

国際金融市場における国家債務再編をめぐる課題

調査部 上席主任研究員 河村 小百合

目 次

1. 問題の所在
 - (1) はじめに
 - (2) 問題の所在—国家債務再編のための調整はなぜ困難なのか
2. 2000年代初めにおける検討の経緯
 - (1) IMFによる「国家債務再編メカニズム（SDRM）」検討の経緯
 - (2) SDRMの内容
 - (3) その結末と後年の展開への含意
3. 国家債務再編問題再検討の機運が高まった背景—近年の事例
 - (1) 2000年代入り後の事例の概観
 - (2) アルゼンチンのケース
 - (3) ギリシャのケース
 - (4) 欧州債務危機を受けての、EU各国によるCACs導入をめぐる対応
4. 国際資本市場協会（ICMA）における最近の検討状況
 - (1) ICMAにおける検討の流れ
 - (2) 2014年8月決定のモデル条項の内容と課題
 - (3) IMFによる対応
5. 国家債務がグローバルな観点で累積するもとの今後の課題

要 約

1. 欧州債務危機におけるギリシャの2度にわたる債務不履行（デフォルト）および、最近のアルゼンチンの債務調整をめぐるアメリカでの激しい法廷闘争の展開は、国際金融市場における官民双方のプレイヤーの認識を大きく変えることとなった。新興国のみならず、先進国も含め、「国家はデフォルトすることはない」という今までの認識は、もはや通用しない。逆に「国家がデフォルトすることもあり得る」ことを前提に、債務調整を行うための枠組みやルールをあらかじめ組み立てておくことが、万が一の際の調整交渉を円滑に進展させることにつながる。そして、そのような認識を前提とする金融規制や取引の環境をあらかじめ整えておくことが、将来の危機の再発防止につながる、と考えられている。
2. こうした認識に基づき、2013年頃から、ICMA（国際資本市場協会）を舞台に、民間プレイヤーが主な担い手となる形での国家債務再編プロセスの枠組みの確立に向けての検討が、世界の400を超える主要な民間金融機関や各国当局が参加する形で進められてきた。その背景には、アメリカの連邦財務省やIMFによる強い働きかけもあった。これは、①2000年代初期に、IMF中心に同様の問題意識に基づく検討が進められた際、独立機関を新たに国際金融界に設立する形での解決策には、各国当局や市場関係者からの幅広い支持は得られなかったという経験があること、および、②近年のギリシャ危機等の経験を通じ、国家債務再編は民間部門が一定の負担を甘受することなしに、各国や国際機関等のいわゆる「公的資金」のみでは、もはや成り立たない状況にあるとの認識が国際金融界の官民双方で共有されるに至ったことを背景としている。
3. そして2014年8月には、ICMAによる検討の成果として、民間プレイヤー主体で、問題国の国家債務再編の調整の合意が円滑に形成されるようにすべく、集団行動条項（CACs）を各国で導入する際のひな型となり得るモデル条項が策定された。これは、国際的な債券（ボンド）として国債が発行された場合、それは元来、転々流通する筋合いのものであるため、債権者が世界中に分散し、またその特性も多様であるために、債務調整に関する「全会一致」の合意形成は事実上困難であることに鑑み、より現実的な意思決定に有効性を持たせようとするものである。CACsとは、債権者の間であらかじめ定めた一定のライン（例えば全債権者の75%以上等）を超えた多数決の形で、債務再編の条件に関する合意を形成できれば、その合意に反対した少数債権者に対してもその合意の効力を及ぼせるようにする、というものである。従来各国債の発行に際しても、このCACsの条項が契約に盛り込まれていたケースは存在したものの、その意思決定のための必要条件が統一的に形成されていなかったり、また、債券の各銘柄ごとに債権者の同意を得る必要があったため、これまで、十分な活用は進んでいない状況にあった。今回のICMAによる「モデル条項」の策定によって、そうした点が克服される枠組みが提示されたことの意義は大きい。
4. 今回のICMAによる取り組みが、今後のあり得べき国家債務再編の事例に対してどの程度の影響を及ぼし得るかは、このCACsのモデル条項を、今後各国政府がどの程度、自国の国債に適用していくことができるかにかかっている面があることは否めない。しかしながら、現段階において、新たな国

家の信用秩序の構築に向けて、重要な一里塚が形成されたものと評価できよう。

5. わが国としても、世界的な危機を経て、国家の信用リスクに関する国際金融界の認識がこのように大きく転換しつつあり、「国家が破たんすることもあり得る」という前提のもとに、新たな信用秩序が組み立てられようとしていること、それを通じてさらなる危機の再来の回避が企図されていることを十分に認識しつつ、健全な政策運営に努めていくことが求められているといえよう。

1. 問題の所在

(1) はじめに

2009年以降の欧州債務危機においては、ユーロ圏加盟国であり、先進国の一角を占めていたギリシャの財政運営が、IMFやEU各国からの支援を受けてもなお行き詰まり、2012年中に2度にわたり、事実上の債務不履行（デフォルト）となる結果に至った。加えて欧州債務危機においては同国以外にも、債務不履行にまでは至らずとも、自力での財政運営継続が困難となった国が3カ国（アイルランド、ポルトガル、キプロス）に達する結果となった。

このような現実に対して、それまでの国際金融市場の状況をみると、少なくとも先進国に関しては、国家財政の破綻（デフォルト）はあり得ないことを明示的、ないしは暗黙の前提として、金融規制等を含むすべての秩序が組み立てられてきたといっても過言ではない。一国家の財政破綻に際して、誰が当事者となって、どのような考え方やルールのもと、どのような手続きを経て債務調整を進めるのか—こうした点に関する事前の明示的な取り決めもなく、コンセンサスも形成されていない状態で、関係各国はギリシャの債務調整に取り組まざるを得ない状況に追い込まれた。

またそれとほぼ同時期、新興国の債務調整に関しても、関係者による合意の形成に手間取り、ついには法廷闘争により紛争が深刻化した事例が出現した。2001年に財政破綻したアルゼンチンの債務調整のケースがそれである。

このような国家の債務調整に関する近年の経験は、国際金融市場における官民双方のプレイヤーの認識を大きく変えることとなった。新興国のみならず、先進国をも含めて考えると、「国家はデフォルトすることはない」というそれまでの認識は、今後はもはや通用しない。逆に「国家がデフォルトすることもあり得る」ことを前提に、債務調整のための枠組みやルールをあらかじめ組み立てておくことが、万が一の際の債務調整に関する交渉を円滑に進展させることにつながる。そしてそのような認識を前提とする金融規制や取引の環境をあらかじめ整えておくことによって、投資家等の民間プレイヤーの立場からすれば、各国家の信用力、換言すれば財政運営の持続可能性に関して、より鋭敏な感覚をもって評価することにつながる。そしてそれが、市場における健全な金利形成メカニズムの発揮を通じて、ひいては各国の財政運営の健全化に向けて規律付けを賦課することになり、将来的な危機の再来を未然に回避できるのではないかと考えられているのである。

このような問題意識が、国際金融市場における官民双方のプレイヤーに共有されたことから、2014年中には、国家債務再編プロセスの枠組みを確立するうえで、大きな進展がみられた。本稿においてはその動きを、従前からの取組やその伏線となった背景を含めて追いながら、国家債務がグローバルな観点で累積するもとのその意義や今後の課題を考えることとしたい。

(2) 問題の所在—国家債務再編のための調整はなぜ困難なのか

この問題への国際金融界の対応がどのように推移してきたのかを追う前に、まず、国家債務再編のための調整がなぜ困難を極めるのかについて、整理しておこう。

日本のように国債の大半を国内勢が保有するケースは国際金融市場においてはむしろ例外的なケースであり、多くの国の場合は、国債発行残高の一定の部分を外国の投資家等が保有している。そのような

国の財政運営がひとたび、行き詰まれば、当事国は外国勢（当局、民間金融機関等）との交渉を通じての債務調整を余儀なくされることになる。その具体的な解決策の方向性としては、①リスケジュールリング（債務の償還期限の繰り延べ）や②債権者（国債投資家）側の債権放棄等があり、実際にはこれらを組み合わせた形で、債務調整の計画が練られることが少なくない。すでに述べたように、①ギリシャにおいては2012年に2度にわたり債務不履行（デフォルト）が強行されたことや、②アルゼンチンの2001年の債務不履行（デフォルト）を受けて行なわれた2005年、および2010年の2度にわたる債務調整の諾否をめぐり、アルゼンチンの旧国債の発行準拠法であるアメリカ（発行準拠法は正確にはニューヨーク州法）において2011年以降、激しい法廷闘争が繰り広げられ、それを受けて市場も混乱を余儀なくされたことは、「外国勢を巻き込んで行う債務調整がいかに困難なものであるのか」を、国際金融市場における官民双方のプレイヤーに改めて認識させることとなった。

それはなぜか一国家の債務調整の場合、企業等の民間経済主体に関する債務調整を行うケースとは異なり、関係者による合意形成が難しい独特の要因も幾つか存在する。

まず第1に、債権者の属性が国境をまたぎ、多様であるため、最終的な解決策をまとめるうえでのコンセンサス形成が、特定の国の国内勢のみで行なう場合に比較して相当に困難であることが挙げられる。同じ金融機関といえども、銀行と保険会社等の機関投資家、ヘッジ・ファンド等の間では、先行きのリスクに関する考え方も異なるのが通常なのである。

次に、少なからぬケースで国家同士の主権が衝突せざるを得ない事態となっていることが挙げられる。ギリシャの債務調整のケースからも明らかになったように、一国の納税者利益が、他国向けの債権放棄（もしくは将来的な意味でのその高い蓋然性、注1）のために損なわれる、もしくは損なわれかねない事態も散見されている。民間金融機関が問題国向けの債権放棄を余儀なくされる場合、それが当該金融機関の経営を揺るがす事態となれば、金融システムの安定のために、公的資金（納税者資金）を投入しなくても当該金融機関の経営を継続させることが必要になる事態もあり得ることになる。このような形で表面化する国家同士の主権の衝突は、債務調整に関係する各国にとって、最終調整案を簡単には受け入れにくくする要因ともなり得る。

こうした点を打開すべく、国際金融界においてはかねてより、債務調整に関して「全会一致」の合意形成は事実上困難であることに鑑み、より現実的な「集団行動条項」(CACs : Collective Action Clauses) をあらかじめ債券発行の契約に盛り込み、万が一の場合には、それを発動することも視野に、債務調整に関する合意が円滑に形成されるように促す、という取り組みが行われてきた。このCACsとは、債権者の間で、あらかじめ定めた一定のライン（過半数、3分の2以上、もしくは75%以上等）を超えた多数決の形で、債務再編の条件に関する合意を形成できれば、その合意に反対した少数債権者に対しても、その合意の効力を及ぼせるようにするもので、要するに、いわゆる「ゴネ得」を排除することをあらかじめ定めておく、というものである。

しかしながら他方、少なくとも先進国間においては、債務調整を行ううえでの基本原則として「債権者平等の原則」(pari passu clauses) が存在する。これは、一経済主体の債務調整が行われるのに際しては、各債権者はそれぞれの債務者に対する債権の金額に比例する形で、残余財産からの弁済を平等に受けることが適当である、という考え方であり、各国の民法法を持ち出すまでもなく、ごく一般的な常

識にも合致するものであるといえよう。そのような状況のもとで、CACsのような取極めをあらかじめ債券発行の契約に盛り込むとすれば、この「債権者平等の原則」(pari passu clauses)が、部分的にせよ制約を受けることになる。アルゼンチンの債務調整に関する法廷闘争の泥沼化は、この両者の抵触がもっとも如実な形で表面化した例と捉えられる。国家の債務調整が本質的に困難なものである点を打開するために、かなり以前からCACsの活用が考えられながらも、なかなか実際には根づかなかった理由は、こうした点にあるといえよう。実際にCACsが首尾よく機能するようにするためには、上述のように、CACsと債権者平等原則という、相反する2方向からの要請が衝突する事態を、法的に、もしくは契約上、いかなるロジックの枠組みによって整然と解決するのか、関係者を納得させられるのか、という点が鍵となる。

このほか、国際金融市場がおかれたそもそもの法的環境を考えれば、①国家の債務調整を行ううえでの何らかの共通の基本ルールは未だ存在しないほか、実際の債務調整を円滑に進めるうえでの「中立的・客観的な調整機関」、言い換えれば、各国内においては裁判所が果たしている機能を有する機関も存在しない。これらの点も、国家の債務調整に関する合意形成を困難にしてきた要因であったと考えられる。

以上が、国家債務再編に関する問題の所在である。

(注1)当初は「一国から財政危機国に対する、将来的な資金の返済を前提とする財政支援」の形をとっていても、実際にはその返済が行われない結果に終わる可能性が包含されているということ。

2. 2000年代初めにおける検討の経緯

「国家債務再編」を円滑に進めるための枠組みの確立に向け、国際金融界全体のレベルで最初に行われたのは、2000年代初期における、IMFを中心とする取り組みである。この取り組みは、最終的には実現には至らなかったものの、その後の展開に対しては一定の含意を持つものとなった。ここでは当時の取組がどのようなものであったのかをみてみよう。

(1) IMFによる「国家債務再編メカニズム (SDRM)」検討の経緯

1990年代以降、新興国市場も含めた資本移動の自由化が実現したことを受け、新興国への資金流入が急増した。そのような状況を映じる形で、その後、アジア通貨危機(1997年～)やそれに続くロシア危機、アルゼンチン危機(2001年～)が発生した。

そうしたなか、1999年6月に開催されたケルン・サミットでは、各国当局の立場から、相次ぐ新興国の債務調整に際し、巨額の支援の形態での公的資金投入が民間債権者の過剰救済につながりかねないことが懸念された。当局のサイドとしては、公的資金投入の必要性を少しでも減殺するべく、債務調整における民間セクター関与(PSI: Private Sector Involvement)を強化することが望ましいと考えられるに至り、ケルン・サミットにおいては、新興市場国の債券発行に際し、あらかじめCACsを債券発行の契約に盛り込むべき、とすることが提案された。

これに対して、民間側は「賛成」のコンセンサスを形成するまでには至ることができなかった。その

背景の一つとしては、新興国向けの与信は、従前はローン（融資）が中心であり、1980年代の中南米の累積債務危機といった実際の債務調整においても、債券（ボンド）の規模はローン（融資）に比較して小さかったことがある。そのため、とりわけ公募債の形態で債券が発行されていた場合には、債務調整の対象外とされたことが多く、民間側には「債券はローンに比較して安全」との認識が広がっていた点も指摘されている（浅見 [2003]）。

しかしながら90年代入り後は、新興国側も債券形式での資金調達が増加していた。債券の場合は、転々流通することを前提とする金融商品であるがゆえ、債権者の数が限られることが多いローンのケースに比較して債権者の数が多く、いざ債務調整となった場合の合意形成は困難となりがちな傾向があった。そうした状況を打開するために、ケルン・サミットではCACsの導入が提唱されたわけである。

しかしながら、各国当局側からのそのような提案は、この時点では民間側の賛同を得るには至らず、2001年にはアルゼンチン危機が発生したことなどもあって、IMFが、秩序だった債務再編手続きを確立する必要性を訴え、その一案として「国家債務再編メカニズム」（SDRM : Sovereign Debt Restructuring Mechanism）が提唱されたのである。

(2) SDRMの内容

このような流れのなかで、2000年代入り後、IMFが提唱するSDRMを確立することができるかどうかを検討されるようになった。ただし、CACsによる解決アプローチについても、選択肢としては残り、二つのオプションが並行して検討されていた模様である。

SDRM構想の内容をやや具体的にみると、大枠としては、企業の再生を扱うアメリカの連邦破産法11章（いわゆるチャプター・イレブン）に類似する国際的な法的枠組みを構築することに加え、IMFからも独立した、一定の権限を有する独立の機関を新たに設ける。こうすることにより、新たな独立機関が国内において裁判所が果たしている機能をすべて担うことは困難としても、それに類似する機能を複数持たせ、国家債務の再編の交渉が秩序だった形で、かつ速やかに、また関係者にとって予見できる方法によって行い得るようにしようとするのが企図されていた。その独立した機関としては、国家債務紛争解決フォーラム（SDDRF : Sovereign Debt Disputes Resolution Mechanism）の設立が想定されていた。これは、債務調整のプランに関する債権者からの投票手続きを含む管理業務、調整の過程で生ずる紛争処理を担うほか、債務国の管轄外における裁判所による強制執行の停止勧告権限を有するものとされていた。このほか、債権者を代表するものとして、債権者委員会を設置することなども想定されていた。

他方、このようなSDRM構想に対しては、①そもそも主権国家の権限を制限することをいかに考え担保するか、②債務国のモラルハザードをいかに防ぐか、③国際的な資本フローにネガティブな影響を与える可能性はないか、といった「いくつかの基本的課題」のほか、④各国国内法の整備にも相当程度の時間がかかることが予想された。加えて、⑤債権者の間の差別化、分類化をいかに合理的にはかるのか、⑥CACsとの関連で国内債務をどう取り扱うか、⑦パリクラブのプロセスが機能している二国間公的債務はSDRMの対象から外すべきか、⑧訴訟、強制執行の一時的な停止はどこまで柔軟に認めるべきか、⑨債権者委員会が債権者を十分に代表しているといえるための基準は何か、⑩紛争解決フォーラム

(SDDRF) のパネルメンバーはいかに選定すべきか等、詰めるべき技術的論点が多数存在した、と浅川 [2011] は述べている (p.94)。

(3) その結末と後年の展開への含意

しかしながら、IMFが提唱したSDRM構想は、最終的には実現をみることはなかった。2003年4月のG7および国際通貨金融委員会において、SDRMの具体的な実施に向けて前進することは現実的でないと認識の下、その時点で議論は棚上げとされることとなった (浅川 [2011] p.94)。その背景には、民間側が、政府債務処理のための負担の転嫁が制度化されることを警戒して反対に回ったとみられることのほか、アメリカが、このような構想は関係する国家の主権制限につながりかねない側面もあることなどから、水面下で反対に回った、という事情があった模様である。

このように、IMFによるSDRM構想の提唱は、結果的には関係者が合意する成案に結びつくものではなかったにせよ、その後、民間セクターが国家債務再編のうで主導的役割を担えるようにするため、CACsを本格的に導入していくうえで、これに対しても当初は上述のように慎重であった民間側のスタンスを、その後変化させる触媒としての役割を果たす意味はあったものとみられている。すなわち、民間側としては、SDRMが創設され、IMFから独立した機関とはいえ、第三者から債務調整の着地点に干渉されるくらいであれば、CACsによる民間セクターを中心とする解決をめざす方が望ましい、という機運がその後形成されることにつながり、欧州債務危機等を経た近年におけるCACs本格導入のための検討に協力する動きが促進されたとみられている。

3. 国家債務再編問題再検討の機運が高まった背景—近年の事例

(1) 2000年代入り後の事例の概観

次にIMFによるSDRM構想がとん挫してから以降の、新興国、先進国を含めた国家債務再編に関する事例にはどのようなものがあったのかをみてみよう (図表1)。2000年代に限ってみても、このように多くの国家債務再編の事例が存在する。債務調整の対象は対外債となっているケースが多いが、国内債やローンを含むケースも存在する。債務調整のタイミングは、当該国が国債の元利払いを停止する「債務不履行」に至る前に行われているケースと、「債務不履行」後に行われたケースが存在する。調整の対象となった債務の規模や、額面カット幅の面では、2012年のギリシャや、2005年および2010年のアルゼンチンのケースが他に抜きんでて大きくなっている。

このような債務調整によって、各国の債務の規模 (対名目GDP比) をどの程度削減することが企図されていたのかをみると (図表2)、調整実施後5年間で期待された債務規模の削減幅は1割弱から7割前後まで、事例によってバラツキが存在する。ただし、債務調整実施後すでに数年が経過し、実績が出ている事例についてみると、債務残高規模の実績値が事前の想定を下回っている (=当初の想定よりも改善している) ケースと、事前の想定を上回っている (=当初の想定よりも悪化している) ケースの双方がみられる。

各債務調整案件の、法的な側面からの特徴をみると (図表3)、債権者が「分散」しているケースは、「集中」しているケースに比較して、債務国側が提示した具体的な債務再編案に同意しない「ホールド

(図表1) 近年の債務調整事例の特徴

国名	調整対象の債務	債務調整のタイミング	デフォルト時点	債務調整のアナウンス	交渉開始	最終交換オファー	交換時点	デュレション合計(月)	交換された負債(*1)(10億米ドル)	交換された債務手段の残高	新債務手段
アルゼンチン	国内債 対外債	デフォルト後	2002年1月	2009年3月	2004年1月	2005年1月	2005年6月	21	81.80	152 US\$EUR YenおよびARG\$建て債券	11 US\$EUR YenおよびARG\$建て債券
ドミニカ共和国	対外債	事前調整		2004年4月	2004年12月	2005年4月	2005年5月	13	1.10	2債券	2債券
グレナダ	ローン	デフォルト後	2005年2月	2004年4月	2004年12月	2005年6月	2005年10月	18	0.18	対外銀行ローンおよび延滞金	1ローン
ベリーズ	債券	事前調整		2004年10月	2004年12月	2005年9月	2005年11月	13	0.21	7対外債券、9国内債券 2対外ローン、6国内ローン	1 US\$債券および1 EC\$債券
ペルー	対外債	事前調整		2006年8月	2006年8月	2006年12月	2007年2月	6	0.52	7債券、8ローン	1債券
エクアドル	債券ハイバック	デフォルト後	2008年12月	2009年1月	交渉なし	2009年4月	2009年6月/11月	10	3.19	2ユーロ債券	なし(現金決済)
セيشェル	対外債	デフォルト後	2008年7月	2009年3月	2009年3月	2009年12月	2010年2月	11	0.32	1対外債券、2対外ローン	1債券、1パー・ノーツ
ジャマイカ	国内債	事前調整		2010年1月	2010年1月	2010年1月	2010年2月	1	7.80	約350 US\$および\$建て国内債券	25 US\$および\$建て国内債券
アルゼンチン	国内債 対外債	デフォルト後	2002年1月	2010年4月	n.a.	2010年4月	2010年9月	5	18.30	160 US\$EUR YenおよびARG\$建て債券(*3)	11 US\$EUR YenおよびARG\$建て債券
セントキッツアングス	債券	事前調整		2011年6月	2011年8月	2012年2月	2012年4月	10	0.14	11対外債券、2国内債券	1 US\$債券および1 EC\$債券
ギリシャ	国内債 対外債	事前調整		2011年7月	2011年7月	2012年2月	2012年3月	8	271.22	ECBおよび各国中銀保有分を除くすべての国内および対外債券	20債券、2ノーツ GDPリンク証券
ベリーズ	対外債	事前調整		2012年8月	2012年8月	2013年2月	2013年3月	7	0.55	1債券	1債券
ジャマイカ	国内債	事前調整		2013年2月	2013年2月	2013年2月	2013年2月	1	8.90	28 US\$および\$建て国内債券	28 US\$および\$建て国内債券

(資料) International Monetary Fund, *Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, April 26, 2013, p22 Table1を基に日本総合研究所作成

(原資料注*1) 負債オペレーションにおいて、再調整される適格負債の合計。

(原資料注*2) 延滞利息は含まない計数。

(原資料注*3) 2010年の負債交換のリオオープンニングには、2005年に交換された元の152債券に加え、8債券が追加された。

(図表2) 近年の債務調整後の結果 (公債残高GDP比ベース)

国名	債務調整の実施年	債務調整前	債務調整後	債務調整の5年後			5年間で期待された負債の削減幅
				債務調整直後の予測値	現在(注)の予測値	実績値	
ジャマイカ	2013	147	143	118	▲29
ギリシャ	2012	165	163	138	153	...	▲28
セント・キッツ アンド ネイヴィス	2012	154	117	85	68	...	▲69
ジャマイカ	2010	124	140	115	143	...	▲9
セイシェル	2009	129	76	46	64	...	▲83
ベリーズ	2007	92	90	84	...	79	▲8
アルゼンチン	2005	129	78	57	...	49	▲73
ドミニカ共和国	2005	53	43	37	...	39	▲16
グレナダ	2005	130	120	82	...	102	▲48

(資料) International Monetary Fund, *Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework*, April 26, 2013, p25 Table2を基に日本総合研究所作成

(原資料) IMFスタッフ報告。

(注) 2013年時点。

(図表3) 近年の新興諸国における債務調整事例 (1999~2010年) の法的な特徴

国名	パキスタン	エクアドル	ウクライナ	モルドヴァ	ウルグアイ	ドミニカ	アルゼンチン	ドミニカ共和国	グレナダ	ベリーズ	セイシェル	ジャマイカ
債務調整の実施年	1999	2000	2000	2002	2003	2004	2005	2005	2005	2007	2009	2010
債権者の構造	分散	集中	分散	集中	分散	分散	分散	n.a	集中	集中	分散	分散
支配的な準拠法	English	New York	Luxembourg, German	English	New York	English	New York	New York	New York	New York	English	国内法
CACsと出口の同意												
原債券におけるCACsの規定	あり	なし	部分的	あり	部分的	部分的	部分的	なし	なし	部分的	あり	なし
債務交換におけるCACsの利用	なし	なし	あり	あり	あり	n.a	なし	なし	なし	部分的	あり	なし
新債券へのCACsの規定盛り込み	あり	なし	あり	あり	あり	あり	あり	あり	あり	あり	あり	なし
出口の同意の利用	なし	あり	なし	n.a	あり	あり	あり	あり	なし	あり	なし	なし
ホールドアウトおよび訴訟												
ホールドアウト (%)	1%	2%	3%	0%	7%	28%	24%	6%	3%	2%	16%	1%
ホールドアウト側との決着 (旧債務手段に対する元利払いの継続を含む)	あり	あり	n.a	n.a	あり	あり	あり	あり	なし	あり	n.a	あり
訴訟の事例	0	2	国内のみ	0	1	1 (プラス国内)	100以上 (個人を含む)	0	1	0	0	0

(資料) International Monetary Fund, *A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings*, Prepared by the Monetary and Capital Markets Development, Approved by Ratna Sahay, June 5, 2012, p15 Table2を基に日本総合研究所作成

(原資料) Andritzky (2006,2010); Cruces and Trebesch (2011); Enderlein, Schumacher and Trebesch (2011); Sturzeneger and Zettelmeyer (2006), and IMF Staff and Country Reports.

アウト」の比率が高くなっている状況がみてとれる。2000年代中に債務調整を余儀なくされたこれらの事例は、外国の投資家向けにユーロ債の形態で国債を発行し、その準拠法はイギリス法もしくはニューヨーク州法となっているものが多い。それらの場合、準拠法上はCACsの規定を債券発行の契約に盛り込むことも可能であったとみられるが、実際には該当するすべての事例で事前にCACsの規定を盛り込めていたわけではなく、発動できなかった事例もみられる。ただし、CACsが盛り込まれていれば、債務危機の解決は促進されるが、CACsの存在自体がスムーズな債務調整プロセスとなることを保証するものでもないことがみてとれる。またCACsとは異なるものの、あらかじめ発行契約において、「出口の同意 (exit consensus)」について明確に定めておくことも、債務調整を円滑に行ううえで一定の意味を持つとみられる (IMF [2012])。

(2) アルゼンチンのケース

次に、アルゼンチンの事例について、事態の経過をもう少し詳しくみてみよう。同国は、2001年の破綻後、紆余曲折を経て2005年と2010年の2度にわたり、債務調整を実施した。ただし、これらの調整における、額面ベースでの債務カット幅が43.4%と相当に大きかったことなどから、2005年の時点ではその同意率は76%と、他の事例と比較しても相当に低いものにとどまり、2010年の再調整でようやく93%に到達した（図表4）。

(図表4) 近年のソブリン債券調整事例における参加率

国名	債務調整実施年	参加率
パキスタン	1999	99%
エクアドル	2000	98%
ロシア	2000	99%
ウクライナ	2000	97%
モルドヴァ	2002	100%
ウルグアイ	2003	93%
ドミニカ	2004	72%
アルゼンチン	2005	76%
ドミニカ共和国	2005	97%
グレナダ	2005	>90%
ベリーズ	2007	98%
エクアドル	2009	n.a.
セイシェル	2009	89%
アルゼンチン	2010	累積ベースで93% (2005年の76%に上積み)
コートジヴォアール	2010	99%
ジャマイカ	2010	98%
ギリシャ	2012	93%
セント・キッツ アンド ネイヴィス	2012	100%
ベリーズ	2013	原則は合意 条件および債務交換のオファー の通告はペンディング

(資料) Hung Q Tran, “The role of markets in sovereign debt crisis detection, prevention and resolution”, BIS Papers No 72, Bank for International Settlements, July 2013, p 103 (Table 1) を基に日本総合研究所作成

しかしながら、その際の7%に相当する「ホールドアウト」勢力のうち、NML Capital Ltd. (ヘッジ・ファンド) を中心とするグループが、2011年、原債券（アルゼンチン国債）の発行準拠法であったニューヨーク州の連邦裁判所（New York Federal Courts）に提訴する事態となった（注2）。これは、アルゼンチンが2005年以降、再編に応じた債権者には元利払いを継続しているのに対し、「ホールドアウト」勢力に属する債権者には元利払いを一切行っていないことが、「債権者平等の原則」に反すると主張するものであった。以降の主な動きは以下の通りである（注3）。

これに対し、ニューヨーク州Griesa地区判事は、2011年12月、ヘッジ・ファンド側の主張を認める判決を下した。すなわち、アルゼンチン側が、①債務再編に応じた債権者には国債の元利払いを継続している一方で、「ホールドアウト」側の債権者に対しては、元利払いを一切行っていないこと、および②通称“Lock Law” および“Lock Suspension Law” を立法し、アルゼンチンが「ホールドアウト」側と債務調整の合意に至ることを自ら禁じたほか、「ホールドアウト」側に対して、すでに債務再編に応

じた債権者に対するのよりも優遇する条件をオファーすることを自ら禁じたことは、いずれも、2001年にデフォルトしたアルゼンチンの旧国債の契約に設けられていた「債権者平等の原則（pari passu clause）」に抵触する、としたのである。

これに続く2012年2月、Griesa地区判事は、アルゼンチンが「債権者平等の原則」に抵触した代償として、アルゼンチンに対し、①原告たる「ホールドアウト」側の債権者に対して、すでに債務再編に応じた債権者に対してさらなる元利払いを行うよりも前か、もしくは同時に、元利払いを行うことを命じたほか、これと並行して、②アルゼンチン国債の証書受託者（indenture trustee、受託銀行）や第三者たる金融仲介業者に対して、アルゼンチンがすでに債務再編に応じた債権者に対して行おうとする元利払いの決済を事実上差し止めるように命じた。Griesa判事は、アルゼンチンの旧国債の発行契約に盛り込まれていた“pari passu clauses”を厳格に解釈し、それが債務者たるアルゼンチンに対して、全債権者に対して厳密な意味で“ratable payment（按分比例した支払い）”を行う義務を負わせるものである、との判断を下したわけである。

その場合、アルゼンチンとしては、新国債の元利払いに関して、再度の債務不履行（デフォルト）となりかねず、同国は第二審（高裁）の巡回控訴裁判所（Second Circuit）に上訴した。しかしながら、これを巡回控訴裁判所に却下されたため、同国はこれらを不服として2013年6月と2014年2月の2度にわたり、合衆国最高裁（United States Supreme Court）にさらに上告したが、いずれも却下された。最高裁は却下に際して特段のコメントは示さず、原審および第二審の判断が支持される結果となった。その後、アルゼンチンは2014年6月30日を支払期限とする新国債の利払いを控え、このままでは同国がテクニカルな意味でのデフォルトに陥れられかねない、として、この時期、アルゼンチン大統領府名による新聞1ページ全面扱いの大きな意見広告を、筆者が確認できている限りでもThe New York Times、The Washington Post、The Wall Street Journal、Financial Timesといった海外の主要紙に複数回、掲載する事態となった。これに対してヘッジ・ファンド側もこれに挑戦する意見広告を同様の海外の主要紙に掲載し、事態はさながら、国際金融市場や世論を巻き込んだ「意見広告の応酬合戦」の様相を呈するに至った。アルゼンチン大統領府はわが国においても、朝日新聞の2014年6月25日付（「広告 アルゼンチンは債務返済を継続したいが、継続させてもらえない」注4）、および同7月1日付（「広告 アルゼンチン政府の公式声明文『アルゼンチンは支払う』」）において、日本語による、海外主要紙に掲載したものとほぼ同趣旨の、1ページ全面を使った大きな意見広告を掲載した。このような法廷闘争の激化を受けて、Griesa判事側も7月入り後、アルゼンチンの証書受託者に対して、1回限りで利払いの決済を認める判断を下す場面もみられたが、結局、アルゼンチンは8月2日、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）等のデリバティブ取引の業界団体である国際スワップ・デリバティブ協会によって、「CDSの支払事由に相当する」（＝事実上のデフォルト）と認定されるに至った。その後、アルゼンチン側は、証書受託者であったBank of New York Mellonをその立場から外し、同国の国債の発行の準拠法を事後的にフランス法に変更するための動きに着手するなど、事態は混乱した状況が継続しており、本稿執筆時点においても、「ホールドアウト」側との決着に向けて事態が進展している様子は窺われない。

国際金融市場においては、このような状況をにらみ、国家債務再編をめぐって、今回のアルゼンチンのように混乱する事態を今後、招かないようにするためにも、国家債務の秩序だった再編メカニズムを

確立する必要性が、官民双方のプレイヤーに改めて認識されることになった。

(3) ギリシャのケース

ギリシャの場合は、2010年5月に、EUおよびIMFから1回目の支援融資（3カ年総額1,100億ユーロ）を受けたにもかかわらず、翌2011年6月には再度の支援要請を行う事態となった。EUおよびIMF側としては、さらなる支援に応じるうえでは、民間投資家にも応分の負担を求めることが不可避との判断に至り、その後2012年春にかけて、PSI（民間セクター関与）の可能性が探られることとなった。

ギリシャに対する債権者委員会は、図表5のようなメンバーで構成されていた。2012年3月に、ギリシャ政府側と債権者側の双方にとって、お互いにギリギリの線で成立したPSIの内容は、民間債権者側が元本ベースで53.50%相当もの大幅な債権放棄に自発的に応じる、というものであった（図表6）。ただし、こうした内容の債務調整案は、ギリシャ政府にとっては、債権者側に提示できるギリギリの線であったため、これに対する債権者側の応諾率が低ければ、債務調整の実効性は大きく低下し、以降のギリシャ政府による財政運営の安定的な継続が再び脅かされることになりかねない状況にあった（注5）。そこで、債務調整策発表以降の債権者側の対応状況次第では、CACsを活用する方向で検討が進められることになった。

(図表5) ギリシャに対する債権者委員会の構成と各メンバーのギリシャ国債の推定保有残高

(10億ユーロ)

運営委員会メンバー			左記以外の債権者委員会メンバー					
Allianz	ドイツ	1.3	Ageas	ベルギー	1.2	Groupama	フランス	2.0
Alpha Eurobank	ギリシャ	3.7	Bank of Cyprus	キプロス	1.8	HSBC	イギリス	0.8
Axa	フランス	1.9	Bayern LB	ドイツ	n.a.	MACSF	フランス	n.a.
BNP Paribas	フランス	5.0	BBVA	スペイン	n.a.	Marathon	アメリカ	n.a.
CNP Assurances	フランス	2.0	BPCE	フランス	1.2	Marfin	ギリシャ	2.3
Commerzbank	ドイツ	2.9	Credit Agricole	フランス	0.6	Metlife	アメリカ	n.a.
Deutsche Bank	ドイツ	1.6	Dekabank	ドイツ	n.a.	Piraeus	ギリシャ	9.4
Greylock Capital	アメリカ	n.a.	Dexia	ベルギー	3.5	RBS	イギリス	1.1
Intesa San Paolo	イタリア	0.8		ルクセンブルク		Société Général	フランス	2.9
LBB BW	ドイツ	1.4		フランス		Unicredit	イタリア	0.9
ING	フランス	1.4	Emporiki	ギリシャ	n.a.			
National Bank of Greece	ギリシャ	13.7	Generali	イタリア	3.0			

(資料) Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati [2013]. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Working Paper Series, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, August 29th, 2014, p9 (Table 2) を基に日本総合研究所作成
 (原資料) Barclays (2011), Institute of International Finance.

(原資料注) 各メンバーによるギリシャ国債推定保有残高は2011年6月時点での推定ベース、債権者委員会の構成は2011年12月ベース。

(図表6) ギリシャ政府がオファーした、PSIの債券交換プログラムの主な内容

満期	2042年
アモチ（元本償還）	発行日から11年経過日から開始
クーポン	2015年まで 年利2.0% 2021年まで 年利3.0% 以後は4.3%
GDPリンク債	交換プログラム参加者は、新債券の額面と同額のGDPリンク債を受領。 2015年以降、ギリシャ共和国の名目GDP成長率が既定の上限を超過した場合、保有者に1%の年利を追加で支払い。
根拠法	イギリス法

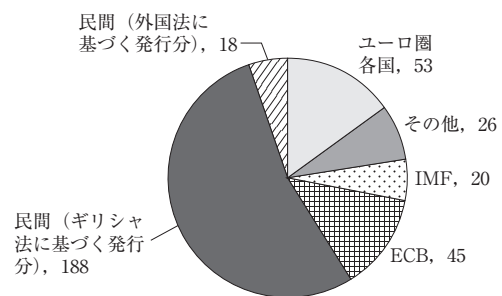
(資料) 2012年2月21日付ギリシャ財務省プレス・リリースを参考に、日本総合研究所作成

ところが、このような検討が進められていた2011年末の時点で、ギリシャ国内の民事法には、CACs条項に関する規定は盛り込まれていなかったため、ギリシャ国会は2012年2月23日、過去に発行したギリシャ法に基づく国債を対象に、遡及効を持たせる形での集団行動条項を盛り込んだ法律を可決・成立させた（注6）。そして3月、ギリシャがオファーしたPSIへの債権者側の応諾率は95%には届かなかった。その背景としては、ギリシャ国債にかかるCDS取引が活発に行われていた当時の状況からすれば、債権者側にとっては、このギリシャのPSIのオファーに応じるか否かは、自らがCDS取引上、どのようなポジションをとっているのかにも依存していた、という事情もあったとみられる（注7）。

そしてギリシャは翌4月、改正した国内法に基づきCACを発動し、PSIに応じなかった債権者が保有する旧国債の分に関しても、債権カットを強行した。国際金融市場においては、債務者によるCACの発動は債務不履行（デフォルト）要件に該当すると理解されており、ギリシャはこの時点で一度目のデフォルト状態に陥った（注8）。これは同時に、「先進国の国債はデフォルトしない」という、国際金融界のそれまでの認識が崩れた時点でもあったといえよう。

なお、この1回目のデフォルトを控えた段階で、ギリシャ国債がどのような主体によって保有されていたのかについて、客観的な計数を把握することは難しく、推計を含む複数の見方が示されている。図表7はそのうちの一つの見方を示したものであるが、ギリシャの場合、国債はギリシャ国内法に基づいて発行されたものが大半であるが、外国法に基づいて発行された国債も存在する。また、それまでの支援実施に伴い、ユーロ圏各国やECB、IMFが保有する分も存在する。2012年4月のCAC行使に際しては、対象となったのはあくまでギリシャ国内法に基づいて発行されたギリシャ国債のみであり、外国法に基づく発行分や国際機関等の保有分は債務調整の対象外とされた模様である（注9）。

（図表7）ギリシャ国債残高の保有主体・発行根拠法別内訳（推計、10億ユーロ）

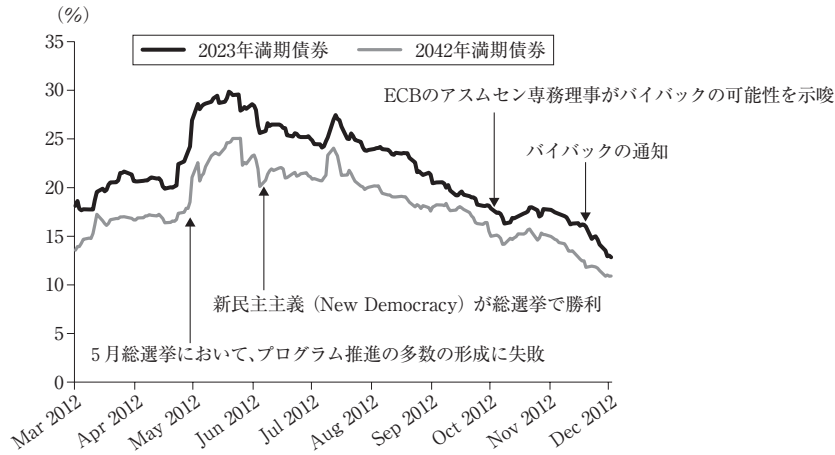


（資料）The Wall Street Journal Europe紙2012年2月24日付
（原資料）WSJ reporting, Credit Suisse, Reuters.

しかしながらギリシャの場合、債務調整はこの2012年3～4月におけるもので最終的に決着することとはならなかった。旧国債の額面53.3%という債権カットをもってしても、ギリシャが以後、財政運営を安定的に継続することは困難との見方が市場では根強く、交換された新国債の価格は、その後大幅に下落（金利は上昇）することとなった（図表8）。その後は、ユーロ圏各国やIMFによるギリシャの再度の支援があるのではないかと見方も広がったことから、ギリシャ新国債は、いわば「底値で拾われる」形で値を戻してはいったものの、最終的には2012年12月、ギリシャ政府はEFSFからの支援による資金を元手に、市場で流通する新国債を時価（額面の34%相当）で買い戻すという「バイバック」のオペレーションを実施し、2度目のデフォルトを強行する結果となった。

それから約2年が経過した現在、ギリシャでは2015年1月の総選挙を経て、反財政緊縮を掲げる急進左派が政権の座に就いたものの、本稿執筆の時点で、債務問題打開のめどはたっていない状況にある。2012年中の2度にわたる債務調整を経て、ギリシャ国債の保有者構成は大きく変化しており（図表9）、

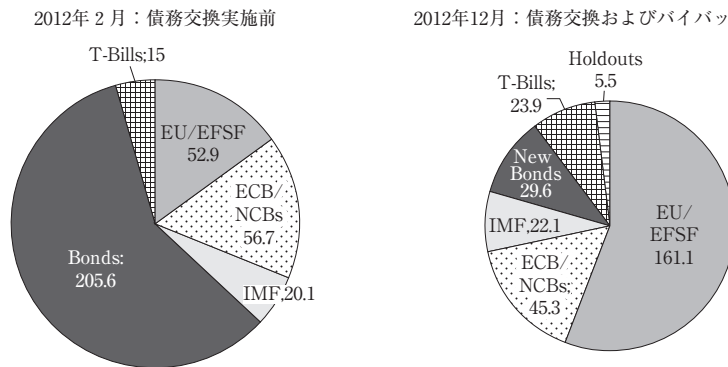
(図表 8) ギリシャ新国債のバイバックまでのイールドの推移



(資料) Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati [2013]. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Working Paper Series, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, August 29th, 2014, p28 (Figure 6).

(図表 9) ギリシャ国債の保有者構成の変化

(10億ユーロ)



(資料) Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati [2013]. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Working Paper Series, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, August 29th, 2014, p28 (Figure 6).
 (原資料) Bloombergおよびギリシャ財務省に基づきPIIEが推計。

ギリシャ国内外の民間金融機関が債権者として占めるシェアは大きく低下している。

(4) 欧州債務危機を受けての、EU各国によるCACs導入をめぐる対応

欧州においては、債務危機が困難を極め、ギリシャをはじめとする個別事例の危機収束に向けて、相当な労力が投入されていたのと並行して、今後、このような財政・債務危機をできるだけ再発させないための対応、および、債務調整を余儀なくされた場合、それを円滑に進められるようにするために、いかに枠組みを整えるか、という検討も行われていた。とりわけ財政・債務危機の当事者となった欧州各国の場合、ユーロに加盟する国々の一角が財政危機に陥ることになれば、その收拾のための負担が、他の加盟国の納税者に転嫁されかねない、という点が身をもって体験されたこともあって、債務調整に際し、その負担がいたずらに他国の納税者負担を含む公的資金に偏ることのないよう、現実問題として

PSIを実効的に機能させるようにする枠組みを整えることが喫緊の課題であると認識されることとなった。

EU各国の場合、実は、今回の債務危機に陥るかなり前の時点から、このような取り組みへの着手はすでに行われていた。IMFが主導してSDRMに関する検討が行われたものの、G7においてその検討が棚上げされ、最終的な成果には結び付かないことが明らかになったのと同じ2003年4月、EU加盟国は、ソブリン負債危機が発生した場合に、秩序だった再調整（restructuring）のための国際的な努力を促進するために、加盟各国の負債の国際的な発行分（＝ユーロ債としての国債発行）に、CACsを盛り込むことを決定した。これを受け、2003年9月には、ローンのドキュメンテーションに盛り込まれるべき、一連のコアとなる条項について合意され、2004年11月には、各国のその後の実施状況の評価が行われ、各国が前向きな取り組みを進められていることが確認されている。ちなみに2004年5月のEU拡大後は、こうしたCACs導入にかかるコミットメントは、拡大EU25加盟国をカバーするものと認識され、各国で取り組みが進められた。

このようなバック・グラウンドのもと、債務危機のさなかにあったユーロ圏各国は2010年11月の財務相会合において、国内法準拠分を含めて、加盟各国の国債発行にCACsを盛り込む方向で対応することを決定した。2011年7月には、ユーロ圏全体として、満期1年超の各国政府のすべての新発債券に関して、各国の国内法に準拠する発行分をも含めて、このCACs条項を盛り込む方向で対応することが決定された。その実施時期は当初2013年7月までに各国が対応を完了するとされていたが、その後2012年の時点で2013年1月に繰り上げられた。CACs発動の決定に必要な債権者の同意のハードルは、当初は「3分の2を下回らない」と設定されることになっていたが、その後2012年3月に「75%を下回らない」に引き上げられた（注10）。

各国が国債発行に際しこのCACs条項を盛り込んでいくのには、①個別の発行契約にCACs条項を盛り込む方法と、②国内法もしくは規制の改正で対応する方法、の2通りがある。加盟各国はこの①②の方法のいずれか、もしくは両方により、すでに対応を完了している（図表10）。ただし、ユーロ圏各国の場合、他の先進国と同様、10年物といった長期国債のみならず、満期20年、30年といった超長期の国債も多く発行している。すべての国債に関して、新発分、もしくは満期到来で借換債を発行する際にこのCACs条項を契約に盛り込んでいくことは可能であるが、それでは、ユーロ圏各国の国債の全残高相当分についてCACsが盛り込まれるようになるまで数十年単位の年月を要することになってしまう。過去に発行した国債を含めて、CACs条項導入を、いかなる形で遡及効を持たせることとするかが、今後の課題となっている。

（注2） ちなみに、アルゼンチン国債を保有していたヘッジ・ファンド勢力のすべてが、債務調整に同意せず、「ホールドアウト」を選択しているわけでもない。

時事通信2014年9月23日付の報道によれば、ジョージ・ソロス氏率いるヘッジ・ファンドは、アルゼンチン国債の債務調整にすでに同意し、新国債との交換に応じている。

（注3） この部分の記述は主として、IMF [2014] のp.8～9の部分を参考としている。

（注4） この意見広告のなかで、アルゼンチン大統領府は例えば、次のように述べている。

…（前略）…

国債保有者の7.6%は再編に応じませんでした。有利な判決を取り付けた投資ファンドは、アルゼンチンに対する元々の貸

(図表10) ユーロ圏各国における2013年1月からのCACの実施状況

ユーロ圏加盟国名	証券	実施手法			ユーロ建て発行とその他の間でのモデルCACの実施上の相違
		契約上の盛り込み		法律もしくは規制の改正 影響を受ける規制もしくは法律	
オーストリア	Austrian Government Bonds	✓			なし
ベルギー	State Bonds	✓		Royal Decree of 09/07/2000	なし
	Linear Bonds	✓			なし
	Euro Medium Term Notes	✓			なし
キプロス	Cyprus Government Bonds	✓	✓	Law to Provide for the Management of Public Debt of 2012; Law 195 (I) 2012, published in the Official Gazette of the Republic of Cyprus No. 4372 dated 21 Dec. 2012, Appendix 1 (I)	EU内での債券発行に関しては、通貨単位にかかわらず、相違はなし。しかしながら、(EU以外の) 第三国における債券発行の場合、CAC条項は、その第三国の法制に従う
	Euro Medium Term Notes (EMTN)	✓	✓	Regulations 535/2012	EMTNプログラムのもとにおいては、通貨単位による相違はなし
エストニア	Government Securities with a maturity of more than one year	✓			なし
フィンランド	Serial Bonds, Euro Medium Term Notes (EMTN)	✓			なし
フランス	Government Securities with a maturity of more than one year	✓	✓	Article 59 of the 2013 Finance Law (n° 2012-1509 of 29 December, 2012); Decree 2012-1517 of 29 December, 2012; Order of 29 December, 2012	なし
ドイツ	Federal wholesale bonds	✓	✓	Bundesschuldenwessengesetz of 12 July 2006, as amended under art. 1, Federal Law of 13 September 2012; new para 4a through 4k	なし
ギリシャ	GGB	✓	✓	Ministerial Decision no. 2/25248/0023/07-03-2013, National Gazette no. 583/B/2013, on General Terms and Conditions of EUR denominated GGBs (under authorization by Law).	EU内で発行されるのであればなし、EU域外に関しては未定
アイルランド	Irish Government Bonds	✓			なし
イタリア	BTP, BTP€I, BTP Italia, CTZ, CCTeu, bonds issued under the EMTN Programme, Global bonds (not yet issued in 2013)	✓	✓	Decree of the Minister of economy and finance n. 96717 of the 7th December 2012, published in the Official Journal of the 18/12/2012	ニューヨーク法のもとにおけるイタリアのグローバル・プログラムの枠組みにおける発行目論見書においては、CACsはイタリア法の下における発行において導入されたCACsに適合するものである。
ルクセンブルク	Government Securities with a maturity of more than one year	✓			なし
マルタ	Marta Government Stocks	✓			なし
オランダ	Dutch State Loans & USD Dutch State Bonds	✓			なし
ポルトガル	Government Securities with a maturity of more than one year	✓			なし
スロヴァキア	Slovak Government Bonds	✓	✓	The effective amendment of the Act No. 530/1990 Coll. On Bonds	なし
スロヴェニア	Government Bonds, 18 month T-bills	✓			なし
スペイン	Bonos and Obligaciones del Tesoro	✓	✓	National Legislation: New drafting of article 98.3 of General Budgetary Law - Ley 47/2003, de 26 de noviembre- as amended by Law 17/2012, of December 27- stipulating both, the compulsory inclusion of CACs an all issuance as from January 1,2013, and the recognition of the trustee right to act under Spanish procedural law. This provisions entered into force on January 1, 2013 Ministerial Decision on Debt issuance for 2013 and Implementation of CACs, January 2, 2013- Orden ECC/1/2013, de 2 de enero.	なし
	EMTN	✓			

(資料) EFC Sub-committee on EU Sovereign Debt Markets, Report on the implementation of euro area Collective Action Clauses (CACs), 2012.

付人ではありません。我が国を相手取って訴訟を起し巨利を得ることを専らの目的として、デフォルト債を法外な安値で購入した人々です。たとえば、ポール・シンガーのNMLファンドは2008年にわずか4,870万米ドルでデフォルト債を購入しましたが、グリーサ判事の判決によって8億3,200万米ドルの支払いを受けることになります。つまり、わずか6年間で1608%の儲けです。

… (中略) …

訴訟を専門とする1.6%の国債保有者に有利な米国裁判所の決定は、債権者の92.4%が自主的に受け入れた債務再編を危うくするものです。グリーサ判事の判決の根拠となった法解釈については、フランス、メキシコ、ブラジル、ウルグアイの各政府、決済機関のEuroclearやFintechファンドなど各方面から疑義が出ており、ジョセフ・スティグリッツ、アン・クルーガー、ノリエル・ルビーニ、CELAC、G24、G7、英国議会議員106名も同様の声明を出しています。米国政府やIMFでさえ、同判決が及ぼす世界的影響について懸念を表明しています。

… (後略) …

(注5) The Wall Street Journal Europe紙2012年2月24日付記事によれば、ギリシャ政府はPSIへの民間債権者の応諾率を95%と見積もっていると報じられていた。

(注6) 取引の一方の当事者に対して、事後的に不利益を課すという対応、しかも、公権力の行使によって私人に対して事後的に不利益を課すという対応は、わが国をはじめとする先進国の法秩序のもとにおいては、通常、考えにくい対応であるように見受けられる。にもかかわらず、ギリシャがこのような事後的な立法措置をとってきたことを受け、一部のヘッジ・ファンド等は、欧州人権裁判所に対して、もしくはギリシャ国内の裁判所に対して、不当な財産権の侵害であるとして、提訴する構えをみせている、とこの時点では報道されていた。

(注7) 具体的には、ギリシャのソブリンCDSに関して、「プロテクションの売り」超過のポジションを持つ債権者（ギリシャのデフォルトによって、買い方に対し契約金額の支払い義務が生じる側）としては、信用事由に該当しない方が自らにとって好都合であるため、ギリシャ政府によるPSIオファーに応じる可能性がある。他方、「プロテクションの買い」超過のポジションを持つ債権者としては、信用事由に該当する（デフォルト認定される）方が、CDS取引の相手方から「ペイ・アウト」による支払いを受けられるため、PSIオファーに応じない誘因が働く。このようにみれば、各債権者の立場からすれば、PSIオファーに応じるか否かは、CDS取引で、いかなるポジションをとっているのかに左右される面があったことが理解できよう。

(注8) 2014年4月、ISDAも、ギリシャがこのように事実上のデフォルト状態となった点を認定した。

(注9) わが国をはじめとする、先進国の民事法制においては、考えられないことではあるが、ギリシャ国内の民事法には、「pari passu clauses（債権者平等条項）」が存在しない、との報道もある（Cambridge大学のWaibel教授談として、2012年1月20日付The Wall Street Journal紙報道）。

(注10) 欧州各国の場合は、債務危機時（SMP：Securities Markets Programme）および最近（PSPP：Public Sector Purchase Programme）を通じて、中央銀行であるユーロシステムがすでにユーロ圏各国の国債を一定残高保有している。仮にユーロシステムの今後の国債保有シェアが日米中央銀行のように相当に高くなることになれば、先行き、いずれかの加盟国がCACs発動の事態に陥った際に、民間プレイヤーが合意形成をするうえでの障害ともなりかねない。このため、ECBとしては今回のPSPP導入に際して、各国国債を買い入れるのに際しては、①発行体ごとに33%、②各銘柄ごとに25%、という厳格な上限を設定している。ドラギECB総裁は、2015年1月22日政策委員会後の記者会見において、このような上限の設定（とりわけ銘柄ごとの上限25%）について、もちろん、条約が要求する「マネタリー・ファイナンス排除」を遵守するためでもあるものの、それに加え、ユーロ圏各国の国債発行に際して、CACs条項を盛り込む仕組みが進められていることに対する配慮もあった点を明確にしている。すなわち、ユーロシステムとしては、CACs発動に向けた民間プレイヤーによる債務調整の合意形成を阻害することのないように配慮した結果、このような銘柄上限を設定した、という側面もあったことが、ドラギ総裁によって明確に述べられているのである。このような動きは、欧州ないしユーロ圏全体として、国家の信用秩序に関する新たな取り扱いと、中央銀行による新たな政策プログラムの導入とが、決して相矛盾することのないように、整合性をきちんと確保する形で各方面の政策運営が行われていることを物語っているといえよう。

4. 国際資本市場協会（ICMA）における最近の検討状況

(1) ICMAにおける検討の流れ

近年のギリシャのデフォルトや、アルゼンチンの債務再編をめぐる混乱等の経験を経て、国際金融界においては、国家債務再編の秩序だったメカニズムを確立する必要性が、官民ともに認識されることになった。

そこで2013年頃から、アメリカ連邦財務省およびIMFが中心となり、民間債権者を主体とする国家債務再編のための合意形成を容易にすべく、CACsを発動しやすくするための検討が開始された。その際

に、2000年代初におけるSDRM構想のようなアプローチが選択されることがなかったのは、先進国の一角も当事国に含まれる形で、これだけ大規模な国家債務再編の事例が近年、発生している以上、他国や国際機関等の公的資金のみで解決できるような状況にはもはやないことが明らかになっており、国家債務再編においては民間債権者にも応分の負担を求めざるを得ない、との認識が国際機関や各国当局、民間プレイヤーに共有されていたためとみられる。

このように、想定された解決のアプローチが、民間プレイヤーを主体とするものであったため、その実際の検討の場としては、ユーロ市場の民間市場参加者による業界団体、自主的な規制機関としてすでに40年余の歴史を有する国際資本市場協会（ICMA：International Capital Market Association）が選ばれ、その役割を担うこととなった。

ICMAには世界の400以上の主要民間金融機関、投資家等のみならず、各国の当局や中央銀行もオブザーバーとして参加しており（注11）、そこで今後の各国の国債発行に際してのCACs条項の盛り込み方、および、「債権者平等原則（pari passu clauses）」の取り扱いに関する協議が重ねられ、2014年8月、最終的な合意が形成された。

(2) 2014年8月決定のモデル条項の内容と課題

CACsに関して、2014年8月にICMAは「モデル条項」を公表した。その骨格はCACs発動は従来、各国国債の個別銘柄ごとに、一定水準以上の債権者の同意を得る必要があったところ、CACsの行使がより容易なものとなるように、それ以外の複数の手続きも用意したことにある。具体的には、

- ①個別銘柄ごとに、4分の3以上の債権者の同意を得る
- ②債務残高全体の3分の2以上、かつ個別銘柄の過半数の債権者の同意を得る
- ③債務残高全体の4分の3以上の債権者の同意を得る

という三つの手続きが用意された。また、モデル条項のなかには、このようなCACs条項の規定振りと両立する“pari passu clauses（債権者平等条項）”の新たな扱いも含まれている。すなわち、同条項が規定されるとしても、それは必ずしも、債務者側に、全債権者に対して“ratable payment（按分比例した支払い）”を行う義務を負わせるものではないことが明確にされた。

債券（ボンド）の場合は、転々流通するゆえ、債権者が国際金融市場に広く拡散・分散することが、従来の合意形成上の難点であったが、今回のモデル条項においては、上記③のような手続きによることも可能となったことが、ICMAによる検討の最大の成果と考えられている（Anna Gelpern [2014]）。

なお、IMFは最近時点（2014年）における国際ナショナル・ソブリン債残高を約9,000億ドルと推計しており、足許においても、ベネズエラやウクライナ等、近々のデフォルトの可能性が取り沙汰されている国家も存在する。国際ナショナル・ソブリン債の残高を満期別にみると（図表11）、10年超のものがニューヨーク州法準拠で39%、イギリス法準拠で21%存

（図表11）発行根拠法別にみた国際ナショナル・ソブリン債残高の満期別内訳
（2014年10月時点におけるIMF推計値）

（満期10年までは累計ベース、%）			
満期	New York Law	English Law	合計
3年まで	17.1	28.5	24.0
5年まで	27.7	45.0	39.3
7年まで	39.7	61.0	53.0
10年まで	61.0	78.8	71.3
10年超	39.0	21.2	28.7

（資料）IMF, *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring*, October 2014.

在するとみられており、ICMAによるモデル条項の策定はできたものの、これをいかにして、既発分を含めた各国の国債全体に適用できる形としていくことができるかが次なる課題となっている。

(3) IMFによる対応

ICMAが主な担い手となってCACsのモデル条項の策定をこのように進めてきたが、その背景にはIMFおよびアメリカの連邦財務省による強い働きかけがあったことは周知の事実となっている。

IMF自身は、ICMAによるモデル条項の策定を受け、これに続く2014年10月6日に理事会を開催し、この問題の審議を行っている。理事会においては、契約ベースでの国家債務再編問題解決に向けた取り組みを促進するため、ICMAにおいて1年半にあたり検討され、最終的なCACsのモデル条項が策定された取り組みが歓迎された。なお、理事会においてはとりわけ、最近の実例として、アルゼンチンの国家債務再編に関するアメリカでの法廷闘争においては、“*pari passu clauses*（債権者平等条項）”の解釈が争点となり、当事国たるアルゼンチンの信用ポジションにも大きな影響を及ぼす結果に至った点が引用されている。そして、今回のICMAのモデル条項においては、“*pari passu clauses*（債権者平等条項）”の新たな取り扱い（完全な意味での“*ratable payment*（按分比例した支払い）”義務を債務者側に負わせることを明確に排除）が示されている点が評価されている。理事会としては、このCACsモデル条項が今後の国際的な債券発行に盛り込まれていくことが促進されるよう、IMFとしても努力する姿勢を示す一方で、既発分の債券へのCACsモデル条項の盛り込みが遅延することが、今後あり得べき国家債務の再編案件において、大きなリスクとなりかねない点が懸念されている。

(注11) なお、ICMAのホームページ上から確認する限り、日本からの同協会への参加は、三菱東京UFJ銀行、野村ファイナンシャル・プロダクツ・サービス、およびクレディ・アグリコール証券アジアの東京支店の3先のみであり、財政・金融当局の参加はない。ただし、イギリスから同協会に参加する形で、大和キャピタル・マーケット・ヨーロッパ、三菱UFJ証券インターナショナル、三菱UFJ信託インターナショナル、みずほインターナショナル、SMBCH興キャピタル・マーケット、といった、本邦大手金融機関のロンドン現地法人による参加がみられる。

5. 国家債務がグローバルな観点で累積するもとの今後の課題

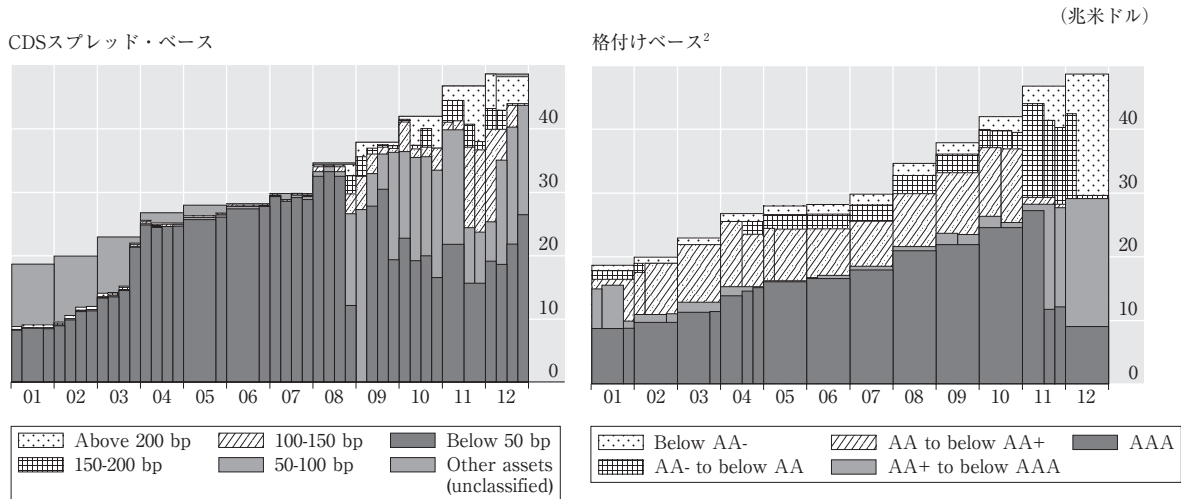
以上みてきたように、国際金融界においては最近、「国家の破綻もあり得る」ことを新たな前提として、民間プレイヤー主導で、国家債務再編の協議や手続きを円滑に進められるようにするための、契約ベースでの新たな取り組みの検討が進められてきた。確かにこれが、今後のあり得べき国家債務再編の事例に対して、どの程度の影響を及ぼし得るかは、今後のCACsのモデル条項を、各国政府がどの程度自国の国債に適用していくことができるかにかかっている面があることは否めないものの、現段階において新たな国家の信用秩序の構築に向けて、重要な一里塚が形成されたものと評価できよう。

今回の検討は、わが国の関係先が深く関与するものではなかったように見受けられるものの、わが国としては、国際金融界において、なぜこのタイミングで、国家債務再編の円滑化をめざす取り組みが進められてきたのかを十分に理解しておく必要があるものと考えられる。

冒頭にも述べた通り、今回の取り組みの背景には、世界的な金融危機や欧州債務危機を通じての厳しい経験を経て、国家の信用リスクに関する国際金融界の認識が、官民ともに変化してきたことが挙げら

れる。確かに、近年の先進国の国債のいわゆる「質」(＝各国の信用リスクの大きさを示すCDSのスプレッドや格付け)の面に着目した内訳の推移をみると、近年においては相対的に質の低い国債の残高が多くなりつつあることは間違いのない事実である(図表12)。また、短期間のうちに格付けを大幅に引き下げられたケースも、近年、実際に複数存在している(図表13)。このようななかで、国際金融市場全体として、危機の再来を回避するためには、どうすればよいか—そのための一つの答えが、国家債務の再編プロセスの円滑化をめざした、今回の取り組みなのである。また、これとは別の動きではあるが、バーゼル銀行監督委員会による、民間金融機関による国債保有にかかる健全性規制を強化しようとする最近の動き(注12)も、同様の認識および発想に基づく、危機の再発防止を目指したものであるといえよう。主要国においては、金融危機後、中央銀行の多くが国債をはじめとする資産の大規模な買い入れ

(図表12) OECD加盟国全体の一般政府負債のプールにおける、信用リスク・プロファイルの変化(2001～2012年)



(資料) Jaime Caruana, "Welcoming remarks", *BIS Papers No 72*, Bank for International Settlements, July 2013, p xxiii (Graph 1).
 (原資料) Bloomberg, Markit, 各国データ, BISによる推計。
 (原資料注1) OECD加盟国全体の負債は年末ベース、CDSのスプレッドおよび格付けは4半期ベース。
 (原資料注2) 格付けは、Fitch, Moody's, Standard & Poor'sの3社による、外貨建て長期ソブリン格付けの単純平均から算出。

(図表13) 2007～2010年中に、ソブリン格付けの3ノッチ以上の引き下げが発生した実例

国名	Fitch			Moody's			S & P		
	スタート	エンド	変化幅 (ノッチ数)	スタート	エンド	変化幅 (ノッチ数)	スタート	エンド	変化幅 (ノッチ数)
ギリシャ	A	BBB-	▲4	A1	Ba1	▲6	A-	BB+	▲4
アイスランド 2008/5月～12月末 2008/12/1～2009/11月末	A+	BBB-	▲5	Aaa A1	Baa1 Baa3	▲7 ▲5	A+	BBB-	▲5
アイルランド	AAA	AA-	▲3						
ラトヴィア	BBB+	BB+	▲3	A2	Baa3	▲4	BBB+	BB	▲4
リトアニア	A	BBB	▲3						
サン・マリノ	AA	A	▲3						

(資料) John Kiff, "Sovereign Credit Ratings: help or hindrance?", *BIS Papers No 72*, Bank for International Settlements, July 2013, p36 (Table 1) を基に日本総合研究所作成
 (原資料) Fitch, Moody's, Standard & Poors.
 (原資料注) アイスランドに関しては、Moody'sが「3ノッチ以上」の引き下げを行った期間が2回あるため、その2回に分け、期間の一部は重複する形で表示。

を実施し、市場金利がおしなべて歴史的な低水準にまで低下しつつあり、市場における金利メカニズム機能の経路では、各国の財政運営には規律付けを行いにくくなっていることも、こうした新たな側面からの取組の一つの背景となっているものと考えられる。「国家は破たんすることもあり得る」という新たな前提のもとで、それに応じた債務調整の枠組みもあらかじめ整えておくことによって、各市場参加者に一段と鋭敏な感覚をもって各国の信用リスクを評価するように促し、それを通じて危機の再来をできるだけ回避したいと考えられているものとみられる。

わが国としても、国際金融市場全体として、国家の信用リスクに関する認識がこのように大きく転換しつつあり、その新たな前提の下で、新たな秩序が構築されつつあることを十分に認識しつつ、今後、健全な政策運営に努めていくことが求められているといえよう。

(注12) これは、民間銀行の国債保有面に限らない、より幅広い意味でのリスク管理の強化の取組であるが、2015年3月27日を期限として、関係各方面からのコメントが集められた後、現在、その最終案の策定に向けて、検討が進められているものとみられる。

(2015. 3. 31)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

参考文献

- ・ 浅見唯弘 [2003]. 「官民対話の進展が望まれる国家債務再編メカニズム (SDRM)」『Newsletter』(財)国際通貨研究所、2003年2月1日
- ・ 浅川雅嗣 [2011]. 「国家財政破綻への対応 ―国際金融における実例を基に―」『フィナンシャル・レビュー』平成23年第2号、2011年1月
- ・ 河村小百合 [2012]. 「【EU債務問題の展開を読む】ギリシャの「無秩序なデフォルト」リスクは残存～PSIの応諾率が鍵～」『政策観測』No.34、日本総合研究所、2012年3月8日
- ・ International Monetary Fund [2002]. *Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts—Encouraging Greater Use*, Prepared by the Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments (In Consultation with other Departments), Approved by Timothy Geithner, François Gianviti, and Gerd Häusler, June 6, 2002.
- ・ International Monetary Fund [2003]. *Collective Action Clauses: Recent Developments and Issues*, Prepared by the International Capital Markets and Legal Policy Development and Review Departments, Approved by Gerd Häusler, François Gianviti, and Timothy Geithner, March 25, 2003.
- ・ International Monetary Fund [2012]. *A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings*, Prepared by the Monetary and Capital Markets Development, Approved by Ratna Sahay, June 5, 2012.
- ・ International Monetary Fund [2013]. *Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and policy Framework*, April 26, 2013.
- ・ International Monetary Fund [2014]. *Strengthening the Contractual Framework to Address Col-*

lective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring, October 2014.

- Carmen M. Reinhart and M. Belen Sbrancia [2015]. “The Liquidation of Government Debt”, *IMF Working Paper*, WP/15/7, January 2015.
- Economic and Financial Committee [2004]. *Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance*, Brussels, November 12, 2004.
- EFC Sub-committee on EU Sovereign Debt Markets [2011]. *Collective Action Clause Explanatory Note*, July 26, 2011.
- EFC Sub-committee on EU Sovereign Debt Markets [2011]. *Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note*, March 26, 2012.
- EFC Sub-committee on EU Sovereign Debt Markets [2012]. *Report on the implementation of euro area Collective Action Clauses (CACs)*, 2012.
- Group of Ten [2002]. *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*, September 26, 2002.
- Paul Bedford, Adrian Penalver and Chris Salmon [2005]. “Resolving sovereign debt crises: the market-based approach and the role of the IMF”, *Financial Stability Review*, Bank of England, June 2005.
- Paul Bedford [2005]. “Sovereign bond Contracts: a workshop at the Bank of England”, *Financial Stability Review*, Bank of England, June 2005.
- Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati [2013]. “The Greek Debt Restructuring: An Autopsy”, *Working Paper Series*, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, August 29th, 2014.
- Anna Gelpern [2014]. *A Sensible Step to Mitigate Sovereign Bond Dysfunction*, Peterson Institute for International Economics, August 29th, 2014.
- Gregory Makoff and Robert Kahn [2015]. “Sovereign Bond Contract Reform Implementing the New ICMA Pari Passu and Collective Action Clauses”, *CIGI Papers*, No. 56, February 2015.
- Committee on International Economic Policy and Reform [2013]. *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Brookings Institution, October 2013.
- Hervé Hannoun [2011]. *Sovereign risk in bank regulation and supervision: Where do we stand?*, Bank for International Settlements, October 26, 2011.
- BIS Monetary and Economic Department [2013]. “Treatment of sovereign risk in the Basel capital framework”, *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, December 2013.
- Bank for International Settlements [2013]. “Sovereign risk: a world without risk-free assets?”, Proceedings of a seminar on sovereign risk including contributions by central bank governors and other policy-makers, market practitioners and academics Basel, 8-9 January 2013, *BIS Papers No 72*, July 2013.
- Bank for International Settlements [2014]. “Regulatory treatment of Banks’ sovereign exposures”,

84th Annual Report 1 April 2013 – 31 March 2014, June 29, 2014.

- Basel Committee on Banking Supervision [2014]. Revisions to the Standardised Approach for credit risk, Consultative Document, Standards, Issued for comment by 27 March 2015, December 22, 2014.