

IMFによる国家倒産制度提案とその評価

開発金融研究所主任研究員 荒巻 健二

要 旨

本稿は、IMFによるSDRM提案（いわば国家倒産制度導入提案）について、法制的観点及び必要性の面から、その評価を試みるものである。

IMFは、2001年11月、新興市場国の持続不能な債務の再編をより迅速かつ効率的に進めるため、国内倒産法制を参考に、国家債務再編メカニズム（Sovereign Debt Restructuring Mechanism：SDRM）を導入すべきことを提案した。これに対し、債務者による制度の濫用や債務再編負担の民間セクターへのシフトを懸念する民間金融機関を中心に強い反対論が提起された。しかし、G7は、債務約款へ再編フレンドリーな条項（例えば全員一致でなく多数決で再編を行い得るとするもの）を織り込むことにより債務再編問題に対処するという契約アプローチとともに、IMFの提案する法制的アプローチを平行して検討するという、いわゆるTwo Trackアプローチを採用し、IMFに対し本年4月の国際通貨金融委員会に具体案を提出することを要請した。これまでのところ、昨年12月に開催されたIMF理事会の討議結果に見られるように、SDRMに対する各国の意見はなお大きく分かれており、4月の委員会向けどのように意見が集約されていくか注目される。

本稿は、SDRM提案に関し、（1）国内倒産法制とのアナロジーで議論されることを踏まえ、現行の日米の再建型倒産法制と比較してどのような特性を持ちどのような問題を抱えるか分析するとともに、（2）IMFがその論拠としてあげる主要な論点、即ち資金調達形態の証券へのシフトによる債務再編の困難化、及び債務再編を脅かすholdout債権者の脅威はどの程度の深刻さを有するかについて検討することにより、SDRM提案の妥当性について評価を試みるものである。また、併せてSDRMと平行して検討されている契約アプローチについてもその実効性に対する評価を行う。

本稿の主要な結論は次のとおりである。SDRMの現実的必要性ないし緊要性については、現時点では、賛成論・反対論いずれのサイドにとっても決定的な証拠は見出されない。契約アプローチも短期的には現実的解決策とはなりがたい。SDRMの制度デザインについては、国内倒産法制における裁判所に当たる機関が不在である（IMFは利益相反によりこの役割を公式に果たすことはできない）ことから、債務再編における債務者と債権者の利益保護のバランスが既存の国内法制例におけるものとは異なるものとなる（既存制度に比べ債務者利益保護の強いものとなる）可能性があり、この問題を緩和するための制度デザインの修正により今度は制度の実効性が低下しかねないというリスクが生じている。この小論は、SDRM提案が国家倒産制度の存在しない現在の状況に比べdebtor friendlyであることを主張するものではないが、国内倒産法制とのアナロジーで考える限り、実効性の高い国家倒産制度の導入を図るためには、国際倒産法廷の設立といった新たな思考の枠組みが必要ではないかということが示唆される。

Abstract

This paper tries to evaluate a proposal made by the IMF to introduce a sovereign bankruptcy mechanism, from the legal viewpoint and in relation to its practical needs.

In November 2001, the IMF proposed to introduce a Sovereign Debt Restructuring Mechanism

(SDRM) a type of bankruptcy procedure for a sovereign debtor, in order to promote smoother and more efficient restructuring of unsustainable sovereign debt of emerging market economies. While the private financial institutions, concerned about the abuse of the mechanism by the debtor and a possible shift of debt restructuring costs onto the private sector, fiercely opposed to the idea, the G 7 adopted the so-called two-track approach, under which a statutory approach such as the one proposed by the IMF is to be explored together with a contractual approach that addresses the issue through the inclusion into debt contracts of restructuring-friendly clauses such as a majority, as opposed to unanimous, restructuring clause. The G 7 subsequently requested the IMF to come up with a concrete proposal of the SDRM to the International Monetary and Financial Committee in this April for its consideration. As was observed in the relevant discussion by the IMF Executive Board in last December, however, the views of member countries are widely divided up to this moment and, therefore, careful attention is needed to see how these divergent views could be reconciled toward the April meeting.

This paper tries to evaluate the plausibility of the SDRM, first by examining the characteristics and problems of the SDRM as a bankruptcy procedure in the light of existing domestic bankruptcy laws of restructuring type in Japan and the US and, second, by analyzing two major rationales of the SDRM presented by the IMF, that is, i) the increasing difficulties involved in debt restructuring reflecting recent shifts in external financing toward bonds, and, ii) the threat of holdout creditors that disrupt debt restructuring process. En passant, the effectiveness of contractual approach is also examined.

Major conclusions of this paper are as follows. First, conclusive evidences relating to the practical necessity or urgency of the introduction of SDRM are not found neither for the proponents nor for the opponents of the mechanism at this moment. Second, it is difficult to expect the contractual approach to be a short term practical solution to the problem. Third, regarding the design of the SDRM, the absence of equivalent to a bankruptcy court may create a balance of benefit protection under the mechanism between the debtor and the creditors which is different from that envisaged under the existing domestic bankruptcy law, shifting it toward and in favor of the debtor. The adjustments to the design of the mechanism to alleviate such problem may bring about a risk of impairing the effectiveness of the mechanism. This short paper does not argue that the SDRM is more debtor friendly than the status quo where there exists no sovereign bankruptcy procedure but it implies that, so long as the issue is examined in an analogy to the domestic bankruptcy laws, if we would like to have a sovereign bankruptcy mechanism that is highly effective, we might need to embrace a new framework of thoughts including the establishment of an international bankruptcy court.

目 次

はじめに

1 .SDRM提案の概要	42
(1) アン・クルーガー講演	45
(2) 改定提案冊子	46

(3) 具体案ペーパー	46
2 .日米の再建型倒産法制	47
(1) 日本法制と米国Chapter11の共通点	52
(2) 日本法制と米国Chapter11の相違点	53
(3) 米国Chapter11とChapter 9 の相違点	55
3 .日米の再建型倒産法制に照らしたSDRM提案の特徴と問題点	56
(1) 裁判所の不在	56
(2) 債務者と債権者との利益保護のバランスの変化 (債務者利益保護への傾斜)	58
(3) SDRM提案の再建型倒産法制としての問題点	61
4 .SDRM提案の論拠の妥当性 (1) - 最近の対外ソブリンbond再編の事例 -	61
(1) 最近の対外ソブリンbond再編の事例	62
(2) 最近の対外ソブリンbond再編事例に見られる特徴	66
(3) まとめと残された問題点	67
5 .SDRM提案の論拠の妥当性 (2) - Holdout Creditorの脅威 (Elliottケース) -	68
(1) 事実関係	68
(2) Elliottケースの論点	69
(3) まとめ	70
6 .SDRMへの対案 - Collective Action Clauses (CACs) -	70
(1) 既存の代表的なCACs	70
(2) 新たなタイプのCACs提案	72
(3) CACsの有効性に対する議論	72
(4) Two-Stepアプローチの提案	73
(5) CACs提案の評価	74
7 .SDRM提案への関係者の反応	74
(1) 民間金融機関	74
(2) 新興市場国	75
(3) 米国	75
8 .IMF理事会における具体案の検討	76
(1) IMF理事会における討議結果の概要	76
(2) まとめ	78
9 .結論	78
図表 1 SDRM提案の変遷	42
図表 2 日米再建型倒産法制の概要	47
図表 3 日米再建型倒産法制における裁判所の主な機能とSDRMにおける措置	57
図表 4 Chapter11、Chapter 9、及びSDRMにおける債務者保護、債権者保護の仕組み	60
図表 5 最近の対外ソブリンbondの再編の事例	64

はじめに

本稿は、IMFが提案しているSDRM (Sovereign Debt Restructuring Mechanism、いわば国家倒産制度) について、日米の再建型倒産法制や最近の対外ソブリン債再編の事例等を踏まえ、その評価を試みるものである*1。

国家に倒産制度を適用すべきであるとのアイディアは決して新しいものではなく、こうした考えは少なくともアダム・スミスにさかのぼり、近年では、1980年代の中南米債務危機に際し米国議会が財務長官に対し国際倒産メカニズムの創設について検討を行うよう指示する法律*2を定め、また1990年代半ばにジェフリー・サックスがメキシコ危機への対応に関連しIMFを融資機関から国際破産裁判所に組織替えすべきであるとの提案を行うなどこれまで何度かアイディアが提起されてきている問題である*3。

90年代後半以降、アジア通貨危機を始めとして国際金融危機が頻発し、危機の予防と解決に向け国際金融システムの強化が広範に検討されてきたが、そうした中、2001年末、IMFは、新興市場国の債務問題の解決に関し国家倒産制度の導入を提案し、大きな国際的議論を巻き起こすこととなった。G7は、IMF提案が行われた翌年の2002年4月20日に開催された会合における声明で、新興市場における危機の予防と解決に関し「行動計画」を発表し、ソブリン債務の再編プロセスについて、債務契約条項の工夫で対応する契約アプローチの

推進と併せ、法改正を伴う法制アプローチについてIMFが作業を進めることに対する支持を打ち出すという、いわゆるTwo Track アプローチを採用した。更に、G7は、2002年9月27日の声明で、Two Trackアプローチを確認するとともに、IMFに対し法律に基く債務再編メカニズムについてIMFの春の会合*4に具体的な提案を提出することを要請した。これを受け、IMFは2002年末に具体案を作成し、同年12月にIMF理事会で初めて詳細な討議を行うとともに、2003年1月にはセミナーを開催し、内外での公式・非公式の協議を続けながら具体案の改定作業を進めている。本文で述べるように、IMFの提案に対しては民間金融機関が強く反対するなど様々な批判が提起されており、現時点で今後の見通しは不透明であるが、本年春のIMF国際通貨金融委員会に向け国際的な議論がどのように集約されていくかが注目されるところである。

本稿の構成は次のとおりである。まず、最初にIMF提案 (SDRM提案) の概要を当初案から最近の具体案までの変遷を含めて紹介する (第1項)。これが本稿の出発点である。次いで、日米の再建型倒産法制を取り上げ、その基本構造を解説する。ここで取り上げるのは、日本の会社更生法、民事再生法と米国のChapter11及び自治体の債務調整に適用されるChapter9である (第2項)。これを踏まえSDRM提案の特徴と再建型倒産法制としての問題点を分析する (第3項)。続いて、SDRM提案の主要論拠とされる2つの問題、即ち近年の新興

*1 本稿の記述のうち意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であり、筆者が現在所属し、あるいは過去に所属したいかなる組織の意見をも代表するものではない。本稿の作成に当たっては、図表2のドラフトの作成段階で梶谷総合法律事務所の岡正昌弁護士より貴重なコメントをいただいた。また、財団法人国際通貨研究所石健次氏、富士総合研究所の小野有人氏からは有用な資料をご提供いただいた。それぞれ記し厚く感謝する次第である。また、国際協力銀行法規室の石渡久代氏には日米の倒産法制に関する資料文献の収集に関し広範な助力をいただいた。併せて感謝の意を表したい。なお、本稿は国際金融情報センターの主催する債務問題研究会において筆者が行った報告を基礎としており、そこでコメントをいただいた同研究会委員他の出席者の方々に対してもこの場を借りて謝意を表するものである。但し、言うまでもなく、本稿に誤りや分析の不十分な点がある場合にはその責任は全て筆者個人に帰属するものである。

*2 Section 3111 of The Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988.

*3 ソブリン倒産制度に関わる近年の様々なアイディアの歴史については、Kenneth Rogoff and Jeromin Zettelmeyer “Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001” IMF Working Paper WP/02/133参照。同working paperからの引用であるが、アダム・スミスは、「もし国家が、個人がそうする必要が生じた場合と同じように、破産を表明することが必要となった場合には、常に、公平透明で公然の破産が債務者にとって最も不名誉が少なく、債権者にとって最も害の少ない方法である。」(Adam Smith “An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations” 1776 (1937 Edition) と述べている。また、本文で触れた Jeffrey Sachs の提案は、1995年の講演 “Do We Need an International Lender of Last Resort?” の中で示されたものである。

*4 IMF国際通貨金融委員会の次回会合は、2003年4月12日に予定されている。

市場国の資金調達形態の証券へのシフトに伴う債務者間調整の困難化の問題（集団行動問題）及び債務再編に抵抗するいわゆるholdout債権者の問題が、どの程度深刻なものであるかを見るため、最近の対外ソブリンボンドの再編事例（第4項）とペルー政府を屈服させたholdout investor（Elliott Associates）による訴訟事例（第5項）を紹介する。次いで、法制アプローチと平行して進められている契約アプローチ、いわゆる集団行動条項の議論を紹介する（第6項）。その後、SDRM提案に対する民間金融機関等の市場参加者等の反応（第7項）と2002年12月のIMF理事会における具体案の討議内容（第8項）を概観し、最後に本稿の検討をまとめ、結論を述べる。

1. SDRM提案の概要

SDRMとは、国際法（条約）により、国家債務の再編手続き（いわば国家倒産法制）を導入しようとする提案である。このアイデアは、2001年11月に、アン・クルーガーIMF筆頭副専務理事の講演^{*5}の中で初めて明らかにされた。その後、IMFは、2002年4月に改定提案を冊子の形で公表し、更に変更を加えた事務局作成の具体案（2002年11月付け）を2003年1月に公表した。それぞれの段階での提案のポイントは、図表1に示してあるが、これを参照しつつ、以下、本稿における検討の出発点として、提案内容の変遷と現時点での内容を見ていこう^{*6}。

図表1 SDRM提案の変遷

項目	当初案（2001年11月）	改定案（2002年4月）	具体案（2002年11月）
根拠法令	法規	条約	IMF協定改正 （注）投票権の85%を有する5分の3の加盟国の同意によって、全ての加盟国に対して効力を発する（IMF協定28条）
手続きの対象者	国	国	国 （注）中央政府は、中央銀行、国内倒産法制の対象とならない公的機関・地方政府の債務を対象に含めるオプションを有する
目的	持続不能なソブリン債務の再編をより迅速かつ効率的に進めること	持続不能なソブリン債務の再編をより迅速かつ効率的に進めること	持続不能なソブリン債務の再編について、債務者と債権者の早期協調的な関与へのincentiveを作り出すことにより、これを迅速に進めること
手続き開始原因	債務が持続不能であること	債務が持続不能であること	債務が持続不能であること
申立て権者	債務国 （注）債務国が、IMFに、債務の再編交渉を行う期間として、債務返済の一時的停止を要請することにより申立て	債務国 （注）発動後の重要事項（債務再編の条件、一時的停止（stay）の発動と更新、新規資金への優先性の付与等）は、債務者と特別多数債権者が決定する	債務国

*5 Anne Krueger “ A New Approach to Sovereign Debt Restructuring ” November 26, 2001

*6 SDRM提案の内容は多岐にわたり、以下の記述の中で焦点を当てるもの以外にも、対象債務の範囲、手続き開始後の優先借入れの条件等多くの論点があるが、本稿ではとりあげない。なお、具体案ペーパー（IMF “ The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism-Further Considerations ” November 27, 2002）は、対象債務の範囲について、ソブリン債務のうち、国内債務は除外、パリクラブ債権（二国間公的債権）は当面除外が1つの選択肢、担保付債権は債権者の同意を条件として対象とすること等を提言している。

<p>申立てから開始決定までの債務者の執行行為からの保護</p>	<p>(不明) (注)債務国による申立てから発動(IMFによるstayの承認)までに時間的ギャップが生ずることを想定していない可能性もある</p>	<p>(不明)</p>	<p>発動による一般的な執行停止や契約規定の停止は導入しない (注) stayを導入しない制度の下で、攪乱的な訴訟を回避するため、訴訟を通じて特定の債権者が回収した金額は、債務再編合意の下で支払われる金額から差引く措置(hotchpot(財産併合)rule)及び一定の訴訟に対する個別的な執行停止命令制度を導入することを検討すべきであるとしている(後述)</p>
<p>手続き開始決定</p>	<p>IMFが、債務が持続不能であること等に基づき、債務返済の一時的停止を承認した場合に、手続きが開始</p>	<p>(不明) (注)左記の当初案(IMFによる承認)とは異なり、債権者からの訴訟提起に対する一時的停止(stay)を、IMFの承認によってではなく、所定の多数債権者の同意を得た債務国の要請によって、発動する方式もあるとしているが、この場合、債権者による決定に相当の時間がかかりうることから、債務国による時限的な一方的stayの発動等の選択肢(後述)を提示している</p>	<p>債務国による債務の持続不能性を示した発動通知によって、自動的に発動するとするか、発動には債務国以外の者が債務の持続不能性を検証することを要するとするかのオプションがある。 後者のオプションの困難は、誰がこの機能を果たすべきかという点にある。</p>
<p>開始決定と債務者</p>	<p>(特に、言及なし) (注)国の業務執行・財産の管理処分権には基本的に変化がないことを前提していると考えられる</p>	<p>(Chapter 9の手続きに類似との説明)</p>	<p>(システムデザインの原則の1つとして、債務者の主権に干渉すべきではないことをあげている) (注)債務国と債権者、また債権者間の問題に対処するため、債権者委員会が設置される</p>
<p>開始決定と財産保全</p>	<p>債務返済の一時的停止(前述)が適用される この一時的停止は、債務国の経済政策と債権者との関係についてのレビューを経て、更新されうる (注)債務国は、この間、資金の国外逃避を防ぐため、おそらく一時的に為替規制を課すこととなるうとしている。また、為替規制の発動によりstay期間中対外支払いができず訴訟に曝される可能性のある非ソブリンの債務者を保護するため、stayを、非ソブリンの対外債務に対しても適用する必要があるとしている</p>	<p>支払停止後・再編計画合意前の債権者からの訴訟提起に対しては、一時的執行停止(stay)で対応する (注)なお、stayを、IMFの承認でなく、所定の多数の債権者の同意を得た債務国の要請で発動する方式もあるが、この場合、債権者による決定に相当の時間がかかりうるので、ソプリンが最初の90日間のみ一方的にstayを発動できる、当初の90日間のstayのみIMFの承認で行い、更新は債権者の多数決で行う等の選択肢を提示している また、支払いの停止とstay発動との間に若干時間があることから、IMFプログラムに一時的資本取引規制を入れて資本流出に対応することが必要となる場合がありうるとしている 為替規制の結果defaultした非ソプリン債務者がその在外資産について債権者から執行を受ける可能性があるが、これに対処するため、SDRMに非ソプリンへのstayを発動する法的権限を含めることが考えられるが、この権限の発動は債権者の多数決でというわけにはいかず、IMFが行う必要があるとしている</p>	<p>自動的ないし所定の多数債権者の投票による一般的な執行停止(stay)は、導入しない その代わりに、債務再編合意が成立した場合、訴訟を通じて特定の債権者が回収した金額は、その合意の下で支払われる金額から差引く措置(hotchpot(財産併合)rule)の実施により訴訟へのdisincentiveを作る ただし、特定の債務者がリストラ合意の下で支払われる金額以上のものを回収する場合、上記のhotchpot ruleでは対応できないので、債務国が、債権者の同意の下で、SDDRF(Sovereign Debt Dispute Resolution Forum)に対し、こうした特定の執行行為を禁止することを要請し得るとすべきかという問題がある</p>

債権の確定	債権の検証、紛争の裁定等はIMFに適さない	IMF協定の改正により、債権の検証、投票プロセスの運営、紛争の処理等を行う独立性のある紛争解決フォーラムを設置する	債権者への通知、債権の登録、投票プロセスの運営等の運営機能、紛争の処理を担う独立のSDDRFを設置する (注) SDDRF設置については、まず、IMF専務理事が7～11人の裁判官ないし民間practitionerからなる選定パネルを指名し、このパネルが12から16人の候補を選定する。危機が起こった場合、SDDRF理事長(メンバーが互選)は、このプールから4人の審判官を選び、うち1人が最初の決定を担当し、残る3人が不服審査を担当する SDDRFは、理事会の決定に挑戦することはできず、債務国の債務の持続可能性に係る問題につき決定する権限はない
再建計画の作成主体	債務再編の内容は、債務者と債権者が定める	債務再編の内容は、債務者と債権者が定める	債務国
再建計画の決定	十分な債権者の合意	所要の多数の債権者の合意	債務国による債務再編案は、所要の多数債権者の合意で決定される (注) 所要の多数とは、再編対象債権元本の75%
再建計画の認可	(上記に加え、IMFがどのように関わるかについては、明確ではない)	IMFが、債権者により可決された計画を、持続可能な債務内容(debt profile)をもたらしものかどうかに基づき、承認することとする考えもある	投票がSDDRFによって証明された段階で、再建計画は全ての債権者を拘束する
計画の可決・認可の効力	多数により同意された債務の再編取り決めは、少数債権者を拘束しなければならない	適格多数(qualified majority)債権者の同意は、反対する少数者を拘束することが、最重要である	SDDRFにより適格多数債権者が合意したことが検証(certify)された再編合意は、全ての登録債権者(及び再編対象であることを通知されたが登録しなかった債権者)を拘束する
債務者の詐害行為等への対処	IMFは一国の債務と経済政策の持続可能性や国際収支の改善と将来の債務問題の回避に必要な政策を実施しているか国際社会が判断する最も効果的なチャネルであり、IMFの関与はシステムの成功に不可欠である 返済の一時的停止を一定の期間に限って認め、その国の経済政策と債権者との関係のリビューを経てこれが更新されうるという仕組みを通じ、この間、債務者が適切に行動することが確保される	債務国が、stay期間中、IMFプログラムを実施し、又はIMFとその協議をすることを通じて、stay中に債務国がその資産価値を維持することを相当確保できる	債務国が、このメカニズムを非協力的にないし不適切に利用することに対する制裁は、滞納国への貸し付け政策を含めIMFの既存の貸し付け政策によるべきである
事業継続に必要な行為	新規資金に優先債権の地位を与える必要がある	stay導入後のファイナンスは、既存の私的債権に優先するとしうる	所要の多数債権者の合意により、一定額ないし一定の取引形態による債務国の優先借入れを認め得る (注) 所要の多数は、対象債権元本額の75%

計画の履行	(特に言及なし) (注) IMFによる経済プログラムの実施状況のモニターの中で、計画の実行がフォローされていくものと考えられる	(特に言及なし)	(特に言及なし)
手続きの最終	(不明)	(不明)	SDDRFによる再編合意の検証(certification)によって手続きは自動的に最終する SDDRFは、再編合意の相応の見込みがない時は、手続きを終結できる債権者は、発動が正当化できないと考える時は、投票により最終できる債務国は、いつでも最終できる(濫用防止の必要あり)

出典) SDRMの当初案は、Anne Krueger “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring” November 26, 2001によっており、同改定案は、Anne Krueger “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring” IMF, April 2002及び “Sovereign Debt Restructuring Mechanism-Further Considerations” IMF, August 14, 2002の記述によっている。同具体案は、IMF “The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Considerations” November 27, 2002によっている。

(1) アン・クルーガー講演(2001年11月)

2001年11月の講演でクルーガー副専務理事は、国際金融危機の解決への民間セクター関与(Private Sector Involvement: PSI)という観点から、持続不能な債務を秩序だった形で解決するメカニズムは、現在、国際社会が民間債権者を救済(bail out)することのみであるが、これにはモラルハザードの懸念があるとし、持続不能なソブリン債務の再編をより迅速かつ効率的に進めるためには、債務者に対し、誠実な交渉と必要な政

策の実施を条件に、必要な再編を妨害する債権者(holdout creditor)^{*7}からの法的保護を提供するフレームワークを作る必要があることを主張した^{*8}。その上で、同副専務理事は、IMFのマネジメントとスタッフが検討している新たなアプローチとして、次のような制度(以下「当初案」という)の導入を示唆した。

債務国は、IMFに対し、その持続不能な債務の再編交渉を行う間、一時的に債務返済の停止^{*9}を行うことを要請する。

*7 その例として、債務再編合意の履行を妨害することによりペルー政府から巨額の支払いを獲得したElliot Associatesのケースがあげられている。このケースについては、「5. SDRM提案の論拠の妥当性(2) - Holdout Creditorの脅威(Elliottケース)-」で検討する。

*8 SDRM導入の論拠については、その後の改定提案・具体案においてより詳しい説明が行われている。その都度説明の力点は異なるが、そのポイントは概ね次の通りである。

現在の債務再編プロセスは予測不能でかつ長期化の可能性があるため、債務国は再編を回避しようとするが、こうした再編プロセスの遅れが再編コスト(実質所得の低下、投資の急減、金融部門の困難、外貨準備の減少など)を増加させ、債務国、更には企業の経済価値と徴税能力の低下を通じて債権者に不当なコストをもたらしている。

こうした現在の債務再編プロセスには、contagionのリスクがあり、国際金融システムの安定性へのコストとリスクをもたらす可能性がある。

新興市場国の資金調達形態が80年代の銀行融資中心から90年代に証券へとウェイトをシフトさせ、その結果債権者の利害が多様化し、債務再編に必要な債権者間調整が非常に難しくなったこと(いわゆる「集団行動(collective action)問題」の深刻化)特に再編合意に参加せず当初契約通りの支払いを求めて訴訟を起こすいわゆるholdout債権者の問題などが、予測可能で秩序立った再編合意を阻害し、債務再編プロセスの開始の遅れ、長期化の一因となっている。

このため、債務国と債権者に対し、持続不能な債務の再編への迅速で協調的な合意へのインセンティブを強化するフレームワークを提供する必要がある。

なお、こうしたIMFの考えに対するブラジルのペドロ・マラン大蔵大臣の批判(p.75)を参照。

*9 一時的停止という場合、契約上の義務(返済義務等)の停止と債権者による取立てのための執行行為(訴訟提起や強制執行)の停止という2つの内容がありうる。当初案では債務返済の一時的停止(temporary standstill)という言葉が使われている。それが契約上の義務の停止をさすのか、執行行為の停止をさすのかは必ずしも明確でないが、後者の執行行為の停止の意味で用いられているとみられる。2002年4月の改定提案ではこの措置を債権者による執行行為(enforcement)の停止(stay)とし、明確に後者の意味で用いている。2002年11月付けの具体案では、契約上の義務の停止をsuspension、執行の停止をstayと呼び、

IMFは、当該国の債務が持続不能である場合、債務返済の一時的停止の発動を承認する。一時的停止を一定の期間に限って認め、債務国の経済政策と債権者との関係のレビューを経てこれが更新されうるという仕組みを通じ、債務者の適切な行動を確保する。債務の再編の内容は債務者と債権者が定める（国際社会が押し付けることはない）。再編取決めが十分な多数債権者により合意されたときは、少数債権者を拘束する。

ここに見られる問題意識は、債務の再編交渉を円滑に進めるためにはこのプロセスを混乱させる訴訟（以下「攪乱的訴訟」という）からの保護を提供する一時的執行停止の制度が必要であること、債務の持続不能性（制度利用の適格性）をIMFが認定すること、債務者の適切な政策採用を担保する必要があることである。

（2）改定提案冊子（2002年4月）

IMFは、翌2002年4月、“A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”と題する冊子をアン・クルーガー名で公表した。これは上記のクルーガー講演以後のIMF内外での検討の結果を踏まえたものであると考えられるが、そこでは次のような考え（以下「改定案」という）が示された。

債権者による執行行為の一時的停止については、（当初案に示された）IMFの承認により発動する案のほかに、債権者の多数の同意を得た債務者の要請で発動することを基本としつつ、当初の一定期間（例えば90日）のみ債務国が一方的に、あるいはIMFの承認を得て発動する案がある。

一時的停止期間中、債務国がIMFプログラムを実施し、ないしその協議をすることにより、債権者の利益保護が図れる。

債務再編の内容は、債務者と債権者が定め、多数債権者の合意で決定するが、それが持続可能な債務内容（debt profile）をもたらすものかどうかに基づき、IMFがこれを承認することとする考えもある。

多数債権者の合意は、反対する少数者を拘束する。

債権の検証、投票プロセスの運営、紛争の処理等を行う独立性のあるフォーラムを設置する。

この改定案で留意を要するのは、まず、一時的停止発動の仕組みについてIMFの関与を後退させる案が示されたことである。これは債務国の債務再編制度の発動に債権者の一員でもあるIMFが重要な役割を果たすことに対し、民間債権者等から強い批判が寄せられたことによるものと考えられる。しかし、当初案で制度の出発点とされていた一時的停止発動の仕組みが不確実となったことにより、制度の発動（手続きの開始）と一時的停止の発動とが別のものとなる可能性が生じ、また、債務の持続不能性（制度利用の適格性）についての判定を誰がどのように行うかが不明となったこととなった。他方、債務再編合意が持続可能な債務内容をもたらすものかどうかをIMFが判定するという考えが示されたことは注目に値する。

（3）具体案ペーパー（2002年11月）

2003年1月に公表されたスタッフ作成の具体案ペーパー^{*10}（2002年11月付け。同年12月にIMF理事会の検討に付されたもの）は、初めてある程度詳細に制度の全体像を示した。しかし、このペーパーが示す制度の概要は次のようなもの（以下「具体案」という）であり、結果として、IMFが提案する制度の骨格は、大きく変化することになった。

債務国はその債務の持続不能性を示した発動通知を発する^{*11}が、制度がこれにより自動的

*10 IMF (November 27, 2002)

*11 発動がどのような手続きで行われるかについては、具体案ペーパーは明確に述べていないが、その記述からは、ソブリン債務国がSDDRF (Sovereign Debt Dispute Resolution Forum) (本文後述参照) に対して発動通知 (Activation Notice) を送付し、発動条件が満たされ次第SDDRFがこれを公表するという手続きが想定されているとみられる。なお、債務国は、SDDRFによる発動通知の受領後一定期間内に、その債務 (SDRMの外で再編される債務を含む) に係る全ての情報 (Claims Notification) をSDDRFに対して提供し、これをSDDRFがそのweb siteで公表することにより債務再編プロセスの透明性の向上を図ることとしている。Claims Notificationは、第1リスト (SDRMの下で再編する債務) 第2リスト (SDRMの外で再編する債務 (例えばパキクラブ債務や国内債務)) 第3リスト (再編しない債務 (例えばSDRMの対象としうるものの個別の再編において除外される債務及びより一般的に再編から除外される債務 (例えば国際機関に対する債務))) からなる。

に発動されるものとするか、発動には債務国以外の者が債務の持続不能性を検証することを要するかどうかとの選択肢がある（但し、後者の場合、持続不能性の検証を誰が行うかが困難な問題となる）。

制度の発動によって一般的に執行行為が停止される制度は導入しない。

但し、攪乱的訴訟防止のため、特定の債権者が訴訟で回収した金額は債務の再編合意下での支払い金額から控除する措置を導入する（これは、19世紀の英国倒産法上の工夫に由来し、hotchpot（財産併合）rule^{*12}と呼ばれる）。上記の措置で対処できない特定の攪乱的執行行為（その最も重要なものは、訴訟によって、再編合意下での支払い金額以上の額の回収が図られる場合）を防止するため、債務国が、債権者の同意の下で、新たに設立される紛争解決機関（SDDRF: Sovereign Debt Dispute Resolution Forum）に対し、こうした特定の執行行為を禁止することを要請しうるとすることを検討する。

債務国がこの制度を非協力的にないし不適切に利用することに対しては、IMFの既存の貸し付け政策により対処する。

多数債権者は、発動が正当化できないと考えるときは、手続きを終結できる。

この具体案の段階で当初案から大きな方向転換

が示された最大の点は、当初案及び改定案で制度の中核と位置付けられていた一時的停止制度導入が断念されたことである。これに代え、具体案では債権者による攪乱的な債務取り立て行為に対しては、再編合意下での支払額の調整による執行行為へのdisincentiveの提供とSDDRFによる個別的執行停止制度の導入で対応するという考えが示された。また、当初案で明確に述べられていた発動に際しての債務の持続不能性の検証の有無が未確定となり、更に債務再編合意についてそれが持続可能な債務内容をもたらすものかどうかをIMFが検証するという考えも公式には影を潜めた。

このようにSDRM提案は具体案の段階で当初案から大きく変化し、複雑さも増している。本稿においては、（本制度を法制的視点からのみ分析するのは適当ではないと思われるが）当初よりこの制度が国家倒産法制を作るという視点に立って提案されたものであることを踏まえ、まず次項以下で日米の再建型倒産法制の構造を簡単にレビューした上で、日米の現行法制の特性に照らして、再建型倒産法制としてみた場合に、SDRM提案にどのような特徴と問題点があるかを検討することとしたい。

2. 日米の再建型倒産法制

図表2は、日米の再建型倒産法制の概要を示し

図表2 日米再建型倒産法制の概要

項目	日本		米国	
	会社更生手続	民事再生手続	Chapter11	Chapter 9
根拠法令	会社更生法	民事再生法	米国連邦破産法第11章「再建」	米国連邦破産法第9章「自治体の債務の調整」
手続きの対象者	株式会社（1条）	債務者（法人及び個人）（1条）	米国内に居住し、住所又は営業の本拠を持ち、あるいは米国内に財産を所有する者（109条a項）	自治体であって、次の要件をみたすもの（109条c項） 州法によって、又は州法により権限を付与された政府職員等によって、個別に（specifically）、申立てを行う権限を認められていること（注：“specifically”は、94年

*12 hotchpot（財産併合）とは、複数の者に財産を平等に分配するために、これらの者に属する財産を1つにまとめることをいう。

				<p>改正で“generally”に代えて挿入されたもの) insolventであること (「(善意で係争中であるものを除き)期限の到来した債務支払いの一般的不履行があること、又は支払い期限の到来する債務を支払えないこと」) (101条(32)c))</p> <p>債務を調整する計画を実行することを意図していること、及び 次のいずれかに該当すること</p> <ul style="list-style-type: none"> ・Chapter 9による調整を意図する各債権者クラス毎に少なくともその過半数の債権額を有する債権者の同意を得ていること ・誠実に交渉をしたが、上記の合意を得られなかったこと ・交渉を行うことが実際的でない(impracticable)ことから交渉ができないこと、又は ・債権者が547条の否認権の対象となる財産譲渡を得ようと試みかねないと信ずる合理的理由があること
目的	窮境にあるが再建見込みのある会社につき、債権者・株主等の利害を調整し、その事業の維持更生を図ること(1条)	窮境にある債務者につき、債権者との民事上の権利関係を適切に調整し、その事業又は経済生活の再生を図ること(1条)	(規定なし)	(規定なし)
手続き開始原因	債務弁済困難 破産のおそれ (30条) (注)破産法上の破産原因は、債務の支払い不能(支払い停止は支払い不能と推定) 債務超過(法人の場合)(破産法126、127条)	債務弁済困難 破産のおそれ (21条) (注)同左	(規定なし) (注)債務者の裁判所への申立てにより開始(301条)。但し、債権者等による申立ての場合で、適時に異議が申立てられた場合は、裁判所は審理を行い、債務弁済の一般的な不履行など一定の要件を満たすときに救済命令(注:日本法の開始決定に相当)を発する(303条h項)	(規定なし) (注)債務者の裁判所への申立てにより開始される(901条による301条の適用)が、申立てに対して異議があったときは、裁判所は審査を行い、債務者が不誠実な申立てをなし、あるいは申立てが法の定める要件に合致しないことが判明したときは、申立てを棄却しなければならない(921条c項)とされており、法の定める債務者適格要件として上記のようにinsolventであること等が定められている

申立て権者	会社、一定の債権者、又は一定の株主（後二者は、申立て原因の場合のみ）（30条）	債務者、又は債権者（後者は申立て原因の場合のみ）（21条）	債務者、又は一定の債権者（301条、303条）	債務者（901条による301条の適用）
申立てから開始決定までの債務者の執行行為からの保護	裁判所が個別に執行行為の中止を命令（37条2項）	裁判所が個別に執行行為の中止を命令（26条1項） 裁判所は個別の中止命令では目的を達成できないとき、執行行為の包括的禁止を命令（27条1項）	手続き開始の申立てにより、司法上及び司法外の全ての取り立て行為は自動的に停止（automatic stay）（362条a項）	自動的停止が適用（901条による362条の適用）
手続き開始決定	裁判所は、手続き開始原因（前述）の存在等の要件を満たすとき、開始を決定（38条）	裁判所は、手続き開始原因（前述）の存在等の要件を満たすとき、開始を決定（33条、25条）	手続きは、申立てにより開始（301条） 但し、債権者等による申立ての場合で、適時に異議が申立てられた場合は、裁判所は審理を行い、債務弁済の一般的な不履行など一定の要件を満たすときに救済命令（注：日本法の開始決定に相当）を発する（303条h項）（前述）	手続きは、申立てにより開始（901条による301条の適用） 但し、申立てに対して異議があったときは、裁判所は審査を行い、債務者が不誠実な申立てをなし、あるいは申立てが法の定める要件に合致しないことが判明したときは、申立てを棄却しなければならないとされている（921条c項）。法の定める債務者適格要件として上記のようにinsolventであること等が定められており（以上前述）、これらの要件を満たさない申立ては、裁判所により、棄却される
開始決定と債務者	裁判所は、開始決定と同時に、管財人を選任（必置機関）し（46条）これにより事業の経営・財産の管理処分権限は、管財人に専属する（53条）	次の3つの処理手続きがある 「DIP型」 債務者が、開始決定後も、業務遂行権・財産管理処分権を保持する（36条、41条参照） 「監督型」 裁判所は、監督委員による監督を命じ、その同意を得なければ債務者がすることのできない行為を指定する（54条、56条参照） 「管理型」 裁判所は、債務者の財産の管理処分が失当である等の場合、管財人による管理を命ずることができる（65条）。この場合、業務遂行・財産の管理処分権は、管財人に専属する（66条）	債務者は、原則として、業務執行権・財産管理権を失わない（1101条1号） 裁判所は、救済命令後計画認可前に、利害関係人の要求により、現行経営陣に詐欺・不誠実・無能力・重大な経営過誤等があるとき、又は債権者等の利益に資するときは、管財人を選任しなければならない（1104条a項、1104条b項参照） 裁判所は、管財人が選任されていない場合に、利害関係人の申立てがあるときは、計画認可前に限り、債務者の業務遂行に当たっての詐欺・不正直・無能力・不適切等があるかを調査させるため、調査員を選任することができる（1104条b項）	債務者が同意した場合又は再建計画に定めがある場合を除き、裁判所は、債務者の政治・行政権力の行使、財産・歳入、収入源財産の使用享受を妨げてはならない（904条）（注）管財人・調査員の選任にかかる条項（1104条）は適用されない

		裁判所は、債権者が構成する委員会に再生手続きへの関与（裁判所・債務者・監督委員への意見の陳述、債権者集会の招集申立て等）を承認することができる（118条）	手続き開始後、無担保債権者の委員会（債権者委員会）が任命され（1102条a項1号、b項1号）、債権者委員会は、手続きの運営についてのDIP又は管財人との協議、債務者の業務運営等の調査、計立案立案への関与等の機能を果たす（1103条）	債権者委員会に関する規定は適用される（901条による1102条、1103条の適用）
開始決定と財産保全	開始決定後は、債権及び担保権は、更生手続きによらなければ弁済できない（112条、123条） 開始決定後は、執行行為は禁止・中止される（67条、68条） 更生第一主義	開始決定後は、債権は、再生計画の定めるところによらなければ弁済できない（85条） （注）抵当権等の一定の担保権は、再生手続によらないで行使することができる（53条。但し、31条、148条以下参照） 開始決定後は執行行為は禁止・中止される（39条、40条）	自動的停止（前述）が適用されている	自動的停止（前述）が適用されている
債権の確定	所定の期間内に、裁判所に届出（125条）	所定の期間内に、裁判所に届出（94条）	所定の期間内に、裁判所に届出（501条）	所定の期間内に、裁判所に届出（901条による501条の適用）
再建計画の作成主体	管財人（189条）（会社、債権者等も、裁判所の定める期間内の提出が可能（190条））	債務者（管財人が選任されているときは管財人）（債務者（管財人が選任されている場合）又は債権者も、裁判所の定める期間内の提出が可能）（163条）	当初の120日間は、債務者（管財人が選任されている場合は管財人）のみ（その間に計画が提出されなかったとき等は債権者委員会、個々の債権者等も提出が可能）（1121条b、c項）	債務者（自治体）（941条） （注）債権者等は計立案の提出はできない（1121条の不適用）
再建計画の決定	更生計立案は、権利の種類により分類された組ごとに、所定の多数決で可決する（205条）	再生計立案は、所定の多数決で可決する（171条）	再建計立案は、同種の権利ごとに分けられた組ごとに、所定の多数決で受諾される（1126条c、d項）	再建計立案は、同種の権利ごとに分けられた組ごとに、所定の多数決で受諾される（1126条の適用）
再建計画の認可	裁判所は、可決された更生計画が公正、遂行可能等の要件を満たす場合に限り、認可できる（233条）	裁判所は、可決された再生計画が、計画遂行の見込みがない等の不認可事由に該当しない限り、認可する（174条）	裁判所は、計立案が下記を含む所定の要件を満たす場合は、認可しなければならない（1129条a項） ・計立案が本法の規定に従うものであること ・本手続きに関する役務又は費用に対する支払が全て裁判所に開示され、かつ認可前の支払いが合理的であり、認可後の支払いの合理性については裁判所の許可をうべきものであるとされていること ・計立案が善意で提案され、かつ法律によって禁じられている手段によ	裁判所は、計立案が下記を含む所定の要件を満たす場合は、認可しなければならない（943条a、b項） ・計立案が本法の規定に従うものであること ・本手続きに関する役務又は費用に対する支払いが全て開示され、かつ合理的であること ・計立案が善意で提案されたこと ・債務者が計立案を履行するために必要な行動をとることを、法律によって禁じられていないこと ・計立案が債権者の最大

			<p>て提案されたものではないこと</p> <ul style="list-style-type: none"> ・計画案が、仮に債務者が清算されたとした場合に債権者等が受領するものより少なくない価値を受け取れることを定めていること <p>裁判所は、計画案を受諾しない組があったとしても、立案者の申立てにより、計画案が受諾しなかった組の権利者を不公正に差別しておらず、公正かつ衡平（fair and equitable）である場合、他の要件を満たす限り、認可できる（cram down）（1129条b項1号）</p>	<p>の利益（best interest）に合致し、実行可能であること</p> <p>cram down条項は、適用される（901条による1129条b項1号の適用）</p>
計画の可決・認可の効力	更生計画は、認可時に効力を生じ（236条）、これにより、債権者・担保権者・株主の権利は、計画の定めに従って変更される（242条）	再生計画は、認可決定の確定により効力を生じ（176条）、これにより、債権者の権利は、計画の定めに従って変更される（179条）	計画案が認可されると、計画の諸規定は、債務者、債権者、株主等を拘束し、それらの債権者等が届出をしたか、受諾したか等を問わず、その権利は、計画の条項に従って変更される（1141条a項、d項1号A）	認可された計画の定めは、債権の届出があったか、計画案を受諾したか等を問わず、債務者と債権者を拘束する（944条a項）
債務者の詐害行為等への対処	管財人は、会社が債権者等を害することを知っていた行為等について、これを否認する訴えの裁判所への提起等を行うことができる（78条、82条、72条、76条参照）	管財人は、債務者が債権者を害することを知っていた行為等について、これを否認する訴えの裁判所への提起等を行うことができる（127条、135条、56条、72条、76条参照）	管財人（ないしDIP）は、一定の財産譲渡行為を否認することができる（547条等）	債務者は、一定の財産譲渡行為を否認することができる（901条による547条等の適用） （注）債務者が、否認権による訴訟の追行を拒否したとき、債権者の要求により、裁判所は、訴訟を追行するための受託者を選任することができる（926条）
事業継続に必要な行為	手続き開始後の事業経営・財産の管理処分費用等一定の費用は、優先弁済される（208条、209条）	手続き開始後の業務・生活・財産の管理処分費用等一定の費用は、計画によらず、随時弁済される（121条）	通常の業務の範囲内の借財は、裁判所の許可は不要で、その債権は共益債権とされる（364条a項、503条b項1号） 通常の業務の範囲外の借財は、裁判所の許可を要し、それにより共益債権となる（364条b項） 裁判所は、新たな借財のために必要あるときは、既存の担保権に優先する担保権の設定等を許可しうる（364条c、d項）	裁判所は、新たな借財のために必要あるときは、既存の担保権に優先する担保権の設定等を許可しうる（364条c、d項の適用）
計画の履行	認可された更生計画の履行は、管財人又はその監督の下で、取締役が、こ	計画認可決定が確定したとき、DIP又は管財人は、速やかに再生計画を遂行	裁判所は、計画が認可されると、債務者等に対し、計画実施のために必要な	裁判所による計画実行指示条項（1142条b項）は適用される

	れを行う(247条)	しなければならない。監督委員が選任されているときは、監督委員は計画遂行を監督する(186条)	行為の実施を指示することができる(1142条b項)	裁判所は、計画が成功裏に実行されるために必要であると認められる期間は、手続きについて管轄を継続することができる(945条a項)
手続きの終結	裁判所は、更生計画が遂行されたとき、又は遂行されることが確実になったときは、手続き終結を決定する(272条)	裁判所は、次の場合、手続き終結を決定しなければならない(188条) DIP型：計画認可決定が確定したとき 監督型：計画が遂行されたとき、又は認可決定確定後3年を経過したとき 管理型：計画が遂行されたとき、又は遂行されることが確実になったとき	裁判所は、債権者と債務者の利益となるときは、手続きを棄却し、又は停止できる(305条a項) 裁判所は、財団の管理が完全に行われ、かつ管財人を終任させた後、手続き終結の決定を行う(350条) (注)手続きの開始によって、債務者の全ての財産によって構成される財団が形成される(541条)	裁判所は、下記を含む事由に該当する場合には、手続きを棄却することができる(930条a項) ・遂行の欠如(want of prosecution) ・債務者にとり不利益な債務者の不合理な遅滞 ・裁判所の定める期間内の計画案の不提出 ・裁判所の定める期間内に計画案が受諾されなかったとき ・計画案が不認可となり、かつ計画案の再提出又は計画案の修正のための提出期限の延長の否定 ・(認可後も裁判所が管轄権を有するときは)債務者が計画の重大な不履行をしたとき等 裁判所は、手続きについての事務執行が完了したときは、手続きを終結させなければならない(945条b項)

出典)日本法制については、兼子一監修「条解会社更生法上中下」(昭和48年4月、弘文堂)、瀬戸英雄(新再建型手続き研究会)「民事再生法」(平成12年2月、新日本法規)、高木新二郎・山崎潮・伊藤真編集代表「倒産法実務事典」(平成11年4月、(社)金融財政事情研究会)による。米国法制については、高木新二郎「米国新倒産法概説」(昭和59年2月、(社)商事法務研究会)、高木新二郎「アメリカ連邦倒産法」(1996年7月、(社)商事法務研究会)及び渡邊光誠「最新アメリカ倒産法の実務」(平成9年8月、(社)商事法務研究会)による。

ている。日本については、会社更生手続き及び民事再生手続きを掲載し、米国についてはともに連邦破産法中の規定であるが、企業等に適用される第11章(Chapter11)と地方自治体に適用される第9章(Chapter9)を示している。同図表を参照しつつ、まず、日本法制(会社更生法と民事再生法)と米国Chapter11の主な共通点と相違点を検討し、次いで、米国のChapter11とChapter9との相違を見ていこう。

(1) 日本法制と米国Chapter11の共通点

(イ) 全体の手続き構造

日本法制と米国Chapter11を比較すると、まず全体の手続き構造が下記 ~ に掲げるように非常に類似していることが見てとれる^{*13}。即ち、日米ともに、基本的なプロセスは債務者の裁判所への申立てに始まり、多数債権者による再建計画案^{*14}の可決と裁判所の認可による効力発生・実行という手順で進められる。

*13 こうした類似性は、会社更生法が1952年に当時の米国の法(連邦破産法第10章「会社更生(Corporate Reorganization)」)を範として導入されたこと、民事再生法の制定も1978年の米国連邦破産法改正により企業再建のための手続きとして従来の関連規定を整理統合して制定された第11章「再建(Reorganization)」の登場により大きな影響を受けていることを背景とすると考えられる。

*14 本稿では、再建計画と債務再編計画(合意)は同じ意味で用いている。

債務者（一定の場合債権者等）による裁判所
への申立て
手続き開始決定
債権の確定
債務者（管財人が選任されている時は管財人）
（一定の場合には債権者等）による再建計画
案の作成
所定の多数債権者による計画案の可決
裁判所による計画案の認可
計画の効力発生・権利の変更
計画の実行
手続きの終結

（ロ）個別の共通点

上記のプロセスの中で、日本法制と米国
Chapter11に共通して認められる個別の特徴は次
の通りである。

申立て権者

いずれの手続きでも債務者に申立て権を付与
し、一定の場合に債権者等も申立てを行いうと
している。

手続き開始決定後の債権者の取り立て行為の
停止

日米いずれの手続きの下でも、少なくとも手続
きの開始決定後においては、債権者による強制執
行や訴訟の提起を通じた債権取り立て行為は禁
止・中断される（但し、下記（２）参照）。か
かる執行停止により、下記（１）の債務者によ
る不適切な行為の防止と併せて、債務者の財産を
充実・保全し、手続きの公平かつ円滑な実施が図
られている。

債務者の詐害行為の否認等による債務者財産
の充実・保全

債務者が手続き開始前に行った詐害行為に対す
る否認権の管財人等への付与、手続き開始後の裁
判所による管財人・調査人等の選任等を通じ、債
務者の財産を充実・保全する規定が設けられてい
る。

業務の継続を可能とする措置

一定の条件の下で優先弁済権付きの新たな借財
を認容する等、債務者による業務の継続を可能と
する措置を講じている。

原則として債務者による再建計画案の作成

申立てと同様、債務者（管財人が選任されてい
るときは管財人）が再建計画案を作成するとし、一
定の場合に債権者等が作成することを認めている。

多数債権者により合意された再建計画による
少数債権者の拘束

いずれの手続きも所定の多数債権者による再建
計画案への合意が（裁判所の認可を経て）少数債
権者を含む全債権者を拘束することを定めてい
る。これは手続きに不可欠の要素と考えられる。

手続き全体への裁判所の関与

手続き開始申立ての受理、手続き開始の決定
（米国は原則として申立てにより自動的に開始）、
債務者の財産の保全、債権者により可決された再
建計画の認可など手続き全体を通じて裁判所に重
要な役割が与えられている。

（２）日本法制と米国Chapter11の相違点

上記に対し、次のような点に日本法制と米国
Chapter11との相違が認められる。

手続き開始原因の定め方

日本の法制においては、手続き開始原因を法律
が特定し（債務弁済不能又は破産のおそれ）、裁
判所がかかる開始原因の存在を認めることが手続
き開始決定の前提となっている。これに対し、米
国Chapter11では、手続き開始原因の特定はない。
従って、債務者による申立ての場合、insolventで
あることを要さず^{*15}、申立てにより手続きは当然
に開始される^{*16}。このため、財務内容に全く問題
のない会社が手続きを開始することも可能であ
る。例えば企業買収合戦で大きな損害賠償責任を
負った会社とその減額交渉の梃子として（テキサ
コ）、またアスベスト訴訟処理のため（ジョン
ズ・マンビル）あるいは労働協約破棄のために

*15 申立てについては、債務者はinsolventであることを要さないが、申立て前の一定の財産譲渡行為を否認しうするためには、その要件の1つとしてinsolventであることを要すると定められている（547条b項（3））

*16 日本法制の下での裁判所の手続き開始決定に当たるのは、米国法制の下では救済命令であるといえるが、債権者による申立ての場合、手続きは申立書の裁判所への提出によって開始され、「手続きの開始は、…救済命令を構成する」（1978年連邦改正破産法301条）と位置付けられている。

(コンチネンタル航空) chapter11に移行するといった企業再建という本来の目的以外に利用されるケースも生じている^{*17}。

なお、債権者による申立ての場合で債務者が異議を申し立てたときは、手続きは自動的に開始されず、債務者が期限の到来した債務支払いの一般的な不履行があること等一定の要件を満たすときに裁判所は開始決定を行う。

手続き開始決定前の債権者の取り立て行為からの債務者財産の保護

前述のように、手続き開始決定後で見れば、日米ともに債権者による訴訟等を通じた取立て行為は禁止・中断されるが、申立てから開始決定の間(日本の場合は裁判所による開始原因の審査プロセスがあるため、この間に必ずギャップが生ずる。米国の場合は、債務者による申立ての場合はギャップはないが、債権者による申立ての場合ギャップが生じうる)における債権者の取り立て行為からの財産保護については、日米法制で相違がある。即ち、日本の法制では、裁判所が、利害関係人の申立て又は職権で、個別にないし包括的に強制執行等の手続きの中止を命じるとされているのに対し、米国の法制では、手続き開始の申立てが行われることにより司法上・司法外の全ての取り立て行為の開始と継続が停止される(自動的停止(automatic stay))。債権者による申立てに対して債務者が異議を申し立てたときは、上記のように一定の要件を満たすときに裁判所は手続き開始決定を行うため、開始の申立てと開始決定との間に米国でもギャップが生ずるが、この場合でも自動的停止は申立てと同時に発動される。

手続き開始決定後の業務運営

手続き開始後の業務運営について、日本法制で

は、会社更生手続きでは管財人が必置機関として選任される。民事再生法では法律上は図表2に示す3つのタイプがあるが、これまでのところ、東京地裁や大阪地裁では原則として監督命令を発令し監督委員を選任するという実務運用がなされていることから、実際は監督委員の監督の下で債務者が業務運営を行うケース(「監督型」)がほとんどであり(管財人が選任された例はわずかにある)^{*18}、何ら監督機関が設けられずに債務者が業務運営を継続するいわゆる「DIP(Debtor In Possession: 占有継続債務者)型」の例はまだないようである。

これに対し米国Chapter11では、債務者がいわゆるDIPとして業務運営を継続するのが原則である。法律上は手続き開始決定後で計画認可前であれば、利害関係人の請求により、現行経営陣に重大な経営過誤等があるとき^{*19}、又は債権者等の利益に資するときは、裁判所は、管財人を選任しなければならないとされているが、裁判所は一般的に債務者に好意的であり管財人の選任を認めさせるのは容易ではないとされている^{*20}。同様に、債務者の業務運営を調査するため(管財人ではなく)調査員を選任することも可能であるが、その選任も例は少ないと言われる。

上記をまとめると、ここであげた3点、即ち、申立て原因に限定がなくinsolventでない債務者であっても手続き開始の申立てを行いうること(実際にそうした事例が生じていること)、申立てと同時に手続きが開始されない場合(いわゆるギャップ期間がある場合)であっても申立てと同時に債権者による全ての取り立て行為が停止されること(automatic stay)、手続き開始後も原則として債務者が業務運営を継続すること(日本の民事再生法は類似の制度となっているが、運用上

*17 渡邊光誠「最新アメリカ倒産法の実務」(平成9年8月、(社)商事法務研究会)P23及び高木新二郎「アメリカ連邦倒産法」(1996年7月、(社)商事法務研究会)P344

*18 山本和彦・長谷川宅司・岡正晶・小林信明編「Q&A民事再生法」(2001年9月、有斐閣)P14、17

*19 例えば、イースタン航空倒産の際、申立て後かなりたって、申立て時の経営陣では業務を遂行できないということを主な理由として裁判所は外部の管財人を選任したとされている(早稲田経営学院主催「米国の動産担保権法・破産法セミナー」(1991年10月)におけるウィンスロップ・スティムソン・パトナム&ロバーツ法律事務所「担保権法・破産法セミナー」配布資料)

*20 平成11年に米国倒産手続きに携わる実務家等から米国で聞き取り調査を行った川畑正文(大阪地裁判事補(当時))は、「実務上、管財人の選任は、非常に稀であるようである」とし、その背景として債務者が反対するのは当然のこととして「債権者らも、管財人の報酬に多額の費用がかかることから、管財人選任を望まないのが通常であるということである」と記している。具体的には、「アトランタでは、1999年1月1日以前に申立てられた未済事件129件中、管財人が選任されている事件は10件にすぎず、「全国的には、管財人が選任されている事件は、全体の3~4%にも満たないのではないかと」として「アメリカ合衆国における倒産手続きの実務(2)」(NBL2001.3.15)。

は監督委員による監督が原則となっている)から見て、米国Chapter11は、日本法制に比べ、より債務者利益の保護に厚い (debtor friendlyな) 制度となっているといえる。

(3) 米国Chapter11とChapter9^{*21}の相違点

最後に、米国Chapter11とChapter9とを比較してみよう。

基本的な手続き構造は同様であるが、次のような相違点がある。

申立て権者の限定

Chapter11では一定の債権者も申立て権を付与されているが、Chapter9の場合申立ては自治体に限定され、債権者に申立て権はない。

自治体の行政権能への不介入

Chapter11の場合、裁判所が一定の場合管財人・調査人を選任するとされているが、Chapter9の場合、裁判所は、自治体が同意した場合又は再建計画に定めがある場合を除き、自治体の政治行政権力の行使、財産・歳入、収入源財産の使用享受を妨げてはならないとされている。管財人・調査員選任の規定も適用されていない (否認権の規定は適用される)。

再建計画案の提出権の独占

Chapter11の場合、債務者が当初の120日間に再建計画案を提出しなかった場合等には、債権者にも再建計画案の提出が認められるが、Chapter9の場

合は自治体のみにも再建計画案による提出が認められ、債権者には計画案の作成は認められていない。

以上の相違点はいずれもChapter11に比べChapter9の下での債務者の利益保護を強めるものであると考えられる。しかし、同時にChapter9は、Chapter11に見られない次のような規定を置いており、この面では債権者利益の保護を強化している。

債務者適格の法定

Chapter11の場合、債務者による申立てについては手続き開始原因の限定はなく、申立てにより自動的に手続きが開始されるが、Chapter9の場合、自治体 (債務者) による申立てに対し異議があったときは、裁判所が審査を行い、債務者が不誠実な申立てをなし、又は申立てが法の定める要件に合致しないことが判明したときは、裁判所は申立てを棄却しなければならないとされている (921条c項)。同法は、自治体が申立てを行うための適格要件として、(i) 州法等により個別にChapter9の申立てを行う権限を付与されていること、(ii) 債権者との交渉を行うことが実際的でない場合等に該当すること等に加え、(iii) insolventであることを定めている (109条c項)。ここでいうinsolventとは、(i) (係争中であるものを除き) 期限の到来した債務支払いの一般的な不履行があること、又は(ii) 支払期限の到来する債務を支払えないこととされており (101条(32)c)^{*22}、この要件を満たさ

*21 Chapter9は、1930年代の恐慌の中で、自己の無責任な政策の結果ではなく国家経済の悪化によって財政危機に直面した自治体に対し連邦として保護を提供するために、破産法の改正として追加されたものである。当初、1934年にChapter9として追加されたが、1936年に最高裁判所より州の財政マターへの不当な干渉であると違憲判決が出されたため、37年に議会は改めて破産法改正を行いChapter10 (現在のChapter9) を追加した。内容的にはほとんど違いはなかったとされるが、最高裁判所は、1938年、Chapter10は債務者たる自治体に財政マターへのコントロールを保持させるように構成されているとして合憲判決を出したとされる (David L. Dubrow "Chapter9 of the Bankruptcy Code: A Viable Option for Municipalities in Fiscal Crisis?" The Urban Lawyer, Vol.24, No.3, Summer 1992)。なお、Chapter9は、制定以降、60年以上が経過するが、自治体からの申立ては500件未満にとどまっているとされている (Public Information Series, Bankruptcy Judges Division, Administrative Office of The United States Courts "Bankruptcy Basics" August, 1998)。

*22 自治体にとってのinsolventのこうした定義は88年の法改正で挿入されたものである。改正以前は、自治体の債務者適格要件の1つとしてinsolventであるか又は弁済期限の到来した債務を弁済できないこと (109条c項) と定められ、insolventは債務者の負債総額がその公正に評価した全財産よりも大である財務状況をいう (101条(26)) とされていた。改正後は、109条に定める債務者適格が「insolventであること」とされるとともに、101条(32)に自治体についてのinsolventの定義が設けられ、自治体が(i) 善意での係争の対象となっているものを除き、期限の到来する債務の支払いが一般的に不履行となっているか、又は(ii) 期限の到来する債務を支払えないような財政状態をいうとされた。当該改正について下院司法委員会は、次のような説明を行っている。「現在のinsolventの定義、一般的には、債務が非除外資産を超えるということは、自治体には適用できない。自治体のほとんどの資産は (債権を満足させる手続きから) 除外されており、債務の支払いに用いることはできない。このため、財政的に健全な自治体であってもほとんどの場合その債務は非除外資産を超え、現行法ではinsolventとみなされる。改正は...これを修正.....する。債権者にとって重要なものは、自治体の資産ではなくその債務返済能力である」(Dubrow (1992))。

ないときは申立ては棄却される^{*23}。なお、申立てが棄却されなかったときは、裁判所は救済命令を発しなければならない(921条d項)。

手続きの棄却

Chapter11では、裁判所は、債権者と債務者の利益となるときは、手続きを棄却ないし停止できるとしている(501条a項)。これに対し、Chapter9では、裁判所は、(i)(手続き)遂行の欠如、(ii)債務者にとり不利益な債務者の不合理な遅滞、(iii)裁判所の定める期間内の計画案の不提出、(iv)裁判所の定める期間内に計画案が受諾されなかったとき、(v)計画案が不認可となりかつ計画案の再提出又は計画案の修正のための提出期限の延長が否定されたときは、手続きを棄却するとし(930条a項)債務者の誠実な対応を促す規定を置いている。

このように、Chapter9の手続きにおいては、一方で(日本法に比べると既にかなりdebtor friendlyとなっている)Chapter11と比べ更に債務者利益保護を強める規定を置いているが、他方で、自治体に対し、債務者適格(insolventであること等)の証明を要請し、また債務者による不合理な遅延等の場合に裁判所が手続きを棄却することを定め、債務者の誠実な対応を促し債権者保護を強めるものとなっている。これは、裁判所に行政権力への介入を禁ずる一方で、裁判所の監視の下で、制度の濫用を防ぎ、プロセス全体を通じて債務者と債権者の利益保護のバランスの維持が図られていることを示すものであると考えられる。

3. 日米の再建型倒産法制に照らしたSDRM提案の特徴と問題点

ここまでSDRM提案の概要、日米法制の共通点と相違点、更に米国法制の中でChapter11とChapter9の相違点を見てきたが、本項では、日米の現行法制に照らし、SDRM提案がどのような特徴を持ちどこに問題を抱えるか検討する。

結論から先に述べれば、SDRM提案の特徴であり、かつ再建型倒産法制として見た場合の主要な問題点は、第1が裁判所の不在であり、第2が債務者利益保護と債権者利益保護の(現行法制に比べた)バランスの変化(債務者利益保護への傾斜)である。以下、それぞれ検討する。

(1) 裁判所の不在

図表3は、日米の法制で裁判所が果たす主要な機能をあげるとともに、SDRM提案(当初案、改定案、具体案)でこれら機能に対しどのような措置を講じているかまとめたものである。

ここから見てとれる1つ目の特徴は、現行の日米法制で裁判所が果たしている機能のうち、形式的側面が強い要素をSDDRFが担うという流れである。形式的な要素とは、申立ての受理、債権の確定、多数債権者の合意に係る投票の検証である。

2つ目の特徴として、現行法制で裁判所が担っている実質的機能(裁判所の行為に伴い自動的に他の法的効果が生ずる場合の当該法的効果(例えば開始決定後の一般的執行停止)を含む)について、一部はその機能自体を制度から取り除き、残

*23 1991年6月6日、米国Connecticut州のBridgeport市は、Chapter9の申立てを行った(同市は人口14万人(当時)で、それまでにChapter9の申立てを行った最大の自治体である)。これに対し、同年8月1日、裁判所は、Bridgeportはinsolventでないと理由で申立てを棄却した。裁判所は、insolventといえるためには、現年度において、あるいは採択された予算に基づき次年度において、期限の到来する債務を支払えないことを証明しなくてはならないとした。Bridgeportは、別途積立てであった債券発行収入のおかげで現年度である1991-92年度においてはcashがなくなることはないが、1992-93年度には期限の到来する債務を支払えないのでinsolventであると主張した。しかし、裁判所は、Bridgeportの1992-93年度の財政状態は、地域・州・国の経済の健全性、州・連邦の支援、労働組合の譲歩の可能性、効率化による節約の可能性、徴税率の増加、及びbudget gapを埋める借入れ努力の成否を含め、様々な変数に影響されるものであり、まだ予算案さえ提出されていない年度のcash positionの不確実性からしても、申立て時点において、同市が1992-93年度において期限の到来する債務支払いが不能となるとの予想(prediction)は信頼するに足りない(unreliable)同市は、近い将来(near future)において資金がなくなり、期限の到来する債務を支えなくなると証明しなくてはならないと判示した(Dubrow(1992))。但し、Dubrowが同論文で記しているように、この状況を踏まえても、「近い将来」とはどのようなタイム・フレーム(年度末までにか、あるいは数ヶ月ないし数週間内にか)であるかが不明確であり、また、判決があげる様々な変数を考慮する場合、債務支払いのために自治体は常に歳入増ないし歳出カットを行おうとの議論がありうるために、増税が非生産的で歳出カットも実行可能でないことが明確に示せるようなケースを除き、何を基準としてinsolvency testをクリアするかを判定するかが難しい問題として残るといえる。

りはSDDRFに担わせるという流れである。前者（制度から除かれる実質的機能）に当たるものが、一般的執行停止、再建計画の実質的審査（認可）である。仮に開始決定時の申立て適格性（債務の持続不能性）の第三者による審査が入らない場合には、これも制度から除かれる実質的要素となる。後者（SDDRFに担わせる実質的機能）は、個別的執行停止及び手続きの棄却である。

SDRM当初案あるいは改定案では、現行法制で裁判所が担っている機能の重要な部分をIMFが担うという考えが示されていた。しかし、改定案を経て具体案では上記のように変化した。これは、前述のように債権者の一員であるIMFに実質的機能を担わせることに対し、利益相反の可能性が強

く指摘されたことが決定的に作用したと考えられる。しかし、IMFが実質的な機能を担う主体となりえないことを制約条件として課し、かつIMF協定改正で対応する（IMF協定改正で対応できる範囲内で考える）という前提で考える場合、形式的機能はSDDRFに担わせることができても、現行法制で裁判所が債務者及び債権者の双方から独立したいわば中立的な審判者ないし裁定者として担っている実質的機能を遂行する存在を見出すことは、困難となるといえる^{*24}。この結果、一般的執行停止、再建計画の実質的審査、手続きの棄却^{*25}、場合によっては申立て適格性の審査といった実質的な要素が公式の制度からは断念される流れが生じてきている。こうした流れの中で制度デザイン

図表3 日米再建型倒産法制における裁判所の主な機能とSDRMにおける措置

	日本		米国		SDRM		
	会社更生法	民事再生法	Chapter11	Chapter 9	当初案	改定案	具体案
申立ての受理	裁判所	裁判所	裁判所	裁判所	IMF	(不明)	SDDRF
申立てから開始決定までの間（ギャップ期間）の執行停止	裁判所（個別）	裁判所（個別又は包括）	- (Automatic Stay)	- (Automatic Stay)	- (Stayの発動)	(不明)	SDDRF (個別)
開始決定	裁判所	裁判所	- (一定の場合、裁判所)	- (一定の場合、裁判所)	IMF	(不明)	債務国又は第三者
開始決定後の債務者の業務運営への関与	管財人	原則、監督委員（運用）	例外的に、管財人（運用） (注)原則、債務者が業務運営	(債務者の行政権の行使等は妨げられない)	(言及なし)	(Chapter 9に類似)	(債務者の主権に干渉すべきでない)
開始決定後の執行停止	- (自動発動)	- (自動発動)	(Automatic Stayが既に発動)	(Automatic Stayが既に発動)	IMF (Stayの発動)	IMF又は多数債権者(stayの発動) (但し、当初90日間のみは債務国又はIMF)	SDDRF (個別)
債権の確定	裁判所	裁判所	裁判所	裁判所	(IMFは適さず)	独立の紛争解決フォーラム	SDDRF

*24 IMFの具体案ペーパーP26においても、適格性審査を第三者に行わせるとなると、誰に担わせるかが困難な問題であるとしている。

*25 具体案には、債権者及びSDDRFによる手続きの棄却が含まれているが、後述（第8項）するように、2002年12月のIMF理事会ではほとんどの理事がSDDRFに棄却権能を与えることに反対している。

多数債権者の合意を得た再建計画の認可	裁判所	裁判所	裁判所	裁判所	(不明)	IMF	SDDRFによる投票の検証
計画の履行の確保措置	管財人	原則、監督委員(運用)	裁判所	裁判所	(言及なし)	(言及なし)	(言及なし)
手続きの棄却・終結	裁判所	裁判所	裁判所	裁判所	(不明)	(不明)	SDDRF、債務国又は債権者

注) 1. それぞれの法制ないし提案において、左欄に掲げた機能を主として担う機関をあげている。具体的な機能の内容は図表2参照。
2. 上表に示したギャップ期間は、Chapter11の下での債務者による申立ての場合、Chapter11の下での債権者による申立てやChapter9の下での自治体の申立てに異議が出なかった場合には生じない。SDRM当初案においては、ギャップ期間の発生は想定されていなかったと考えられる。

を行おうとすると、法制度としてみた場合に、後述するように、濫用の防止、実効性の担保、債務者と債権者利益の適切な考量等の面で問題を生ずるものとなる可能性がある。

(2) 債務者と債権者との利益保護のバランスの変化(債務者利益保護への傾斜)

次に、第2の特徴である債務者利益の保護と債権者利益の保護とのバランスの変化(債務者利益保護への傾斜)を見よう。これは第1点目の裁判所の不在と大きく関連している。

図表4は、米国のChapter11、Chapter9、SDRM具体案のそれぞれにおいて、制度のキーとなるいくつかの要素に関し、債務者保護に資する規定内容となっているか()、債権者保護に資する規定内容となっているか()、そのどちらとも言えないか(-)を分類したものである。例えば、申立て権者について、Chapter11は債務者にこれを認める(債務者保護())とともに一定の債権者にも認めている(債権者保護())が、Chapter9では債務者にのみ認めている(債務者保護())。また、開始原因について、Chapter11は規定を置かず開始原因を限定していないという債務者に有利な仕組みとなっている(債務者保護())が、Chapter9では異議が出たときはinsolventであること等債務者の申立ての適格性が審査され、濫用が防止されている(債権者保護())。

こうした観点から、まずChapter11とChapter9とを比較すると、前項でも触れたが、Chapter9は、Chapter11に比べ、一部債務者の利益保護を強める規定を置いているが、その一方で債権者の

利益保護を強める規定も置き、ある意味でバランスが取られている。具体的には、繰り返しになるが、Chapter9は、申立て権の債務者への限定(債権者に申立て権なし)、管財人・調査員選任規定の不適用(行政権への不介入)、再建計画案提出権の債務者による独占(債権者による対抗提案権なし)を定め、債務者(自治体)の利益保護を強化する規定を有しているが、同時に、債務者適格要件の法定(異議が出た際には、自治体はinsolventであること等を証明する必要がある)、裁判所による手続き棄却事由の拡大(債務者の不合理な遅滞等で棄却)を定め、債権者利益の保護を図る規定を置いている。また、これはChapter11とChapter9双方に含まれている規定であるが、裁判所が、多数債権者の合意を得た再建計画を債権者利益保護等の観点から実質的に審査する仕組みが置かれている。即ち、Chapter11では、裁判所は、計画案が仮に清算するとした場合に受領する以上の額を債権者等が受け取ることを定めていること、また、(受諾しない債権者がいるにも関わらずcram down(図表2中の説明参照)により再建計画を認可する場合には)計画案を受諾していない債権者等を不公正に差別せず公正かつ公平(fair and equitable)であること等が審査され、債権者の利益保護が図られている。また、Chapter9においても、裁判所は、再建計画案が債権者の最大の利益(best interest)に合致すること、実行可能(feasible)であること等を満たすときに計画案の認可を行うとされ、債権者保護が図られている。

これらの2つの手続きとの比較でSDRM具体案を見ると、債務者保護と債権者保護のバランスが

変化（債務者利益保護へ傾斜）し、場合によってはその傾向が更に強まりかねないことが見てとれる。即ち、Chapter11との対比で、Chapter 9では、申立て権、業務執行の面で債務者保護を強めたが、申立て適格性の審査により濫用を防ぐ形となっている。これに対し、SDRMでは開始原因の第三者審査が入るか否か未定である。IMF協定の枠組みの中で考える限り（IMFの債権者としての立場との矛盾が生じるため）適切な審査主体は見出し難いと考えられることから、仮にSDRMに第三者による（債務の持続不能性の）審査が入らないとすると、この手続きは濫用のリスクにさらされることになる^{*26}。

また、再建計画案の作成・認可についても、Chapter 9に認められる債務者と債権者の利益保護のバランスを図る仕組みが、SDRMでは変化し

ている。即ち、Chapter 9では、先述のように再建計画案の提出権は債務者（自治体）が独占しているが、再建計画案が債権者のbest interestに合致するかどうか等を裁判所が計画案の認可に当たり審査することとされている。実際のChapter 9のケースでは、裁判所は、自治体の課税水準、支出水準等を踏まえて計画の妥当性の判断を行っている^{*27}。これに対し、SDRMでは、債務国に計画案提出権を独占させる^{*28}一方、第三者が債権者保護等の観点から再建計画案を実質的に審査する仕組みは置いておらず、債務国の主権に干渉すべきではないとの制度の基本的考え方ともあいまって、計画案の作成における債権者利益の保護がChapter 9などと比べると後退した制度となっているように思われる^{*29}。

なお、Chapter 9では債権者利益の保護の観点

*26 IMFによると、新興市場国との非公式協議において、SDRMが導入される場合には、債務が持続可能である場合にも、これを発動すべきであるとの国内政治上の圧力に抗することが一層困難となりうるとの懸念が表明されたこととされている（IMF（November 27, 2002）P25）。

*27 裁判所の認可要件の中で、問題となりうるのは、特に計画案が債権者のbest interestに合致すること（943条b項（7））である。これに関し、Dubrow（1992）は、「判例の示すところは、自治体の文脈で計画が.....債権者のbest interestに合致するか否かの決定に当たっては、裁判所は、計画において定められている支払いがその状況の下で債務者が合理的に支払い得る全てであるかどうかを審査する（will examine whether the payments provided for in the plan are all that the debtor is reasonably able to pay under the circumstances）ということである」としている。そうであるとして、（計画が前提とする）自治体の課税レベルと支出水準が決定的に重要な問題となる。Kelley対Everglades Drainage Districtケース（1943）において、最高裁判所は、次のように述べた。「将来の税収が債権者がその債権の支払いのために見出し得る唯一のソースである場合、その収入見通しが、異なるクラスの債権者のそれぞれの利益を評価する上で、唯一の利用可能なベースとなる。裁判所が計画により債権者に提供される現金ないし証券の総額の公正性（fairness）を決定し得るようになるためには、裁判所は、債権者の満足のために利用可能な将来のありうべき収入の合理的かつinformされた推計を行うことを可能とするデータの提示を受けなければならない。検討対象に含めることが適当な事実としては、過去の税目毎の収入、課税対象資産の現在の評価額、過去の滞納率、及び将来の滞納率に影響すると合理的に予想されるDistrictの一般的な経済状況がある。」更に、Fano対New Port Heights Irrigation Districtケース（1940）において、裁判所は、主として税率引上げが行われないことを理由に計画を否認した。裁判所は、滞納率がわずかに5%であり債務を支払うために増税をするには課税能力が不十分であるということが全く十分に示されていない状況において、債務支払いのために十分な税率の引上げができない理由は見出し難いとした。更に、本件における裁判所の判断に影響した追加的要素としては、近年の維持費支出が法外に大きく（extravagant）、明らかに金利支払いの停止に影響した事実があげられている。他方、裁判所が、ガス料金の引上げはgas authorityの競争力を削ぎ顧客を失わせることからその引上げは行えないとして、計画を認可したケースもある。また、裁判所は、税収は債務支払いだけでなく自治体運営の費用にも当てなければならないことを認識している。このため、所与の状況の下で何が合理的（reasonable）であるかの決定に当たっては、裁判所は、収入見通しだけでなく、予想される支出の合理性についても分析しなくてはならないことになる。従って、裁判所は、計画の認可に当たっては、課税レベルが債権者にとってfairなものか、公共サービスへの支出が必要かつ合理的なものか、予算が実行可能なものかについて、難しい判断を迫られることになる。この意味では、計画の評価に当たって、裁判所は、不可避免的に自治体の財政的・政治的マターに引き込まれていくことになる。なお、計画が否認された場合、裁判所は計画の修正をサジェストでき、これを受け入れるか否かは自治体の判断になる。もし修正が受け入れられ、かつ重要でない場合は、計画は認可される。もし修正が受け入れられ、かつ重要である場合は、新しい計画に対する債権者の投票が行われなくてはならない。もし修正が自治体にとって受け入れられない場合、手続きが棄却されるか、あるいは自治体は計画を作り直して債権者の投票にかけることも可能である（以上、Dubrow（1992）による）。

*28 この点は具体案で必ずしも明確とされているわけではないが、具体案ペーパーにおける記述が債務国による再建計画案の提出を前提としており、また債権者による計画案の提出については何ら触れられていないことから、本稿では債権者には対案の提出権はないと整理している。

*29 対象債務の範囲が、具体案が示すように国内債務を除外する等によりソブリンの全債務とならない場合には、債務再編における債権者間の公平の確保も重要な問題となる。

から手続き棄却事由を拡大しているが、SDRMにおいても債権者は手続き発動を正当化できないと考えるときは終結できるとし債権者の利益保護を図っている。ただし、同時に債務国も手続きをいつでも終結できるとしており、債務国の利益も図られているといえる。

以上をまとめると、制度デザインにおける利益考量という観点で見ると、Chapter 9に見られる債務者と債権者の利益保護のバランスを図る仕組みが、SDRMでは債務者利益保護の強化に傾斜したものになっており、未確定の部分を含めると更にその傾向が強まる可能性が高いことが見てとれる^{*30}。

図表4 Chapter11、Chapter9、及びSDRMにおける債務者保護、債権者保護の仕組み
(債務者保護に資すると考えられるもの() 債権者保護に資すると考えられるもの() どちらとも言えないもの(-))

項目	Chapter11	Chapter 9	SDRM具体案
申立て権者	債務者、又は一定の債権者	自治体(債務者) (注)債権者に申立て権なし	債務国 (注)債権者に申立て権なし
開始原因	(規定なし) (注)債権者による申立ての場合、異議が申し立てられたときは、裁判所が審理を行い、一般的債務不履行などがあるときに開始決定	(規定なし) (注)申立てに対し異議が申し立てられたときは、裁判所が審理を行い、insolvent(一般的債務不履行、債務弁済不能)等に該当するときに開始決定	債務持続不能 (注)開始原因の有無を審査するかどうか、審査するとした場合誰が審査するか未定
開始決定と債務者	原則、債務者は業務執行権・財産管理権を維持するが、例外的に管財人・調査人が選任される	() 裁判所は、自治体が同意した場合又は再建計画に定めがある場合を除き、自治体の政治行政権力の行使、財産・歳入、収入源財産の使用享受を妨げてはならない	債務国の主権に干渉すべきではない
再建計画の作成主体	債務者(管財人)又は債権者(当初の120日間に計画が提出されなかったとき等)	自治体 (注)債権者に作成権なし	債務国 (注)債権者に作成権なし
再建計画の認可	裁判所は、計画案が、清算の場合に受領する以上の額を債権者が受け取ることを定めていること、(cram downが行われる場合)計画案を受諾していない債権者等を不公正に差別しておらず、公正かつ衡平(fair and equitable)であること等を満たすとき、認可	裁判所は、計画案が債権者のbest interestに合致すること等を満たすとき、認可	SDDRFによる適格多数債権者の合意の検証により、効力発生 (注)内容にわたる審査は行われない模様

*30 企業が倒産し再建型の倒産手続きに移行する場合、債務再構築交渉は一般的には交渉不成立時の清算の可能性を背景として行われ、これが債務者の誠実な交渉を担保すると考えられる。ところが、債務者がソブリンである場合には、清算の可能性はない。このため、債務者が誠実に債務再構築交渉を行い、かつ債務返済能力を高めるような適切な政策を採用するためのインセンティブをどのようにして確保するかが重要な問題となる。SDRMにおいても、当初案の段階では、stayの適用を一定の期間に限って認め債務国の政策と債権者との関係のレビューを経て更新するという仕組みにより、債務者の適切な行動の確保を図るとの考えが示されていた。また改定案の段階ではstay期間中IMFプログラムを実施し又はその協議をすることを通じて債務国がその資産価値を維持することを確保する、他方IMFが債権者により可決された計画を持続可能な債務内容をもたらすものかどうかに基づき承認するとのアイデアが示され、債務国の政策と債務再編内容を整合的にIMFが審査をしていくとの考えが示唆されていた。しかしながら、これらの点については、具体案の段階でstayが断念され、stayの更新の可否を梃子に債務国の適切な対応を促すという仕組みが成り立たなくなったこと、IMFの公式の役割を限定するとのスタンスが強くなり打ち出され再編合意のIMFによる承認という考えは影を潜めたことから、現時点では債務国の適切な対応を促すためのメカニズムには、多数債権者の決議による手続きの終結、既存のIMFの貸付け政策の活用²の2つとなる。は再編合意を受け入れるかどうかという決定権を有する債権者に新たに大きなleverageを与えるものではない。は、運用の仕方によっては強力な手段となりうるが、IMFの実質的な関与については否定的な意見が多い中で現実に機能するか見通しは困難である。

手続きの終結	<p>裁判所は、債権者と債務者の利益となるときは、手続きを棄却又は停止</p> <p>裁判所は、財団の管理が完全に行われ、かつ管財人を終任させた後に、手続きを終結</p>	-	<p>裁判所は、債務者の不合理な遅滞、期間内の計画案の不提出、期間内の計画の不受諾、計画案の不認可かつ提出期限延長の否定などがあるとき、手続きを棄却</p> <p>裁判所は、事務執行が完結したときは、終結</p>	-	<p>債務国は、いつでも終結できる</p> <p>債権者は、手続き発動を正当化できないと考えるときは、終結できる</p> <p>SDDRFは、合意の相応の見込みがないとき、終結できる</p> <p>SDDRFによる合意の検証により自動的に終結</p>	-
--------	---	---	--	---	---	---

(3) SDRM提案の再建型倒産法制としての問題点

本項におけるここまでの検討をまとめると、SDRMは、再建型倒産法制として日米の現行法制例との比較でみると、次のような問題があると考えられる。

制度の中に、債務者利益と債権者利益を中立的立場から考量し、円滑公正な運営を図る審判者・裁定者としての裁判所ないし裁判所に代わる存在が不在であること

個別の制度デザインにおいて、(そもそも debtor friendlyである) 現行米国法制との比較で見ても、債務者利益の保護に傾斜し、債務者と債権者の利益保護のバランスが(債務者保護に) 偏るおそれがあること

ここで、 の問題(債務者利益保護への傾斜)は、立案者が意図したのではなく、 の問題(中立的審判者・裁定者の不在)から派生したものであると考えるべきであろう。即ち、図表3で見たように、当初案あるいは改定案では、開始原因の審査(当初案)、計画案の審査(改定案)をIMFが行うとの考えが示され、制度上は債務者と(IMF以外の)債権者との利益考量のバランスを図りうる提案が含まれていた。しかし、これらが前述のような理由で維持できなくなったため、こ

うした要素は制度から取り除かれ(あるいは取り除かれる可能性が高くなり)、その結果として、債務者と債権者との利益保護のバランスに影響が生じたと考えられる。

制度上の利益保護バランスの重要性はIMFも認識しているが、中立的第三者を見出し難いという制約条件の結果、むしろ制度の機能を弱めることによりかかるバランスへの影響を回避するという対応が図られているように思われる。具体的には、例えば、具体案では一般的執行停止が断念された。これは、これまで再編合意前の訴訟が限定的であること等を理由としているが、一般的執行停止を入れないことが制度濫用の防止に寄与するとの位置付けも行われている^{*31}。しかし、こうした対応の結果、SDRMは先に見た日米の現行法制の例からも異なるものとなっており、制度の実効性が損なわれる懸念が生じているといえよう。

4. SDRM提案の論拠の妥当性(1) 最近の対外ソブリンボンド再編の事例

さて、ここで少し視点を変え、SDRM導入の論拠にさかのぼってその評価を試みることにしたい。SDRM提案の背景説明は、当初案から改定案、具体案と制度内容が変化するにつれ、若干変化し

*31 具体案は、制度の濫用防止を、その発動によって債務国の債権者に対する法的leverageが強化されることのないような制度とすること(具体案は、制度発動により自動的にstayが適用される仕組みを採用しないこととしたが、これは、再編合意前の訴訟提起が現在までのところ限定的であること、一般的な執行停止の導入は不必要に介入的であることを理由とするものの、併せて制度の濫用防止に寄与するとの説明も行われている(IMF, November 27, 2002, P26))に加え、IMFの通常の貸付け政策を活用すること(IMFプログラムの協議とその実施プロセスにおいてIMFが債務国に適切な政策の採用と誠実な債務再構築交渉を促すことをさすものと考えられる)により対応する考えを示している。しかし、は制度の実効性の点で問題を抱える可能性があり、のIMFの貸付け政策の活用による対応は先に述べたように(IMFの実質的な関与に対し否定的な意見が強い中で)どのように機能するのか見通しが困難である。

ているが、主たるポイントは次の2つである。

新興市場国の資金調達形態は80年代の銀行融資中心から90年代に証券へとウェイトをシフトさせており、その結果、債権者の利害の多様化により、債務の再編に必要な債権者間の調整が著しく困難となっていること(いわゆる集団行動 (collective action) 問題の深刻化)

特に、債務再編合意に参加せず当初契約通りの支払いを求めて訴訟を起こすいわゆるholdout creditorの脅威が顕在化していること(例えば、Elliott Associatesケース)

本項では、これらのうち第1点目、即ちソブリン債務の再編における債権者間の調整が近年一層困難な問題となっているかどうかについて見ることとし、そのため、以下で、最近のソブリンボンドの再編の主要事例を紹介し、分析する。第2点目のholdout creditorの代表例としてのElliott Associatesケースについては、次項で分析する。

(1) 最近の対外ソブリンボンド再編の事例^{*32}

図表3は、最近の対外ソブリンボンド再編の4つの主要事例を掲げたものである。以下、ケース毎に簡単に説明する。

(イ) ロシア

最近におけるボンド再編の最初の主要事例はロシアのケースである。98年8月、ロシアは金融危機に襲われたが、これにより居住者・非居住者の双方に保有されていたルーブル建ての短期国債(GKO)がdefaultしたほか、旧ソビエト時代の貿易決済関連の商業銀行借入を96-97年にかけて再編したinternational noteについてもdefaultした。これに対し、ロシア政府は、これら旧ソビエト時代の債務の再編時のメカニズムを用い、

London Clubのbank advisory committeeを再形成し、defaultしたnoteのほとんどはこれらの銀行が保有していると予想されたことから、これと協議を行った。その結果、債務の一部免除(再編された元本note (PRINs) につき37.5%、再編された利子note (IANs) につき33%を削減)のうえ、残額をユーロボンドにexchange(交換)することで合意し、証券の再編が実現した。exchangeへの参加率は、99%超(2000年8月)とされている^{*33}。なお、ロシア政府は、ロシア政府の発足以降新規に発行したユーロボンドについては支払いを継続しており、defaultは選別的であった。

(ロ) パキスタン

パキスタンは、ロシア危機を契機とする資金流出や核実験(98年5月)に対する経済制裁から外貨繰りが悪化し、99年2月にはParis Clubのリスクを受けたが、パキスタン政府は、99年5月、このリスク合意に含まれていた他の債権者についても平等の扱いをするというcomparability of treatment clauseを実行するため、99年12月と2002年2月に償還を迎える3本のユーロボンドの再編について非公式に協議を開始した。ボンドは中東の金融機関とretail投資家に広く保有されていたが、協議の結果、元本の削減は行わず現在価値ベースで残高を約27%削減する形でドル建てユーロボンドへのexchangeが行われ、99%の参加を得た。これは、キーとなる債権者との非公式コンタクトの結果、政府が大多数のボンド保有者にとって受け入れ可能なexchange offerを形成できたことによるとされる。

なお、旧ボンドは英国法準拠であり、所定の多数債権者の合意で支払条件を変更できるといういわゆるcollective action clauseを有していたが、パ

*32 本項の記述は、主として次によっている。IMF "Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises Restructuring International Sovereign Bonds" January 2001, Luisa Palacios "Sovereign Bond Defaults and Restructuring in Emerging Markets: A Preliminary Review" July 2002 JBCI Working Paper No.6, IMF "Sovereign Debt Restructuring and the Domestic Economy Experience in Four Recent cases" February 21, 2002 及び小野有人「国際金融危機における「民間セクター関与」 国際金融システム安定化のジレンマ」2001年12月 富士総合研究所研究レポート

*33 市場参加者が組織する複数の機関が合同で公表したペーパー(EMCA・EMTA・IIF・IPMA・SIA・TBMA "Sovereign Debt Restructuring-Past Experiences with Market-Based Restructuring-(Discussion Draft) 12/6/02)は、ロシアの債務再編について、97年12月の第1回exchangeへの参加率が96%、2000年8月の第2回exchangeへの参加率が99%超としており、これに基づき本文では第2回exchangeへの参加率を記している。

キスタン政府は、債権者集会で所定の多数の合意が得られないことへの懸念、またexchange offerの段階でdefaultは生じておらず、従って債券保有者は訴訟を提起できなかったが、債権者集会を招集する場合にはそれが再編を阻害する行動（例えば、default発生の際の訴訟プランの作成など）のきっかけとなることが懸念されたことから、この条項を活用しなかった。

(ハ) ウクライナ

ウクライナは、ロシア危機の影響で新規の民間資金調達に困難となり資金繰りが悪化した。ウクライナ政府は、98年から99年にかけて債券毎に再編を図る個別再編アプローチをとり、短期高金利債券への置き換えを進めたが、その結果、2001年2月にかけ巨額の債券の償還を迎えることとなった。このため、政府は、2000年2月に、2000年と2001年に償還を迎える4本のユーロ債券とGazprom債券（複数）（ロシアの天然ガス企業ガスプロムからの天然ガス輸入に関する債務（私募債））の包括的なexchangeのオファーを開始した。4本中3本の債券は比較的少数の投資銀行やhedge fundに保有されていたことから政府はこれらと非公式に協議し、4本目の債券はアジア・ヨーロッパのretail投資家に保有されていたことから投資銀行4行を使ってexchangeの売り込みを図った。再編の条件は、元本削減なし、金利ゼロの据置期間なし、2001年償還開始、既存の延滞金利の現金での支払いという魅力的なものであった。なお、ルクセンブルグ法の適用される3本の債券については、それに付されたcollective action clauseを活用し、事前に支払条件の修正への取消し不能の賛成委任状を集め、それが所要の多数に達した段階で債権者集会を開催し、修正案を可決した（全債券保有者を拘束）。その上で修正後の旧債券を新債券にexchangeした。ドイツ法が適用されcollective action clauseを持たないもう1本の債券については、単純なexchangeオファーが行われた。exchange期間中にdefaultが発生し政府

は潜在的な訴訟リスクにさらされたが、債券保有者は訴訟は起こさずexchangeに応じ、参加率は99%に上った。

(ニ) エクアドル

ロシア金融危機、石油価格下落という国際環境の悪化に加え、財政再建策をめくりIMFとの間で融資交渉が進まなかったことを背景に、エクアドルは外貨資金繰りの困難に直面し、99年9月、ブレイディ・債券の最初のdefault国となった。その後エクアドルは、ユーロ債券や他の種類のブレイディ・債券などの対外債券についてもdefaultした。エクアドルの場合は、パキスタンに比べ、債券保有者ははるかに多様で、商業銀行、保険会社、hedge fundなどの様々な機関投資家に保有されていたが、retail投資家は比較的少なかった。エクアドル政府は、default後、少数債券保有者との交渉や債券保有者委員会の設立を拒否した。これは再編が非常に異なる金融的特徴をもつ6種類の債券を対象とすることから、真に債券保有者を代表する委員会を形成することが非常に困難であったことなどによるものである。それに代え、政府は、exposureの大きい8つの機関投資家からなるconsultative groupを設立し、エクアドルの経済状態と再生プログラムについて情報提供した。しかし再編の条件に関する情報は提供しなかった^{*34}。政府は、最初のdefaultからほぼ11ヵ月後の2000年7月、defaultした債券を単一の米ドル建てのグローバル債券に交換するexchange offerを公表した。defaultしたブレイディ・債券もユーロ債券もニューヨーク法に準拠し支払条件に関するcollective action clauseを有していなかったが、単純多数決により支払い条件以外の内容の修正（少数者を拘束）を行いうる条項を有していたことから、エクアドル政府は、これを活用し、exchange offerを行うに当たり、これに応ずる場合には旧債券について支払い条件以外の一定の条項の修正（ルクセンブルク取引所への上場継続義務の削除等旧債券の魅力を減少

*34 政府は、再編の条件に関するいかなる情報も債券保有者と共有しない理由として、米国証券法上の懸念を示唆した。1933年米国証券法は、証券発行者は、市場を予め条件付けることを目的として公募に関する情報を（証券の登録に先立って）開示し配布することはできないとしている。

させる内容を含む^{*35})への同意(これをexit consentないしexit amendmentという)を要するとの条件を付し、これを受諾したbondholderの旧

ボンドを新ボンドに転換するとともに、旧ボンドを修正した。こうした修正は、旧ボンドの魅力を減らし(流通価格を低下させ)、holdout債権者と

図表5 最近の対外ソブリンボンドの再編の事例

項目	ロシア	パキスタン	ウクライナ	エクアドル
再編の時期	2000年7月	1999年11月	2000年2月	2000年7月
対象ボンド	旧ソビエト債務の再編による対ソブリン及び対民間証券	3本のユーロボンド	4本のユーロボンドとGazpromボンド	ブレイディ・ボンドとユーロボンド
ボンドの準拠法	ルクセンブルク法	英国法	ルクセンブルク法とドイツ法	ニューヨーク法
再編のメカニズム	ユーロボンドへのdebt exchange	ドル建てユーロボンドへのdebt exchange (注)旧ボンドに付されていたcollective action clauseは使用せず	ルクセンブルク法の適用される3本の旧ボンドについては、それに付されたcollective action clauseを活用し、支払い条件の修正案への賛成委任状が適格多数(qualified majority)に達した段階で、債権者集会を開催し、修正案を可決(全bondholderを拘束)。その上で、修正後の旧ボンドを新ボンドにexchange ドイツ法が適用され、collective action clauseを有さないボンドについては、新ボンドへの単純なexchange	旧ボンドはcollective action clauseを有さなかったが、多数決により支払い条件以外の内容の修正(少数者を拘束)を行っている条項を有していた。エクアドル政府は、これを活用し、exchange offerを行うに当たり、これに応ずる場合には旧ボンドについて支払い条件以外の一定の条項の修正(ルクセンブルク取引所への上場継続義務の削除等旧ボンドの魅力を減少させる内容を含む)への同意(これを、exit consentないしexit amendmentという)を要するとの条件を付し、これを受諾したbondholderの旧ボンドを新ボンドに転換するとともに、旧ボンドを(魅力を減ずる方向に)修正 (注)本exchangeは、NY法適用のブレイディ・ボンドとユーロボンドの最初の再編例である
債権者との協議	1997年の旧ソビエト債務の再編に関わったLondon Clubのbank advisory committeeを通じて協議 (注)対象証券は、旧ソ	発行時の取得者や既発債の取引パターンに関する情報に基づき、政府はkeyとなる債権者に接触しボンド再編案に関して非公式に協議することが	対象ボンドのうち3本は、比較的少数の投資銀行とhedge fundが保有していたことから、政府はこれらと再編案につき非公式に協議できた	エクアドルのbondholderは、パキスタンの場合に比べ、民間銀行、生命保険会社、hedge fundなどの多様な機関投資家に広く分散していた(retail

*35 exit amendmentの対象には、ほかにcross-default条項(債務者が他の債務でdefaultを起こした場合、当該債務の不履行事由となり、債権者に債権回収機会が与えられるもの)の削除、negative pledge(担保権設定制限条項(債券の満期まで債務者が他の債務のために担保権を設定することを制限するもの))の削除、acceleration(期限の利益喪失、即ち債務支払い不履行、契約上の義務の不履行、破産などが起きた場合に、契約で定められた期限まで債務返済を求められない権利(期限の利益)を喪失すること)の取消しには全ての支払いの不履行が解消されなくてはならないとする条項の削除、支払い不履行がある間における政府によるブレイディ・ボンドの購入を制限する条項の削除が含まれた(IMF(January 2001)P35、小野有人(2001年11月))、

	ビエトに対する民間銀行ローンの再編の結果であることから、その処理に関わった銀行がその大部分を保有していると予想された	できた (注) 対象ボンドは、中東の金融機関とretail投資家に広く保有されていた模様。その投資家層の特殊性からみて、パキスタンのケースの将来のボンド再編への先例としての有用性は限られているとの指摘がある	これに対し、4本目のボンドは、アジアとヨーロッパのretail投資家に広く保有されていたことからその識別と協議は困難であった。政府は4つの投資銀行を雇い、internet等を通じ、retail投資家の識別とexchangeの売込みを行った	投資家は比較的少ない。政府は、default後、少数bondholderとの交渉やbondholder's committeeの設立を拒否（再編が非常に異なる金融の特徴を持つ6種類のボンドを対象とすることから、債権者委員会の設立は当局にとり大きなchallengeとなることが懸念された）。その代わりに、政府は、exposureの大きい8つの機関投資家からなるConsultative Groupを設立し、エクアドルの経済状態と再生プログラムについて情報提供（同じ情報は、NYのEmerging Markets Traders Associationを通じて、関心のあるbondholderに提供された。しかし、政府は秘密情報は提供せず、また再編案の条件に関する情報はbondholderと共有しないと決定（米国証券法にかかる懸念を示唆）
exchange時点で国際ボンドについてのdefaultの有無	旧ソビエト債務に係る証券につき、1998年12月に民間銀行に債務不履行。ユーロボンドについては、defaultなし (注) 1998年8月、居住者及び非居住者に保有されているルーブル建てボンドにつきdefault。1998年8月及び9月、ドイツ政府に対するParis Club債務につき債務不履行	defaultなし	exchange期間中にdefault	1999年9月、default（exchange offerの11ヶ月前） (注) プレイディ・ボンドへのdefault国は、エクアドルが初めて
特徴	defaultの選別性（ユーロボンドはdefaultせず）	1999年2月のパリクラブリスケ合意におけるcomparability of treatment clauseの要請により行われたソブリンによる初めてのユーロボンドのdefault GDPのわずか1%相当の小額の対外民間債務を再編	CACの活用による支払い・返済条件の変更。パリクラブ債権者は、対民間債務の再編を要請していた	exit amendmentsの活用。当初、1999年8月にはselectiveにdefaultを考えたが、bondholderに支持されず、その後プレイディ・ボンドとユーロボンドの双方につきdefault
訴訟の有無	なし	なし	なし	なし
参加率	99%超（2000年8月）	99%	99%	97%

出典) Luisa Palacios “Sovereign Bond Defaults and Restructuring in Emerging Markets: A Preliminary Review” July 2002 JBIC Working Paper No.6, IMF “Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises Restructuring International Sovereign Bonds” 2001、IMF “Sovereign Debt Restructuring and the Domestic Economy Experience in Four Recent cases” February 21, 2002 及びInstitute of International Finance (IIF) “Action Plan: Strengthening Emerging Markets” April 22, 2002より作成

なるincentiveを減らすことを目的とした。エクアドル政府は、collective action clauseを有さない対外ソブリンボンドの再編において、潜在的なholdout問題に対処するため、exit consentを通じてこうした修正を行った最初の国である。こうしたexit consentの活用は効果を発揮し、97%のボンド保有者がexchangeに参加した。この手法は訴訟でチャレンジされず、またholdout債権者から当初の契約通りの支払いを求める訴訟も提起されていない。なお、本ケースは、ニューヨーク法準拠のプレイディ・ボンドとユーロボンドの再構築の最初の事例である。

(2) 最近の対外ソブリンボンド再編事例に見られる特徴

上記の4件の対外ソブリンボンド再編の事例では、おおむね円滑に再編プロセスが進められたといえるが、その特徴をあげると次の通りである。

defaultのタイミングと再編のタイミングとの関連性の薄さ

再編とdefaultとの間にタイミングの面での明確な関連性は認められない。exchangeオファアの段階でロシアはdefaultを発生させていたが、パキスタンではdefaultは生じていなかった。ウクライナはexchange期間中にdefaultし、エクアドルではdefault後1年近くたってexchangeが開始された。

選別的再編の困難化

先にみたようにロシアのケースにおいては、政府はロシア政府となってから発行したユーロボンドについては、支払いを継続しており、選別的にボンドの再編を行った。これに対し、パキスタンの場合は、政府は当初Paris Clubでの二国間公的債権繰り延べに当たり求められた債務の平等性原則のユーロボンドへの適用に否定的であったとされるが、結局はユーロボンドの再編を行った。ウクライナも当初は個別ボンド毎に対応していたが、結局包括的な再編に移行した。このように次第に選別的再編は困難となっているとみられる。

多様な準拠法の下での再編

上記の事例で明らかのように、ボンド再編はcollective action clauseを持つ英国法及びルクセンブルグ法の下のみならず、こうしたclauseを持た

ないニューヨーク法、ドイツ法の下でも行われている。

debt exchangeの一般的活用

上記の4つのケースのいずれもdebt exchangeを活用している。旧ボンドが多数決で支払条件を変更できるとしていない場合は、exchangeが実質的には不可欠であるかもしれないが、exchangeの活用はcollective action clauseを有し、従って支払条件の変更を多数決で行いうる場合も同様となっている。これは再編に必要なその他の修正事項を債権者の多数決でなくexchangeにより一挙に行うことが可能であることを理由とすると考えられる。

collective action clauseの不使用から活用への変化

ボンド再編手法はケース毎に進歩しているように見える。その第一は、collective action clauseの活用である。パキスタンは債権者委員会で再編決に必要な多数債権者を確保できるか懸念があること等からこの条項を活用しなかったが、ウクライナのケースでは、予め賛成委任状を集めておくことによってこうした懸念を回避し、このclauseを活用して必要な支払い条件の修正を行った。

exchangeとexit amendmentのinnovativeな活用

再編手法の進歩を示す2つ目の例としてエクアドルのケースがあげられる。このケースでは、対象ボンドがcollective action clauseを持たないニューヨーク法準拠のボンドであるにも関わらず、多数債権者の合意で支払条件以外の条項を修正できるとの条項を有していたことから、エクアドル政府は、この条項とexchangeを組合せ、exchangeに応ずる条件として旧ボンドの魅力を増減する修正(exit amendment)への賛成を求め、旧ボンドにholdoutするdisincentiveを作り出すというinnovativeな再編手法を編み出した。

investor baseの相違を反映した債券保有者との協議プロセスの多様性

上記のボンド再編の4つの例だけを見ても多様な協議プロセスが認められる。これはinvestor baseの相違、対象ボンドの同質性の有無等を反映するものである。ロシア、パキスタン、ウクライナ(4本中3本のボンド)のケースは、いずれもinvestor baseの限定性から対象ボンドの大部分を

保有する債権者ないし少なくともキーとなる債権者との非公式な協議がなりたつた例である。政府はこうしたコンタクトを通じて債券保有者に受け入れられ得る再編の条件を形成していった。ウクライナの4本目のボンドはretail投資家に幅広く保有されていたことから、事前の協議は成り立っており、政府が形成したexchange条件を、金融機関を通じて売り込むことによって再編を成功させている。最後のエクアドルのケースでは、対象ボンドの金融的特徴の多様性から保有者の利害調整が困難であると予想されたこと等を背景に、政府はボンド保有者と再編条件について事前に協議は行わないという方針で臨んだ。

exchangeへのボンド保有者の高い参加率

上記の4例ともに、97%から99%超とほぼ100%に近いボンド保有者がexchangeに応じ、ボンドの再編は成功した。これは、事前の協議（ロシア、パキスタン、ウクライナ（3本のボンド））、魅力的な条件のオファー（特にウクライナ）手法の工夫（エクアドル）によるものと思われる。

訴訟提起の不存在

上記4例ともに、defaultが発生しているケースが多く、またexchangeに参加しない債券保有者がいると見られるにもかかわらず、訴訟の提起は行われていない^{*36}。

（3）まとめと残された問題点

上記の4例において再編は結果として順調に進められており、資金調達形態の証券へのシフトが集団行動問題を著しく困難としているとの認識を裏付けるものとはなっていない。少なくともこれまでのところ集団行動条項の有無等に関わらず、ケース・バイ・ケースのアプローチが機能してきているといえる。ただ、これらの国はロシアを除きいずれも国際経済とのリンクが弱く経済規模の小さい国を対象とするものであったということに留意を要する。また、この4例を将来のソブリンボンド再編の先例としてみた場合、なお、次のよ

うな問題が残る。

holdout債権者による訴訟の可能性

上記の4例ともに訴訟は提起されていないが、exchangeに応じなかった債権者からの訴訟提起の可能性は排除されていない^{*37}。結局、対象となるボンドが少数債権者を拘束する条項を持たない場合、関係国の全てで法規面での協調がなされない限り、voluntaryなexchangeを通じたボンドの再編が訴訟によりチャレンジされる可能性はゼロとはならないといえる。

exchangeに応じなかった債権者の扱い

上記の4例ともに少数であるがexchangeに応じなかった債権者が存在すると見られるが、こうした債権者の取り扱いについては、支払いを行うのかどうか（全く行わなければ訴訟のリスクを高める）、どのような支払いを行うのか（exchangeに応じた債権者との公平性が必要である）が問題となる。エクアドル政府は、exchangeに応じなかった旧ボンド保有者に支払いを続けているとされ^{*38}、これは訴訟抑止には有効かもしれないが、支払いの内容によってはexchangeに応じた債権者との公平の問題を生じ、また将来のexchangeを通じたボンド再編への参加に対するdisincentiveとなるおそれがある。

債権者への協議チャンネルの未確立

上記4例では保有者が広範なretail投資家である場合、あるいは機関投資家が保有者であっても対象債券の特性上保有者の利害が多様なものとなる場合には、exchangeオファーを行うに当たっての事前の債権者との協議プロセスが形成されなかった。そもそもretail投資家については、金融機関等が保有者である場合に比べ、その利害を代表する組織が十分に整備されていないことも指摘できる。債券の売買に関わる金融機関は発行者である債務国の国内で他の業務上の利害を有しかつ債務国当局の監督を受ける立場にあることから、最終投資家の利害を必ずしも代表できる立場にはないと考えられる。このため、今後ソブリンボン

*36 Luisa Palacios (July 2002), P29

*37 本文で紹介したexit consentsを活用したエクアドルの債務再編は、債権者のコミュニティに相当の居心地の悪さ（unease）を生み出したとされている（IMF “Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts - Encouraging Greater Use” June 6, 2002, P19 - 20）。

*38 Luisa Palacios (July 2002), P29

ドの再編を円滑に進めていくためには、retail投資家等ボンドの最終投資家の利害を代表する組織の設立が大きな課題となると考えられる^{*39}。

5 . SDRM提案の論拠の妥当性 (2) Holdout Creditorの脅威(Elliott ケース)

SDRM提案の2つ目の論拠は、プロセスの円滑な進行を妨害するholdout債権者、あるいはrogue(ならず者) creditorの問題である。こうしたholdout債権者等の脅威を強烈に印象付けたのが、Elliott Associates(以下「Elliott」という)というhedge fundによるペルー政府からの巨額の資金回収の成功である。本項では、本ケースの事実関係を押え、何が問題であり、holdout債権者の脅威をどう評価すべきか検討する^{*40}。

(1) 事実関係

ペルー政府は、1995年10月、defaultしていた商業銀行借入れの再編を行うブレイディ・ディールを公表した。このディールの公表後、ニューヨークベースのvulture(ハゲタカ) fundであるElliott Associatesは、額面金額20.7百万ドルのペルー政府保証の商業銀行借入れを、11.4百万ドルで購入し、ペルー政府に対し全額支払いの要求を開始した。1996年6月、ペルー政府は、ブレイディ・ディールを実施するため、商業銀行借入れとブレイディ・ボンドとのexchangeの実施を指示したが、Elliottはexchangeに参加せず、1996年10月、額面金額全額と金利の支払いを求めてニューヨークで訴訟を起し、併せて差押さえ請求を提起した。地方裁判所ではElliottは訴訟提起を目的として債務を購入したとしてその主張を退ける判決が出されたが、控訴審ではElliottの主たる目的は必ずしも訴訟を起すことではなく有効な債務の回収にあるとされ、最終的に、2000年6月22日、裁判所は、Elliottの主張を認め、元本と延滞金利

の合計で55.7百万ドル(プラス判決後の金利)の回収を認める判決を出した。裁判所は、併せて、米国において商業活動に使用されている被告の財産に対する判決の執行を認めた。

こうした状況下で、ペルー政府は国際的な決済をニューヨーク以外の金融センターで行ったが、Elliottはドイツ、オランダ、ベルギー、英国、ルクセンブルグ、カナダでペルー資産を差し押さえる努力を開始した。しかしながら、差押さえすべき大きな資産は見出されなかった。

ブレイディ・ボンドの保有者への最初の金利支払いは2000年9月7日に到来し、そのためにペルー政府は80百万ドルをfiscal agentであるチェースマンハッタン銀行に2000年9月6日までに支払う必要があったが、Elliottは、これを知った上で、その資金をfiscal agentの段階でインターセプトすべく、チェースに送られる資金はなおペルー政府の資産であるとして裁判所よりチェースによる金利の支払に対する差止め(restraining)命令を取得した。更にチェースから送金を受け(投資家への)利払いを行うベルギーのEuroclear等の決済機関を通じた利払いを阻止するため、Elliottは、英国、ベルギー、ルクセンブルグの3カ国で訴訟を提起した。

これに対し、ペルー政府は、ブレイディ・プランで当初定められていたチェースへの送金を行わず、Elliottの試みに対抗したが、2000年9月7日の利払いを履行できなかった。ペルー政府は、ブレイディ・プランの下で30日間の猶予を与えられたが、その間に金利の支払いが履行されない場合にはdefaultとなり、全てのブレイディ・ボンド保有者が債券の全額の支払いを要求する権利を得、その総額は3,837百万ドルに上ることになると見込まれた。

9月22日、Elliottは、ベルギーのブラッセルの裁判所に対し、Euroclearがブレイディ・ボンドの金利支払いのためにペルー政府から資金を受け

*39 こうした問題意識からの試みとして、The Emerging Markets Creditors Association (EMCA) あるいはThe Argentina Bondholder's Committee (ABC) といった組織が保有者の利害を代表するものとして最近設立されていると報告されている (Luisa Palacios (July 2002) P9 - 10)。

*40 本項の記述は、主として、Hal Scott and Howell Jackson "Sovereign Debt Restructuring: Should We Be Worried About Elliott?" May 2002によっている。

取り又はそれを支払うことを阻止するための申請を提出した。一審で申請を退けられたElliottは、9月26日、控訴審において、主張通りの裁判所命令を獲得した。その際裁判所が認めたElliottの主たる主張は、ペルー政府はEuroclearを用いて、Elliottが保有する債務契約に含まれたpari passu条項（後述）に基づく債権者の平等扱いの原則を侵害しようとしているというものであった。

9月29日、ペルー政府は、defaultの圧力の下、Elliottに58.45百万ドルを支払うことで決着をつけた。これは、ペルーやEuroclearが裁判所に反論を行う機会を待たずに行われた。その結果、プレイディ・ボンド保有者への10月5日の金利支払いは履行された。

（2）Elliottケースの論点

Elliottケースは、強いインパクトを持つものであり、IMFによるSDRM提案の重要な根拠ともなったが、その法的な評価についてはIMFも「Elliottがその主張を訴訟で遂行するに当たり基づいた法的な根拠は……やや議論の多いもの（somewhat controversial）である」^{*41}としているように、定まったものではない。同ケースについて詳細な法的な検討を行うことは本稿の目的を超えるが、同ケースについてどのような論点があげられているかをレビューし、将来のholdout問題へのimplicationを探ろう。

pari passu条項の解釈

ソブリンボンドにおけるpari passu条項とは、その定義について一般的なコンセンサスはないものの、当該債務が、その債務者の他の対外債務との間で、支払いの優先性（priority of payment）に

おいて少なくとも同等（pari passu）にランクするものであることを定める条項であるとされる^{*42}。

この「支払いの優先性において同等にランク」とは何を意味するかにおいて、異なる理解がある。上述のブラッセルの裁判所が採用した解釈は、pari passu条項は「債務は全ての債権者にpro rataで支払われなければならないことを実際上定めるものである」というもので、その結果、「金利の支払いにおいて、どの債権者もその比例的なシェアを奪われることはできない」と結論し、「ペルー政府は、外国債権者の平等扱いの原則（pari passu条項）を侵害する利払い（そこからElliottは排除されている）を行おうとしている」とのElliottの主張を認めた。しかし、Harvard大学のHal ScottとHowell Jacksonは、pari passu条項の解釈について、ブラッセル裁判所の採用したpro rataでの支払いを求めるものであるとの解釈と大きく異なる有力な解釈があることを主張している。即ち、後者の解釈の下では、この条項は、ソブリン債務者がフォーマルな形（立法）でこの条項を有する契約に基づく債務を、他の対外債務に劣後させることを制限するものであるとされる^{*43}。更に、ScottとJacksonは、同条項がpro rataでの支払いを要求するものであるとするとソブリンは特定の債権者を他の債権者に優先して支払うことはできなくなるが、ソブリンは実際上IMF等の国際機関には優先債権者のステータスを付与しており、その他にも短期貿易債務等を優先債権と位置付けている例があること、pro rataでの支払い義務と解するとsharing clause（特定の債権者が受け取るものは全て他の債権者と比例的にシェアしなければならないとするもの）などソブリン債務

*41 IMF（January 2001）P12

*42 pari passuとは、語源的には、ラテン語で同等（equalないしlike）を意味するparと、歩調ないしペース（step, pace, stride）を意味するpassuに由来すると説明される（Scott and Jackson（May 2002）P21）。

*43 IIF（The Institute of International Finance）が2002年4月22日に公表した文書（Action Plan: Strengthening Emerging Markets Finance）においても、法分野のコメンテーターのほぼ全員が、本条項を、債務国が事後的に現在の債権者の債権に優先する債権者クラスを法的に作り出さないこと（担保付債権等の優先債権を除く）を目的とすると見ているとしている（同文書P47）。また、若干古い資料であるが、William Tudor John “Sovereign Risk and Immunity under English Law and Practice” P82（Robert S. Rendell “International Financial Law” 1980 Euromoney Publication発行所収）においては、ソブリンの文脈で、pari passu条項とは、「一般的に特定の債権者群を他の債権者群に優先させる結果となり、あるいは債権者間で差別を行う法的措置」を禁ずるものであり、平等扱いを侵害する特定の法的措置を伴わない限り、金融面で困難にある債務国が特定の債権者に優先的に支払うことは本条項違反とはならない、即ち、単に特定の債権者が他の債権者よりも先に支払いを受けることによって本条項の違反とはならないとしている。

契約に含まれている他の条項の機能とオーバーラップを生じてくること（即ち、両者を含めている国際金融慣行を説明できないこと）などの問題を指摘している。

ニューヨークの裁判所の判決の執行

2000年6月22日のニューヨークの裁判所の判決は、ペルーに55.7百万ドルの支払いを最終的に命じ、かつ米国内の商業的活動に用いられているペルー資産への執行を認めた。従って、Elliottが米国の領域の外に所在する資産に対しこの判決を執行することを試みたことは、この判決に適合しないものである。ペルー政府はこの問題を認識しており、ニューヨークとブラッセルでElliottの企てを覆そうとしたが、それが解決される前に、ブラッセルの裁判所は前記の命令を出すこととなった。なお、ペルー政府とElliottとの間で問題が解決された後、ニューヨークの裁判所は6月22日の判決を外国で執行する権利があるとのElliottの主張を退けている。

Euroclearに送金された資金の所有権

Elliottは、ペルー政府のfiscal agentであるチェースのみならず、チェースから送金を受けて投資家に金利を支払うEuroclearへの資金の送付とその資金の支払いをインターセプトしようとしたが、Euroclearに送金された資金の所有者はいまだペルー政府なのかという問題がある。

(3) まとめ

上記のように、Elliottケースは、衝撃的な結末ではあるが、その内容を見るとこれが将来のleadingケースとして裁判所でサポートされていくものかどうかは不確実であると言わざるをえない。ScottとJacksonは、ブラッセル判決が国際的貸し付けの世界に及ぼす影響は大きなものであるべきではないとしつつ、この判決が国際金融市場に持ち込んだ不確実性に憂慮を表明し、米国な

いし英国の裁判所がこの問題に決着をつける必要性を強調している^{*44}。また、民間金融機関も公的セクターと協力してソブリンボンドにおけるpari passu条項の歴史をレビューし同条項がpro rataでの支払いを要請するものではないという一般的に受容された市場の見解を打ち立てる「専門家の」宣誓供述書の準備等により、holdout債権者による本ケースのような攪乱的訴訟を制限する法的戦略を作るべきであると提言している^{*45}。

6. SDRMへの対案 Collective Action Clauses (CACs)

ソブリンボンドの再編に関して、SDRM提案とともに国際的に検討が進められている手法が、集団行動条項 (Collective Action Clauses: CACs)、即ち、債権者間の集団行動あるいは協調的な行動を確保することを狙いとする条項をソブリン債券の約款に含めようという提案である。公的セクターは、これまで、国際的なソブリンボンドの発行に当たってこうした条項を使用することを促してきた。具体的には、G10代理により設置された作業部会は、1996年の報告書^{*46}において集団行動条項をエンドースし、その後も国際通貨金融委員会 (IMFC) やG7のコミュニケなどで新興市場国によるこうした条項の活用が促されてきた。

本項においては、以下で、まず現在ソブリンボンド市場で用いられている集団行動条項（以下「CACs」という）の主要なタイプについてその内容を紹介する。そのうえでCACsの活用によりソブリン債務の再編の問題への対応を図ろうとする考えとその問題点を検討する。

(1) 既存の代表的なCACs^{*47}

Majority Restructuring条項

本条項は、適格多数債権者の投票により、償還

*44 IIF (May 2002) P47 - 49

*45 ベドロ・モラン、ブラジル大蔵大臣（当時）は、2002年9月28日の国際通貨金融委員会でのスピーチで、既に米国及び英国に存在する外国中央銀行資産の差押さえ免除を他の国に拡大すること、Euroclear等の決済システムへの支払いとそこからの支払いを差押さえから保護するルールを採用すべきことを主張している。

*46 Group of Ten "The Resolution of Sovereign Liquidity Crisis" May 1996

*47 本項の記述は、特に、IMF "The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses" June 6, 2002(以下、IMF (June 6, 2002a))を参考としている。

期限、金利と元本の額、支払い通貨など支払い条件の変更を行い、これが債券保有者全員を拘束するものとするものである^{*48}。具体的な規定内容は様々であるが、ボンドに定められた定足数（典型的には、発行元本残高総額の4分の3（場合により3分の2）を有する2人以上の者とされ、初回の集会が成立しなかった場合はこの割合は25%に引き下げられる）を満たす債券保有者集会において、出席債券保有者の保有するボンドの3分の2から4分の3の多数で重要な支払条件の変更を行うことができ、修正は債券保有者集会に出席しなかった者を含め債券保有者全員を拘束するものとするものである。

Majority Restructuring条項は、一般的に英国法（及びルクセンブルグ法）及び日本法準拠の国際ソブリンボンドに見られる。ドイツ法ないしニューヨーク法準拠のものには含まれていない^{*49*50}。ただし、ニューヨーク法準拠の国際ソブリンボンドでMajority Restructuring条項を有するものが少なくとも1例あり、何ら法改正をしなくとも、こうした条項を含めないとのpracticeは変えうると一般的には認識されている。他方、ドイツ連邦政府は、2000年2月14日、ドイツ法に服する外国ソブリンボンドにCACsを含めることは許容されるとの声明を發したが、この声明は裁判所を拘束するものではないと指摘する声もあり、現在のところ声明は市場のpracticeに影響を与えていないとされている。

Majority Enforcement条項

本条項は、defaultが発生^{*51}した後、適格多数の債券保有者は、個々の債券保有者がボンドの全額につき支払期限の到来を宣言し（acceleration）

ソブリンに対して訴訟手続きを開始することを制限しうるとするものである。

まず、accelerationについては、その発動には一定の債券額（10% - 25%）を有する債権者の要請を要するとしている例がある。

また、ニューヨーク法準拠の多くの国際ソブリンボンドには、50%から75%の元本残高を有する債券保有者は、（accelerationの結果支払い期限が到来した金額を除き）当初の支払いスケジュールに係るdefaultが是正された場合には、accelerationを覆すことができるとしている。こうした条項は債務再編交渉中の訴訟を抑制する効果があり、このメカニズムの存在がエクアドルの1999年の債務再編中の訴訟の抑止に重要な役割を果たしたと言われている。また、債券発行が信託証書（trust deed）の下で行われている場合、個々の債券保有者の訴訟提起権能は一定の条件の下で受託者（trustee）に授權され、20%から25%の債券保有者からの要請があること等の場合にのみ受託者は訴訟提起を求められるとされている。

英国法と米国法準拠のボンドは、本条項を含みうるし、実際多くのケースで含んでいるとされるが、ドイツ法の下でのボンドに本条項を含めうるかについては多くの専門家は法的不確実性があると考えており、また、日本法準拠のボンドに含めうるかも不透明であるとされている。

Sharing条項

これは、広義のMajority Restructuring条項の1つであるが、ボンドではなく、銀行による国際的なシンジケートローンに一般的に含まれる条項で、特定の銀行が訴訟によりソブリンから回収した額は、同じシンジケート内の他の銀行とシェア

* 48 この条項は、19世紀において、多数の債権者が債務の再編を選好する場合でも非協力的な少数債権者が全員一致条項に基づき債務者の清算を強要するという少数者のleverageを減らし債券価値の減少を防ぐことを目的として、債券保有者の要請で、英国法準拠の社債に導入され、英国における市場の標準的慣行となったもので、それがソブリンボンドの発行において採用されたことされている（IMF “Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts - Encouraging Greater Use” June 6, 2002（以下、IMF（June 6, 2002b））、P3）。

* 49 IIF（April 22, 2002）P44によれば、1939年以前の多くの米国のボンドには、特別多数決で支払条件であっても変更できるとする英国法準拠のボンドと同様の条項が含まれていたが、1929年の株式暴落後の株式所有者による濫用のため、議会は1939年Trust Indenture Actにより、ボンド保有者の金銭債権を（倒産手続き外で）強制的に減額することを禁ずることとなった。これは主として公募社債に適用されるものであるが、これがdocumentation standardを作り出し、外国のソブリンが米国で発行するボンドでも採用されたとしている。

* 50 プレイディ・ボンドは、準拠法如何に関わらずこうした条項は含んでいない（IIF（April 22, 2002）P44）

* 51 defaultには、典型的には、元本・金利の不払いばかりでなく、他の債務に係るdefault（cross-default）など他の多くの事由が含まれる。

しなければならないとするものである。債券保有者は常に変化しその識別が難しいことから、本条項の債券での活用は、債券契約に信託を用いていることが必要となると考えられる^{*52}。

(2) 新たなタイプのCACs提案

上記のように既に債券契約に盛り込まれているものに加え、最近ソブリン債券の秩序だった再編を促進する観点から、いくつかの新しいタイプの集団行動条項を盛り込むべきであるとの提案が行われている。これらの条項は再編プロセスにどのように貢献するか、及び市場参加者に受け入れられるかという観点から見る必要があるが、提案のいくつかを次に紹介する。

代表条項 (Representation clause)

この条項は、債券保有者の代表者に対し、債券保有者集会に先立つ債務者と債券保有者との間のコミュニケーションのチャネルとして行動する権能を付与するものである。これは、内容的にはテイラー米国国際担当財務次官がその講演^{*53}で提案したengagement clause、即ち債券保有者の代表者を選任し債務者と交渉する権能を付与するなど交渉プロセスについて定める条項に近いといえる。

Initiation clause

本条項は、テイラー次官により提案されたもので、ソブリンが債務の再編を行うことを公表してから代表が選出されるまで(例えば60日間)のcooling off期間を定め、この間は、支払いは一時的に停止ないし延期され、また債券保有者の訴訟提起が禁じられるとするものである。これについては、leverageを債券保有者から債務者に移すもので市場参加者が抵抗を示す可能性があるとする。

Aggregation clause

この条項は、上記のCACsは全て同一の発行に属する債券保有者のみを拘束し、他の発行債券の保有者あるいは銀行貸付や貿易信用等他のタイプの債務には何の影響も持たないという問題に対処

するため、再編案が適格多数債権者の支持を得たかどうかの決定に当たり、この条項を含む債権を有する者の投票は同じ条項を含む他の全ての債権者の投票と合算されるとするものである。この提案に対しては、ソブリン債務者の影響下にある債権者の投票を含めた合算が行われることにより投票の操作のリスクが増大する等の懸念が表明されている。

(3) CACsの有効性に対する議論

適切なCACsの考案とその利用の拡大によりソブリン債務の再編メカニズムを改善しようとする考えについては、その評価が大きく分かれている。

まず、金融機関等の市場参加者は、CACsによるアプローチが市場志向であること、即ち、SDRMのように法的枠組みとして強制されるものではなく債務者と債権者の選択に委ねられている点を最も評価しているように思われる。テイラー米国国際担当財務次官は、「債務再編プロセスの改革を現実に実施するには、高度のfinancialなdiplomacyが必要である。新興市場には多様な経済的利害と見解を有する多くの参加者が存在する。現実性が不可欠である。」と前置きした上で、新たなCACsを提案しており、CACsの実地的な可能性を評価しているとみられる。

他方、IMFを中心にCACsに対し、次のような基本的な疑問が提示されている。第1に、1996年のG10代理の報告以降、公的セクターはCACsの活用を促してきたが、市場慣行にインパクトは見られず、それがmarket standardとなっている国においては継続して使用されているものの、それ以外の国では採用されていないこと(国際的なソブリン債券残高のうち、約69%が米国法ないしドイツ法の下で発行され、英国法、日本法等の下で発行されたものは30%に過ぎないが、CACsの使用と準拠法との間には強い相関があることから、国際的ソブリン債券の大半はCACsを有し

*52 英国法の信託を用いて保有されるユーロ債券においては、無記名式の債券(bearer bond)では訴訟は受託者を通じてのみ提起でき、受託者は回収額をpro rataで債券保有者に分配しなければならないため、その機能はこの条項に近いものとなる。しかし、信託の活用は、過去10年間、英国法・米国法ともに頻度が減少しているとされる(IIF (April 22, 2002))。

*53 John B. Taylor "Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective" April 2, 2002及びJohn B. Taylor "Using Clauses to Reform the Process for Sovereign Debt Workouts: Progress and Next Steps" December 5, 2002

ていないといえる)^{*54}、第2に、今後全ての新発債にCACsを含めたとしても既発の債券が償還されソブリンボンドのストックの大半にCACsが含まれるようになるまでおそらく10年程度かかるであろうこと、第3に、発行地や債権種類を問わず同一文言のCACsが使用されるとは限らないこと、第4に、同一の文言が使われたとしても同一の解釈や執行が確保されるかどうか定かではないこと、第5に、個々の債権ごとに投票が行われた場合、異なる投票結果をどのように合算し多数の賛成が得られたと判定するか、またその判定を誰が行うのかという問題があることが指摘されている^{*55}。

(4) Two-Step アプローチの提案

CACsの使用促進を既存のボンドのストックまで含めて一挙に進めるという提案がJ.P.MorganのBartholomew等により行われている^{*56}。このアイデアはおそらく前記のエクアドルケースを踏まえて形成されたと思われるが、exchangeを用い2段階でCACsを全ての債券に導入しようとする極めてcreativeな提案である。

提案の概要

この提案は、次の二つのステップを経て、ボンドの再編を行なう。

第一ステップでは、ソブリン債務者は債権者に対して旧ボンドを共通の新ボンド(Interim Debt Claim: IDC)にexchangeするというofferを行う。

- ・IDCには、collective action clause等再編フレンドリーな条項を全て入れる。
- ・発生金利は、全てcapitalizeされる。
- ・償還する期間は例えば6ヶ月と非常に短くなる。
- ・必要に応じて、exchange受諾の誘因として一定額のcash paymentを追加する。

・可能であればexit amendmentを用い、旧ボンドを魅力のないボンドにしてしまう。

第二ステップは、債務者と債権者委員会との間で再編協議を行う。そこで再編について合意が得られ、かつIDC保有者の多数により承認された時点で、exchangeを行なう。第一ステップでholdoutした債権者が、第二ステップで参加することも可能である。ただしその場合は、cash paymentは受取るとは出来ない。

なお、提案者は、このアプローチは、債務国がIMFとの間で改革プログラムに合意することを前提としており、また再編後の債務の内容はIMFプログラムで定めたdebt serviceのレベルと整合的でなくてはならないとしている。

提案の評価

この提案の利点は、第1に、CACsに関するいわゆるストック問題、transition periodの問題に対応できることである。しかも共通のIDCを介在させることで、準拠法や管轄の相違、関連条項の解釈の相違等のリスクやaggregation問題にも対処できる。

第2に、IDCを流動性の高い性格を待つように構成できれば、第一ステップ後にexitしたい債権者はIDCをマーケットに売却することによってexitできるようになる。

第3に、holdoutへのdisincentiveを作り出すことができる可能性があることである。即ち、holdoutしようとする債権者は、第一ステップのexchangeの段階、つまり再編プロセスのかなり早い段階でholdout戦略へのコミットが求められる。何故ならば第1ステップでIDCへの交換を受諾した債権者はIDCにはCACsが付されているので多数が支払条件変更に同意した場合これに拘束され、holdoutは出来ないからである。このように早い段階で

*54 テイラー次官は、こうした条項の利用が進まない理由として、債務国側にこうした条項を含めない方が数ベース・ポイント金利が低くなるという見方があることを指摘し、こうした条項の活用を促進するために、IMFプログラム国にこうした条項の使用を要請すること、その債務にこうした条項を含めている国へのIMF融資金利を若干優遇することを提唱している。かかる方策を含め様々なCACs使用促進策は、IMF (June 6, 2002b)において検討されているが、IMFの貸付け政策を梃子にCACsの使用を進めることについては、IMFは一般的に慎重なスタンスを示している。なお、CACsの借入れコストへの影響について、IMF (June 6, 2002b) P12 - 13は、既存のevidencelは、CACsの使用が借入れコストをシステムティックに引上げることを示唆してはいないとしている。

*55 Jack Boorman, Special Advisor to the Managing Director, IMF "Sovereign Debt Restructuring: Where Stands the Debate?" October 17, 2002参照。数字については、IMF (June 6, 2000b) P 4 - 6参照。

*56 "Two-step Sovereign Debt Restructuring," Emerging Market Research Special Report, J.P.Morgan Securities, April 8, 2002

holdout戦略へのコミットを求められることは、holdoutへのdisincentiveとして働く可能性がある。

他方、この提案の問題点は、第1に、合意形成がない時点で、債権者がIDCへのexchangeに応じしてくれるかどうか不明であることである。

第2に、反対債権者がシェアを増大させexit amendmentの成立を阻止することもありうる。

第3に、exit amendment自体が訴訟でチャレンジされる可能性もある。

なお、本提案には、債務者は金利を支払う資金がないことを踏まえ全ての金利をcapitalizeするとし、同時に金利なしのbondへ債権者を永久に縛り付けることを回避するため短い償還期間を置いていること等テクニカルな点での工夫が認められるが、償還期間を余りに短くすると再編協議が困難となるなど、現実機能させるためには更に検討が必要であると考えられる。

(5) CACs提案の評価

上記のように、CACs提案については、市場参加者の支持から見て現実性で優れている面があるように見られる反面、これまで使用拡大が進捗しなかったこと、ストック問題、aggregation問題等様々な未解決の重要な問題があることが指摘され、CACsをbondに個別に挿入していくアプローチを取る限り、少なくとも短期的には現実的解決策にはならないのではないかと考えられる。なお、最後に紹介した2段階アプローチは極めて興味深いアプローチであるといえるが、現在のところ本提案に対する国際的検討が進んでいるようには見受けられない。

7. SDRM提案への関係者の反応

次に、本項では、SDRM提案に対する民間金融機関を始めとする市場参加者等の反応を概観する。

(1) 民間金融機関

民間金融機関は、SDRM提案に強く反対してきている。民間金融機関の組織の中には、SDRMへ

の反対理由として（それらが妥当であるかどうかは別として）下記のような点をあげ、SDRMは不必要かつ非生産的（unnecessary and counterproductive）であり、それをどのように修正しても市場参加者の懸念を変えるものとはならないと結論付けるところもある^{*57}。

SDRM提案は、新興市場国の金融危機解決のための既存のメカニズムが機能しないとの誤った前提に立っているが、近年のソブリンbond再編の経験から見ても、集団行動問題は事実というより理論的なものであり、holdout債権者の問題も誇張されている。

SDRMを民間企業の倒産法制とのanalogyで捉えることは誤っており、民間企業は破産裁判所の管轄に服するが、SDRMの下ではソブリンは必要なチェックの下に置かれない。

SDRMは、その対象債務の選別性から、対外民間債権者を、法的に、（現在は法的に優先しているわけではない）他の債務クラス（国内債務、パルクラブ債務、IMFへの債務等）に劣後させることとなる。

結果として、SDRMは、新興市場国の資金調達コストの上昇とこれらの国への資金フローの減少をもたらす。

SDRMは、新興市場国の過去の金融危機（国内債務の問題であったメキシコ、ロシア、ブラジル（1999）、企業部門の問題であったタイ、インドネシア、韓国、基本的な経済問題であったアルゼンチン）に対処できない。

SDRMは、99年のブラジルのように持続不能な債務と映りかねないケースを、（本来インフォーマルな対応が適切であるにも関わらず）コストの大きな包括的な再編へと強制的に追いやってしまう。

債務の持続不能性をSDRMの発動要件とし、事実上IMFに審査させることは、持続不能性の判定の難しさと債権者としてのIMFの利害に照らし問題がある

SDRMはCACsを無意味にするので、この論議をすることがCACsの普及をより困難としている。

*57 EMCA・EMTA・IIF・IMPA・ISMA・SIA・TBMA “Sovereign Debt Restructuring-Executive Summary-” Discussion Draft 12/6/02及びEMTA/MMC “Position Regarding the Quest for More Orderly Sovereign Work-Outs” 10/17/02

(2) 新興市場国

SDRM提案に対して、新興市場の重要な債務国のいくつかは懸念を表明している^{*58}。例えば、2002年9月28日の国際通貨金融委員会で、IMF理事国であるブラジルのペドロ・マラン大蔵大臣(当時)は、理事選出母体国であるブラジル、コロンビア、エクアドル等中南米9カ国を代表し、次のように述べた。CACsの使用拡大に基づく契約アプローチの方がSDRMよりも国際的なソブリン債務再編プロセス改善の現実的な見込みを持つと信ずる。ソブリンが債務状況を持続困難とであると認識するのに消極的で遅れるのは、債務がいつ持続不可能となるかの判定が不確実であること及び債務再編に伴う大きな経済混乱とreputation面でのコストによるものであり、債権者の集団行動を確保しあるいは債権者の権利執行からの一時的保護を提供するメカニズムが欠けていることによるものではない。SDRMは、この2つの困難のいずれも軽減しない。最近のソブリン債券再編ではholdout creditorや債権者による訴訟は重要な阻害要因とはなっていない。IMFにリンクした紛争解決フォーラムを設置することは、IMFが債権者であり、主要な政策アドバイザーであり、潜在的な将来の貸し手であることを考えると、利益相反の問題がある。本件はIMFの目的の外にあり、もしSDRMを導入すべきであるということであれば、それはIMF協定の改正ではなく、全く新たな国際合意により行うべきである^{*59}。

また、メキシコ中央銀行のギジェルモ・オルティス総裁は、2002年7月7日に行った講演^{*60}で、SDRM提案(改定案までの段階のもの)について、この手続きを使うことができるかどうかに関わることに懸念を表明しているが、これは極めて重要な指摘である。国際金融危機の予防と解決のためには、新興市場国の持続不能な債務の問題とは別に、適切な為替レートの選択や資本取引規制のあり方など流動性危機に関わる未解決の問題の検討が重要であるが、本稿では触れない。

える場合) IMFは新規融資を控えることができるためIMFが再編合意のあり方に過剰な力を持ちうることを批判している^{*61}。

(3) 米国

テイラー米国国際担当財務次官は、先に触れたように、2002年4月に新たなCACsをソブリン債券に含めるべきであるとの提案を行ったが、その際先に触れたように債務再編プロセスの改革の実施に当たっては、「現実性が不可欠である」と述べている。また、同次官は、2002年12月5日にEMTA(The Emerging Markets Traders Association)の年次総会で行ったスピーチにおいて、CACsをソブリン債券に入れることが米国政府の新興市場国に係る全体戦略の重要な構成要素であると述べた上で、ソブリン債券再編へのアプローチとしては、分権的なアプローチ(CACs提案をさす)、集権的なアプローチ(SDRM提案をさす)及びその二つの組合せ、即ち新規債券にCACsを入れつつaggregation等CACsでカバーできない問題に対処するためパネルないし審判機関(court)を作るという考えの3つがあるが、もし分権的なアプローチが集権的なものやその組合せよりうまく機能するのであれば、ブッシュ政権は分権的なアプローチを支持する、もし残る2つのうちどちらかのほうがよく機能するのであればそれが支持されること、G7はSDRMアプローチをいまだエンド・スとしてはおらず、単に2003年春の会合に検討を行うように案を出すように求めただけであることを述べている。ここには、明確に述べられているわけではないが、SDRM提案に距離を置く姿勢が認められる。

このように民間金融機関は強く反対し、いくつかの大きな新興市場国もネガティブな反応を示している。米国はなお立場を明らかにしていないが、

*58 The New York Times December 19, 2002によれば、ブラジル、メキシコ、ポランド、トルコ等の途上国が、新制度が貸し手をたじろがせ(scare off)、将来的な借入れコストを上昇させる懸念があることから、反対しているとしている。

*59 "Statement by Mr. Pedro Malan, Minister of Finance of Brazil, International Monetary and Fiscal Committee", September 28, 2002

*60 Guillermo Ortiz "Recent Emerging Market Crises: What Have We Learned?" July 7, 2002

*61 オルティス総裁は、更に、90年代半ばの危機のほとんどが流動性危機であったにも関わらず政策論議が支払い能力の問題に偏していることに懸念を表明しているが、これは極めて重要な指摘である。国際金融危機の予防と解決のためには、新興市場国の持続不能な債務の問題とは別に、適切な為替レートの選択や資本取引規制のあり方など流動性危機に関わる未解決の問題の検討が重要であるが、本稿では触れない。

CACsを推奨しており、SDRMには距離を置く姿勢が伺われる。

8. IMF理事会における具体案の検討

IMF理事会は、2002年12月19 - 20日の2日間にわたり、IMF事務局作成のSDRMの具体案（2002年11月付け）について審議を行った。これは、SDRMの制度デザインに係る様々な論点についてIMF理事会が行った初めての包括的かつ詳細な検討である。その結果概要は、IMFのweb siteで公表されている^{*62}。以下、同文書の中に、理事会終了時のクルーガー筆頭副専務理事のステートメントという形で示されている討議結果のポイントをあげよう。

(1) IMF理事会における討議結果の概要^{*63}

(イ) 理事会の評価

- ・多くの理事は、市場参加者の支持を得る努力は歓迎するがそれにより制度の実効性が失われることのないようにすべきであるとした。その一方で、他の複数の理事は市場と発行者が受け入れることの重要性を強調した。

(ロ) 目的と主導原理

- ・ほとんどの理事は、注意深くデザインされた債務再編メカニズムが危機解決のフレームワークを改善し国際金融システムの安定性に貢献するとの考えを確認した。

- ・ほとんどの理事は、具体案ペーパーに示された一般原則^{*64}はメカニズムのデザインをガイドするベースとなるとしたが、理事たちは現時点では検討中の全てのオプションを選択肢として残すことを強く主張した。

(ハ) 対象債券の範囲

- ・債務国が、経済的金融的混乱を少なくするため、一定の債権を再編から除外することがありうることを踏まえ、理事たちは、SDRMの下で潜在的に対象とし得る債権の範囲を定め、その範囲内で債務国が債権者と交渉し特定のケースにおける対象債権を決定することが適当であろうとした。しかし、いく人かの理事は対象債権をより明確に定めることを好した。
- ・「ソブリン」の定義について、ほとんどの理事は、中央政府は、自己の債務と、(国内倒産フレームワークに服さない)中央銀行、公的機関、地方政府の債務をその同意を得て、SDRMの対象に含めるオプションを持つことに同意した。しかし、いく人かの理事は対象債務を中央政府のもの以外に広げることは支持しなかった。
- ・理事たちは、法的な又は契約上の優先性を持つ債権をSDRMの外で再編するメリットを認めた。
- ・理事たちは、国内法に服し国内裁判所の排他的管轄下にある債権はSDRMから除外するこ

*62 IMF Public Information Notice (PIN) No. 03/06 January 7, 2003 "IMF Board Discusses Possible Features of A Sovereign Debt Restructuring Mechanism"

*63 本項は、クルーガー筆頭副専務理事の公表ステートメントの関係部分をそのまま要約したものである。なお、意見を述べた理事の多数性に関わるそれぞれの表現に対応する原文は、次のとおりである。「理事たち (Directors)」「ほとんどの理事 (most Directors)」「多くの理事 (many Directors)」「かなりの理事 (a number of Directors)」「何人もの理事 (several Directors)」「いく人かの理事 (some Directors)」「2 ~ 3人の理事 (a few Directors)」「他の複数の理事 (other Directors)」

*64 具体案ペーパー（2002年11月付け）は、SDRMの制度設計の主導原理として、次のような一般原則を提案している。

持続不能債務の再編のみを対象とすること（債務再編の蓋然性を高めたり、defaultを促進しないこと）

迅速な再編を促進するため、債務国と債権者の早期協調的な関与へのincentiveを作ること

契約上の権利義務への干渉を最小限とすること

債務再編プロセスの透明性を向上させること

債務者の主権に干渉せず、ソブリンの要請なくして発動できないこと

市場の発展に対応できるよう、柔軟で簡素な制度とすること

既存の法制度（国内倒産法制等）を代替すべきではないこと

効率的で公平な紛争解決プロセスを持つべきこと

制度の下でのIMFの公式の役割は限定的であるべきこと（既存の貸付とサーベイランス権限によるべきこと）

なお、これらは、当初案の公表以降IMFが行ってきた市場参加者や法律専門家等との協議の結果を踏まえたものと考えられ、具体案で提示された制度の枠組み（特に当初案等からの変更）を大きく決定付けているとみられる。

とを支持した。

- ・理事たちは、SDRM下での透明性の要請が、制度外での再編と制度内での再編との十分な調整に寄与するとした。しかし、2~3人の理事は、債権者はいつでもSDRMを終結させられるので国内債務を含む完全な情報共有義務は債務国を不利な立場に置くとの懸念を表明した。
- ・国際機関の債権は除外されるべきであることにおおむね合意があった。しかし、いくつかの理事は、優先債権者の地位（preferred creditor status）の付与対象機関は過度に広げるべきでないとした。
- ・多くの理事は、公的二国間債権はSDRMの対象から除外しつつ密接に調整すべきであるとした。しかし、他のかなりの理事は、債権者間の公平を達成するためには別個の債権クラスとしてでも公的二国間債権をSDRMに含めることが重要であるとした。この結果、適当な進め方は公的二国間債権は少なくとも当初は除外し、SDRM下での再編との調整の仕方を更に検討することであると考えられる^{*65}。

（二）発動

- ・SDRM提案は、持続不能な債務を負う加盟国を支援するためであることについて、一般的な合意があった
- ・ほとんどの理事は、提案されたメカニズムの特性が制度の濫用を防ぐことから、債務国は第三者の確認なしに一方向的にメカニズムを発動できるとすべきであるとした。しかし、いくつかの理事は、第三者（おそらくIMF）が独立に持続不能性を確認すべきであると、他の理事はIMFの役割の強化を好まなかった。

（ホ）発動の効果

- ・いくつかの理事は、債権の登録は最終投資家に行わせることが望ましいとした。しかし、何人もの理事がこれは市場慣行と異なるとした。
- ・多くの理事は、現時点では、債権者がその延長について投票できるように十分に組織化さ

れるまでの短い期間は、訴訟に対する自動的停止を課すオプションを残す方が良かったとした。

- ・しかし、他の多くの理事は、自動的停止は契約上の権利に対する重要かつ不必要な侵害であり、いわゆるhotchpot条項で訴訟を抑制することが有効であるとした。
- ・いくつかの理事は、このhotchpot条項をSDDRFによる個別的執行停止命令の制度で有効に補完できるとした。しかし、他の理事は、これはSDDRFに不必要な権限を与えることになるとした。

（ヘ）債権者の参加：組織、投票、決定

- ・可決要件を登録債権の75%とすることにおおむね合意があった。
- ・理事たちは、優先債権の再編は債権者の同意を必要とするとするを一般的に支持した。

（ト）制裁

- ・いくつかの理事が、債務国からの虚偽の情報提供はIMF協定違反を構成するとの提案を支持した。しかし、多くの他の理事は、IMFはこの点について公式の役割を有するべきではなく、既存の貸し付け政策が協調的な合意に向けた加盟国の善意の努力を評価する適切な手段であるとした。

（チ）終結

- ・債権者に手続きを終結させる権限を付与することにおおむね支持があった。

（リ）SDDRF

- ・ほとんどの理事は、SDDRFをIMF協定の改正で設立することを一般的に支持した。しかし、他の理事たちは、SDDRFの実際的な必要性に疑問を提起した。
- ・2~3人の理事は、SDDRFにメカニズムを終結させる権限を付与することを支持した。しかし、ほとんどの理事は、これはSDDRFの役割の不必要な拡大であるとした。
- ・理事たちは、SDDRFは、IMF融資を行う上での加盟国の政策の十分性や債務の持続不能性に関するものを含め理事会の決定にチャレンジする権能を持つべきでないことに合意した。

*65 この最後の一文には、公表ステートメント上主語が示されていないことから、クルーガー筆頭副専務理事の評価であると考えられる。

- ・ほとんどの理事は、IMF協定の改正でSDRMを導入することが最も適当であるとした。しかし、2～3人の理事は、SDRMの目的はIMFの目的の外にあり、IMF協定改正によりSDRMを導入することは不適當であるとした。
- ・この関係で、多くの理事が、SDRMが加盟国の法システムにどのようなimplicationを持つか評価するため、スタッフがクエスチョネアを作ることを求めた。

(ヌ) 次のステップ

- ・理事たちは、IMFマネージメントとスタッフがSDRMの特性につき作業を継続し、改訂ペーパーを作ることを促した。また、民間セクター及びソブリン発行国をSDRMのデザインの検討に関与させることの重要性を強調した。

(2) まとめ

上記のように、IMF理事会においては、SDRMが持続不能な債務の問題を扱うことについて一般的合意があった一方、SDRMの重要な構成要素、即ち、発動原因を第三者が審査するのか否か、一般的な執行停止を導入すべきか否か、債務国の誠実な交渉への取り組みをどのようにして担保するのか、SDDRFの必要性とその役割についてどう考えるか、IMF協定改正によりSDRMを導入することが適当か等広範な項目につき意見の集約がなされていない状況にあることが示されている。

9 . 結論

本稿においては、まず、1 . から3 . までの冒頭の3つの項で、SDRM提案の変遷と現時点での案の内容を押えた上で、これを日米の再建型倒産法制と比較し、その特徴と問題点を分析した。そこで得られた結論は次のようにまとめられよう。

日米の再建型倒産法制（日本の会社更生法・民事再生法と米国Chapter11）の手続き構造は裁判所がプロセス全体を通じ重要な形で関与しているなど非常に類似しているが、個別に構成要素を見ると、原則として申立て原因を限定しないことなど米国Chapter11の手続きは日本法制に比べ債務者利益の保護の手厚い（debtor friendlyな）制度となっている。

米国法制中のChapter11とChapter 9（自治体債務の調整）を比較すると、Chapter 9は、申立て権、業務執行権、再建計画案提出権を債務者が独占する規定となっている点でChapter11よりも更に債務者利益の保護に手厚いものの、同時にChapter11に見られない債務者適格の法定、債務者の不合理な遅延等に基づく裁判所による手続きの棄却を定め債権者利益保護を図っており、全体として裁判所の関与による債務者利益と債権者利益の保護のバランスが図られている。また、Chapter11もChapter 9も裁判所は再建計画の認可に当たり債権者の利益に適合するかどうかを審査することとされ、この点でも債権者利益の保護が図られている。

これに対し、SDRMにおいては、第1に現行倒産法制における裁判所に当たる存在がなく、第2に現行法制例との比較で見ると債務者と債権者の利益保護のバランスが変化（債務者保護に傾斜）しているという特徴がある。この2点目（利益保護バランスの変化）は立案者が意図したものというより、1点目（裁判所に当たるものの不在）から派生したものと考えられ、その結果として、開始原因の第三者審査が入らない場合の（債務者による）制度濫用リスク、再建計画の第三者による実質的審査が存在しないことによる債権者利益保護の低下（債務者利益保護への傾斜）、更に独立第三者不在という制約条件下で利益バランス維持方策として制度の機能を弱める選択がなされたための制度の実効性低下の懸念といった問題が生じている。

次いで、4 . から6 . までの3つの項で、SDRM提案の理論的根拠とされる2つの問題（集団行動の問題とholdout（rogue）creditorの問題）及びSDRMと競争的關係（G7は補完的關係としている）にあると見られるCACs提案について分析した。そこで得られた結論は次のとおりである。新興市場国の資金調達形態が銀行融資から証券発行に変化していることにより、債権者が多様化し、債務再編に不可欠な債権者間の調整（集団行動）が困難となっているとする見

方の妥当性に関し、近年のソブリンボンドの再編事例を4つ取り上げた。これによると、4つの事例全てでexchangeを用いたボンド債務の再編が成功していること（参加率はいずれもほぼ100%に近い）、訴訟は提起されなかったことが見てとれた。これらの事例は1国を除き経済規模の小さな国を対象とするもので、全てが将来の先例として有用であるか定かではないが、ケース・バイ・ケースのアプローチが少なくともこれまでは機能していることが示されている。

holdout（rogue）creditorの代表的事例とされるElliottケースについては、その結末（訴訟を通じペルー政府から巨額の資金を回収）は衝撃的であるが、その内容を見るとリーディング・ケースとして裁判所により将来的にサポートされていくかかなり疑問があるものであるといえる。

statutory approachとされるSDRMとは異なり、個々のボンド契約約款に債務再編フレンドリーな条項を盛り込むことにより集団行動問題に対処しようとするいわゆるCACs（Collective Action Clauses）提案については、民間金融機関、米国などが評価しているが、これまでその活用が公的セクターにより推奨されてきたにも関わらず使用が進んでこなかったこと（国際的ソブリンボンドの約30%が使用するにとどまる）、新発ボンド全てにこれを入れても既存のボンドのストックの大部分が全て置き換わるには10年かかること、文言や解釈の不統一、更にaggregation（ボンドをまたがって投票を合算しなくてはならない）の問題があることから、CACsの挿入を個別に行っていくというアプローチを取る限り少なくとも短期的には現実的解決策にはなり難いと考えられる。

次いで、本稿では、7. でSDRMに対する民間金融機関等市場参加者等の評価を紹介し、8. で

昨年12月に具体案ペーパーをもとに行われたIMF理事会の結果を概観した。民間金融機関はSDRMに対し、その問題意識の否定（集団行動問題やrogue creditor問題は誇張されている）制度の実効性の批判（SDRMは近年の危機に対処できない、またかえってコストを拡大させる）、CACs論議への阻害効果等の観点から、強く反対している。ブラジル等の新興市場国もネガティブな反応であり、米国は距離を置いている。一方、具体案に基づくIMF理事会での検討では、全てのオプションがオープンな状態であり、重要な構成要素、即ち手続き開始原因の第三者審査が入るのか、一般的執行停止を入れるのか、債務国の誠実な交渉取り組みをどう担保するのか等についてもなお意見の集約はなされていない。

以上の諸点からSDRM提案への現時点での評価を導き出すとすれば、以下の通りであろう。

1. SDRMの現実的必要性ないし緊要性については、現時点では、賛成論・反対論いずれのサイドにとっても決定的なevidenceは見出されない。

2. SDRMと平行して検討されているCACs提案についても、個別ボンドごとに挿入を試みるアプローチを取る限り、短期的には現実的解決策とはなり難い。

3. SDRMの制度デザインについては、中立的な審判者・裁定者として機能する裁判所の不在が重要な制約要因として働いている。具体的には、第1に、制度利用の適格性（債務の持続不能性）の第三者審査が入らない可能性があること、第2に、再建計画の妥当性についても制度上の第三者審査は存在しないことである。こうした制度デザインの結果、公式の制度上は、米国Chapter 9に見られるような債務者と債権者の利益保護のバランスが変化する（既存の国内法制例と比べると債務者利益保護に傾斜したものとなる）可能性が生じている^{*66}。他方、こうした問題を緩和するため制度の機能を一部取り除く提案が行われているが、その結果、今度は制度の実効性が低下するリ

* 66 ここではSDRM提案と既存の再建型国内倒産法制との制度内容の比較を行っている。これに対し、国家倒産制度の存在しない現在の状況とSDRM提案とを比較し、SDRM提案の下では債務者と債権者の利益保護のバランスはどう変化するか、即ち、SDRM提案は現状よりもdebtor friendlyであるのか、それともcreditor friendlyであるのかについて評価・分析するためには、制度の細部にわたるデザイン内容の確定と予想されるその運用のあり方を踏まえた別途の検討が必要である。本稿は、SDRM提案が現状との比較でdebtor friendlyであることを主張するものではない。

スグが発生している。

4. 米国のChapter 9の経験は限られたものであり、一般化には慎重であるべきであるが、その米国での運用を見ると、自治体の行政権能等に介入しないという原則の下にありつつ、裁判所は、債務者適格の審査（insolventであることの認定）再建計画案の審査（債権者のbest interestへの適合性の認定）に当たり、自治体の課税水準、支出水準等の評価を行い、その評価に基づき判断を行っていると思われる。こうした収入支出を含む債務者の政策の評価は、裁判所がChapter 9手続きの下で債務者（究極的にはその市民）の利益と債権者の利益のバランスを図っていく上で欠くことのできない要素であると思われる^{*67}。

5. こうした点を踏まえると、国家倒産制度を創設するのであれば、中立的第三者機関が、課税のあり方、支出のあり方を含め債務国の経済政策全般の状況を踏まえ、債務の持続不能性（手続きの利用適格性）、再建計画の妥当性を判断する仕組みを用意する必要があるのではないかとと思われる。即ち、債務の再編が一時的な救済ではなく持続可能な形で債務支払いを行い得るように債務国を再生させることを目指すのであれば、債務国の政策是正は避けて通れない問題であり、その観点から見ると、現在のSDRM提案は、IMF協定の枠内での検討を前提としたことから、適当な独立第三者機関を欠くこととなり^{*68}、結果として上記のような国家再建という再建型国家倒産法制が本来視野に入れるべき問題との関わりを明確に示さない制度となってしまうと考えられる。SDRM提案の試みは、国家倒産の制度化には現行IMF協定とは異なる新たな思考の枠組み（例えば、国際倒産法廷の設立）が必要であることを示唆し

ているのではないと思われる。

[参考文献]

[和文文献]

- 小野有人「国際金融危機における「民間セクター関与」 国際金融システム安定化のジレンマ」2001年12月 富士総合研究所研究レポート
- 兼子一監修「条解会社更生法上中下」(昭和48年4月、弘文堂)
- 川畑正文「アメリカ合衆国における倒産手続きの実務(1)-(5・完)」(NBL No.708 (2001.3.15) - No.714 (2001.3.1))
- 瀬戸英雄編集(新再建型手続き研究会)「民事再生法」(平成12年2月、新日本法規)
- 高木新二郎「米国新倒産法概説」(昭和59年2月、(社)商事法務研究会)
- 高木新二郎「アメリカ連邦倒産法」(1996年7月、(社)商事法務研究会)
- 高木新二郎・山崎潮・伊藤眞編集代表「倒産法実務事典」(平成11年4月、(社)金融財政事情研究会)
- ディナタレー、アンドリューP、カレンB、カミングズ(梅島修訳)「米国破産法ガイド〔1〕-〔6・完〕」(国際商事法務Vol.21, No.6 (1993) - No.11 (1993))
- 宮下佳之・渡邊光誠「米国倒産法概説(1)-(12・完)」(JCAジャーナル93.2 - 94.1)
- 山本和彦・長谷川宅司・岡正晶・小林信明編「Q&A民事再生法」(2001年9月)有斐閣
- 渡邊光誠「最新アメリカ倒産法の実務」(平成9年8月、(社)商事法務研究会)

*67 こうしたソブリン債務者の政策の評価は再建計画の実行可能性(feasibility)を担保する上でも不可欠であると考えられる。実行可能(feasible)であることは、Chapter 9の計画認可要件の1つとなっており(943条b項) 我が国の法制でも認可要件(「遂行可能」)に盛り込まれている(会社更生法233条、民事再生法174条) 会社更生法233条の「遂行可能」の解釈に関し、兼子一監修「条解会社更生法下」(平成9年、弘文堂)P616~617は、この文言はアメリカ破産法に由来し、証券取引委員会の解釈によれば、アメリカ法における「遂行可能性(feasibility)とは、.....債務者が更生手続きから支払い可能な状態へと脱出できるか否か.....の問題である。」といわれているとし、換言すれば、更生計画の遂行可能性とは、更生計画が、企業を、再び更生手続きに舞いもどらないですむような健全な財政状態に置きうるという適性をさすものと考えられていると述べている(但し、我が国の判例の多くは、債務弁済方法あるいは弁済資金の調達方法を定める条項が実行可能かどうかという観点のみから遂行可能性を論じているとされている)

*68 IMFが提案するSDDRIFは、前述のように、既存の法制度で裁判所が担っている機能のうち主として形式的な要素(申立ての受理、債権の確定など)を担い、申立ての適格性審査、再建計画の認可などの最も重要な実質的機能は付与されていない。なお、IMFは個別的執行停止、手続の棄却の権能をSDDRIFに付与するとの提案をしているが、IMF理事会では反対が多い状況にある。

[英文文献]

- Bankruptcy Judges Division, Administrative Office of The United States Courts, Public Information Series, " Bankruptcy Basics " August, 1998
- Bartholomew, Edward " Two-step Sovereign Debt Restructuring, " Emerging Market Research Special Report, J.P.Morgan Securities, April 8, 2002
- Boorman, Jack, Special Advisor to the Managing Director, IMF " Sovereign Debt Restructuring: Where Stands the Debate ? " October 17, 2002
- EMCA · EMTA · IIF · IMPA · ISMA · SIA · TBMA " Sovereign Debt Restructuring- Executive Summary- " Discussion Draft 12/6/02
- _____ " Sovereign Debt Restructuring - Past Experiences with Market-Based Restructuring - (Discussion Draft) 12/ 6 /02
- EMTA/MMC " EMTA Position Regarding the Quest for More Orderly Sovereign Work-Outs " 10/17/02
- Dubrow, David L. " Chapter 9 of the Bankruptcy Code: A Viable Option for Municipalities in Fiscal Crisis ? " The Urban Lawyer, Vol.24, No.3, Summer 1992
- Group of Ten " The Resolution of Sovereign Liquidity Crisis " May 1996
- IIF (The Institute of International Finance) " Action Plan: Strengthening Emerging Markets Finance " April 22 , 2002
- IMF " Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises Restructuring International Sovereign Bonds " January 2001
- _____ " Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts - Encouraging Greater Use " June 6, 2002
- _____ " The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses " June 6, 2002
- _____ " Sovereign Debt Restructuring Mechanism- Further Considerations, " August 14, 2002
- _____ " The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Considerations (November 27, 2002)
- _____ " Sovereign Debt Restructuring and the Domestic Economy Experience in Four Recent cases " February 21, 2002
- _____ Public Information Notice (PIN) No. 03/06 January 7, 2003 " IMF Board Discusses Possible Features of A Sovereign Debt Restructuring Mechanism "
- Krueger, Anne " A New Approach to Sovereign Debt Restructuring " November 26, 2001
- _____ " A New Approach to Sovereign Debt Restructuring " IMF, April 2002
- _____ " Sovereign Debt Restructuring Mechanism- One Year Later " November 12, 2002
- Rogoff, Kenneth and Jeromin Zettelmeyer " Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001 " IMF Working Paper WP/02/133
- Malan, Pedro " Statement by Mr. Pedro Malan, Minister of Finance of Brazil, International Monetary and Fiscal Committee " , September 28, 2002 (<http://www.imf.org>)
- Ortiz, Guillermo " Recent Emerging Market Crises: What Have We Learned ? " July 7, 2002
- Palacios, Luisa " Sovereign Bond Defaults and Restructuring in Emerging Markets: A Preliminary Review " July 2002, JBICI Working Paper No.6
- Scott, Hal and Howell Jackson " Sovereign Debt Restructuring : Should We Be Worried About Elliott ? " May 2002
- Taylor, John B. " Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective " April 2, 2002
- _____ " Using Clauses to Reform the Process for Sovereign Debt Workouts: Progress and Next Steps " December 5, 2002