

新しい国際金融制度

アラン・H・メルツァー

要 旨

本稿では、金融機関に関する3つの関連した論点を取り上げる。第1に、いかなる国も単独では物価の安定と為替の安定を達成できない。米国、日本、欧州連合のような規模の大きな経済は、物価の安定という公共財を提供できる。これらの経済への固定相場制を採用することにより、すべての国が物価の安定と為替の安定を達成することが可能となる。一方、規模の大きな経済も、それ以外の国に対する為替の安定と、国内物価の安定の恩恵を受けるだろう。第2に、資本移動の規模の増大に対応するために、国際通貨基金は、指揮統制機関から、市場の安定性へのインセンティブを高めることを通して国際金融市場を安定させるために機能する機関に変えられるべきだ。第3に、最近のソブリン債務者の国際的破産手続、集団行動条項、そして債務返済の繰り延べに関する提案は、国際金融機関の改革が新たな注目を集めていることを示唆している。本稿では3つの提案を議論する。

キーワード：物価の安定と為替の安定、IMFの役割、債務問題の解決、集団行動条項

.....
多くの有益なコメントをくれたアダム・レリックに感謝する。なお、本稿は、2002年7月1、2日に開催された第10回国際コンファランス「21世紀の国際通貨制度」において行われた基調講演原稿を基に、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

Allan H. Meltzer カーネギー・メロン大学、アメリカン・エンタープライズ・インスティテュート

1. はじめに

新しい研究、新しい政策提案、新しい問題、新しい政策当局者により、国際通貨制度の機構はようやく、今日的な注目的になるにいたった。日本銀行は、このコンファランスを最初に企画した18ヵ月前に為替相場制度を題材として選んだとき、こうした展開を予見していたことを称賛されるべきである。私は、このコンファランスの主催者から、国際機関の役割を取り込み、コンファランスの論点を広げることがを要請されてきた。国際機関の役割は、それ自体、政策当局者の大きな関心を集めているテーマである。

この論文では、まず、日本銀行でのこれまでのコンファランスやその他の場所で行った開放経済における政策ルールについての提案 (Meltzer [1984, 1997]) を要約し、拡張する。その後、国際通貨基金 (IMF: International Monetary Fund) の改革と、債務の不履行・再構築に関する最近の提案について議論する。国際金融機関は過去3年間、巨額の借款と条件付き貸付への行き過ぎた集中という状態から、リスク削減と市場取引改善による構造改革への長い道のりを辿っている。

2. 為替相場制度

Keynes [1923] は、国際金融制度に関する基本的な問題を論じている。いかなる国も単独では、物価の安定と為替相場の安定の双方を達成することはできない。どの国も単独で行動する限り、どちらか一方の結果を選ばなければならない。もし自国の通貨を他国の通貨に固定させるならば、物価水準およびインフレ率に対するコントロールを失い、1970年代から80年代初頭のチリや最近のアルゼンチンのように、通貨価値の増価もしくは減価に伴う実体経済の調整というコストを経験するかもしれない。もし、国内物価の安定を選択すれば、市場が名目為替レートを決定することになる。

金本位制度のような制度的枠組みや国家間の協定は、為替レートを固定し低インフレを輸入することで、この問題を解決する。ただし、金属本位制あるいは固定為替相場を採用すると、物価は景気循環と同方向に動く。

ある種の調整可能な固定相場制を採用し、為替レートの完全な固定化もしくは変動化を避けようとしたことが、多くの危機をもたらした。Fischer [2001] が述べたように、恒久的な固定相場制でも変動相場制でもない中間的な為替相場制度は、1990年代にその魅力の多くを失った。1991年にはIMFに報告している国のうちの62%が中間的な為替相場制度を採用していたが、1990年代末には34%にまで低下した¹。ある種の変動相場制が、そのほとんどは管理変動相場制であるが、今や最も

1 フィッシャーのデータは、1999年に追加的な26カ国を含む。そのため、標本のサイズが変化している。
Fischer [2001, pp. 3-5] は、為替相場制度の分類の問題を議論している。

一般的な制度となっている。

標準的な経済理論は、何が最適な為替相場制度なのか、という質問に対して明確な答えを与えていない。それは、国の大きさ、経済の開放度合い、国際資本移動の程度、その他の要因に依存している。最近の政策論議の多くは、資本移動を伴う場合、（調整可能な固定相場制や調整可能なバンド制を含む）固定為替レートは持続的でないと結論づけている。メキシコ、韓国、タイ、インドネシア、ロシア、その他の国々でみられたように、固定相場制の崩壊はしばしば、為替レート防衛に巨額の介入が行われた後の通貨危機の中で生じる。

3つの重要な注意点を順番に述べる。第1に、為替相場制度の残された選択肢は、しばしばコーナ解であるとされる。これは、選択の問題を誇張しすぎている。変動相場制採用国の多くは、為替レートを調整するために介入している。介入すべきとの政治的圧力は望ましいものではないが、実在しているし、えてして強力がつ継続的なものである。第2に、自由に変動する通貨はほとんど存在しない。そうした通貨は、ドルやユーロのように、主として大きな経済圏の通貨である。第3に、インフレーション・ターゲティング、テラー・ルール、あるいは通貨当局の行動に関するその他の制約のような、貨幣供給量の増加に関するルールが導入されない限り、変動相場制は十分に行動基準が特定化された政策とはならない。

問題を複雑にしているのは、事前に公表したインフレ目標を有する国が、その目標を達成するために為替市場に介入するかもしれないことだ。これらの売買は、どのような意味で為替レートの操作とされるべきだろうか。中央銀行が国内有価証券の代わりに外国為替を購入することで、事前に公表したインフレ目標を達成するのは問題だろうか。私の答えは、外国為替の購入が予期された貨幣増加率やインフレ率を変化させないならば、為替レートを含む相対価格に影響を与えないというものだ。こうした外国為替の購入は、選ばれた金融政策、目標金利、貨幣増加率、あるいはインフレ率を達成する方法の1つである。

為替相場制度を政策ルールに関連づける際に、数世紀も前から知られてはいるが、しばしば忘れられている教訓が2つある。第1に、関連する政策が安定的でなければ、為替相場制度の安定は達成できない。金融・財政政策の規律が保たれていれば、固定相場制と変動相場制のどちらも持続可能である。政策が不安定であれば、どちらもうまく機能しないが、インフレになっている国は、変動相場制ないし調整可能な固定相場制、あるいは為替管理のいずれかを採用していたに違いない。第2に、為替相場制度の選択は、調整過程についての決定となる。固定相場制のもとでは、名目価格や名目賃金が均衡を回復するために調整されなければならない。変動相場制のもとでは、名目為替レートが均衡実質為替レートを達成する代替的な手段となる。

金融政策ルールに関する私の初期の提言では、主要な中央銀行もしくは政府が、その他すべての国に物価の安定と固定相場制の両方を可能とするような公共財を提供すべきであると述べた。これらの通貨が共通の低インフレ率目標 0から2%、あるいは -1から1% を採用し、達成するならば、その中の1つ（もしくは主要通貨のバスケット）に対する固定相場制を選択した国は、国内物価と為替レート両方

の安定を達成できるだろう。そして、もし多くの国々が固定相場制を選択すれば、主要国もまた、貿易財・サービス価格のよりいっそうの安定という恩恵を受ける。もう1つの選択肢として、小国、大国にかかわらずどの国も、変動相場制を採用し、共通のインフレ目標を採用することもできるだろう。

もちろん、いずれの政策ルールを採用は財政赤字を抑制することになる。国の借入可能額には限度がある。この限度は、一定額ではなく、GDPあるいは輸出の一定割合でもない。それは、貯蓄率、成長率、輸出の成長、実質為替レートに影響を与えるその他の要因に依存している。また、国際金融機関からの借入の利用可能性にも依存している。

もし主要国が共通のインフレ目標を採用し、首尾一貫してその目標を達成すると市場が信じるなら、実質為替レートの変化が為替レートの変化の主な源泉になるだろう。為替レートは、生産性、税率、独占力、規制、その他の実物ショックの格差にあわせて調整されるだろう。例えば、もしある国で技術革新が生産性を増加させ、別のある国で税率や社会保障給付が労働意欲を減少させるならば、実質為替レートが調整されるであろう。固定相場制を採用している国々は、実質為替レートを調整するために、物価水準の変化を経ることになるだろう。

ドル、ユーロ、円による、共通のインフレ率に関する3極協定は、比較的小さなコストで多大の便益をもたらすだろう。私が提案したルール、あるいはテラー・ルールまたはマッカラム・ルールを採用している中央銀行、あるいはインフレ目標を設定している中央銀行は、従来どおりの政策運営を行い、共通のインフレ率目標をその政策ルールに当てはめればよい。小国開放経済では、主要通貨の1つを用いるか、通貨発行差益を維持するためにカレンシー・ボードを設立することが可能であろう。他の国々は、厳格な固定相場制を選択するか、主要通貨で採用されている共通のインフレ率と同じインフレ目標を設定することが可能であろう。

共通の政策ルールは、もし多くの国々で採用されるなら、中央銀行を作り過ぎてしまったという戦後初期の失策を打ち消すだろう。多くの旧植民地は、独立の証しとして、自国通貨の発行を望んだ。通貨発行でファイナンスされた高いインフレ率と公共部門の肥大化を経験した国々にとって、中央銀行を持つことの便益は錯覚であり、高い費用を伴うものであった。多くの国々では、中央銀行は、問題を解決するよりもはるかに問題を作り出す恐れのあるものだったのである。

3. IMFの役割

IMFにはどのような役割が残るのだろうか。主要通貨に対する厳格な固定相場制にしる、共通のインフレ目標を採用するにしる、共通の通貨制度を採用した国は、より安定的になるだろう。もし、IMFが財政赤字を支えるための融資を行わないならば、各国は、過度の借入を避けるために財政政策を規律づけなければならない、また金融政策ルールを維持しなければならない。

2000年3月に米国議会に報告を行った国際金融機関諮問委員会（International Financial Institution Advisory Commission）は、国際金融機関の大規模な変革を提案した。委員会の見解では、IMFが達成すべき2つの主要な課題は、経済・金融の安定性増大という公共財の提供と、加盟国に関する情報の量・質・適時性の大幅な向上であるとしている。委員会は、最も厳しい危機が、脆弱な銀行システムを持ち、調整可能な固定為替相場制を採用していた諸国で発生したと結論づけた。途上国において銀行制度が脆弱な理由はいろいろあるが、以下の3つは共通性がきわめて高い。

第1に銀行あるいは金融制度は、市中金利以下で恩恵をうける業界や企業に融資することで、開発計画、補助金制度、社会的所得移転をサポートするために使われることがある。中国が現在の典型的な例であるが、他にも韓国やインドネシアといった多くの例もある。第2に、銀行が国内の借り手のみに融資を行うならば、十分に分散した融資ポートフォリオを提供できないほど、多くの途上国は経済規模が小さいことである。韓国は、世界で11番目に大きな経済であるが、そのGDPはロサンゼルス郡のGDPとおよそ同じ規模である。われわれは、銀行破綻に関する理論や歴史から、不十分な資産分散が銀行破綻の主な原因であることを知っている。第3に、多くの途上国は、自国の銀行による先進国のマネー・センター・バンクからの短期借入を認めている。これらの融資のいくつかが更新されないときには、銀行システムは縮小を余儀なくされ、為替レートは減価し、場合によっては暴落するかもしれない。

委員会は4つの改革を提案している。それらは通貨危機もしくは、その他の危機が発生した場合に援助を行う事前資格を付与することに関する一連の条件である。IMFは、IMF協定第4条協議の過程の一部として、これらの条件を監視し、民間の格付機関が現実生じた変化、または将来起こりうる変化を公表するのと同様に、当該国についての懸念や支持を報告するだろう。第4条報告は、投資家が政府や民間部門への投資、融資の増減を決定する助けとなるよう、一般に公開する。短期借入への依存を減らし、融資ポートフォリオの分散化を進め、金融制度を強化するために、外国銀行が国内市場に参入し、その国の借り手と預金者へのサービスを競うことを認める。これらの銀行は、その国の通貨建てで融資と預金の勘定をバランスさせることができ、多くの外国市場に参入することにより、リスクを分散させることができるだろう。いくつかの銀行は認められた地域でこれを行っており、世界貿易機関（WTO: World Trade Organization）は加盟諸国に外国銀行の参入禁止を廃止するよう求める議定書を採択した。いくつかの途上国はこれを実行した。1998年のブラジル危機では、外国銀行が安定性の源泉となった。不安に駆られた預金者は、資産を外国銀行に移した。銀行制度は崩壊せず、危機の厳しさを緩和するのに役立った。

第2に、金融制度を強化するため、委員会の多数意見は、国内銀行の資本増強を求めた。劣後債の使用は、この分野の研究で議論されてきた方法の1つである。この劣後債は、非政府機関によって保有されることとなる。第3に、委員会の多数

意見は、ある国の対外債務額と支払期限の報告に対する基準の改善を提言した。

第4の提言は、IMFの資源が「無責任な財政政策を維持するために使われない」ことを保証するために、財政政策に対する基準の確立をIMFに求めた（IFIAC [2000, p. 8]）。

IMFは、これらの事前条件を求める提案を歓迎した。IMFはこれに先立って、予防的クレジットライン（contingent credit line）ないしCCLと呼ばれる手段を提案した。CCLの設計とそれが加盟各国から支持されなかったことは、IMFが多くの国々にとっての指揮統制的管理者（command and control manager）から、世界的なリスクと不安定性を削減させる擬似的な最後の貸し手へ移行するうえでの問題点を明らかにしている²。

IMFはCCLを発動したことがない。1つの理由は、IMFのスタッフがCCLの自動的発動に消極的であるためである。IMFは、加盟国の1つが危機の一因となった場合には、CCLのもとでの支援拒否権を保持することを望んでいる。また、支援の条件について交渉することも望んでいる。これらの自動的支援からの逸脱は、前提条件を満たしていれば、潜在的メンバー国のコストを増やし、便益を減少させる。素早い自動的支援は、不確実性や経済の下方修正の規模を縮小させる。自動的支援の欠如は、他のIMFのプログラムに比べた魅力を落としている。

委員会の多数意見は、CCL型のプログラムを、IMFの指揮統制プログラムからインセンティブ・システムに置き換える1つの手段とみなした。5年間で段階的に実行される改革プログラムに対する公約やそのプログラムをIMFが承認することにより、その国は自動的支援を受ける資格があることを示すであろう。現在、民間の貸し手が、途上国への外部資本のほとんどを供給しているが、彼らはリスクの低下を反映したより低いコストで、より多くの資本を供給するだろう。その国の政府は、発展を支えるための追加的な外国資本を得る手段として、議会へ改革を提案することができる。IMFが求めたという理由で改革を提案するのではなく、その国の政府がその国にとって有益であると信じる改革を提案できる。

委員会の多数意見は、改革へのインセンティブを強めるためにCCLの基準を満たさない国は、IMFから援助を受けるべきでないと提案した。ある国での危機が、世界的もしくは地域的な危機を引き起こす恐れのあるものならば、IMFはCCLの基準を満たさなかった国も含めて、危機の伝播により影響を受けた国々に融資を実行すべきである。危機を引き起こした国に対しては、基準を満たさないならば貸すべきではない。このような信頼できる政策が改革を促進するだろう。

改革に関する他の提案には、借り手への補助金という現在行われている措置に代えて懲罰的金利を使用することや、政府が追加融資獲得のために既存の債権者を劣後させないようにするために担保提供制限条項を導入することが含まれている。委

2 擬似的な最後の貸し手は、通貨を発行できないという意味において、最後の貸し手とは異なる。委員会の多数意見は、IMFが、その最後の貸し手機能の責任の一部として、資本市場からの借入を行う権利を持つべきと提案した。

員会の多数意見による報告は、国家破産法廷、集団行動条項、他の契約上の修正点について述べているが、是非についての見解は示していない。私は、後で、これらの論点に触れる。

これらの、そして他の多数意見に基づく提案は、明示しておくべきいくつかの信念に基づいている。IMFや他の公的国際金融機関の基本的な役割は、市場の機能度を改善し、リスクを削減し、改革へのインセンティブを高め、情報の量と信頼性を改善することであるべきだ。リスクを助長したり、モラル・ハザードを惹起することなく危機を回避もしくは緩和することは、IMFの主要な責務の1つである。これは、IMF内部およびIMFの加盟国への対応におけるインセンティブに依存している。

情報の量・質・適時性の改善は、別の種類の公共財である。監視におけるIMFの積極的な役割や職員の能力を所与とすれば、その報告の公表は市場機能を強化する。

4. 危機と債務不履行の解決方法

国際金融制度の見直しに関する提案の第3の論点は、金融危機の解決策と不履行となったソブリン債務再構築である。1970年代に石油による収入のリサイクルを促進するために、米英両国議会は、米国法あるいは英国法の契約条項を用いて、外国政府が借入を行うことを促す、国家主権免責法を可決した。その条項の中で現在関心を集めているのが、特に債務不履行の際の債権者と債務者の権利である（Bulow and Rogoff [1990]）。

長い間、これらの問題に関する議論は、いわゆる民間の貸し手の「取り込み（bail in）」に焦点を当ててきた。政府と国際金融機関は、危機のすべてに融資を行わない限り、銀行や他の民間債権者は買い手の希望する価格でしか債権を売却できないことに最終的に気づいた。1990年代の危機における債務国10カ国への2,500億ドルの緊急融資がなければ、債権者は危機に取り込まれたであろう。アルゼンチンの債務不履行の事例は、債権者が投売り価格でしか売却できないことを示した。途上国の債務のリスクとリターンを関係づけるための困難な、しかし必要な第一歩は、持続不能な負債、過大評価された実質為替レート、もしくは債務超過に陥っている銀行システムを持つ国へのIMFの救済（bailouts）を終わらせることである。

IMFは、この教訓の一部を学んだように思われる。そこで議論は異なる論点に変わってきている。債務不履行を解決するうえでの公共部門と民間部門の役割はどうあるべきだろうか。Krueger [2001, 2002a] は、ソブリン債務者の国際的破産手続きという問題への関心を再び喚起することにより、議論を大いに活性化した。クルーガーの当初の提案は、債務国による元利払いの停止決定の妥当性を判断する役割がIMFに与えられていた。Krueger [2002b] では、IMFの役割を減らすことで、批判に応えた。

米国財務省のジョン・テラーの提案では、問題の解決を、債務者と債権者自身に委ねている。テラーは、集団行動条項（collective action clauses）を含むよう債

務契約を改定することを求めている。これらの条項は、特別多数（super-majority）を有する債権者が残りの全債権者に債務再構築に合意させることができるようになる。一般に集団行動条項は、「ホールド・アウトとホールド・アップ（holdouts and holdups）」の問題を避けるために望ましく、必要であると認識されている。この問題が生じるのは、機会主義的な投資家（しばしばハゲタカと呼ばれる）が、拒否権を発動可能な議決権を単一の銘柄において取得し、債務者の和解提案を拒否し、全額返済するよう要求するときである。機会主義的な投資家は、第3国にあるソブリン債務者の支払資産を差し押さえることにより、自分たちの債権を最も効率よく回収する。もし、債券、融資、コマーシャル・ペーパー、貿易信用といったすべての発行済み負債と支払手段に集団行動条項が適用されるならば、この問題は取り除かれるだろう³。

クルーガー提案は、法律上の規定に依存している。彼女は、国家破産法廷に関連した新しい条項を含むようIMF協定を修正したいのであろう。いったん承認されれば、IMF協定のどのような修正条項もすべての加盟国に批准義務があるが、その修正は国内の議会での承認が必要と定めている国もある。米国もこれらの国の1つである。IMFの提案に懐疑的な米国議会議員もおり、米国議会の共同経済委員会もその提案に反対する声明を発表した。

IMFの提案に対する批判は、銀行や投資ファンド、経済学者や法律の専門家、エマージング諸国や米国財務省など、多方面の人々からなされた。これら批判の共通点は、IMFの役割の拡張　それがIMF自身によってであろうと、IMFが影響力を持つ法廷や委員会によってであろうと　に反対しているという点であった。そして批判的な人々は、IMFの提案が市場のボラティリティの高まりという不確実性を増加させ、結果として、エマージング経済にとってより高いコストでより少額の融資をもたらす結果になると主張した。

主要加盟国の政策目標がIMFの意思決定に影響を与えるとの懸念がみられた。またIMFや他の機関は、大きな債権者であり、債務再構築に伴う損失の分担から逃れ続けられないため、利益相反の発生が予想された。指令に縛られ予測できない意思決定を行う、柔軟性のない官僚組織を信頼することへの反対もあった。

IMFは、その提案を何回か改定し、アイデアを発展させ、そして主な批判に応えた。本稿執筆時点の最新の提案では、「法的」アプローチの主な長所は、全世界の全債権者を、銀行融資、債券、貿易信用、その他の種類の融資といった全種類の債務について拘束する点であると論じている（Krueger [2002b]）。これは長所である。加盟国の批准により、この種の法的なルールがIMFの合意条項の一部になれば、すべての司法管轄において、常に同じ処理がもたらされるだろう。現在、債務者は、それぞれ異なる司法管轄のもとで債務を発行し、異なる法律に従っている。Krueger [2000a] は一様なルールがなければ、異なる司法管轄領域で、同じ契約に異なる解釈を与えるかもしれないと述べている。

3 本節の一部は、Lerrick and Meltzer [2002a] から引用した。

これは有用な論点である。IMFの提案は次に、加盟国の債務不履行の決定への対応法を検討している。私は、なぜ債権者、債務者、市場に任す代わりに、IMFが債務不履行を決定すべきなのかわからない。

市場には、発展し、順応する特別な能力がある。戦後の経験、特に1990年代の経験では、IMFによる債権者の救済融資が支配的であった。安易な救済融資が選択肢であったときには、資本市場の損失を補償し、国の政策ミスを覆い隠す先進諸国からの補助金を流入させるために、債務者と債権者の双方は合理的に債務再構築が進まないようにした。救済融資が排除される、ないしその大きさ、範囲、頻度が縮小された現在、民間部門は、規制を受け入れるか、債務再構築を機能させるために自主的に解決策をみつけるかという選択に直面している。

1世紀以上もの間、金融契約法は、イギリスの法学者フランシス・パーマーが「少数の横暴」と呼んだものを抑えようと努めてきた。多くの契約は、借り手の債務負担を減らすのに、債権者の100%の賛成が必要である。債務再構築を人質に取り、その他の債務所有者を犠牲にして、自分だけが儲けようとする機会主義的な投資家は、引き続き債務問題の秩序ある解決を行ううえでの障害となっている。

財務次官ジョン・テラーが分権的な市場指向のアプローチを選ぶとき、テラーは、過去100年間英国法下での社債で行われていたように、これから発行されるすべてのソブリン債に一連の保護条項を組み込むという単純な解決案を提案した。

特別多数の債権者が反対している少数の債権者に、債務の支払条件に関する修正を課することができる集団行動条項によって、少数債権者や機会主義的な投資家のもたらず障害を解決することができる。真に効果的にするためには、これらの条項は、発行されたおのおのの債券ごとでなく、同じ優先順位のすべての負債に適用されるべきである。さもなければ、少数債権者の立場を利用するハゲタカ投資家は、小額の1つの債券で、債務再構築過程全体を人質に取ることができる。すべての個別債権が無差別である限り、債券、融資、貿易信用といった保有形態に関係なく、投票条項は同じ優先順位のすべての債権者における特別多数に基づくべきである。

国家破産法廷によって与えられた保護は、債務契約によっても容易に与えられる。保護は、信託契約の使用を通じ、個別債権者による提訴（litigation）を全面的に禁じる制度（automatic stay）を含んでいる。その信託契約では、受託者がすべての債権者のために、債務者に対するすべての訴訟を管理している。そして、対象となる既存債務をつなぎ融資者に対して劣位化し、債務者の資金調達と同様、流動性危機下での債務返済の継続を可能とするこれらや他の望ましい要素は、新しい債券発行に取り込める。前に述べたように、投票権は、保有されている証券の形態にかかわらず、優先順位の等しいすべての債権者に同様に与えられるべきである。銀行融資や貿易信用といった他のすべての債務は、新しい債券条項との整合性を満たすよう、修正されるだろう。

既存の古い未払債務は、ハゲタカ投資家等の略奪者に狙われやすい。これらの債務は、発行の種類が複雑で、多くの投資家に分配され、保護条項を欠いているので、国家破産法廷における主要な争点となっている。正式な手続きを行わなければ、す

すべての債券が償還される30年後まで待たないと、債務再構築に関する適切な枠組みを整えることができないと主張されているからである。この問題を解決する1つの方法は、テラーが提案しているように、現存しているすべての債券を集団行動条項を含む新発債と交換することである。統一ルールを主張するIMFの提案は、すべてのソブリン債務に拘束力を持っており、より効果的と思われる。

テラーの提案に目新しいところはない。1970年代にエマージング市場諸国の債券が再発行されたとき、たまたまニューヨークとロンドンが社債契約の文言に使われた。英国法準拠のロンドン契約を変更するためには、債券所有者の75%の同意を必要とし、ニューヨーク州法準拠のニューヨーク契約は、債券所有者の100%の同意を必要とする。法律上、これらのパーセンテージは社債に適用され、ソブリン債務には適用されない。債務者と債権者は、集団行動条項が標準のロンドンで契約を結ぶ選択肢がある。なぜ、彼らはそうしなかったのか。なぜ彼らは、すべての契約が集団行動条項を含むロンドン・ルールになるように、ニューヨーク州（あるいはそれ以外の）法準拠のすべての契約を書き換えないのか。1つの考えられる解釈は、債務者と債権者がIMF主導の救済を当てにし、何も心配する理由がなかったというものである。これが真実かどうかを理解していることは有益であろう。これに劣らず重要なことは、（ニューヨーク州法が有効な）米国法下で債券取引を行う場合のみ、債務者は米国で債券を販売するために必要な、証券取引委員会（SEC: Securities and Exchange Commission）の認可を得ることができた。

自発的な合意は機能しないと指摘する批判もある。なぜなら、健全な財務状態の債務者にとって、費用が事前に発生する一方、利益は財務長官が交代しているであろう遠い将来のことにみえる状況では、交渉に応じる動機はないであろうというのである。しかし、ただちに得られる利益も存在する。仮に危機が生じても秩序ある債務再構築の実施が予見されるようになれば、それを反映して、市場では転換された債権はより小さいスプレッドで取引されるだろうからである。その結果、新規借入コストの低下や、資金調達機会の拡大が生じる。信用力が弱くなればなるほど、この即時的利益は大きくなる。

少数の国々が契約の書換えをはじめ、資金調達上の相対的な優位性を得た後には、残りの国々も追随するだろう。もし多くの債務者が同時に転換を行うならば、この改革に取り組むことによって切迫したトラブルの烙印を押されることが避けられ、市場は債務者に罰則的な資金調達コストを課さないだろう。

IMFは、新しい条項を公的融資を受けるための必要条件とすることにより、債務者に既発債の借換えを促すことができる。補助金による公的介入がもはや行われなことを強調するために、「救済を行わない政策（“no bailout” policy）」を断固として繰り返し表明されるべきである。IMFは、世界的な公共財として、債務者の転換費用を補助することも検討すべきだろう。その財源は、IMFの出資金にかかる報酬支払金利や過去に特別プログラムとして行われた融資の金利を調整することで、生み出せるであろう。

債務再構築によって生じるであろう効果は、IMFのルール下であろうとなかろうと、負債の価格が債務不履行前の価格から大幅に下落することである。いったん債務不履行が生じれば、多くの機関投資家は債券を売らなければならない。これらの売りやあらゆる狼狽売りは債券価格を大幅に下落させ、債務再構築交渉やソブリン債務のリスクの評価に影響を与えるかもしれない。その他の売却理由には、証拠金として保有されている債務を売却する投資ファンドを顧客に払戻すために行うものが含まれる。非流動的な市場では、少額の売却が大きな価格変化をもたらさう。

この問題は、政府が債務不履行時に、(1)再構築しようとする債務の最低再構築価値(あるいは最大損失額)(2)再構築期間中に売り出された負債のすべてを最低再構築価値の80%あるいは85%で購入することにIMFが同意していることの2つを発表すれば回避できる。債務再構築が終了するとき、IMFの購入は終了する(Lerrick and Meltzer [2002b, p. 4])。

IMFの発表には2つの長所がある。それは、負債価格に下限を設けることと、さらに重要なこととして、債務不履行となった負債に対する需要を増やすことである。その理由は、IMFが価格の下限を保証すれば、その債券は保証価格の90%あるいは95%の価値を持つので、融資に対する最も質の高い担保になるからである。その債券を購入し、それを銀行ローンの担保として使い、再構築された負債と交換することにより、投機家は十分魅力的な年間収益率を得ることができる⁴。

最低価格を設定するという提案に対する2つの主な反論は、(1)債務不履行時点で最低再構築価値の決定が困難であることと、(2)いったんIMFが保証を行った場合、債務国が改革に反する行動、あるいは無責任な行動をとる、つまり政治的不安定の危険があることである。この2つの事象のいずれによっても、IMFは負債を購入せざるを得なくなる(IMF [2002])。

政変の可能性が常にある以上、2番目のリスクは取り除くことができない。また、債務国は、債券の価格を保証された最低価格まで低下させようとするかもしれない。これは、長期戦略としては高くつくものであり、債務国が1回限りのゲーム(one-time game)を行う場合のみ生じる。

債務不履行の際、IMFは成長率、インフレ率、利子率、その他の最低再構築価値の決定要因に関する見通しを常に示さなければならない。公式、非公式にかかわらず、そのプログラムが失敗する可能性を予測せずに、IMFが融資を行うことはない。またIMFは一連のステップを辿りながら融資を行い、停止することもできるため、プログラムが失敗した場合のリスクは恐らくより低いものになる。実際、IMFは、融資をいったん中止した後、数ヵ月後に融資を再開することがしばしばある。

4 Lerrick and Meltzer [2002a, p.5] で、われわれは、負債の市場価格と債務再構築の時期によっては、年率40%もの収益をあげることができると推計している

5. 結語

2002年4月、G7諸国は、支払いの一時停止に関する条項や、特別多数を有する債権者がすべての債務保有者に契約条項の改定を受け入れるよう義務づけることができる集団行動条項を含むよう、契約を修正することを各国に促すことで同意した。IMFは、将来これが採用される場合に備え、破綻処理計画を進展させ続けることができる。

債務不履行に対処し、債務不履行国を援助するための新しい制度は、1990年代の政策と訣別する重要なステップである。改革、市場行動に対するインセンティブ、そして規律の役割は大きくなってきており、IMFによる指揮統制の役割は小さくなってきている。

金融リスクを減らすために、なされなければならないことは数多く残っている。トルコへのIMF融資やパキスタンの債務免除は、政治的配慮が依然として強いことを示している。安定性が高まっていることが認められれば、ひょっとすると政治的に微妙な状況にある国においてさえ、将来は、インセンティブの使用頻度の増加と救済の減少を促すだろう。

将来に向けての責務の1つは、新しい制度の一般均衡上の効果を学ぶことである。新しい契約方式、より少ない救済、インセンティブのいっそうの活用が市場機能に影響を与えるだろう。IMFの救済がなくなるか稀になれば、短期的に、ソブリン債務のリスクは増大するだろう。途上国は法的ルールを作ったり、経済を開放したり、財産権を確保したり、マクロ経済の不均衡を避けたりといった改革への高いインセンティブをもつだろう。そのような変化は、途上国への資本移転の量、期間、形態を変えるだろう。

最後に、適切な情報がすぐに利用できる場合、市場は最も有効に機能する。情報の量は際立って増大してきている。しかし、情報の質の向上は量の増大に遅れている。例として、韓国、中国、その他多くの国々における銀行でのバランスシートに計上されている融資の損失額をあげることができる。あるいは、アルゼンチンやその他の国の中央銀行が利用可能な外貨準備高をあげることにもできる。IMFは、市場機能を助け、指揮統制の代わりにインセンティブに依存し、本来的な性質と取引上の取決めによってもたらされる最小限度にまでリスクを減らすために、やらなければならない仕事をまだたくさん抱えている。

参考文献

- Bulow, Jeremy, and Kenneth Rogoff, “Cleaning Up Third World Debt without Getting Taken to the Cleaners,” *Journal of Economic Perspectives*, 4, Winter, 1990, pp. 31-42.
- Fischer, Stanley, “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?,” *Journal of Economic Perspectives*, 15, Spring, 2001, pp. 3-24.
- International Financial Institution Advisory Commission (IFIAC), *Report of the Commission*, Washington, D.C.: Government Printing Office, 2000.
- International Monetary Fund, “Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises: A Staff Note on the Lerrick/Meltzer Proposal,” 2002.
- Keynes, John Maynard, *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan and St. Martin’s Press for the Royal Economic Society, 1923 (reprinted 1971).
- Krueger, Anne O., “International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring,” speech given at the National Economists’ Club, American Enterprise Institute, Washington, D.C., November 26, 2001.
- , “New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking,” speech given at the Conference on Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards, Institute for International Economics, Washington, D.C., April 1, 2002a.
- , “Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution,” speech given to the Bretton Woods Committee, Washington, D.C., June 6, 2002b.
- Lerrick, Adam, and Allan H. Meltzer, “Sovereign Default: The Private Sector Can Resolve Bankruptcy without a Formal Court,” prepared for the Joint Economic Committee, U.S. Congress, April 19, 2002a (available at www.house.gov/jec).
- , and , “Blueprint for an International Lender of Last Resort,” manuscript, Carnegie Mellon University, 2002b.
- Meltzer, Allan H., *Overview in Price Stability and Public Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1984.
- , “On Making Monetary Policy More Effective Domestically and Internationally,” In I. Kuroda, ed. *Towards More Effective Monetary Policy*, London: Macmillan, 1997, pp. 3-27.

