

集団行動条項の有効性の課題と限界の一考察

山本雄一郎 (明治大学)

はじめに

ソブリン債券において、集団行動条項 (Collection Action Clauses、以下略称 CAC) が本年のギリシャ国債に適用された。同条項が規定された債券において、債務国が経済的に債務の返済が困難となったとき、一定割合の債権者が債務の減免に合意すれば、それが、債権者全体の合意として強制的に適用される仕組みである。

新興国の対外債務形態は 1980 年代後半以降、銀行貸出 (シンジケートローン) から債券へと大きく変更。債券の場合、債券保有者が多く、また流通市場が発達していることもあって個々の債券保有者の利害関心も多様である。このため、債券は協調行動をとるのが難しい。個々の債権者のなか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。このような問題を回避するため CAC 条項が作られた。CAC がソブリン債券発行者の債務問題解決に貢献するメリットは認められ、国際的な不良債権処理の方向の一つを示すものであるが、本稿では、CAC の運用面における実務上の課題や限界を論じたい。

1. CAC 定義・概要

CAC は、本来、債券発行時の債権者・債務者間の契約・約款中の一つの条項として合意・規定される。本稿では、ソブリン債券 (国家債務) を対象とし、債務交換や債務放棄を拒否した債権者に対し、当該債務再編の内容を強制する規定・条項を指すものとする。債券の契約に CAC 条項が挿入されているか否か任意であった。近年、挿入を義務とする旨の動きはあるが、国際的には明確でない面も見受けられる。

CAC 条項の主な内容は、以下の通りであるが、全ての債券に記載されているわけではない。個々の債券約款において規定されている CAC 条項の内容は必ずしも同一ではなく、個別性が強い。以下のものが記載されていることが多い。

① 債権者代表の設置

債券の存続期間あるいは債券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ソブリン債務者との債務再編交渉に係る仲介権限を付与する条項である。債権者集会が債券発行者あるいは債権者代表の裁量により召集され実施される。

② 多数決による債務再編策の決定

全債権者を債権者集会または書面による多数決によって拘束が可能となる条項である。例えば、返済条件 (元本金額・金利・償還と利払い期日、返済方法等) の変更は、債権者集会での決議または書面による同意により、同意比率を設定し条件変更が可能となることを定めた条項である。債務再編策の決定方法であるが、個々の債券における多数決による

債務再編の決定もあれば、個々の債券だけではなく、発行者の債券全体における多数決による債務再編の決定についても定めた条項が存在する。この条項を含む債券を有する債権者の投票は、同じ条項を含む他のすべての債権者の投票と合算される。

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又は財務代理人に対して宣言する条項や期限の利益を撤回する条項を指す。また、訴訟開始権限の単一主体への集中や、個別の履行強制行動の禁止について定めている。個別の履行請求行動を明示的に禁止する条項である。

2. CAC のメリット

メリットと考えられるものは以下の通りである。

- ① 少額債権保有者の不同意や意思表示のない状況が債務再編に影響を与えない
- ② 債券発行人は債務の返済条件について各債権者を平等に取り扱うことが可能となる
- ③ 債券発行人は債権者のある程度（例えば 66 2/3%、75%等）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を節約できる
- ⑤ 債権者からの訴訟を回避できる

3. CAC 規定内容の推移

1879 年、ロンドン市場で発行された社債に CAC は初めて規定されたと言われている。¹ その後、1990 年代になってニューヨーク法を準拠法とする ソブリン債券に CAC 条項が導入された。しかし、1990～2002 年に発行された債券でデータとして保管している 204 本のうち 17 本しか CAC 条項が挿入されていなかったという調査が存在する。² 2002 年 6 月、G10 の国々による G-10 Working Group on Contractual Clauses が結成され、CAC 規定の推薦版（略称 G10 モデル）を作成、公表した。当時、ニューヨーク法の下で発行された債券において CAC 条項が挿入されていても、G10 モデル通りの規定内容ではないという指摘もあり、少なくとも G10 モデルが徹底されているとは言えない。2012 年 2 月 2 日、ユーロ圏全 17 か国は合意し、同 2 月 17 日、各国は 2013 年 1 月以降発行される 1 年超国債に CAC 条項を挿入する義務があることを発表した。³ その CAC 条項は、標準化かつ同一の CAC

¹ L.C.Buchheit and M Gulati, ‘Drafting a model collective clause for Eurozone sovereign bonds’, *Capital Markets Law Journal*, Oxford University Press, Vol.6, No.3, June 20,2011, pp.317-318.

² Bradley, M. and M. Gulati, “Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis”, Third Draft, Duke University, May 7,2012, p.13

³ On-going work on CACs 2012 –EFC-EUROPA

http://europa.eu/efc/sub_committee/cac/cac_2012/index_en.htm

(情報閲覧日 2012 年 7 月 25 日)

の契約書（ユーロ 2012 モデル）と呼ばれる。

4. 有効性の課題と限界

①債券保有者と債務者のコミュニケーションの困難さ

債券という商品上の性格及び債券保有者の行動面の観点から、債務再編決着までの過程において阻害要因あるいは不透明感を否定できない。本稿の集団行動問題に限定されないが、債券特有の商品的性格は、銀行貸し出しと比較し、一般的に、債権者（債券保有者）の数が多し。流通市場が発達し、個々の債券保有者の利害関心も多様である。債務再編交渉を前提としない投資マインドを持っている投資家もいる。どれだけの債権者が債権者集会に出席するか、提案された債務再編案の賛否を投票するか、書面による決議を提出するか不透明感が残る。債務再編を巡る種々の議論が繰り返されたり、検討されたり、また、投資家による何らかの意思決定が求められたりするタイミングとなると、投資家は売却行動に走るのは経済的に合理性のある極めて自然な行動である。そのため、債券発行者側が設定した投票の基準日には、投資家が入替わりしており、投資家への連絡や債務再編の賛否を問う投票のための手続きが円滑に行われない状況も想定される。

②債務者の債務再編への解決意欲低下への懸念

モラルハザード（debtor moral hazard）といわれる問題である。CAC 規定の挿入により、集団行動問題が回避されるとなると債務者が比較的安易に債務再編を主導できる仕組みあるいは体制を作り上げる方向にあるという指摘がその問題の背景にある。これは、債券発行者である債務者が、債務再編の際、債権者とリスケ交渉を行なう時間やコストの節約に寄与する。債務者にとってメリットではあるものの、一方では、債務者が債務再編において尽力する度合いが少なくなるであろうということも指摘しうる。このような状況は、債務者による債務再編への努力が安易に流れることにつながりかねない。

③集団行動回避のためのグローバルな枠組み構築の欠如

ユーロでは、2013年1月1日以降発行される債券約款に共通的なCAC条項が挿入される予定となっている。ユーロについては、このように一定の取り扱いが近い将来なされるが、ユーロ以外の地域においては、ドキュメント面において共通化への進展はみられない。現在、発行済の債券には、CACが規定されている債券もあれば、CACが規定されていない債券もある。CACが規定されていない債券が存在する限り、集団行動問題は解決されない。債務者の債券発行は当該債務者の自国法に基づく発行だけではなく、他国法の下でも実施されている。債券が世界中で発行されていることを考えると、ユーロのみで書面の統一化が進展したとしても、それはグローバルベースにおける部分的な動きということになる。また、CAC規定に何の項目を入れてあるか否かが重要である。CAC規定に記載の項目は、一律ではなく、千差万別といってもよい。ある法では一般的である項目は、他の法では一般的でないという場合がある。

④CACの法的有効性や法的解釈の統一性

CAC規定内の項目が同一としても、規定の文言が異なる可能性がある。仮に文言が同一としても、法律的な問題について検討する必要がある。準拠法や裁判管轄が異なると、法的有効性や法的解釈に影響を与える可能性がある。CACを巡り、何らかの問題が生じ、債務者あるいは債券保有者が債券の契約に基づき、定められた裁判所に提訴することになった場合、準拠法が異なると同じような判断や解釈・適用ができるかどうかについて疑問である。規定内容が、債券が発行される全ての国々の国内法をベースにした契約で問題なく適用されるかについては確認することが求められる。

以上