang[1999]

的な努力を払うことになるが、IMF の救済が確実に期待できるならば、その必要がなくなる。民間投資家も適切なモニタリングを行うインセンティブを失う。その結果、例えば $\mu = 0$ となると、支払い能力制約線 OE は事後的には OL へシフトし、SF と $\chi = \gamma$ となる S' において SF と交差する。ここで債務国は、 $\chi < \gamma$ において流動性不足だけでなく、支払い能力不足（これまでは $\chi < \gamma - \mu$ においてであった）も同時に起こり始めるようになる。こうなると、支払い能力はあるが流動性不足に陥った債務国に対してなされるべき IMF 緊急融資の性格は、事後的に異なったものとなってしまふ。これが、IMF が LLR の機能を果たそうとする際のジレンマである。救済しなければ、債務国は投資家のパニックによって深刻な流動性不足に陥るが、逆に救済すれば、投資家・債務国双方にモラルハザードを起し緊急融資は LLR でなくなってしまうのである。

この結果が示唆することは、流動性危機と支払い能力危機の両者を、時間整合的に区別することが困難である以上、IMF が LLR 機能を果たすことには限界があり、むしろ債務再構築を手がける破産裁判所のような機能を果たすほうが適切であるということである。IMF に債務支払いの一時停止（standstill）の権限を与えて、民間負担によってソブリン債務の再構築を促すという Miller and Zhang[1999]や Eichengreen[2000]の構想は、クルーガー提案の SDRM に近いものである。IMF による公的資金を使った救済（bailout）が期待できなくなることで、時間的不整合性の問題と貸し手のモラルハザードが回避され、より効率的な解決が実現できるだろう。

以上、ソブリン危機の解決の手続きを、裁量的なものから事前のルールに基づくものへと変えるべきであることを述べてきた。その根拠となるポイントは、以下のようにまとめられる。①ソブリン債務のデフォルトが不可避となった時点での集団行動問題を抑制できる⁵。②PSI による民間負担を事前

に取り決めるので、公的資金が節約できる。③債務の再構築が義務付けられるので、投資家のパニックによる通貨危機が起こる可能性を低め、危機解決のコストが低下する。④投資家が救済を期待して過剰なリスクを取るモラルハザードを減少させる。⑤新興国への資金供給のますます多くが債券の形態を取るようになり、世界中に分散する多様な投資家に、自発的に債務再構築を担わせるのは非現実的となった。

このように、ルール・ベースの危機解決手続きが望ましいことの根拠は十分であると思われるが、どのようなルールが適当かということに関しては、前節で述べたように見解が分かれている。選択肢としては、債券に CAC を挿入する方法と、IMF の権限で standstill を行う SDRM 方式の、大きく 2 つの方法が考えられる。上記の①②④⑤は CAC によってもカバーできると思われるが、③のように、流動性危機が投資家のパニックを引き起こしかねない状況に対しては、為替管理や資本取引規制をも含む SDRM のほうが効果的かもしれない。しかし、IMF の権限強化につながる SDRM については、メルツァー[2002]が「私は、なぜ債権者、債務者、市場に任す代わりに、IMF が債務不履行を決定すべきなのかわからない。」と述べるように、批判的な意見が多い。彼は、Taylor[2002]が提案する CAC の活用を支持し、これから発行される新興国のソブリン債に CAC を組み込むこと、また既発のソブリン債を借り換えたり、契約を書き換えたりすることを奨励する。一旦 CAC が挿入されると、IMF は断固として救済を行わない政策（non bailout policy）を繰り返し表明することが重要であるとも指摘している。

しかし、新興国が自国のソブリン債に CAC を挿

Elliott Associates の例がある。Elliott 社は 97 年、2070 万ドルのペルー政府保証付き融資を、二次市場で 1100 万ドルで購入。ペルー政府は 95 年に大多数の債権者とソブリン債務のブレイディ・ボンドへの転換について合意していたが、Elliott 社はこれを拒否、ニューヨーク地裁にペルー政府を相手取って債務全額の支払いを求める訴訟を起こし、同地裁から支払い命令と在米資産差し押さえ命令を取得するなどした。

⁵ Krueger[2001]でも言及されている集団行動問題の典型例として、「ハゲタカファンド」の一つ

入するインセンティブがないことが問題である。Taylor[2002]は、CAC を広げるために導入国に対して、公的融資で優遇策をとるなどの促進案を提案している。とはいえ、新興国は IMF の救済が期待できない債券を発行すると、価格が下落して資金調達コストが上昇することを懸念している。以下では CAC の挿入がソブリン債の価格に与える影響について、Dixon and Wall[2002]をもとに考察する。

IV CAC がソブリン債券の価格に与える影響

Dixon and Wall[2000]は、CAC の挿入がもたらしうるコストおよび考えられうるデメリットについて、4 点指摘している。第一に、債務国の政府関係機関が債券を買い上げ、債務再構築のプロセスを歪めること。第二に、債務再構築が容易になることで、債務国が債務を返済する意思が弱まり、デフォルトの誘因が高まるので債券価格が低下する可能性があること。第三に、債権者会議が債務のリストラ案に反対すること。第四に、CAC は新規に発行された債券に挿入されるので、CAC の付かない既発債と二層の債券市場が形成されること。一点目については、債務国の関係機関が債権者会議へ出席するのを制限することによって、四点目の移行期の問題については、たとえばメルツァー[2002]が述べるように、IMF が CAC を公的融資を受けるための必要条件にして、債務国に既発債を借り換える努力をさせることによって、それぞれ問題を緩和できる。三点目については、債券保有者から債権者会議の開催前に十分な数の委任状を集めておくことで、CAC を発動して債券スワップを成功させた 2000 年のウクライナの例が示すように、市場との対話を怠らなければ、大多数の債権者にとって債務の再構築は受け入れられるものであると考えられる。

ここでは、二点目の CAC 挿入が債券価格にマイナスの影響を及ぼし、新興国の資金調達コストを上昇させる可能性について検討する。リスク中立的な投資家を仮定し、ゼロクーポンの割引債を考える。信用リスクのあるソブリン債券の利回り y は、安全債券（例えば米国財務省証券、利子率 r ）と期待収

益が等しくなるとすると、

$$E(R) = (1+r) = (1-\pi)(1+y) + \pi \delta (1+y)$$

より、

$$y = (r + \pi(1-\delta)) / (1-\pi(1-\delta)) \quad (IV-1)$$

ただし、 π は債券のデフォルト確率、 δ はデフォルト時に、額面価値に比してどれだけ債権を回収できるかという（期待）回収率を表す。

また、ソブリン債券の価格（CAC なし） p^*_1 は

$$p^*_1 = p(1-\pi) + p\pi\delta \quad (IV-2)$$

となる。ただし p は安全債券の価格。一方、CAC が挿入されると、デフォルト確率が $\pi + \Delta\pi$ に増大し、また債務再構築が容易になるため回収率も $\delta + \Delta\delta$ に上昇するので、CAC 付きのソブリン債の価格 p^*_2 は、

$$\begin{aligned} p^*_2 &= p(1-\pi-\Delta\pi) + p(\pi+\Delta\pi)(\delta+\Delta\delta) \\ &= p^*_1 + p(\pi\Delta\delta - \Delta\pi(1-\delta) + \Delta\pi\Delta\delta) \end{aligned} \quad (IV-3)$$

ここで、 $\Delta\pi\Delta\delta$ が十分小さいと仮定するならば、CAC 挿入がソブリン債の価格に良い影響を与える、すなわち $p^*_2 > p^*_1$ となるための必要十分条件は、(IV-2) (IV-3) より、

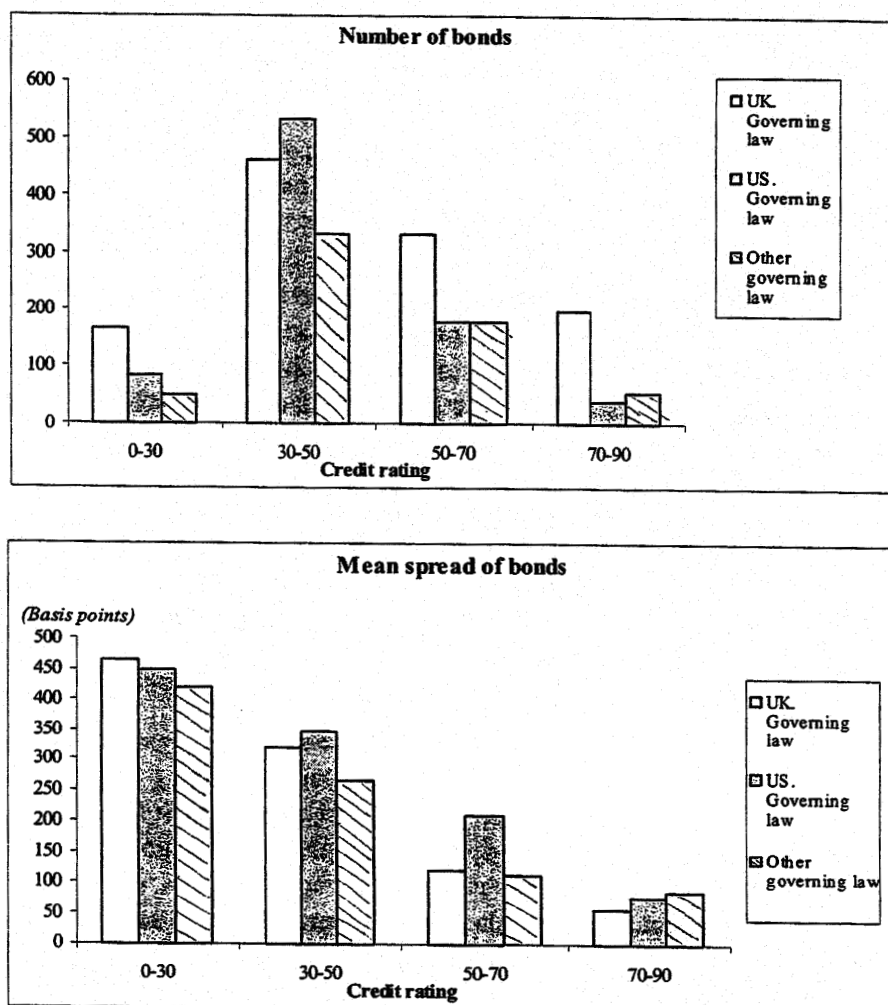
$$\Delta\pi/\pi < \Delta\delta/(1-\delta) \quad (IV-4)$$

つまり、CAC 挿入によるデフォルト確率の上昇率が、デフォルト時の期待回収率の増分（をデフォルト時の損失率で割り引いたもの）よりも小さくなければならない。

この分析からも分かるように、CAC が債券価格に与える影響は不確実であり、債権価格は CAC の有無以外にも多くの要因に左右されるので実証も困難である。Dixon and Wall[2000]では、第一次接近として、同一国が同一通貨・同一償還期間で発行した債券が、英国法かニューヨーク州法のどちらに準拠して起債されたかによって、債券の利回りがどの程度異なるかを調べている。英国法に準拠して起債された債券には、伝統的に債権者会議に関する規定と多数決行動条項が含まれるため、CAC とほぼ同じ効果を持つと考えられるが、他方で NY 州法準拠の債券ではこのような規定がないからである。6

Bond issuance by credit rating category

図表 5 出所) Eichengreen and Mody[1999]



ヶ国の新興国⁶の、英国法と NY 州法に準拠して発行されたソブリン債について、97 年から 00 年までの期間の利回り格差を調べたが、準拠法の選択が利回りに規則的な影響を与えたという結論は得られなかった。つまり、CAC はソブリン債券の価格にほとんど影響を与えないということである。

他方で、91 年から 98 年までに新興国によって発行された 2619 種類のソブリン債について分析した Eichengreen and Mody[1999]の実証からは、異なる結論が導かれる。ここでは債務国の信用格付けの

違いによって、CAC が債券価格に与える影響が異なってくることが示される（図表 5 参照）。投資適格債（図表中の「Credit rating50-70」以上、ムーディーズの場合 Baa、スタンダード・アンド・プアーズ社の場合 BBB に相当）の場合は、平均スプレッド（安全債券との利回り格差）が、CAC 付き（英国法準拠）の方が、CAC なし（NY 法準拠）よりも低くなっており、CAC 挿入が平均スプレッドを 50 ベーシス・ポイント（1 b.p.は 0.01%）押し下げる効果を持ったと推計している。一方、最も低格付けのソブリン債は、CAC の挿入で 150 ベーシス・ポイント上昇させる効果を持ったと推計している。つ

⁶ 中国、ハンガリー、レバノン、フィリピン、ポーランド、トルコの 6 ヶ国。

まり、信用力のある国のソブリン債は CAC が債券価格にプラスの影響を与え、逆に信用力のない国のソブリン債は CAC が債券価格にマイナスの影響を与えることになる。(IV-4) 式に結びつけて考えるならば、信用格付けの高いソブリン債の場合は、CAC によって円滑な債務再構築でデフォルト時回収率を上昇させる効果のほうが強く作用するが、一方信用格付けの低いソブリン債の場合は、CAC によって借り手のモラルハザードによるデフォルト確率を上昇させる効果のほうが強く作用する。信用力の高い新興国は、国際資本市場との結びつきが強固かつ恒常的なので、いったんデフォルトを起こして国際資本市場からの制裁的な締め出しを受けることは、あまりにコストが大きい。そのため CAC が挿入されて債務再構築が容易になったからといって、規律を低下させてデフォルトを行おうとするインセンティブが働きにくく、結果としてデフォルト確率はほとんど上昇しないのである。信用力の低い国はこれと逆であるが、国際資本市場へのコミットが強くなればなるほど、デフォルトコストが上昇するので規律が高まり、デフォルトを起こす確率は低くなっていくと考えられる。

V おわりに

本稿では、II でクルーガー提案の概要を検討した後、III では、債務危機の原因および非効率な危機解決プロセスについて、その原因を主に貸し手のモラルハザードに求めたうえで、事前に危機解決の手続きをルールにしておくことによって原因を取り除き、問題を緩和しうることを論じた。しかし、SDRM なり CAC なりルールを設けさえすれば、債権者・債務国双方にとって利益になるのかと言えば必ずしもそうではなく、IV で検討したように、債務再構築をルール化することで債券価格が下落し、新興国にとっては資金調達コストが上昇する可能性もある。あるいは借り手のモラルハザードを助長して、債務危機の解決策が債務危機の新たな原因になるという皮肉な状況が起きかねないことも明らかとなった。債務危機の原因は貸し手側だけでなく、借

り手側にもあるので、後者を重視するならば、債務再構築のルール化はほとんど積極的な意味を持たないことになる。

しかし仮に危機の原因が全て債務国側にあったとしても、集団行動問題を起こさないような効率的な解決手続きは、投資家にとってメリットとなるだろう。また IMF や先進各国による救済を期待する貸し手のモラルハザードは、その存在が必ずしも実証されていないという指摘はあるが、十分に起こりうる問題である。適切なリスク審査や債務国へのモニタリング活動も含め、危機解決・危機予防のコストを民間が負担するという方向性は妥当であると思われる。

債務国側から評価すると、信用格付けの高い新興国にとっては、ルール化によってソブリン債券の価格が上がるかわからない可能性が高く、かつ仮に偶発的な流動性不足に陥るなどしてデフォルト危機に直面しても、効率的な解決が期待できるので、メリットは大きいだろう。しかし信用格付けの低い新興国にとっては、デフォルト誘因が高まる（あるいは市場にそう受け止められる）ため債券価格は下落してしまうというデメリットがあるため、迅速な危機の解決というメリットを十分享受できないかもしれない。借り手のモラルハザードによってデフォルト誘因が高まるというのは、債務国が、債務返済能力があるにもかかわらず返済意思をもたなくなるということである。そこで最後に、河合[1994]を手がかりに、自発的なソブリンデフォルトを考察する。

小国経済の 1 財・2 期間モデルを考える。この国の政府は、異時点間の効用最大化を目的に、各期の消費、投資、生産、対外借入れを決定する。（ただしここでは単純化のため投資と生産は無視する。）この国がデフォルトを選択した場合、対外資産の差し押さえや国際資本市場からの制裁的な貸出し金利などによってコスト Z が生じる。まず、債権者と債務国が、デフォルトコスト Z に関して、確実な知識を共有する、情報の対称性を仮定する。政府は第 1 期に対外借入れを行い、第 2 期に債務返済を行う

かどうかを決定する。債権者は、債務国政府の行動を考慮に入れた上で第1期にどのような条件で投資あるいは融資するかを決定する。債務国政府の最適化問題は、以下のように表すことができる。

$$\text{Max } u(C_1) + (1/(1+\rho))u(C_2) \quad (V-1)$$

$$\text{s.t. } Y_1 + D = C_1 \quad (V-2)$$

$$Y_2 = C_2 + (1+r)D \quad \text{if } (1+r)D \leq Z \quad (V-3)$$

$$Y_2 = C_2 + Z \quad \text{if } (1+r)D > Z$$

ただし、 C_t は第 t 期の消費、 Y_t は第 t 期の賦存産出量（GDP、外生変数）、 D は第1期の対外借入量、 Z は第2期に債務返済を拒否する場合のコスト、 ρ は債務国政府の時間選好率、 r は債務の利子率（あるいは債券の利回り）である。デフォルトコストが相対的に高く $(1+r)D \leq Z$ であれば返済を実行し、デフォルトコストが相対的に低く $(1+r)D > Z$ であれば返済を拒否する。

返済を行う場合の最適化問題の一階の条件は、 $(1/(1+\rho))(u'(C_1)/u'(C_2)) = 1+r$ (V-4)であり、(V-4)式の下では、利子率 r が上昇すると、 C_1 が減少し C_2 が増加する。それは第1期における対外借入量が減少することを意味するので、借入需要 D は利子率の減少関数として右下がりの曲線となる（図表6の BB' ）。債務国が返済を行うための条件 $D \leq Z/(1+r)$ は、右下がりの双曲線上（図表6の PP' 、これを返済臨界曲線と呼ぶ）ならびにその下方領域（図表6の斜線部分）である。従って、債務国が債務を履行する場合の需要曲線は PP' 曲線上がその下方にある部分だけである。債務国が債務返済を拒否する場合（ $D > Z/(1+r)$ のケース）には、い

7 ラグランジェ関数が

$$L = u(C_1) + (1/(1+\rho))u(C_2) + \lambda [Y_2 - C_2 - (1+r)(C_1 - Y_1)]$$

で（ただし右辺第3項の $[\]$ 内は制約条件(V-2)(V-3)より D を消去したもの）、 $C_1 \cdot C_2$ でそれぞれ偏微分して0とおくと、

$$L_{C_1} = u'(C_1) - \lambda(1+r) = 0$$

$$L_{C_2} = (1/(1+\rho))u'(C_2) - \lambda = 0$$

この2式を辺々除して

$$(1/(1+\rho))(u'(C_1)/u'(C_2)) = 1+r$$

となる。

かなる利子率の下でも借入需要が無限大となるため、 PP' の上方に位置する需要曲線は意味を持たない。

従って、投資家は貸付けに $Z/(1+r)$ の上限を設け、それ以上の貸付けは行わないようにするだろう。投資家はリスク中立的かつ競争的であることから、国際資金貸付け市場における競争の結果、利潤がゼロにまで押し下げられていると仮定する。よって債務が返済される限り、利子率 r は一定で、安全利子率 i と一致する。市場での均衡点を考える上で問題となるのが、返済臨界曲線 PP' の位置である。これは債務国にとって Z がどのくらい大きいか依存する。いま、2つのタイプの債務国政府—デフォルトコスト Z が高い「優良国」（ $Z=Z_2$ ）と、デフォルトコスト Z が低い「不良国」（ $Z=Z_1$ ）を仮定し、それぞれの返済臨界曲線を $P_2P'_2$ 、 $P_1P'_1$ とする。対称情報を仮定しているので、投資家は Z の値および返済臨界曲線の形状を正確に知っている。図表7にあるように、優良国に対する供給曲線は VT_2 で与えられ、不良国に対する供給曲線は VT_1 で与えられる。優良国の場合、需要曲線 BB' と供給曲線が交わる点 E で均衡が達成され、それに対応する貸付け額が決定されてパレート最適が実現する。しかし不良国の場合は、点 T_1 において $Z_1/(1+r)$ だけの貸付けしか受けられない。

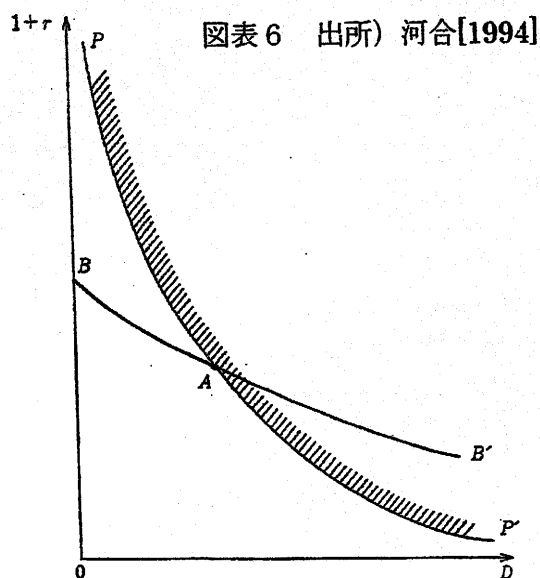
次に、貸し手と借り手の間に情報の非対称性がある場合を考える。債務国は自らのデフォルトコスト Z を知っているが、投資家は債務国が優良な貸し手か不良な貸し手が識別できない。ここでは債務国がデフォルトを選択した場合、投資家は債務国が失うコストの全額 Z を回収できると仮定する。またここでも投資家はリスク中立的かつ競争的であるとすると、ゼロ期待利潤の条件は、

$$E((1+r)D \mid D \leq Z/(1+r)) + E(Z \mid D > Z/(1+r)) = (1+i)D \quad (V-5)$$

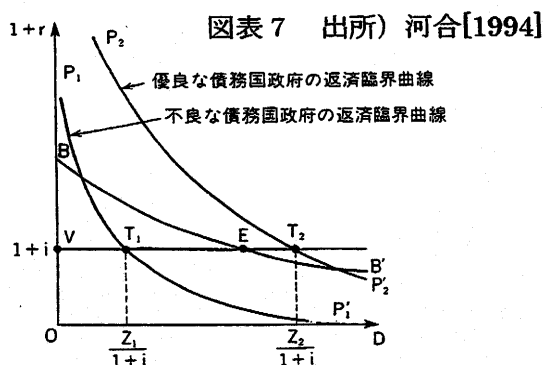
となる。 Z は上限と下限を持つ確率変数（ $Z^* \leq Z \leq Z^{\#}$ ）であり、投資家は $f(Z)$ の確率密度関数を持つものとする。

(i) $D \leq Z^*/(1+r)$ の場合

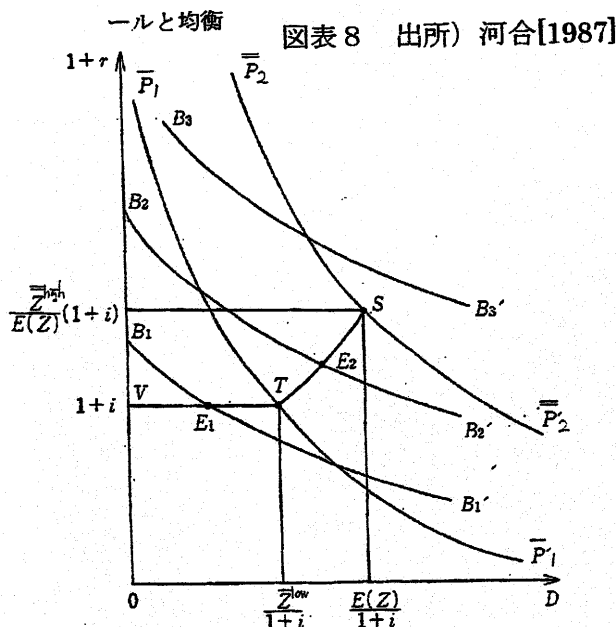
このケースでは、どの債務国にとってもデフォル



対称情報下の均衡



非対称情報下での供給・需要スケジュー



トコストが十分高いため、必ず債務を返済する。従って $D > Z/(1+r)$ となる確率はゼロとなり、(V-5)式から $r=i$ となる。これは図表 8 の直線 VT に相当する。

(ii) $Z^L/(1+r) < D$ の場合

このケースでは、債務返済額が大きくデフォルトコストが相対的に小さいため、全ての債務国が支払いを拒否する。 $D > Z/(1+r)$ となる確率は 1 であり、(V-5)式から $D = E(Z)/(1+i)$ を得る。これが投資家の期待利潤ゼロの条件下で債務国が返済しうる最大の価値額であり、この額を超えては必ずデフォルトとなる。

(iii) $Z^H/(1+r) < Z \leq Z^L/(1+r)$ の場合

このケースでは、優良国は債務を履行するが、不良国は債務返済を拒否する。このとき(V-5)式は、 $(1+r)D \int_{Z^H}^{Z^L} f(Z)dZ + Z \int_{Z^L}^{Z^H} f(Z)dZ = (1+i)D$ となる。これを $1+r$ と D に関して全微分することにより、

$$d(1+r)/dD = (1+i-p(1+r)) / pD > 0$$

ただし、 p は債務国が債務を返済する確率 ($p = \int_{Z^H}^{Z^L} f(Z)dZ$) である。不等号の向きから、この時貸付けの供給曲線は右上がりとなることが分かる(図表 8 の TS の部分)。

以上(i)(ii)(iii)を整理すると、図表 8 の供給曲線 VTS が得られる。図表には 3 種類の需要曲線が示されている。まず、需要曲線が B_1, B_1' で与えられるときは、不良な債務国であっても債務返済義務を果たす(返済臨界曲線 P_1, P_1' の下方に位置)ので、均衡点 E_1 でパレート最適が達成される。次に需要関数が B_2, B_2' のときは、優良国であっても S 点を選択し、デフォルトしようとする誘因を持つ(返済臨界曲線 P_2, P_2' 上に位置する)。最後に、需要曲線が B_3, B_3' のときは、供給曲線と TS の部分で交わるが、交点 E_2 で利子率と均衡貸付額が決定されるとは限らない。不良な債務国は S 点で最大限の貸付けを受けて、デフォルトしようとする誘因に駆られる。債務国の質が低下すればするほど、高金利でも多くの貸出しを受けようとするインセンティブが存在することによって、金利を高くすればより不良な借り手が貸出しを求めるという逆選択の問題が発生

する。そうすると、優良国と不良国を識別できない投資家は、利子率 $1+i$ で $Z^*/1+i$ だけの貸出ししか行わなくなる可能性がある。そうすると、最適量の貸出しを受けられない優良国も不利益を蒙ることになる。

以上の分析は、商業銀行によるソブリン・ローンを対象としたものであるが、ソブリン債務の形態が債券の場合にも、債務国が支払能力の有無に関わらず自発的にデフォルトを選択する可能性は残されている。解決の方向性としては、ひとつは、投資家がリスクに応じた適切な価格付けをすることで、債権者・債務者の双方に規律を働かせることが考えられる。危機解決に民間投資家を巻き込む (bail-in) 形で債務再構築をルール化することも、この方向に沿うものであると思われる。もうひとつは、債務国にとって、債務返済コストに比したデフォルトコストが上昇することである。IVでも示唆されたように、新興国が国際資本市場へのコミットメントを強くするほど、デフォルトコストは上昇する。そのためには、債務国の経済成長の促進、先進経済圏との相互依存の緊密化、自由な国際資本移動からより高い経済厚生を享受すること、といったこれまでも支持されてきた方策が、今後も有効であると考えられる。とはいえ、国内銀行部門が脆弱なままでの性急な資本勘定取引の自由化がアジア通貨危機の遠因となったことから、より秩序ある自由化戦略が求められよう。

危機を予防しようとする方向での国際金融アーキテクチャーの改良は当然重要だが、それにも関わらず今後も危機は起きるであろうことを前提に、危機が起きた場合の解決策を考えることも同じく重要であろう。カレンシー・ボード制は、アジア通貨危機の際には頑健な為替相場制度と考えられていたが、最近のアルゼンチンの経験では、ソブリンデフォルト危機に耐え切れず、変動相場制への移行を余儀なくされた。Krueger[2001]は、SDRM 構想はアルゼンチンへの適用を念頭においたものではないと述べているが、債務再構築のルールがすでにできていれば、01年12月の対外ソブリン債務支払の

一時停止・事実上のデフォルト宣言以降、現在まで続いているアルゼンチンの経済的混乱はもう少し和らいでいたかもしれない。また、アルゼンチンのソブリン債はわが国の地方公共団体や年金運用基金も購入しており、身近な問題として、昨年大きく報道されたことも記憶に新しい。

デフォルトを助長するという形で事前の効率性が犠牲になるのを最小限に抑えつつ、迅速で透明性を持った解決手続きによって事後の効率性を高めるような、ソブリン債務再構築に係るルールの策定は、債権者・債務国双方の利益になる。SDRM と CAC のどちらがより望ましいのか一概には言えないし、それらがあらゆる国際金融危機の解決に効果を持つわけでもない。しかし地道な改善努力が、危機のコストを軽減させ、国際金融システムを頑健なものにするとと言えるならば、本稿で分析してきたルールの実現も、システムの強化に寄与するものであると言えるだろう。

参考文献

- 吾郷健二 [2001] 「国際金融アーキテクチャーをめぐる議論」『西南学院大学経済学論集』第 36 巻 2 号
- 浅見唯弘 [2002] 「政府債務問題への新たな対応について」外国為替貿易研究会『国際金融』1079 号
- 小野有人 [2002] 「国際金融危機における『民間セクター関与』」『富士総研論集』2002 年 4 月号
- 河合正弘 [1987] 「国際的商業銀行貸付と累積債務国問題」財政金融研究所『フィナンシャルレビュー』1987 年 10 月号
- 河合正弘 [1994] 『国際金融論』東京大学出版会
- 孕石健次 [2002] 「新興市場国債券の債務不履行、債務再編を巡る問題」外国為替貿易研究会『国際金融』1086 号
- メルツァー、アラン [2002] 「新しい国際金融制度」日本銀行金融研究所『金融研究』2002 年 12 月号

- Dixon,Liz and David Wall [2000] "Collective Action Problems and Collective Action Clauses " Bank of England, Financial Stability Review - Issue 8
- Eichengreen,Barry and Ashoka Mody [1999] "Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?" NBER Working Paper #7458
- Eichengreen,Barry [2000] "Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts Can be Reduced?" Geneva Report on the World Economy Special Report 1, CEPR
- Eichengreen,Barry and Christof Ruhl [2000] "The Bail-in Problem: Systematic Goals, Ad Hoc Means." Economic Systems 25(1)
- Krueger,Anne [2001] "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring" Given at the National Economists' Club Annual Members' Dinner, Washington, D.C.
- Krueger,Anne [2003] "Sovereign Debt Restructuring: Messy or Messier?" Given at the Annual Meeting of the American Economic Association, Washington, D.C.
- Miller,Marcus and Lei Zhang [1999] "Sovereign Liquidity Crisis: The Strategic Case for a Payments Standstill" CSGR Working Paper Series
- Taylor,John [2002] "Sovereign Debt Restructuring: A U.S.Perspective" Speech at the Conference "Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards" IIE, Washington,DC