

第Ⅲ部

危機への対応

第11章

ソブリン債務再編問題

——新興市場国危機に対するセーフティネットはどうあるべきか——

小野 有人

はじめに

1990年代後半に新興市場諸国で発生した一連の国際通貨・金融危機は、グローバル化の進展した国際金融システムの負の側面を示すものとして注目された。その後、国際金融危機を未然に防ぐとともに、万一危機が発生したときに、危機を速やかに解決するにはどのような制度的・政策的な枠組みが望ましいのかをめぐって、多くの提言がなされてきた。いわゆる国際金融アーキテクチャー（International Financial Architecture）の議論である。

このうち危機の予防策（crisis prevention）については、情報開示による透明性の向上、国際的な基準に則った法制・企業統治システムや金融規制の整備、経済ファンダメンタルズと整合的な為替相場制度の選択といった論点を中心に、相応の議論の進展がみられた。しかし、危機の解決策（crisis resolution; crisis management）——具体的には、IMFに代表される国際金融機関をはじめとする公的セクターや、投融資を行った民間セクターが、危機の解決に際してどのような役割を果たすべきかという点——に関しては、意見の収斂があまりみられずに現在に至っている。

2001年11月にIMFのクルーガー筆頭副専務理事は、債務危機に陥った新

興国が円滑に債務再編（リストラクチャー）できるよう、国家（ソブリン）にも倒産法制を導入する「ソブリン債務再編メカニズム」（Sovereign Debt Restructuring Mechanism, 以下 SDRM と記す）の創設を提案した（Krueger [2001]）。「国家破産法制」を構築すべきとの議論自体は、1990年代後半以降継続的に検討されてきた「民間セクター関与」⁽¹⁾（Private Sector Involvement, 以下 PSI と記す）の流れを汲むものであり、決して目新しいものではない。しかし、IMF が SDRM のような国家破産法制の構築に向けて主体的に動きはじめたのは、今回のクルーガー提案が初めてのことであり、その後「新興国のソブリン債務が維持不可能となった際に、債務再編を効率的に行うにはどうすればよいか」という「ソブリン債務再編問題」が、G7 をはじめとする国際金融会議における最大の論点のひとつとなってきた。米国財務省のテラー財務次官や、国際的に活動する大手金融機関の意見集約機関である IIF（Institute of International Finance）は、ソブリン債務再編問題に対処するための分権的かつ市場指向的アプローチとして、危機に備えてあらかじめソブリン債務契約に「集団行動条項」（Collective Action Clauses, 以下 CACs とする）と呼ばれる条項を挿入することを提唱しているが（IIF [2002], Taylor [2002]）、これは SDRM のような国際金融システム上の大幅な制度変更に対して懐疑的なスタンスを示したものとみることができる。2003年4月のG7財務相・中央銀行総裁会議では、公的セクター・民間セクターにおける CACs 採用に向けた積極的な取り組みを歓迎する一方、SDRM については、現時点で実施することは時期尚早であり、SDRM が提起したソブリン債務再編をめぐる諸論点について引き続き検討を続けるとしている。

新興市場国危機をめぐる政策論議の常ではあるが、民間セクター関与／ソブリン債務再編問題の論点は多岐にわたっており、議論の焦点がどこにあるかが非常に分かりづらい。そこで以下では、民間セクター関与／ソブリン債務再編問題をめぐる背景や議論の座標軸を示したうえで、現在焦点となっている SDRM や CACs の位置づけを明らかにする。そのうえで、新興市場国危機に対するセーフティネットの費用対効果について論じ、若干の政策的な

インプリケーションを導きたい。

本章の構成は、以下のとおりである。まず第1節では、ソブリン債務再編問題が国際金融アーキテクチャーの論点として浮上してきた背景について述べる。第2節では、危機のタイプが「流動性危機」なのか「健全性危機」なのかによって、危機に対する望ましい政策オプションが異なることを指摘する。そのうえで、健全性危機への対処策としてSDRMとCACsを取り上げ、その概要を紹介する。第3節では、SDRMやCACsといった危機に対するセーフティネットを整備すること（事後的効率性の改善）により、国際金融市場が自律的にもつ「負債の規律」が弱まり、逆にソブリン債務市場の発達に妨げられかねないこと（事前的効率性の悪化）を指摘する。また、CACsよりも大きなセーフティネット効果が期待されるSDRMの場合、事後的効率性と事前的効率性のトレードオフ関係はより先鋭化しやすいことを指摘する。最後に、前節までの考察を踏まえて、まずは小さなセーフティネットであるCACsからスタートすべきことを主張するとともに、SDRMやCACsが経済厚生に及ぼす影響はIMFの「能力」（債務国に対する監視能力、国際金融危機の管理能力）にも依存しており、ソブリン債務再編問題がIMF改革と切り離せないことを指摘する。

第1節 ソブリン債務再編問題の背景

国際金融アーキテクチャーの主要論点として民間セクター関与やソブリン債務再編問題が浮上した背景には、国際マネーフローの変化にともなって、国際金融界で以下のような認識が（その可否は別として）広まったことがある。

1. IMFの「最後の貸し手」機能の限界

第1は、1990年代に入って民間部門による新興市場諸国への国際資本流入

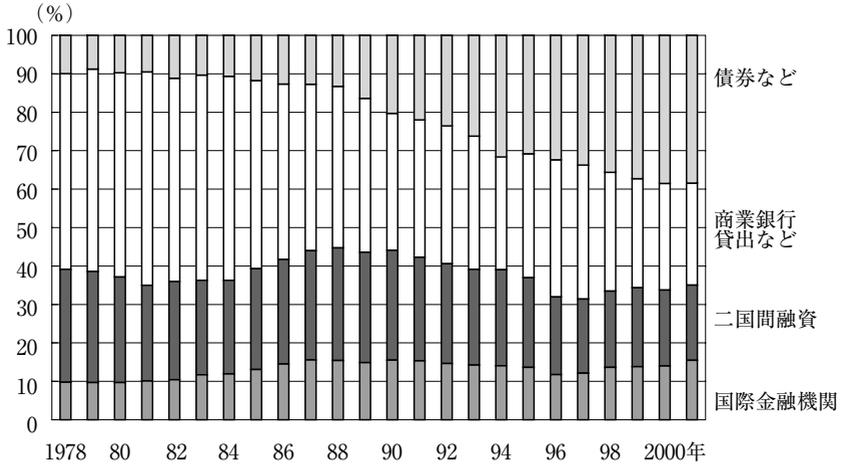
が急増し、国際金融危機の焦点が国際収支上の経常勘定（財・サービス輸出入のファイナンス）から資本勘定（実需をともなわない資本移動）へと移った点である²⁾。これにともない、危機解決にあたって必要とされる IMF の資金規模が急増するとともに、逃げ足の速い短期資本に対処するための機動性が IMF 融資に求められることとなった。

こうした「資本収支」危機に対応するための新型融資制度として創設されたのが、補完的準備融資制度（Supplemental Reserve Facility, 1997年創設）や予防的クレジットライン（Contingent Credit Line, 1999年創設）である。これらは、IMF が国際金融市場における「最後の貸し手」（lender of last resort, 以下 LLR）として資本収支危機にも十分に対応できるよう、その融資機能を拡充するものである（Fischer [1999a]）。ただし、発券銀行であるがゆえに資金制約のない一国の中央銀行とは異なり、IMF はいわば共同出資で成立している「信用組合」であり、その LLR 機能には、資金のアベイラビリティが加盟国からの出資額（クォータ）および借入額の範囲内に制約されるという限界がある。このため、深刻な国際金融危機の場合、IMF による支援融資だけでは当該新興国に対する投資家や債権者の信認をつなぎとめるには不十分である危険性が高く、民間セクターによる新規資金（ニューマネー）の提供や投融资残高の維持（ロールオーバー）といった「関与」が求められるようになっていく。

2. 対外債務の債券シフトと集団行動問題の先鋭化

1990年代における国際マネーフロー上のもうひとつの変化は、新興国の対外債務形態が銀行貸出（シンジケート・ローン）から債券へとシフトした点である。図 1 は新興市場諸国24カ国³⁾の対外債務の内訳を債権者別にみたものであるが、1980年代後半以降、貸出を中心とする商業銀行の比率が減少し、債券を中心とするその他民間債権者の比率が上昇している。また、銀行貸出の内訳をみると、中長期貸出が減少し、貿易信用や銀行間信用などの短期貸

図1 新興市場国の対外債務構成（債権者別）



(注) 新興市場国24カ国の債権者別対外債務構成。商業銀行貸出などには商業銀行が保有する債券が、債券などには商業銀行以外の民間債権者による貸出が含まれる。

(出所) IIF Economic Database により作成。

出の比率が増大している。債権者数が少なく互いの利害関心も似通っている銀行貸出と異なり、債券の場合、債券保有者数が多く、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、新興国の債務負担が維持不可能となった場合、銀行貸出に比べて債務再編にはより多くの困難がともなうと考えられる。

一般に、債務者の債務支払い能力に問題が生じると、個々の債権者には、他の債権者よりも早く投融資を回収したり、債務再編に加わらないで、他の債権者が債務削減した後、支払い能力の向上した債務者に対して元の債権の全額回収を求めたりするインセンティブが生じる。こうした状況では、すべての債権者が協調して債務再編を行えば債権者・債務者双方にとってより良い結果が得られるにもかかわらず、債権者が互いに疑心暗鬼に陥って債務再編が進まない「集団行動問題」(collective action problem)が生じやすい。銀行貸出に比べて債権者の利害関心が多様な債券の場合、集団行動問題はより

先鋭化すると考えられる。実際、1990年代までは、新興国が債務再編を行う際にも債券は対象外とされていた⁽⁴⁾。このため SDRM のように債務形態にかかわらず債務再編が行えるルールの構築や、債券の債務再編を行いやすくする CACs のような契約条項の挿入が提案されているのである。

3. 貸し手のモラルハザードに対する懸念

1994～95年のメキシコ危機時には、メキシコ政府のドル建て短期国債の債務支払いが不安視されたが、その際に IMF が従来にない大型支援融資を行わざるをえなかった背景には、上述の理由により、多くの債券保有者を巻き込んで債務再編を図ることが困難であると認識されたことがある。

民間セクター関与が国際金融界で一定の支持を集めている背景には、「メキシコ危機時に IMF 融資が大規模化した結果、民間投資家や債権者は誤った救済 (bail-out) 期待を抱くようになり、新興市場諸国への投融資リスクを過小評価するようになった。この結果、新興市場諸国に対して、信用リスクに見合わない低コストでの過剰な資本流入が生じ、1990年代後半の一連の国際金融危機を醸成した」という「貸し手のモラルハザード」(creditor moral hazard) 論が広く普及したことがある。集団行動問題が存在するもでは、IMF 融資機能の拡充は危機を解決するためのひとつの政策手段であるが、いまや焦点は大規模化した IMF 融資によって生じたモラルハザードという新たな歪みに置かれているのである (Rogoff and Zettelmeyer [2002: 494-496])。貸し手のモラルハザードを重視する立場からは、IMF の LLR 機能拡充とは反対に、IMF 融資規模の抑制や、IMF 融資を民間債権者による負担とリンクさせることなどが提案されている。

もっとも、貸し手のモラルハザード論に対しては多くの反論も寄せられている。例えば IIF [1999: 56-64] は、アジア危機・ロシア危機により、民間債権者や投資家には約3500億ドル(株式投資2400億ドル、銀行貸出600億ドル、債券投資500億ドル)の損失が生じたと試算しており、民間セクターは新興市

場諸国への投融資がこのようなリスクを伴うものであることを認識していたと主張している。また実証的な論拠も乏しいことから⁵⁾、フィッシャー前IMF筆頭副専務理事やロゴフIMF調査局長、サマーズ元米国財務長官も否定的なコメントを寄せている（Fischer [1999b], Rogoff [2002], Summers [2000: 13]）。

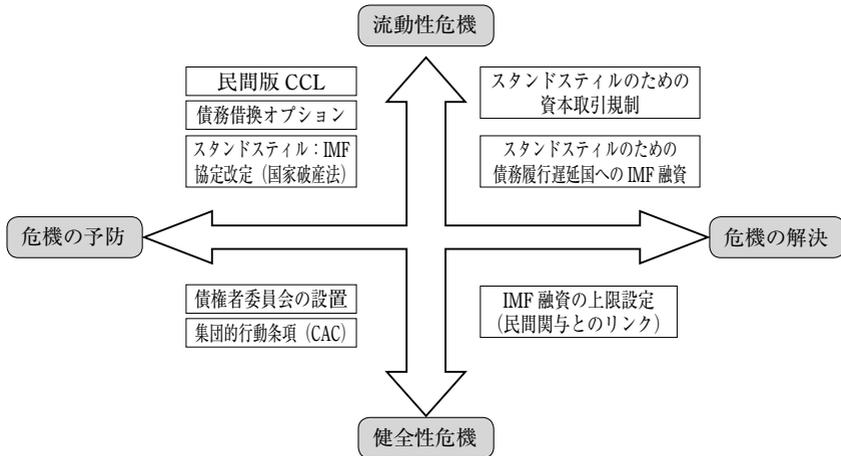
IMF融資は新興市場国危機に対する「保険」としての機能を有している。モラルハザードがあらゆる保険に付随するコストである以上、国際金融アーキテクチャーをめぐる議論において、IMF融資によるモラルハザードに対して一定の考慮が払われるのは自然なことである。しかし、モラルハザード懸念があるからといって保険の存在そのものが否定されるわけではないと同様に、IMF融資にモラルハザードの弊害があるとしても、そのことが直ちにIMF融資を抑制すべきという政策的含意に結びつくわけではない。IMF融資の是非は、その便益（信用供与による危機コストの軽減）とコスト（モラルハザード懸念）との比較考量に基づいて論じられるべき問題であろう。

第2節 新興市場国危機に対するセーフティネット ——SDRMとCACs——

1. 流動性危機 vs. 健全性危機

IMFのLLR機能の限界や集団行動問題に対応するため、これまでに数多くの危機対処策が提案されてきた。図2は、1999年のケルン・サミットで提示された具体的な政策オプションを、危機対処策の時間軸（横軸）と危機の原因（縦軸）に分けて整理したものである。危機への対処策は、危機予防のための事前的な措置と、危機解決のための事後的な措置とに分けられる。また危機の原因としては、投資家の混乱や群集行動による「流動性危機」(liquidity crisis)と、不健全な経済政策などに起因した「健全性危機」

図2 民間セクター関与をめぐる政策オプション



(出所) 筆者作成。

(solvency crisis) がある。

ただし、事前的措置と事後的措置の区分は、ある意味で便宜的なものである。例えば、後述する債務借換オプションは、オプション契約の締結は事前であるが、オプションが実際に行使されるのは危機が生じた後になる。また、事前的措置と事後的措置とは互いに補完的な関係にあり、どちらか一方だけの施策をとるといった性質のものでもない。したがって、本質的に重要なのは危機の原因をどうみるかである。

(1) 流動性危機への対処策

流動性危機とは、債務国の中長期的な経済ファンダメンタルズが良好で債務返済能力があり、かつ固定レート制が維持可能な場合であっても、投資家が何らかの理由で将来の為替レートの下落や債務返済能力の低下を予想すると、それを先取りする形で通貨投機攻撃や資本逃避が生じ、結果的に固定レート制からの退出や債務不履行を余儀なくされる状況を指す。流動性危機のもとでは、一国のファンダメンタルズとは乖離した形で急激な資本流出が生

じて流動性が逼迫するため、市場が正常な状態に戻るまでの息つき策——流動性逼迫の緩和措置——が必要となる。

流動性危機への対処策としては、(1)民間金融機関との予防的クレジットラインの締結、(2)外貨建て債務への借換オプション (debt-rollover option) の挿入、(3)債務支払いの一時停止 (standstill) などがあげられる。ただし債務支払いの一時停止については、健全性危機においても債権者を債務再編のテーブルにつかせるために必要であるとの意見も多く (河合 [2001], Haldane and Kruger [2001]), IMF の SDRM 提案も、健全性危機に対するセーフティネットとして位置づけられている⁽⁶⁾ (後述)。

これらのうち、予防的クレジットラインとは、危機発生時にあらかじめ定められた期間および限度額内で、新興国が自由に借入を行える信用枠を供与するものである。過去には、アルゼンチン、インドネシア、メキシコなどで設定された事例がある。また、債務借換オプションは、あらかじめ定められた期間だけ債務償還期限を延長できるオプションを外貨建て債務契約に挿入するものである。ただし、民間債権者と債務者である新興国との間で、オプション行使のための条件に関する情報の非対称性がある場合、危機に陥る可能性の高い「悪い」国ほどオプション契約を締結しようとする「逆選択」(adverse selection) が生じる恐れがある。このため、債務借換オプションをすべての国の外貨建て債務に強制的かつ一律に課すべきとの提案もある (Buiter and Sibert [1999])。

(2) 健全性危機への対処策

健全性危機とは、不適切な経済政策 (放漫な財政政策、為替レート制度と不整合な金融政策、金融セクターに対するプルーデンシャル規制の不備など) により、固定相場制の維持可能性や債務返済能力が低下して危機が生じる状況を指す。この場合、経済のファンダメンタルズ悪化が危機の原因である以上、危機に陥った新興国の自助努力による経済再建が求められるとともに、維持不可能となった債務の再編を促すような制度的な枠組みが必要となる。また、

ファンダメンタルズが悪化していたにもかかわらず、貸し手のモラルハザードにより過剰に資本流入したことが危機の一因と判断されるのであれば、モラルハザードを抑制する施策も重要になる。

債務再編を促すような仕組みとしては、債権者と債務国とのコミュニケーションを促進する債権者委員会を設置することや、ソブリン債券への集団行動条項（CACs）の挿入が提案されている。ただし、流通市場が存在する債券の場合、債券保有者の入れ替わりが激しいため、債権者委員会の設置には困難が予想される。一方、モラルハザードを抑制するための施策としては、IMF 融資の上限を設定して融資規模を抑制することや、IMF 融資を行う際に民間債権者による与信残高の維持・ニューマネーの供給を条件づけることなどが提案されている。

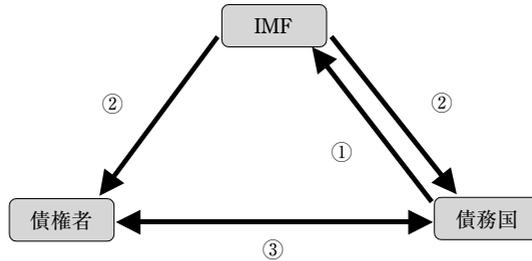
2002年4月のワシントン G7 会合では、新興市場国危機への対応策を改善するための「行動計画」(action plan) が採択され、上記の政策オプションのうち、SDRM と CACs の双方を中心に今後検討を進めるとされた (twin-track approach)。これは、危機の性質をめぐる国際金融界の認識が流動性危機から健全性危機へとシフトしつつあることを反映したものとみることができよう。そこで以下では、主として健全性危機を念頭におきつつ、SDRM と CACs について概観する。

2. ソブリン債務再編メカニズム (SDRM)

(1) SDRM 原案

冒頭で述べたように、IMF が提案する「ソブリン債務再編メカニズム」(SDRM) は、国内倒産法とのアナロジーに基づく提案である。多くの国では、経営困難に陥った企業が再建型倒産法を利用して事業の再建を模索する際に、債務支払いの一時停止 (スタンドスティル) を認めており、スタンドスティル期間中、債権者は債務の弁済を請求したり担保を処分したりすることができなくなる。スタンドスティルの狙いは、経営困難に陥った企業の価値

図3 SDRM 原案



(出所) 筆者作成。

を最大化するため、債権者間の無益な資産差し押さえ競争を抑制し、協調行動を促す点にある。代表的な再建型倒産法として有名な米国倒産法（Chapter 11）は、企業だけでなく地方自治体も対象としており（Chapter 9）、SDRMは、こうした国内倒産法の仕組みを倒産法制の存在しないソブリン債務にも適用しようとする試みである。

2001年11月のクルーガー提案では、SDRMに基づく債務再編プロセスとして、以下のような手順が想定されていた。まず、債務支払いが困難になった国は、IMFにスタンドスティルを申請する（図3の①）。IMFは債務国による申し出を審査したうえで、債務負担が中長期的な経済ファンダメンタルズからみて維持不可能と判断される場合には、数カ月間のスタンドスティルを承認し、この間、債権者は債務返済を請求する法的権利を失う（図3の②）。また、債務国は、スタンドスティルの実効性を高めるため、資本流出規制を課すこともできる。

債権者による抜け駆け的な債権回収から保護されているスタンドスティル期間中に、債務国と債権者は債務再編について集中的に交渉することになる（図3の③）。債務再編に関して多数の債権者の合意が得られれば、スタンドスティルは解除され、新たな契約に基づき債務支払いが再開される。その際、合意された債務再編案は、同意しなかった少数債権者に対しても適用される。また、合意が成立しないままスタンドスティル期間が終了した場合、債権者

は元の債務契約に基づき返済を請求する法的権利を回復する。

さらに、スタンドスティルが実体経済に及ぼす悪影響を緩和するため、スタンドスティル期間中、貿易信用などに係る新規マネーについては優先権を付与することも考えられている。これは、再建型倒産手続きを申請した企業が運転資金を確保するためのDIPファイナンス⁽⁷⁾に類似した仕組みといえる。

SDRMが実効力をもつには、既存の債務契約よりもSDRMに基づく新たな契約が優先される必要がある。IMFは、SDRMに法的な拘束力をもたせるには、まずIMF協定を改定することが必要であると指摘している(85%以上の投票権をもつ加盟国の賛成が必要)。

(2) 利益相反懸念とSDRM修正案

しかし、こうしたSDRMの仕組みに対しては、多くの批判が寄せられた。とりわけ懸念されたのは、IMFが「裁判所」(危機管理者)としての役割と「貸し手」としての役割を兼務することにより、利益相反が生じうる点についてである。IMF協定は「IMF融資は返済可能と期待される場合にのみ行う」と規定しており、IMF融資は、これまでの新興市場国危機でも債務再編の対象外とされてきた。したがって、IMFが債務国のスタンドスティルを承認する「裁判所」としての責務を担うようになると、危機国の希少な外貨準備をIMF融資の返済に充当して民間債権者に負担を転嫁する恐れがあるとの懸念が、民間投資家などから表明された。

こうした懸念に応えるため、クルーガーIMF副専務理事は、2002年4月以降、IMF関与をより限定的なものとするSDRM修正案を提示している(Krueger [2002], IMF [2002c])。同修正案によれば、新たなSDRMは「裁判所不在の倒産法制」(a bankruptcy regime without a bankruptcy court)として特徴づけられる。すなわち、ソブリン債務者は、(1)債務支払いのスタンドスティル、(2)優先権をもった新規マネーの供与、(3)包括的な債務再編、などを債権者に対して「直接」要請・交渉することとされ、ソブリン債務者の要請を受諾するかどうかは多数の債権者の判断に委ねられる。具体的には、債権者を

いくつかのクラス分けしたうえで、各々のクラス内で投票が集計され、すべての債権者クラスで多数の合意が得られれば、債務再編が成立する。合意された債務再編案は、やはり同意しなかった少数債権者も拘束することになる。

また、債権者の名寄せや認証、投票管理などの債務再編に係る管理業務を担う機関として、IMFとは利害関係をもたない中立的な「紛争処理フォーラム」(Sovereign Debt Dispute Resolution Forum)を設置することが提案されている。同フォーラムは、債務再編案そのものに関与することはないものの、債務再編交渉の過程で生じるテクニカルな紛争の処理を行い、当事者間の利害調整に一定の役割を果たすことが期待されている。

3. ソブリン債券への集団行動条項(CACs)の挿入

先述のように、新興国の対外債務形態は1980年代後半以降、銀行貸出から債券へと大きくシフトした。銀行貸出と異なり債券の場合、債券保有者の数が多く、個々の利害関心も異なるため、協調行動を確保することはより困難である。例えば、デフォルト後に流通市場で債券を安値で取得したバルチャーファンドが、訴訟などを通じて抜け駆ける的な債権回収や債務再編交渉を妨害することも考えられる。

「集団行動条項」(CACs)とは、こうした少数債権者による抜け駆ける的な債権回収行為を抑制し、債券保有者間の協調行動を促す狙いをもった契約条項(covenants)の総称である。具体的には、現存するCACsとして、以下の二つがあげられる⁽⁸⁾(IMF [2002b])。

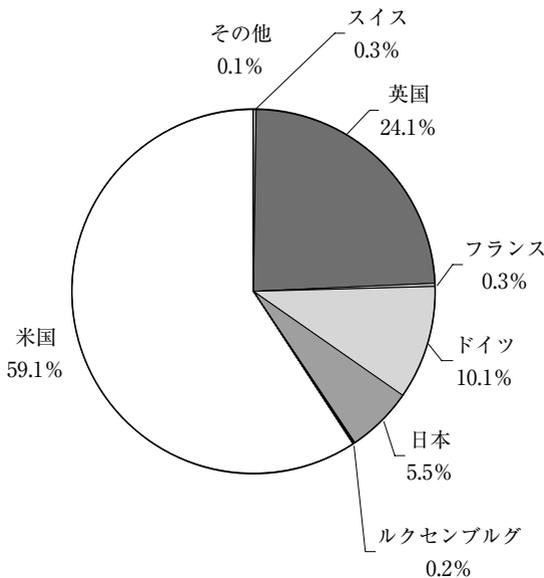
- (1) 多数決再編条項(majority restructuring provisions)：多数の(例えば4分の3の)債券保有者の同意により、元本、金利、利払い期日などに関する条件変更が可能となる条項。合意された新たな条件は同意しなかった少数債権者にも適用される。
- (2) 多数決執行条項(majority enforcement provisions)：多数の債券保有者の同意により、個々の債権者による権限行使(例えば期限の利益喪失に基づ

く債権回収や訴権など)に制限を加える条項。典型的な事例は、英国のトラスティー制度。

SDRMが議論の段階にとどまっているのに対し、一部の国際ソブリン債には既にCACsが付されている。例えば、英国法を準拠法としてロンドンで発行された債券には、通常、多数決再編条項、多数決執行条項とも挿入されている。また、日本の円建て外債であるサムライ債にも多数決再編条項が挿入されている。

ただし2001年末の国際ソブリン債残高のうち、これらの債券が占めるシェアは3割程度にとどまっており、6割弱のシェアを誇る米国ニューヨーク州法に基づいて発行されたソブリン債券にはCACsは付されていない(図4)。そこで、ソブリン債券へのCACs挿入をさらに促すため、1999年ケルン・サミットでは、CACsを挿入したソブリン債券を発行した国に対してIMF融

図4 国際ソブリン債の準拠法別構成比(2001年末)



(出所) IMF [2002a]。

資の適用レートを優遇することや、CACs 挿入を IMF の予防的クレジットライン (CCL) の設定条件のひとつとすることなどが提案された。また、ニューヨーク市場で起債されたソブリン債券にも CACs を挿入すべく米系民間金融機関を中心に雛型作りが進められており (IIF [2003]), 2003年2月にメキシコ政府、4月にはブラジル政府がニューヨーク市場で CACs 付きグローバル債を発行している。

もっとも、CACs が円滑な債務再編を促すうえでどの程度有効なのかをめぐっては、意見が分かれている。例えば、これまでのソブリン債券の再編事例のうち、パキスタン (1999年) やウクライナ (2000年) の債券には CACs が付されていたが、その役割を積極的に評価する見方 (Eichengreen and Rühl [2001]) がある一方で、市場関係者はマイナーな役割しかなかったとみている (Checki and Stern [2000], IMF [2000])。また、ソブリン債券の再編にあたって CACs が果たしうる積極的な役割が国際金融界で広く認識されたのは、恐らくメキシコ危機後の1995年ハリファックス・サミット以降のことであるが、他方で、英国法に準拠した国際債のシェアは1990年代を通じてほぼ一定であり、メリットが喧伝されながらも浸透していないのが実情である (Dixon and Wall [2000])。

第3節 ソブリン債務再編問題のジレンマ

——負債の規律 vs. 危機コストの軽減——

1. SDRM と CACs の相違点

SDRM と CACs は、ともに効率的な債務再編を企図している点で共通しているものの、異なる種類の債務を一括して再編しうる点で、SDRM の方が危機に対するセーフティネットとしてより大きな効果をもつと考えられる。IMF はソブリン債券への CACs 挿入に向けた動きを歓迎しつつも、CACs だ

けではセーフティネットとして不十分であるとして、以下の点を指摘している（IMF [2002a] [2002b], Krueger [2002]）。

第1は、CACsの効力が個々の起債単位ごとに限定されているため、多くの種類の債券を発行している新興国が債務危機に陥った場合、債務再編の手続きが煩雑になることである。例えば2001年末以来対外債務が事実上のデフォルト状態に陥っているアルゼンチンの場合、88種類の債券を発行しているといわれている。

第2に、CACsが挿入されていない既存の債券については、満期を迎えるまで待たなくてはいけないという「移行期間」の問題がある。IMF [2002a]は、今後すべてのソブリン新発債にCACsが挿入されたとしても、そのシェアが8割以上になるまでにはおよそ10年程度かかるであろうと推計している⁽⁹⁾。

最後に、SDRMでは優先権をもった新規与信の枠組みを整備するなど、「効率的な債務再編」以外の手立てを講じることによって、債務危機に陥った新興国の痛みを和らげることが可能であるが、CACsの場合、そのような重層的な危機対応は想定されていない。

2. セーフティネットのコスト：借り手のモラルハザード

SDRMにせよCACsにせよ、その主たる狙いは「集団行動問題」を克服すること、すなわち、債権者間の協調行動を促して円滑に債務を再編し、危機に陥った新興国が蒙る打撃を小さくすることにある。しかし、このことは裏返せば、借り手である新興国のデフォルト・コストが減少して、危機回避に向けたインセンティブが低下することを意味する（借り手のモラルハザード：debtor moral hazard）。SDRMはCACsよりも危機に対するセーフティネットとしての効果が大きいですが、それだけに借り手のモラルハザードを抑止する何らかのメカニズムが組み込まれることが必要となろう。

国内倒産法では、裁判所が、債権者の利益代表者として企業経営者の交

代や資産処分に関する権限をもつことで、借り手のモラルハザードが抑制されている。しかし、IMFが「裁判所」の機能を担うとされたSDRM原案においても、IMFに政権交代や資産処分を命じる権限まで与えることは想定されていなかったし、またそうすべきでもなかろう。このため、国内倒産法とのアナロジーに基づいてソブリン債務についても倒産法制の枠組みを整備すべきとの議論はミスリーディングであるとの批判が寄せられている(Summers [1996: 3-4], Rogoff [1999: 30], Shleifer [2003])。

また企業倒産の場合、倒産申請は多かれ少なかれ債権者の意向に基づくことが多いが、SDRMの場合、ソブリン債務者が自らの意思に基づいて申請するため、債務国の権限を一方的に強めることにもなりかねない。Summers [1996: 3-4] は、(1)米国以外の主要国では地方政府・公共団体などはスタンダードスティル条項の対象外であり、(2)地方自治体(municipal governments)にスタンダードスティル条項の適用を認めている米国倒産法第9条でも州政府は対象外とされているのは、まさにこうした理由によると指摘している¹⁰⁾。

(1) ソブリン債務者の債務履行インセンティブ

倒産法制や担保が事実上存在せず、債権者の権利が保護されにくいソブリン債務契約が成立するには、債務国が約定どおりに債務を履行するインセンティブが必要である。Dooley [2000] は、ソブリン債務者が債務を返済する唯一のインセンティブは、デフォルトした場合にマクロ経済が長期にわたり停滞するという危機コストが大きいことにあると指摘している¹¹⁾ (以下ではこれを「負債の規律」と呼ぶ)。Dooley [2000] によれば、集団行動問題の存在により新興市場危機において効率的なソブリン債務の再編が行われず、危機の痛手が大きいことは、ソブリンを債務者とする国際的な資本取引が成立するための「必要悪」であり、債務再編の効率性を改善しようとの政策的な試みは、リスク・プレミアムの増大や信用割当といった形で新興市場諸国に対する資本流入を細らせることにもなりかねない。

先述のように、1980年代後半以降、新興市場諸国の対外債務形態は銀行貸

出から債券へと大きくシフトしたが、Dooley [2000] の指摘に従えば、こうした変化は以下のように解釈できよう。すなわち、中南米危機後には銀行貸出の再編（返済繰り延べや債務削減など）が行われるとともに、そのための枠組み作りが進展したが、このことは銀行貸出の「負債の規律」が低下したことを意味した。そこで新興市場諸国は、債務再編がより困難な債券によって資金調達することで、危機回避に向けて最善の努力をするインセンティブを持っていることを貸し手に示したのである。

(2) 新興市場諸国の資金調達コストに及ぼす影響

危機に対するセーフティネットの拡充によって新興市場諸国への資本流入が細る、という上記の懸念に対しては、債務再編の効率性向上というセーフティネットの便益を考慮していないという反論がある。すなわち、新たなセーフティネットの構築により、借り手のモラルハザードが生じてデフォルト確率 (probability of default) が上昇したとしても、債権者間の資本逃避競争が抑制されたり債務再編がより効率的になったりするのであれば、デフォルト時回収率 (loss given default) も上昇すると考えられる。このとき、ソブリン債務者の資金調達コストが増大するかどうかは一概にはいえず、実証的な問題となる¹²⁾ (Dixon and Wall [2000: 149])。

一部の国際ソブリン債に CACs が付されていることを利用して、Eichengreen and Mody [2000], Becker, Richards and Thaicharoen [2003] は、ソブリン債券への CACs 挿入が資金調達コストに及ぼす影響について実証研究を行っている。ただし両者の結論は正反対となっており、コンセンサスが成立しているとは言い難い。まず、Eichengreen and Mody [2000] は、CACs が新興国債券の発行利回りにどのような影響を及ぼしたかを分析し「格付の高い国の債券の場合、CACs の挿入が資金調達コストに影響を及ぼしたとはみられないが、格付の低い国では資金調達コストが増大した」との結論を得ている。そのうえで、後者に関しては、CACs の挿入が格付の低い新興市場諸国に対する新たな規律付けメカニズムになると肯定的に評価している。

これに対して Becker, Richards and Thaicharoen [2003] は、同様の分析を行い、CACs が資金調達コストに及ぼす影響は格付にかかわらずほぼゼロであるとの結果を得ている。こうした実証結果は、CACs 導入による便益（債務再編の効率性の改善）がそのコスト（借り手のモラルハザード）にはほぼ見合ったものであることを示唆しているとともに、「ソブリン債券の再編にあたって CACs の有無はマイナーな問題」とする市場参加者の認識を裏づけるものといえよう。

ただし、これらの実証分析から政策的なインプリケーションを導くに際しては、いわゆる「ルーカス批判」から免れえていない点を割り引く必要がある。ルーカス批判とは、経済変数同士の相互依存関係は期待に依存しているため、政策の変更は期待を通じて相互依存関係自身を変化させるというものである。したがって、過去のデータから得られる経済変数同士の相互依存関係を政策当局が援用しようとしても、そうした関係は政策変更の後ではあてはまらないかもしれない。ルーカス批判に沿って考えると、仮にこれまで CACs の挿入が新興国の資金調達コストの上昇につながっていなかったとしても、SDRM や CACs の導入意図が債務国のデフォルト・コストの軽減にある以上、市場参加者の期待を通じてソブリン債務に対するリスク・プレミアムが上昇する懸念は拭い去れないように思われる¹³⁾。

おわりに——分析のまとめ

1. 負債の規律と危機コストの軽減——バランスのとれたアプローチの必要性

1990年代後半以降の一連の国際金融危機は、国際金融システムの安定性を維持することがきわめて重要な政策課題であることを示した。国際金融アーキテクチャーの主たる課題が、どのようにして危機を未然に防ぐかという点にあることは論を待たない。また、ひとたび危機が発生したときには、これ

をできるだけ速やかに解決することが望ましい。

しかし、危機解決のための政策対応を考えるにあたっては、その便益とともにコストを考慮する必要がある。倒産法制が事実上存在せず債権者の権利が保護されにくいソブリンを借り手とする国際資本取引の場合、危機にも借り手に規律を与えるという積極的な役割が存在する。ソブリン債務危機に対する新たなセーフティネットの構築にあたっては、国際金融市場が自律的にもつ「負債の規律」をできるだけ損なわないようなバランスのとれたアプローチが必要とされよう。

前節までの考察を踏まえると、ソブリン債務再編危機に対するセーフティネットをめぐる困難は、効率的な債務再編のための枠組みを整備すること（事後的効率性の改善）により、「負債の規律」が弱まって、逆にソブリン債務市場の発達が妨げられかねない点にある（事前的効率性の悪化）。SDRMはCACsよりも危機に対するセーフティネットとしての効果が大きいと考えられるが、それだけ事後的効率性と事前的効率性のトレードオフ関係も先鋭化しよう。米国財務省やIIFをはじめとする多くの民間債権者は、SDRMのような急激な制度変更を避け、CACsの普及に向けた取り組みを優先すべきであると主張しているが、これは大きなセーフティネットを創設することにより、債務者に対する「負債の規律」が低下しすぎることを懸念しているためと考えられる。実証研究が乏しく、市場参加者や政策当局者の間でセーフティネット構築の費用便益に関するコンセンサスもないなかで、国際金融システム上の制度変更を図るのであれば、まずは小さなセーフティネットであるCACsの導入から始めるべきと考えられる。

SDRMよりもCACsを重視すべきとの結論は、危機の原因と対処策とを間違えたときの政策コストの観点からも支持される（Eichengreen [2000]）。危機の最中に、危機の原因や当該国の経済的なファンダメンタルズを判断するのは、IMFならずともきわめて困難である。危機の原因がファンダメンタルズ悪化による債務返済能力の低下にある場合、SDRMの有無にかかわらず、債務支払いを一時的に停止することは不可避である。一方、中長期的

な債務返済能力があるにもかかわらず、債務国内での政治力学の観点から SDRM が発動されることになれば（例えば増税に対する国民の反発など）、債権者と債務国との交渉が長期化し、かえって危機解決が遅れることにもなりかねない。

2. ソブリン債務再編問題における IMF の役割——危機に対する セーフティネットとの相互補完性

新興市場国危機へのセーフティネット構築にあたっては、借り手のモラルハザードを抑制する施策を併せて検討する必要がある。Shleifer [2003]、Tirole [2002] が指摘するように、債務市場（debt markets）が発達するためには債権者の権利保護が十分に図られる必要があるが、既述のように SDRM には国内倒産法のような借り手のモラルハザードを抑制するメカニズム——債権者の利益代表者として政権交代や資産処分に関する権限をもつ「裁判所」的な仲介者——が欠けている。

既存の制度的枠組みを前提とするかぎり、「負債の規律」以外に）借り手のモラルハザードを抑制する役割を担うのは IMF 融資に課せられるコンディショナリティ（融資条件）である。Gai, Hayes and Shin [2001] は、危機に対するセーフティネットの便益（危機コストの軽減）とコスト（「負債の規律」の低下）のバランスが、IMF の「能力」にも依存していることを明らかにしている。彼らは、IMF が、(1)危機によって新興国が蒙る打撃を軽減する、(2)新興国の経済ファンダメンタルズや債務返済能力を監視する、という二つの役割を担っていると想定して、危機に対する IMF 介入（IMF による支援融資や危機に対するセーフティネットの構築）が、事前的効率性と事後的効率性のトレードオフ関係や、経済厚生（期待産出額）に及ぼす影響を理論モデルに基づき分析し、以下の結論を得ている¹⁴⁾。

- (1) IMF の監視能力が高いほど、新興国に対する規律が働くため、事前的効率性の損失は小さくなる。

(2) IMFの危機コスト軽減能力が高いほど、事後的な効率性が改善する。ただし、あまりに危機コスト軽減能力が高いと、事前的な効率性のロス（債務者に対する規律の緩み）が大きくなりすぎるため、経済厚生は逆に悪化する。とりわけIMFの監視能力が低い場合には、こうした弊害が大きくなる。

Gai, Hayes and Shin [2001]の分析は、SDRMやCACsによって経済厚生が改善されるには、IMFの監視能力が十分に高いことが必要であることを明らかにしている。すなわち、新興市場国危機へのセーフティネット構築による「負債の規律」の悪化を最小限に抑えるには、危機の原因が流動性危機なのか健全性危機なのかをIMFがきちんと識別することや¹⁵⁾、IMF支援融資にあたって課せられるコンディショナリティ（融資条件）が、借り手のモラルハザードを防ぐうえで有効に機能することが求められる。IMFの監視能力が低い場合には、債権者や投資家のIMFに対する信認不足により、事前的効率性の悪化による弊害が増幅されることになろう。アジア危機以降、現在に至るまでのIMF批判を踏まえると、こうした懸念は無視しがたいものがあると思われる。

これまで、ソブリン債務再編問題をめぐる議論は、IMF改革とは一線を画した形で進められてきたが、政策間の相互補完性を考えれば、今後はIMFの融資制度やコンディショナリティ見直しの動きと一体となって進められるべきと思われる¹⁶⁾。

[注] _____

(1) 民間セクター関与（PSI）とは、新興市場国危機の解決にあたって、IMFなどの公的セクターだけでなく、投融資を行った民間セクターも応分の負担をすべきという考え方であり、“bail-in”、“burden-sharing”と称されることもある。

なおPSIをめぐる議論の焦点は、現在、ソブリン債務に絞られており、本章もこれに倣っている。アジア危機での主たる債務者が民間企業（インドネシア）あるいは銀行（韓国）であったにもかかわらず、議論の焦点がソブリン債務に絞られた背景には、債務者が民間主体の場合、新興国の国内倒産法

に則って対処されるべきとの認識が広まったことがある。国際金融アーキテクチャーの文脈では、金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum）が選定した12の「国際基準」（International Standards and Codes）のひとつとして、新興市場国における倒産法制の整備に関する検討が進められている（FSF [2001]）。

- (2) 例えば、経済環境の急激な悪化などに備えるために必要とされる外貨準備高の指針（rule of thumb）は、伝統的には輸入金額3カ月分とされていたが、現在では対外短期債務残高と同程度とされる。
- (3) JP モルガンのMSCI 指数／EMBI + に採用されている新興市場国33カ国のうち、1978年以降のデータを継続的に得ることができた以下の24カ国：アフリカ2カ国（モロッコ、南アフリカ）、アジア8カ国（中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、パキスタン、フィリピン、タイ）、欧州・中近東6カ国（ブルガリア、エジプト、ハンガリー、イスラエル、ポーランド、トルコ）、中南米8カ国（アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、エクアドル、メキシコ、パナマ、ペルー）。
- (4) ただし最近になって、パキスタン（1999年）、ウクライナ（2000年）、エクアドル（2000年）などでソブリン債券の再編が行われており、債務再編上の困難がまったく解消されていないわけではない。これらの事例では、債務不履行が懸念される旧債券をよりマチュリティの長い新債券にスワップする手法が用いられることが多い。旧債券と新債券の交換比率、新債券の満期・利回りなどの設定にあたって、ソブリン債務者は、金融機関や機関投資家などの主要な債券保有者と非公式に接触して、その意向を確認するよう努めるのが通例である。詳しくは小野 [2002: 29-32]、荒巻 [2003: 61-68] を参照。
- (5) Jeanne and Zettelmeyer [2001: 3] が簡潔な文献サーベイを行っている。
- (6) 債務支払いの一時停止を流動性危機への対処策と位置づけたのはEichengreen [2000]、Miller and Zhang [2000] の分類に従ったものである。
- (7) DIP (debtor in possession) ファイナンスとは、再建型の倒産手続きを裁判所に申し立てた破綻企業に対して、金融機関などが事業継続のための運転資金を融資することである。当該融資に一定の優先権を与えることで、資金供給を促す仕組みとなっている。
- (8) IMF [2002b] は、現存しないが導入を検討すべき条項として、以下の三つをあげている。
 - ① 集団代表条項 (representation clauses; engagement clauses)：債券保有者集会開催までの間、特定の代理人に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。
 - ② 訴権制限条項 (initiation clauses)：ソブリン債務者が債務再編を宣言してから債権代表者が選ばれるまでの間、債務支払いのスタンズスタイルを

認める条項。この間、個々の債権者の訴権は制限されることになる。

③債務集約条項 (aggregation clauses)：債務再編に関する投票権を本条項が付されているあらゆる債務について集約する条項。SDRMと同様に、債務形態に依存しない包括的な債務再編を目的とすることから“super CACs”とも称されている。

- (9) こうした移行期間の問題に対処するため、Bartholomew, Stern and Liuzzi [2002] は既存の非CACs債券をCACs債券にスワップしたうえで債務再編を行う「二段階アプローチ」を提案している。
- (10) さらに、地方自治体が倒産法第9条の申請を行った場合、州政府が地方自治体の行財政運営に強く関与して債務の弁済に努めることで、債権者の権利保護が図られている (Shleifer [2003])。
- (11) Cline [2003] も同様の指摘をしている。ソプリンの債務履行インセンティブとしては、この他に、①信頼のおける債務者 (国) としての評判を維持することや、②貿易信用が途絶えて財・サービスの輸出入が急減することに対する懸念、などが考えられる (Rogoff [1999: 31])。

- (12) リスク中立的な投資家を仮定する。CACsが付されていない債券の価格は、

$$p_{NAC} = p(1 - \pi) + p\pi\delta$$

ただし、 p は安全債券価格、 π は債券のデフォルト確率、 δ はデフォルト時回収率である。一方、CACsが付された場合には、デフォルト確率が増大 ($\Delta\pi$) するとともに、債務再編の効率性が改善してデフォルト時回収率も増大 ($\Delta\delta$) するため、

$$p_{CAC} = p(1 - \pi - \Delta\pi) + p(\pi + \Delta\pi)(\delta + \Delta\delta)$$

となる。ここで、 $\Delta\pi\Delta\delta$ が十分に小さいと仮定するならば、CACs挿入により債券価格が上昇するための必要十分条件は、

$$\frac{\Delta\pi}{\pi} < \frac{\Delta\delta}{(1 - \delta)}$$

- (13) ただし、2003年2月にメキシコ政府がニューヨーク市場でCACs付きグローバル債を発行した際にはCACs債券プレミアムは生じなかったといわれている (IMF [2003: 58])。
- (14) 理論モデルの概要は小野 [2002: 33-37] を参照されたい。
- (15) Fischer [2002] は、CACsなどの普及によって生じうる問題点として、IMF支援融資の大規模化を嫌う公的セクターの意向により、流動性危機に対しても債務再編を促す政治的圧力が強まりかねないことを指摘している。
- (16) 2002年9月にIMFは新たなコンディショナリティのガイドラインを公表した。1990年代後半の一連の新興市場国危機時に、被支援国の経済構造や政策遂行能力に合致しない既存のコンディショナリティに対する批判が高まったことを受けて、新たなガイドラインでは、被支援国の政策主権を尊重してコ

ンディショナリティの簡素化を進めるなど、概して緩和の方向で見直しが行われた。

しかし、危機に対するセーフティネットの構築による「負債の規律」の緩みを最小限にとどめるという観点からは、逆にコンディショナリティを厳格化するか、あるいは代替的な政策対応を考える必要がある。例えば Jeanne and Zettelmeyer [2001] は、IMF の本質的な役割を危機に対する「保険」機能に求めたうえで、危機発生前のコンディショナリティ (ex ante conditionality) のウェイトを高めることを提唱している。彼らは、危機を未然に防ぐための「良い」政策を IMF 融資の条件とすることで債務国を規律づけることができるとともに、事前のコンディショナリティのウェイトを高めることで、危機後の経済政策に対する IMF の過度の介入を抑制できると指摘している (同様の指摘をしたものとして、Tirole [2002: 100-102] を参照)。また、その際には「保険料率」を被支援国の信用リスクに応じた可変料制とすることで、擬似的な市場規律を働かせることも考えられよう。

[参考文献]

- 荒巻健二 [2003] 「SDRM—IMF による国家倒産制度提案とその評価—」(『開発金融研究所報』第15号, 3月) pp. 38-81。
- 小野有人 [2002] 「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—」(『富士総研論集』Ⅱ号, 4月) pp. 2-40。
- 河合正弘 [2001] 「新興市場経済と国際金融システム改革—東アジア通貨・金融危機の教訓—」(『フィナンシャル・レビュー』第54号, 1月) pp. 104-154。
- Bartholomew, Edward, Ernest Stern and Angela Liuzzi [2002] “Two-step Sovereign Debt Restructuring,” J. P. Morgan Securities, *Emerging Markets Research*, April 8.
- Becker, Torbjorn, Anthony Richards and Yungyong Thaicharoen [2003] “Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?” *Journal of International Economics*, 61 (1), pp. 127-161.
- Buiter, William H. and Anne C. Sibert [1999] “UDROP: A Contribution to the New International Financial Architecture,” *International Finance*, 2 (2), pp. 227-247.
- Checki, Terrence J. and Ernest Stern [2000] “Financial Crises in the Emerging Markets: The Roles of the Public and Private Sectors,” Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, 6 (13), pp. 1-6.

- Cline, William R. [2003] "The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets," in Martin Feldstein ed., *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 459–496.
- Dixon, Liz and David Wall [2000] "Collective Action Problems and Collective Action Clauses," Bank of England, *Financial Stability Review*, 8, pp. 142–151.
- Dooley, Michael P. [2000] "Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided?" NBER Working Paper No. 7531.
- Eichengreen, Barry [2000] "Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts be Reduced?" Center for Economic Policy Research, *Geneva Report on the World Economy Special Report*, 1.
- Eichengreen, Barry and Ashoka Mody [2000] "Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?" NBER Working Paper No. 7458.
- Eichengreen, Barry and Christof Rühl [2001] "The Bail-in Problem: Systematic Goals, Ad Hoc Means," *Economic Systems*, 25 (1), pp. 3–32.
- Financial Stability Forum (FSF) [2001] *International Standards and Codes to Strengthen Financial Systems*, April.
- Fischer, Stanley [1999a] "On the Need for an International Lender of Last Resort," *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), pp. 85–104.
- [1999b] "Learning the Lessons of Financial Crises: The Roles of the Public and Private Sectors," Speech at the Emerging Market Traders' Association Annual Meeting, New York, December 9.
- Gai, Prasana, Simon Hayes and Hyun Song Shin [2001] "Crisis Costs and Debtor Discipline: The Efficacy of Public Policy in Sovereign Debt Crises," Bank of England Working Paper No. 136.
- Haldane, Andy and Mark Kruger [2001] "The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds," Joint Paper by the Bank of England and the Bank of Canada, November 12.
- Institute of International Finance (IIF) [1999] *Report of the Working Group on Financial Crises in Emerging Markets*, January.
- [2002] *Discussion paper on Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, December 6.
- [2003] *Integrated Package on Crisis Prevention and Management*, January 31.
- International Monetary Fund (IMF) [2000] *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, September.
- [2002a] *Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts—Encouraging Greater Use*, June 6.
- [2002b] *The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*, June 6.

- [2002c] *Sovereign Debt Restructuring Mechanism? Further Considerations*, August 14.
- [2003] *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, March.
- Jeanne, Olivier and Jeromin Zettelmeyer [2001] “International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality,” CESifo Working Papers No. 563.
- Krueger, Anne [2001] “International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring,” Speech at the National Economists’ Club Annual Members’ Dinner, American Enterprise Institute, Washington, D. C., November 26.
- [2002] “New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking,” Speech given at the conference on “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards,” Institute of International Economics, Washington, D. C., April 1.
- Lipworth, Gabrielle and Jens Nystedt [2001] “Crisis Resolution and Private Sector Adaptation,” International Monetary Fund, *Finance and Development*, 38 (2), pp. 54–57.
- Miller, Marcus and Lei Zhang [2000] “Sovereign Liquidity Crisis: The Strategic Case for Payments Standstill,” *Economic Journal*, 110 (1), pp. 335–362.
- Rogoff, Kenneth [1999] “International Institutions for Reducing Global Financial Instability,” *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), pp. 21–42.
- [2002] “Moral Hazard in IMF Loans: How Big a Concern?” International Monetary Fund, *Finance and Development*, 39 (3), pp. 56–57.
- and Jeromin Zettelmeyer [2002] “Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001,” IMF Staff Papers, 49 (3), pp. 470–507.
- Shleifer, Andrei [2003] “Will the Sovereign Debt Market Survive?” NBER Working Paper No. 9493.
- Summers, Lawrence H. [1996] “Introduction,” in Peter B. Kenen ed., *From Halifax to Lyons: What Has Been Done About Crisis Management?* Princeton: Princeton University Printing Services, Essays in International Finance No. 200, pp. 1–6.
- [2000] “International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures,” *American Economic Review*, 90 (2), pp. 1–16.
- Taylor, John [2002] “Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective,” Speech given at the conference on “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards,” Institute of International Economics, Washington, D. C., April 1.
- Tirole, Jean [2002] *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press.