

国債と社債の債権者保護に関する債券契約、 法規定上の相異について

——信用リスクに関連して——

岩井 宣章

要 旨

わが国の財政状態は1990年代以降悪化の一途を辿っており公的債務残高は、先進国では最高水準の GDP の 2 倍強に達している。わが国の国債返済能力が後退しており、国債の信用リスクは悪化しつつある。債券投資は信用リスクと投資収益率である利回りを量りながら行う。そして一般論として信用リスク悪化の行き着き先が債務不履行である。

信用リスクに関連して、国債の債権者の保護手当は、債券契約、法規定上どのように講じられており、期待できるのであろうか。この点を民間債の典型例である社債と比較してみる。国債については、債券契約、そして信用リスク等の投資判断を可能とする情報開示制度、信用リスクの悪化時に期待しえる債券者保護の手当のいずれにおいても社債に比し信用リスクが少なく、そうした可能性が小さいとの前提で構築されていることである。国債の投資家は、社債とは異なる対応が必要であることを理解する必要があるだろう。

目 次

- | | |
|------------------------------|-----------------|
| I. はじめに | IV. 国債の債務不履行の事例 |
| II. 国内社債と国債の投資情報提供制度 | V. 集団行動条項の導入 |
| III. 債務不履行リスクのチェック、不履行時の権利保全 | VI. 終わりに |

I. はじめに

わが国の財政状態は1990年代以降悪化の一途を辿っており、わが国の公的債務残高は、先進国では最高水準の GDP の 2 倍強に達している。このところ公的債務返済の基礎となる名目 GDP は減少傾向が継続しており、わが国経済再生への明るい展望もいまのところ見出しにくい状況から短期的な財政状況の改善は見通しにくく、債務の返済能力も減少傾向を示している。海外では2012年にギリシャ共和国の国債の例にみられるように先進国とされている国の公的債務の債務不履行が生じている。

もっともわが国は各国を大きく上回る対外資産規模を依然として有しており、所得収支の大幅な黒字状態や消費税を初めとする増税余地が大きく、更には成熟した民主主義体制の下でわが国政府への市場の信頼も高く、公的債務の不履行が一時的に宣言される公算も少ない。またわが国の債務残高のほとんどを自国民が保有しているので、インフレの問題を除けば通貨増発による対応という途もありえなくはない。

本来債券は流通市場で売買が容易な金融商品であり、信用リスク（債務不履行の可能性の度合）に対する予想を織り込み価格が形成される。わが国国債についても、上述のような発行者の経済・財政状況を勘案しながら市場参加者はこれまで以上に神経質に信用リスクを量りながら売買を行うようになっており、そして価格が形成されている。確かにわが国国債は金融政策がかかってない金融緩和の領域に入っており、その影響を大きく受けて極めて低い利回りの水準を維持している。しかしそこには前述の財政状況等の下で、歳出削減、増税、社会保障改革

といった歳出入の改革などに高い関心を払いながら国債の売買が行われていることも否定できない。

ではこのような情勢の下で国債の投資判断のための情報提供は、国債ではどのような制度的手当が講じられているのであろうか。また信用リスク悪化の行き着く先は債務不履行であるが¹⁾、仮に万が一わが国国債に債務不履行という事態が生じた時には国債の保有者としてその債権者保護は制度的あるいは契約上、どのような手当が現状では講じられているのであろうか、また期待しえるのであろうか。この点について民間債の典型であるわが国社債とこれらを対比することで、その相異などを整理検討する。また債務不履行時の対応については、最近のギリシャ国債の債務不履行等の事例も参考にして検討することとする。なお、本稿では公募発行債を対象としている。

II. 国内社債と国債の投資情報提供制度

1. 国内社債と国債の法による投資情報の開示要請

市場参加者に提供される投資情報は、制度的にどのような措置が講じられているのであろうか。信用リスクの大小を判断するには、その情報を最も有し、その情報の信用リスク等への影響度合いも最も確に判断しうるであろう債務者から適切な情報を適時に提供されることが肝要である。それにより投資家は、信用リスクと収益性を天秤にかけて投資を行い、場合によっては保有債券を売却することになる。そこでまず法制による投資情報の開示要請がどのように

なっているのかをみる。

(1) 社債投資は投資判断の基礎なる開示制度が存在

社債については、当該発行者に対し投資家の投資判断に資するための詳細な情報提供が金融商品取引法（以下、金商法）により措置されており、開示が義務づけられている（企業内容等の開示制度という）。社債は金商法により、発行時には「有価証券届出書」を作成し所轄庁に提出し、販売時には「目論見書」を作成し投資家へ交付することが義務づけられている（第2条の2～第27条）。「有価証券届出書」、「目論見書」には社債発行企業の内容と当該社債の内容について一定程度の詳細情報を記載することが求められている。具体的には、企業内容としては企業の業務の内容や業績（収益状況など）及び財産状況などが記載されており、社債内容としては発行額、利率、償還期限といった当該社債に関する基本的事項の他、担保の有無、財務上の特約、取得格付け、期限の利益喪失事由、資金の用途などの記載も求められている。また社債発行後には有価証券報告書（継続開示書類）を定期的に作成し、その時点での社債発行企業の企業内容の開示が求められている。企業内容等に関して臨時的に重要な事実が生じた時には、臨時的に報告書の提出も求められる。

(2) 国債は簡素な投資情報の提供

金商法は国債も規制の対象商品であるが、この開示義務は免除している。これは、国債は信用リスクが小さいためとされている²⁾。

国債についての法律による開示要請としては、国債の発行等に関する省令（入札発行国債の場合、第5条第11項）により、当該国債の

「発行額」、「発行価格」、「発行日」、「利率」「利子支払期」、「償還期限」等を告示することとされている。発行時に官報にこれらが掲載される。このように公表内容は、社債に比して極めて簡素なものである。それはこれ以外の契約や特約はないからともいえる。社債との大きな相違は、発行者の情報が発行時および発行後の適時開示も制度的には講じられていないことであろう。後に見るように発行者情報は、財務省ホームページや各種の公表資料等から投資家自身が必要に応じて収集することになる。

2. 国債の投資情報開示のあり方について

国債への開示要請が社債と異なるのは信用リスクが小さいことにあり、そして開示に要するコストとベネフィットが勘案されたものと思われる。

わが国の国債発行を振り返るとかつては相対的に低利回りの国債を半ば強制的に銀行等に保有させる時代があり、その後発行条件の実勢化進展とともに国民の幅広い層へ保有が浸透していく時代へと移行している。とりわけ近時は国債での資金調達ニーズが一段と強まっており、大量発行が継続しており、個人向け国債の登場など国民の幅広い層に国債保有が浸透しつつある。また国債の売買規模は他の金融商品を圧倒的に上回っており、そこで形成される金利は金融商品のベース金利として今日では金融市場において重要な役割を担っている。しかしながら前述の通り一方で財政悪化の進行により債務返済能力が後退傾向を示しており、投資家には、発行者である国の信用状態を量るための発行者情報の収集ニーズは強いと考えられる。前述の通り、発行者情報の提供は制度化されていない

国債と社債の債権者保護に関する債券契約、法規定上の相異について

が、現状においてそれはどのようなようになっているであろうか。

国債の発行者による情報提供は、財務省のホームページなどを見るとかつてとは比較にならない程充実した情報を得ることができる。例えばホームページからは、企業等開示制度が発行企業に要求しているような財務書類（≒財務諸表）や予算・決算書（≒経理状況）や管理政策、あるいは時系列的に財務や債務のデータ等を取得することができる。このほか制度変更など国の予算・決算に影響を与えるであろう事由については国債ニュースレター（例えば2012年10月では、社会保障・税一体改革関連法案の成立について）や国債トピックスなどとして掲載される。また適切な発行等の運営に活かすため投資家や証券会社、銀行など市場仲介者との会合も定期的に開催されているが、その議事要旨も把握可能である。国債を強制的に保有させる時代とは異なり、その気になれば相当の発行者情報の入手が可能であり、格段に市場志向の体制になっていることは十分評価される。課題があるとすれば、ホームページを幅広く閲覧して必要と思われる情報を収集し、整理する必要があることであろう。また、発行者の自主的な提供ゆえにややもすると提供情報の適切性への受け手にバイアスがかからないかという懸念であろう。企業内容等の開示を企業に義務付け、そして記載事由やその書きぶりを予め規定しているのは、提供情報の適切性と適時性、そして提供内容の客観性を担保する意図と考えられる。それ故に国債の発行者についても、何らかの形で開示の制度化、義務化を図り、そして開示項目は発行者から独立した組織が決定する仕組みも考えられよう。また、国債の投資判断に資する情報は、社債同様に一資料に所収する工夫も

あり得よう。

3. 投資家が社債、国債の購入時に入手しうる投資情報

投資家が実際に債券の購入時に入手して投資判断する投資情報はどのようなものか。前項を取りまとめた形で確認する。

(1) 社債

社債については、発行時の購入には目論見書が交付され、前述の通り詳細な内容の記載があり、それに基づき投資を判断することになる。もっとも個人投資家にとって詳細すぎなくもなく、目論見書記載事項の要点を記載したものが、発行要項などの名称で提供されることも少なくない。流通市場での売買となると、継続開示書類によりその時その時の発行者の財務状況や業務状況も把握することが可能である。必要に応じて臨時報告書により適時開示が行われる。実際にこれ等の継続開示書類における借入状況の大きな変化などを眺めて、「おかしい」と判断して当該保有社債を売却したことがあるという運用者も存在する。その社債はその後、債務不履行となったと言われる。

(2) 国債

国債は、当該国債の発行条件が官報で公告される。しかし多くの投資家は官報を見ることは少ない。国債購入時に発行要項などの名称で証券会社等から官報の公示内容とほぼ同等の投資情報が投資家に提供ないし説明されることになろう。また財務省ホームページからも把握できる。その内容は前述のとおり発行額、利率などの国債の発行条件である。もしその時に発行者である国の財政状況等を把握したいとすれば財

務省ホームページや報道等公表情報を自前で収集することになる。これは個人投資家などの一般投資家にとって、必ずしも容易なことではない。個人投資家では、本当に大丈夫かと思いつつも、国だから大丈夫との判断をすることも少ないのではないだろうか。流通市場からの購入となると、仲介者である証券会社等の提供情報にも依存することになる。この点、前述した国債の投資判断に資する情報を一資料に所収した内容の要約を投資家に手渡すことやホームページ閲覧を勧奨する仕組みを措置することも考えられよう。

4. 小括

社債については、適時に適切な投資情報を提供することを目的とした開示制度が金商法により講じられている。一方、国債についても国債の発行等に関する省令により発行条件の開示は義務化されており、その内容も一定程度評価できるが、発行者情報の開示は発行者の自主性に委ねられている。国債の発行者情報については、投資家が収集しようと思えば財務省のホームページその他から社債以上ともいえる情報が入手しうる状況にある。ただ異なるのは、特に発行段階では投資家自身が情報をとろうとしない限り、入手し得ないことであろう。企業内容等の開示制度が発行者に情報提供を義務付けているのは、最も情報を有し、その情報の信用度等への影響度を的確に判断しうるのが発行者であり、そしてそのような資金調達者である発行者に情報提供させることが資金調達者と資産運用者の情報の非対称の是正として望ましい形であるとの意図であると思われる。こうした意味では、国債についても発行者情報の開示を何らかの形で義務付けるなど、さらなる改善の余地

はあるのではないだろうか。

Ⅲ. 債務不履行リスクのチェック、不履行時の権利保全

1. 債務不履行とは

まず債務不履行とは、どのような事態を指すのかを民法に基づいて整理する。

債務不履行とは法律用語辞典によると「債務者が正当な事由がないのに債務を本旨に従って履行しないこと」³⁾とされている。債務の本旨とは、一般に契約に基づいて果たさなければならない義務の本来の目的のこととされており、契約に基づいて果たさなければならない義務と言える。すなわち契約に基づいて果たさなければならない義務を果たさない状態が債務不履行の状態となる。わが国では債務不履行を一般的に①履行の遅れ②履行不能及び③不完全な履行の3つに分類できると解されている。

債券における債務不履行とは、債券の契約に基づき履行をしなければならない一定の義務行為が履行されないことを指すことになる。債券は、予め決められた期日に予め定められた利息の支払いを行い、予め決められた日に投資元本を返済することを約して貸借契約を結び、その権利・義務関係を表彰した証券と考えられる。債券契約の基本は元利払いを受けとる権利と支払う義務に絞られる。民間債の場合では法律上、一般的に利息の支払いや元本返済等が債券契約通りに行われない時に債務不履行の状態にあることになる。社債では利息の支払いや元本返済がなされず、その状態が一定期間に回復されない場合には通常、社債契約において期限の利益喪失事由として約している。その事態が生

じた時点で債権者は期限の利益喪失を宣言することにより原則として直ちに返済等を求めることが可能になる。そしてそれが出来なければ債務不履行となる。このほかこうした利息の支払いや返済義務の履行を確実にしめるために、その支払等に大きな影響をもたらすような事由についても予め債券契約に定められることが少なくない。典型例が財務上の特約である。財務上の特約としては、予め約された一定の財務水準の維持や重要な資産の売却の制限、発行者の他の債券等の不履行状態が生じた場合（クロス・デフォルト条項と言う）などを挙げることができ、元利払い同様にその違背等は期限の利益喪失事由として約されているのが一般的である。

2. 国債の債務不履行

国債の債務不履行の状態についても国の資金調達という経済取引の契約履行に係るものがあるので、民事行為（＝商事行為）として民法をベースとして同様に理解できると考えられる。すなわち国債の債務不履行も、債券契約に約されている利息の支払いや元本返済など義務の履行がなされないことを指すことになるであろう。わが国の国債では、これら以外の契約上の義務は通常約定されていないので、債務不履行事由としては利息の支払いや元本返済に限定される。ところで国家には徴税権、造幣力があり、課税強化や中央銀行の買取りという手段なども有しており、債務不履行の可能性は低いとよく言われる⁴⁾。とはいえ国家の債務不履行について国債の債務不履行に限ってみても1999年以降ではロシア、インドネシア、アルゼンチンなどがあり、2012年にはユーロ加盟国であるギリシャの例がある。

日本の公的債務残高は急速に拡大しており、現在 GDP 比では200%を超えており、先進国の中で最も高い水準にある。市場参加者にはわが国は各国を大きく上回る対外資産規模を有しており、所得収支の大幅黒字の継続や相対的に低い消費税率、更には民主主義の成熟度合などを勘案して、わが国国債の返済に大きな問題はないとする理解が少なくない。多くの市場参加者はこうした認識の下で国債投資を行っており、金融緩和が未踏の領域に入っていることも手伝って、国債利回りは大量発行継続の下でも既往最高水準の1%内外の超低利状態を継続している。この外、折柄の民間部門の資金需要後退や自己資本比率規制上の優位性などから民間金融機関等が消去法的に国債を購入している点も、よく指摘されている。しかし、わが国の財政状態は悪化の途を辿っており、国債投資をより慎重に判断せざるを得ない要素が増えてきているのも事実である。その可能性は短中期的には考えにくいだが、万が一わが国の公的債務である国債において債務不履行という状況が生まれた時には債権者である国債の保有者は制度的あるいは契約上、どのような手当が現状では講じられているのか、また期待しえるのか。この点を社債のそれと比較してみる。

3. 利息の支払、元本返済など債券契約の遵守状況の監視

利息の支払、元本返済などが債券契約の通り履行されているかについては、投資家はどのような手段、手続きで監視することになるであろうか。

(1) 社債

社債は会社法により原則として社債管理者の

設置が義務付けられている（同法702条、976条33号、ただし券面1億円以上ないし50口未満の場合は任意、同法702条但し書）。それは①個人等の一般投資家にとって利息の支払、元本返済の遵守状況の監視は、容易でなく専門家である社債管理者に委ねることが適当であること⁵⁾、②個人投資家等の細分化された債権者にとっては自ら遵守状況を監視することは、コスト面から合理性に乏しいこと⁶⁾、などのためとされている。このため社債管理者が設置されている時は、社債管理者は社債権者のために元利金支払を受け一切の権限を有するとされている（705条1項）。従って発行者による社債の元利払いは、一義的には社債管理者が受け取ることになる。そして通常、発行会社は社債管理者等に元利金の支払事務を委託しているため、個々の社債権者はその店舗等で利息等を受取ることになる。支払の履行がなされなかった時には、社債管理者は新聞等で公告するとともに知れたる社債権者にはその事実を告知することになる。この他にも社債管理者は社債契約において財務上の特約等を約している場合には、その履行状況を監視する役割も担っているため、違背と認められた時には、それが期限の利益喪失の事由に該当しないかなどの判断もすることになる。期限の利益喪失事由に該当する場合には、期限の利益喪失の宣言する権能も社債管理者に付与する例も少なくない。財務上の特約が債券契約で約されている場合には社債管理者は元利払いに遅延等の事態が生じる前より、社債権者のために行動すると言える。このほか社債管理者は財務上の特約違背等の救済手段の発動（担付切替条項の発動に際して担保の受託会社として役割）にも関与する。このように社債管理者が設置されている社債では、社債管理者が利息

の支払いなど債権者の債権保護に関し、大きな役割を果たす。

実際には社債発行の実態を見ると社債管理者が設置されている社債は必ずしも多くないが⁷⁾、社債管理者不設置債は1億円以上の券面の社債であるため、その元利払いなどについての遵守状況につき専門知識を有し、経験を有している投資家であると理解したい。少なくとも、そのような遵守状況の監視は、自身が行うことを選択した投資家群と考えたい。

（2）国債

国債は債券契約に約されている履行義務は通常利息の支払、元本返済方法とその期限である。これらが約束通り履行されているかどうかについては社債のように債券の管理者設置という制度的な手当はないため、投資家自身がチェックし、認識することになる。証券会社等金融機関で国債を購入し、保管を委託している場合には利息の支払期日、元本返済期日の1か月程度前に支払予告の事前通知がなされることが少なくない。しかし万が一、実際に当該支払実行の事前に支払原資がこれら機関に渡されなかった時に、そのような事態が生じた旨の通知が速やかに個々の投資家になされるのかは定かではない。国債のような国民の幅広い層が保有している債券では支払遅滞等が生じるときには、その影響力の大きさから発行者自らが事前に宣言し公告する可能性は十分あり得よう。こうした状況が生じる恐れがある時は、新聞報道等が先行する可能性も大きい。いずれにしてもその可能性も含めて投資家自身が事前に財政状況などをフォローすることが必要であり、万が一の事態には自分で情報を収集し、判断し必要な対応を行うことになるであろう。国債の元利払

この事務は日本銀行が担っており、そうした事態に対して日本銀行の適切な対応も期待できるが、それも発行者である国の指示を受けてのことであろう。これまでの社債や円建外債の債務不履行の例から類推すれば、一般投資家はその恐れが生じた時には値段を度外視して市場で売却する動きとなることも予想されなくはない。なお、国債は社債などとは異なり、何らかの事情でもし利払い等の遅延があり、それがテクニカルな事由であっても救済規定（予め約された一定期間に事態が解消されれば期限の喪失事由としない）は、あり得ないこととしてか、措置されていない。

4. 債務不履行時の債権保全・回収

債券が債務不履行の事態に陥った場合には、債権の保全とその回収はどのような道筋になるのであろうか。

(1) 社債

社債は、発行会社が元利金の支払いを懈怠する等の、社債権者の共同の利害に重大な係わりがある場合には債券保有者が集団的に対応するため社債権者集会を召集することができる。すなわちそのような場合には社債管理者あるいは発行会社等が社債権者集会を開催し、支払い猶予、和解、あるいは訴訟提起などの債権の保全・回収の方途を検討し、決定することになる⁸⁾。その執行は、社債管理者あるいは選任した代表者に委ねられることになる。債権回収については発行会社は通常、他の債務も存在するので社債を含めた債権者の集会で再建計画の賛否や弁済率（債権回収割合）などを検討し、最終的に決定されることになろう。こうした一連の措置は、法律などの専門知識が欠かせず社債

管理者等の専門家に委ねることが合理的であることは否定できない。このため社債管理者には発行会社の財務等の調査権が法律により付与されている⁹⁾。前述の通り、実際の発行において個人向け社債等で社債管理者の設置が多いのもこのような事情と考えられる。

また社債管理者の不設置債の場合も、発行会社や一定の社債権者の招集により社債権者集会を開催し、代表者を選定して発行会社と交渉を行うことが可能である。個々の債権者が個々に債権の保全・回収に向けて行動する途も理屈としては考えられなくはないが、社債権者平等が通説であることや専門的知識が必要であり、その実効性が高いとは言いにくい。これまでの社債の債務不履行の事例においても、多くの場合は社債権者集会が開催されているようである。

このように社債の場合には、社債管理者が設置されている場合には、専門家として社債管理者が債権保全等に主体的に行動することになり、不設置債においても社債権者集会を開催して集団的対応ができるので、債務不履行時の債権保護、回収の道筋は一定程度想定しやすい。加えて社債では、これまでにいくつかの債務不履行が生じておりその経験を参考することも可能であろう。

(2) 国債

万が一わが国国債が債務不履行の事態に陥った場合には、債権保全とその回収はどのように考えればよいだろうか。国債による資金調達とは経済行為（民事行為）であることから民法の規定に沿って考えてみたい。社債のように社債管理者、債権者集会が制度化されていないので、個々の債券保有者が債権の存在を証明するために債権を届け出て、その上で発行者と返済ない

し損害賠償などの交渉を行うことが理屈としては想定できる。保有額が少額である場合には、そうした行動に伴う費用や専門知識の制約から、とにかく金額を度外視して市場で換金化する動きも強まる可能性があるだろう。あるいは国債保有者が集合して団体的に行動することも考えられなくはない。国債では、いくつか道筋が考えられなくもないが、結局のところ想定域にならざるを得ない。しかも債権回収などについては、実際のところ実効性を含め課題が多いと見られる。国債は多くの種類が発行されており、ある銘柄だけの債権者に対応することは困難と見られるし、また同一銘柄でも一部の債権者のみに対応することは国債にも債権者平等の考え方が通用するとすれば、この点も課題になる。いずれにしても社債とは比較にならない多様な層の債権者に短期間で対応がなされる可能性も小さい。可能性としてあり得るのは、国は民間企業と異なり、その存続が前提の主体であるので、ある時点で発行者である国から債務再編に向けた提案などがなされ、債権者が何らかの手続き等を経て受諾する道筋かもしれない。いずれにしても社債と異なり、その道筋は想定しにくい。

5. 小括

仮に発行体の経営等が悪化し債務不履行の状況に陥った時の債権の保全・回収については、民間企業はそうした事態があり得るとの考えから各種の倒産法制などにより制度的手当が整備されている。社債についても同様である。債券は公衆が幅広く保有するので、債権管理については専門性を有する社債管理者の設置が義務づけられており、債権者に代わって元利払いや財務上の特約の履行の遵守状況を監視し、事があ

れば債権者へ告知する仕組みとなっている。また、債務不履行などの状況が生じた時には、集団的な対応を可能とする社債権者集会制度も手当てされている。これまでの例では社債管理者等が社債権者集会を招集し、その決議に基づき社債管理者が執行者として発行者と対応する例が少ない。一方、国債は、信用が高く債務不履行の可能性が少ないとの考えから、そうした事態を想定して事前に回避するために社債に見られる財務上の特約に類似したような特約が債券契約に措置されている事例は見られない。またそうした事態を想定した特定の法律が措置されていることもない。債務不履行が生じた時には、基本的には個々の債権者が債権の存在を証明して、発行者と弁済交渉や裁判を提訴することとなろう。もっとも実際には国が個々の債権者に対応する可能性が大きいとは思われない。国は存続が前提の機関であるので、ある時点で債務再編等の提案がなされる可能性が高いようにも思われるが想定域に止まる。いずれにしても事が生じた際の道筋は読みにくい。国債は債務不履行が生じる可能性が少ないとの考えにより制度全体が仕組みられていると言えよう。

IV. 国債の債務不履行の事例

ここで比較的最近に起こった海外での国債の債務不履行の事例を見てみる。それは、国が債務不履行に至る過程やそれが生じた時にどのような対応がなされ、債権者の権利はどの程度確保されたのか、そうしたことを見ることにより万が一わが国でもそのような事態が生じた時、政府等がどのように対応するのか。それはそれぞれの国の事情により大きく異なるであろうが、その道筋の想定につき一定程度の参考とな

図表 1 債務不履行となったアルゼンチン円建外債

銘柄	発行年月	発行額	額面	利率	償還日
第4回	1996年12月	500億円	100	5.00%	2002年12月
第5回	1999年12月	200億円	100	5.40%	2003年12月
第6回	2000年6月	600億円	100	5.125%	2004年6月
第7回	2000年6月	615億円	100	4.85%	2005年9月

(注) 債務再編時の債券残高はほぼ発行額に等しい。

〔出所〕 財団法人年金シニアプラン総合研究機構 [2012] 71頁などより作成。

るであろうと思われるからである。もっとも採りあげるアルゼンチン，ギリシャの例は，わが国とは政治体制，経済構造，民主主義の成熟度などに違いがあり，後述の通りこれら事例はやや債務者よりの対応と言えなくないが，そのことは想定しえるワースト例と考えればよいであろう。

1. アルゼンチン共和国の債務不履行

(1) 債務不履行のプロセス

アルゼンチン共和国（以下，アルゼンチン）は，財政危機に対応し2000年12月及び2001年6月に対内債務につき事実上の債務交換を行っている¹⁰⁾。それでも財政状態は改善されず，2002年には対外債務の円建債，ユーロ建債について債務再編を実施する。この2002年の債務再編について，関連資料の入手が比較的容易であったアルゼンチン共和国円貨建外債について見てみる。債務危機発生時の残存していた円建外債は図表1の通り。

(2) アルゼンチン共和国円建外債の債務不履行の発生

アルゼンチンは，2001年12月14日のIMF総会後に同国財務大臣が対外債務支払いの一時停

止を宣言する¹¹⁾。円建外債の債券の管理会社（社債の社債管理者に匹敵）は，この時点ではアルゼンチン国債を債務不履行の状態とは認定していない。債券の管理会社は2002年3月14日に，同国のイタリア・リラ建てユーロ債券の利息の不払いによりこれが円建外債の債券契約のクロス・デフォルトに該当し期限の利益喪失事由が発生したと新聞等で公告し，同国の円建外債は債務不履行の状態にあると認定する¹²⁾。その後，債権者と具体的な債務返還の交渉がなされないまま2002年4月30日にアルゼンチンは自国官報において対外債務を含む公的債務の支払いを2002年12月31日まで延期すると一方的に公告する。

(3) 債務再建案の公表

アルゼンチンは2003年9月22日に元本75%カットを骨子とする対外債務再編案を公表する（ドバイのIMF総会で債務再建案を発表，対民間部門債務818億ドルに関し，元本の75%削減と元本に係る延滞金は支払わないとの内容）。三菱東京UFJなどの円貨建外債の債券の管理会社は10月22日に，「共和国より発表された債務再建案について」と題する新聞広告を行う。この債務再編案には債権者の反発も強く，各国民間債権者グループと円貨建外債の債券の管理

図表2 アルゼンチン共和国円建外債の債務交換の交換債券の内容

交換債券		額面	利率	償還日	GDP 連動証券
円建	元本維持債	100	0.24→0.94%	2038年末	付与
	元本削減債	33.7	4.33%	2033年末	付与
ペソ建	元本維持債	100	0.63→2.48%	2038年末	付与
	準元本維持債	69.9	3.31%	2045年末	付与
	元本削減債	33.7	5.83%	2033年末	付与

- (注) 1. 交換期間は1月20日から2月25日。
 2. GDP 連動証券は、額面1000円につき1枚添付。2035年12月満期。アルゼンチンの各基準年度のGDP実績が基準GDPを上回り、かつGDP成長率が基準GDPの成長率を上回っている場合に、基準GDP超過額の5%に通貨による調整を加え、各GDP連動証券の想定元本を基準に按分した額が、その基準年度の翌年の12月15日に支払われる。
 3. 割引価値ベースでは、交換される新債券は旧債券の30%程度と言われている。
 [出所] 財務省ホームページ (http://www.mof.go.jp/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/sub-foreign_exchange/proceedings/material/gail70404_b.pdf) 等より作成。

会社等はグローバルコミッティー (GCAB) を立ち上げ、交渉を行おうとするがほとんど交渉ができなかったとされる。

(4) 債務交換のオファー

2004年6月、債務交換の最終案が発表される。債務交換では、交換される新規国債が募集になることもあり、円建外債については11月に債務再編手続きに関する有価証券届出書が提出され、2005年1月20日に有価証券届出書の効力が発生し、債務交換の受付が開始される。債務交換の内容は図表2の通り。

(5) 債務交換の強制措置

アルゼンチンは2005年2月2日、債務交換の促進を意図して債務交換に応じない債権者の債券については、今後、和解や将来の債務再編手続きを実施しないとする内容の法案を提出する。3月18日に債務交換参加率は、全体で76.15%、うちサムライ債94.42%などと発表する。

2. ギリシャ国債の債務不履行

ギリシャ共和国 (以下、ギリシャ) は、2012年2月21日のユーロ圏首脳会議においてEU各国やIMFなどが更なる支援の条件として、民間債権者も一定の負担を負うこととしたことにより、民間債権者に対しては形式上自発的に債権放棄に応じるPSI (Private Sector Involvement) の枠組みの下でギリシャ国債の元本53.5%の放棄を求めることとした。このためギリシャは時間的な制約及び法令等の問題から日本や米国を除く民間債権者に対して債務削減に応じる呼びかけ (PSI オファー) を2月24日に行った。またこの債務削減が予定額に達しないことを回避するために「集団行動条項」を事後的に設定し、半ば強制的な債務削減も意図する。以下、債務削減の過程を時系列的に見ていくこととする。なお記述内容は、各種報道やギリシャ政府公表資料等を参考としている。

国債と社債の債権者保護に関する債券契約、法規定上の相異について

(1) 債務削減（債務交換）に関する法案の 制定、集団行動条項の付与

ギリシャ議会は2012年2月23日、民間債権者が保有するギリシャ国債（内外発行）を新国債と交換する法律を成立する。また2月29日には債務削減の実効性を確保するため国内法を準拠とする国債については、集団行動条項を遡及的に適用することを可能とする法律も成立させている。集団行動条項とは、債権者の一定数の同意によって発動でき、債権内容を変更できることを内容とする特約条項である。ギリシャの場合は、3分の2以上の債権者の同意により債務交換を可能とする内容であり、非同意の債権者に対しても同一内容で強制的に債務交換させることができる。

(2) 債務交換のオファー

ギリシャは2012年2月24日、日本、米国、オーストラリア等を除く、投資家に対して債務交換のオファーを行う。その内容は以下の通り。

＜債務交換のオファー内容＞

- ①旧国債100ユーロ毎に31.5ユーロの新国債と2年以内に満期を迎える欧州金融安定ファシリティ（ESFS）債15ユーロを受取る。債務減免率53.5%となる。
- ②GDP連動債の付与―債務交換に参加する投資家はGDPに連動する債券も受取る。GDP連動債とは、ギリシャのGDP伸び率が一定基準を上回った場合に2015年から新国債の額面の最大1%相当の利払いを受けることができるもの（元本がなく、一定条件の下で受益権が発生することからオプション証券と言える）。

(3) 集団行動条項の発動

ギリシャは2012年3月11日、ユーロ各国等の支援の前提となる参加率95%には届かなかったことから集団行動条項を発動する方針を表明した¹³⁾。この結果、交換期限の2012年3月23日の参加率は95%を上回る96.9%と発表される。

3. 小括

アルゼンチンの例は、3年超の長期にわたる債務不履行の状況が継続し、債務者が民間債権者と誠意ある交渉を行うことなしに、一方的な債務交換が提案された象徴的な例である。そして債務交換の実行性確保のため、応募期限である2月25日までに債務交換に応じない債権者には今後債務支払いをしないとす内容の法案を成立させ、債務交換を半ば強制する措置を講じている。この結果大方の債券保有者は、債務交換に応じているが、債務交換に応じなかった投資家も存在し、これら債権者は集団訴訟を提起していると伝えられる。このことがアルゼンチンの国際資本市場への復帰の障害になっているようである。また債務交換への参加率は高い（とりわけ円貨建外債の9割強）ように見られるが、個人投資家を中心とする多くの投資家は新債券の保有を望まず、債務交換の募集中に保有する旧債券を低価格で機関投資家などへ売却したことによると言われる。

一方、ギリシャ国債の債務交換の特徴は、必要な債務削減額を確保するために当初の債券契約にはなかった集団行動条項を法律を手当して後付で付与し、国内準拠法債権者に対して半ば強制的ともいえる債務交換を行っていることである。これはギリシャには民商法に債権者平等原則の定めがないこともあり、金融取引の一方の当事者である債権者に事後的な取り決め

で不利益を押し付けることが可能であったと言われる。外国準拠法のギリシャ国債の債務交換については、事後的に同条項を挿入することが難しいことから、債務交換に応じないとその後の元利払いの支払いが困難なるなどとの脅かしもあったとされるが、形式的には債務交換の勧奨となる。なお、債務交換に応じなかった民間投資家（個人投資家中心）は、訴訟の用意を進めていると伝えられる。

両国に共通していることは、債務交換の実効性を高めるために法律を制定してまで半ば強制的な債務交換を行っていることである。国は存続が前提の主体であり、国ゆえにその目的のためには法律の制定も可能なのであろう。また、国債でも内・外債や通貨建てなどの国債種類で債務処理の対応が異なることも指摘される。これらの国の国債は、民間における債権者と債務者との関係とは、ややそれが異なっていると言えなくもない。

V. 集団行動条項 (Collective Action Clauses, CAC) の導入

ギリシャ国債の債務交換では集団行動条項 (Collective Action Clauses, CAC) が事後的に付与され、同条項が債務交換を半ば強制する方向に働いた。そこで集団行動条項の内容やその役割などを考える。

前述の通りアルゼンチン国債が債務不履行状態に陥った後、そのような状態のまま3年超の間何ら対応が示されず、その後一方的に債務交換が提案され、国際金融市場が大きく混乱したことを契機に新興国債務危機への対応策としてソプリンの債務再編メカニズム (SDRM) の策定とともに、集団行動条項の挿入の議論が国際

間で高まることになった。

債券の場合は保有者が世界中に広がり、返済条件の変更全員が合意するのは事実上不可能である。緊急時、債券保有者の大多数の合意で返済条件を変更できるとする特約である集団行動条項を債券契約に付与し、債務履行が困難な状況に至ると同条項を発動して金利や元本の減免策を多数決で決められれば、債務削減の実行性を確保でき、経済・金融の大きな混乱も回避できようとの考え方である。

(1) CAC 条項の典型例

CAC 条項は、契約毎に異なるが典型例は次のようである。

①債権者代表の設置

債権の存続期間あるいは債権保有者集会開催までの間、特定の代理人を債権者の代表者として債務者と債務編成交渉に係る仲介権限を付与

②多数決による債務再編の決定

全債権者を債権者集会あるいは書面による多数決拘束（例えば債権者の3分の2、4分の3以上の同意等）を可能とする

③個別債権者の訴訟の一時的制限

債権者代表等による期限の利益喪失を発行国あるいは財務代理人に対して宣言するあるいは期限の利益撤回を可能とする、また訴訟開始権限の単一主体へ集中することや個別の履行強制行動を禁止するなど

(2) CAC のメリット

上記のような内容の集団行動条項の効果として指摘されるメリットは次の通り。

①少額債権保有者の不同意や意志表示のない

状況が債務再編に影響を与えない

②債券発行者は債務返済条件について各債権

国債と社債の債権者保護に関する債券契約、法規定上の相異について

者を平等に扱うことが可能

- ③債券発行人は債権者のある程度の同意獲得を一義的に考え、より多くの同意を得る必要があった場合と比較し、相対的な交渉力が増す

- ④債務再編の意思決定や開始までに費やす時間が節約できる

要するに債券は保有者が多く、個々の債券保有者の利害の関心も多様である。このために集団的な協調行動をとる仕掛けを講じる必要がある。また中には他の債券者より早く回収したり、債務削減で支払能力が向上した債務者より全額回収を求めたりするインセンティブが生じる。こうした個々の債権者行動も制約し、債権者が集団的に対応するとするのが集団行動条項の内容である。もっとも、同条項の課題として集団的対応の決議に際して議決数は債券保有額が基礎となることから少額保有者の権利が損なわれないか、機動的な債務再編が促されることが債務者のモラルハザードにつながらないか、との指摘もある。

(3) CAC条項導入の動き

国際金融市場においては、債券契約への同条項挿入の動きが強まっている。

2002年のアルゼンチン国債の債務不履行後、ソブリン債にCAC条項の導入の議論が高まったが、2006年にG10の国々によるG10 Working Group on Contractual Clausesが結成され、CAC規定の推薦版(略称G10モデル)が作成され、公表されている。これによれば英国法、フランス法、ニューヨーク州法を準拠法とするソブリン債にはCAC条項を導入することは可能としている。わが国については、条件付きで可能でないかとしている。英国法やルク

センブルグ法を準拠法とする国際債では通常CACが付されており、90年代を通じて発行された新興市場諸国の国際債のうち、30%強程度のシェアを占めていると言われる¹⁴⁾。また、2012年2月にはユーロ圏全17か国が、2013年1月以降発行される1年超国債にCAC条項を導入することを公表しており、そのCAC条項は標準化かつ同一のCAC契約であり、ユーロ2012モデルと呼ばれるとされる。

(4) CAC条項の評価とわが国国債契約への挿入について

前述の通りにCAC条項挿入の動きは新興国債務危機対応としての色彩が強い。ここで先進国へ、ひいてはわが国国債契約へのCAC条項挿入について検討する。

国家の債務危機の特徴は、国家は企業とは異なり、永続性の高い存在である。そして何らかの形で財政再建が図られることを前提としている。ために期限の利益の喪失の宣言は、即時の弁済獲得そのものではなく、債権者と債務国との協働による財政再建の必要性へのシグナルと認識すべきであろう。加えて国債は社債などの民間債とは比較にならない多様かつ多数の債権者で構成され、社債以上に個々の債権保有者の利害は多様である。個々の債権者の中には他の債権者より早く回収したり、債務削減で支払い能力が向上した債務者より全額回収を求めたりするインセンティブが生じるとも考えられなくはない。しかし国債など公的債務については実際上、債務国が支払を停止している中で個々の債権者が訴えを起こしても、現実に債権を回収できる可能性が高いとは言えない。実際問題として裁判の行方も社債とは比較にならない困難さが伴うし、仮に判決が出てもその実効性確保も

図表3 最近の新興国等の債務削減（対外債務）の事例

国	債務削減対象	債務削減時期	弁済率
パキスタン	国債	1999年	70%
ウクライナ	国債	2000年	60%
エクアドル	国債	2000年	40%
ウルグアイ	国債	2003年	74%
アルゼンチン	国債	2005年	33%
ギリシャ	国債	2012年	47%

(注) 弁済率は、旧債券の元本に対する新たに割当てられる新債券の元本割合としている。

旧債券と新債券の利率の相異などは考慮していない。

〔出所〕 松井〔2010〕図表12などより作成。

容易ではない。

これまで見てきたようにわが国の社債であれば、社債権者集会、社債管理者などの会社法による集団的対応の制度的措置が講じられており、倒産法制の手当もあるので債権回収、弁済への道筋が一定程度想定できよう。わが国国債については、このような会社法のような特別な手当はない。存続が前提の主体に対しては、その可能性はともかく、債務再編ないし弁済獲得のために多数決制を導入し、一部債権者の行動などで無用な混乱を排除し、万が一の事態には集団的行動を可能とする措置を講じることは債権者、債務者双方にとって合理的と考えられる。またこれまでの新興国の債務編成の結果を見ると、図表3の通り、弁済率は少なくとも3割以上となっており、国内の民間の弁済事例に劣ることはないようである。前述の通り個人は、万一の事態においてはとりあえず換金する傾向にあり、その際には価格よりも換金に置き置くこともありえる。こうした場合、早期に債務交換案が提示されればその価格が市場取引の下限となる可能性がある。先進国国債への、ひいてはわが国国債へのCAC条項の挿入は、債務不履行に係る事由に関する市場整備の一環と

して検討に値しよう。

VI. 終わりに

わが国国債と社債における信用リスクに関連する債権者保護手当の相異を見てきた。一言でいえば、国債は信用リスクが小さいということで債券契約、そして制度全体が構成されていることである。債券の価格形成には、当該債券の信用リスクの程度が大きく影響する。このため社債においては、当該社債の信用リスクを量るための情報として当該社債の条件、そして発行者情報の開示が法律により要請されている。国債については発行条件の開示については法律の要請があるが、発行者情報の開示については発行者の自主性に委ねられている。現状、国債の発行者や公表資料から収集しうる発行者情報は社債に劣らない程度可能と考えられる。ただ、社債において開示が制度化されているのは、最も情報を有し、そしてその事由の信用リスクへの影響も最も適切に判断し得る発行者等に対して、投資判断に必要と考えられる開示事項と記載の仕方を予め規定して開示させることが、開示内容の適切性と客観性を担保するとの考え方

であると言え、国債の発行情報についても、開示の内容を何らかの形で義務付けるなど、さらなる改善の余地もあり得よう。

社債の債権管理については専門能力を有する社債管理者を設置することを原則として法律で義務づけ、社債管理者が債権者に代わって元利払いなどの契約の遵守状況を監視し、事があれば債権者に代わって対応することが可能である。それは一般債権者がその管理を行うことは容易でなく、合理性に乏しいことによる。しかし、国債は債権が損なわれる事態が生じる可能性は少ないとの前提からこうした措置は講じられていない。また信用リスク悪化の行き着く先は債務不履行であるが、社債の場合には、細分化された債権者が個々に行動するのではなく、集団的な対応を可能とする社債権者集会制度が手当てされており、またその後の債務者との対応については集会決議により社債管理者に委ねることも可能である。また、債券契約には事が生じた場合には社債管理者が代わって対応とする条項を盛り込んだ事例も見られる。社債権者の判断により債権管理等を専門家へ委ねることや集団的対応が可能であり、事が生じた場合の道筋が一定程度想定し易い。国債の債権管理等は、社債のような特別な法手当はなく、この点を条項として盛り込んだ債券契約も見当たらない。要するに国債においては事が生じた場合の債権の確保は個々の債券保有者が対応するしかないが、国債にはそうした可能性が少ないことで制度が構築されているので、万が一の事態へ道筋は分かりにくい。この点、国は存続することが前提の主体であるので、社債等のような最終的に残余財産等をベースに弁済を受けることには馴染まない発行体と言え、万が一そのような事態が生じた時に発行者からの債務再編などが

提案される可能性は高く、これに対して社債に見られるような債権者の集団的対応を可能とする条項を手当することも市場整備という観点で検討に値しよう。

いずれにしても国債の債権者保護については、信用リスクが少ないとの前提に立って、債券契約、制度が構築されていること、事が生じれば社債とは異なる対応となり得る可能性があることを理解する必要があるだろう。

注

- 1) 債券に係る信用リスクとは、発行体の財務状況の変化等によって、利子、投資元本の支払いの遅延、そして不履行が発生し、投資元本が損なわれ可能性を指すものとする。
- 2) 「①(国債証券及び地方債証券)は発行者の信用力が高いこと」(川村 [2010] 144頁)。
- 3) 金子、新堂、平井編集代表 [2008] 460頁。
- 4) 債務不履行を回避するために中央銀行の買取りや引受などが実行されると、通貨供給量増加の結果としてインフレが生じる恐れがある。これは事実上の債務不履行と言えなくもないが、本稿では字義通りの債務不履行を扱う。
- 5) 「社債は、原則として公衆から巨額かつ長期の資金を調達する手段として利用されるものであり、その償還日までの社債の償還また利息の支払が遅延するという事態が生ずることもあり得ないではなく、そのような事態が生じた場合には、公衆である社債権者がそれに対応することは困難であり、その面での専門家である社債管理者に的確な措置をとらせることが社債権者保護に資するという考慮に基づくものである。」(前田庸 [2009] 655頁)。
- 6) 「多くの投資家が、会社に対する細分化された債権を有しているため、個々の投資家については、社債管理のコストがそれによって得られる利益を上回る結果、必要な措置をとるインセンティブがなくなる。」(公社債引受協会編 [1996] 337頁)。
- 7) 2010年発行国内社債のうち社債管理者設置債2割、財務代理人債7割強、不設置債1割弱、設置債は主に個人向け社債、一般担保付社債と言われる(社債市場の活性化に関する懇談会 [2012] 23頁)。
- 8) 「同じ種類の社債権者は、利害を共通しており、1種の利益共同体を構成しているため、法は、社債権者集会を法定し、団体的行動をとることを認めている。そしてまた、会社としても、その決議があれば、個々の社債権者を相手にせず、団体的扱いをすることができることになる。」(前田 [2010] 666頁)。
- 9) 「社債の支払いの猶予、債務の免除または和解をすることがやむを得ないかどうか等は、発行会社の業務およ

び財産の状況を調査した上ではじめて判断できることなので、調査権が与えられている。期限の利益喪失約款の前提となる財務制限条項の違反の有無等の発行会社の業務および財産状況の調査も可能と解されている。」(前田 [2009] 659頁)。

- 10) 2000年12月及び2001年6月に国内金融機関等に対して保有国債の事実上の期限延長(旧債をロールオーバーし、新発債の買入れ)や国債購入の勧奨を行っている(富士総合研究所 [2001] 36頁)。
- 11) この項の記述の多くは債券の管理会社である三菱東京UFJ銀行ホームページの「お知らせ」<http://www.bk.mufg.jp/info/argentine/ccb.html>、一債券の管理会社としてアルゼンチンとの交渉、協議内容をお知らせしますとの内容を参考にしてている。
- 12) アルゼンチン国債は海外にも多数の個人投資家が存在した。債務危機が2001年末に表面化した時点でイタリアでは50万人を上回る個人投資家が、日本では3万人以上の個人投資家(円建てのアルゼンチン国債であるサムライ債保有者)が存在したと言われる。(松井 [2010] 5頁による)。
- 13) どの時点をギリシャ国債の債務不履行と認めるかについては、スタート時の債務交換は形式上、勧奨であるので債務不履行とはせず、集団行動条項が発動され強制的交換に転じた時点との見方が少なくない。金融派生商品の取引慣行等決めている国際スワップデリバティブズ協会(ISDA)も3月9日、ギリシャの集団行動条項の適用がクレジットイベント(清算事由)に該当すると発表している。しかし、集団行動条項が事後的に債券契約に挿入され、その下での提案であることから事実上債務交換オファー時点と考えることもできなくはない。格付け機関のS & Pは2月24日時点で選択的債務不履行に該当するとの扱いとしている。
- 14) 「英国法やルクセンブルグ法を準拠法とする国際債にも、通常CACが付されているとされており、90年代を通じて発行された新興市場諸国国際債のうち、30%強程

度のシェアを占めている。」(富士総合研究所 [2001] 23頁)。

参 考 文 献

- 金子宏, 新堂幸司, 平井宜雄編集代表 [2008] 『法律学小辞典』有斐閣
- 川村正幸編 [2010] 『金融商品取引法』第3版, 中央経済社
- 公社債引受協会編 [1996], 『公社債市場の新展開』東洋経済新報社
- 財団法人年金シニアプラン総合研究機構 [2012] 「エマージング債券市場に関する調査研究」『平成23年研究報告書』, 3月
- 社債市場の活性化に関する懇談会 [2012] 「社債市場の活性化に向けた取組み」日本証券業協会, 7月
- 富士総合研究所 [2001] 「国際金融危機における「民間債セクター関与」」『研究レポート』, 12月
- 松井健一郎 [2010] 「アルゼンチン危機(2001~02年)の経験」『Newsletter』国際通貨研究所, 6月
- 前田庸 [2009] 『会社法入門第12版』, 有斐閣
(日本女子大学非常勤講師)