



June 1, 2002

新興市場国債券の債務不履行、債務再編を巡る問題¹

孕石 健次

総務部長兼事業部長主任研究員

kenjih@iima.or.jp

1. はじめに

昨年春から顕在化したアルゼンチンの通貨危機は、12月23日ロドリゲス・セー暫定大統領による1,400億ドル以上に及ぶ対外債務の債務返済一時停止（モラトリアム）宣言によりその深刻さが明らかとなった。その後、1月に就任したドゥアルデ現大統領はIMFとの間で経済構造改革を巡り協議を重ねて来ているが、財政構造改革プログラムの中で、既に昨年債務再編を行った国内公的債務（対象既発国債645億ドル）に続き対外公的債務（約850億ドル）についても何らかの抜本的な対策を講じざるを得ないと見られている。この間、アルゼンチンが海外で起債した国債（約300億ドル）は次々と債務不履行状態に陥り、残高1,915億円と言われる円建て公募外債（サムライ債）についても本年3月26日付の利払いを初めとして債務不履行状態となった。今後、アルゼンチン政府は同国の対外債務に関わるプログラムを公表するものと見られるが、GNPの68%に達している同国の対外債務の大幅な削減は避けられそうにない。日本ではアルゼンチンのサムライ債が多くは公益法人、地方自治体、個人等、新興市場国（エマージングマーケットカントリー）²のリスクに不慣れた投資家が保有していることが分かり動揺が走っている。

アルゼンチン国債を巡る問題が厄介なのは、80年代の債務問題と異なり債権者の多くが不特定多数の債券保有者で国際的な協調行動を採ることが事実上不可能と見られること、

¹本稿は外国為替貿易研究会 国際金融第1086号（2002.06.01付）に掲載されたものである。

²本稿で新興市場国（エマージングマーケットカントリー）とは、途上国の内、国際資本市場調達を行っている国々を指す。アジア（除く、日本、香港、シンガポール）、中南米、旧ソ連・東欧諸国の大半の国々、中央アジア諸国、アフリカの一部の国々が含まれる。

80年代の債務交渉時の銀行諮問団（Bank Advisory Committee）のような債権者を代表する組織が形作られていないこと、ソブリン債の債務再編の法的な枠組みが出来ていないこと、等多くの問題が存在することである。

今回のアルゼンチンの債務危機は新興市場国の21世紀型債務問題の複雑さを垣間見せるものであり、これを契機として新たな債務救済の仕組みや法律的な枠組みが形作られて行くものと考えられる。昨年11月にIMFのアンクルーガー副専務理事が新興市場国の債務再編に関連し「国家破産法」の導入を提案して以来様々な議論がなされて来たが、4月20日のG7蔵相・中央銀行会議では新興市場国の危機管理体制を改善するための「行動計画」が発表された。これは今後数ヶ月以内に緊急対応を要するアルゼンチンの債務再編問題を念頭に置いたものと考えられる。本稿では、このような新興市場国債の債務不履行、債務再編を巡る問題について考えて見たい。

2. 発展途上国（新興市場国を含む途上国全体）に対する長期資金フローの変化

表1は発展途上国の長期債務の推移を1970年から10年毎に追ったものである。

（表1）

<債権者カテゴリー別途上国長期債務残高の推移（単位：10億ドル）>

	1970	1980	1990	2000
公的債務	47.2	365.0	1,114.6	1,526.9
公的債権者	33.6	175.7	604.7	857.9
民間債権者	13.6	189.3	509.9	669.0
債券	1.8	12.9	107.4	403.1
民間銀行	3.6	123.9	257.4	186.2
その他	8.2	52.4	145.2	79.8
民間債務	15.3	70.5	65.5	534.2
債券	0	0	837.0	117.0
民間銀行他	15.3	70.5	64.7	416.2
合計	62.6	435.5	1,180.1	2,061.1

資料：世銀、Global Development Finance, 2001

これを見ると、全債務の内、1970年に53%を占めていた公的債権者の比率は80年に40%にまで低下、その後、90年に51%にまで上昇した後、2000年には再度41%へと低下している。これは、70年代に産油国のオイルマネーがシンジケートローンの形で国際的銀行を

經由して大量に途上国に還流し民間銀行の債権残高が大幅に増加したこと、80年代には中南米の債務問題を背景にしてこれらの国々に対する民間資金供給が細る中、国際機関や先進各国からの資金供給が増加したこと、90年代にはアジアを中心として再び民間資金が途上国に対する主たる資金供給の担い手となったことが背景となっている。特筆すべきは、途上国の債券発行で、1970年に僅か18億ドル（民間資金の6%）の残高であったものが、2000年には5,201億ドル（民間資金の43%）を占めるまでに急増していることである。途上国の内、アフリカ等の低所得貧困国は公的資金に依存しているので、市場調達を行っている新興市場国に限って言えばこの傾向は更に強いと考えられる。

これは90年代の著しい特徴で、途上国へのネット長期資金フローの91年以降の推移を見ても明らかである（表2参照）。起債（Bond Financing）は90年代を通じてほぼ一貫してネットでプラスとなっているが、銀行融資（Bank Lending）は98年以降ネットでマイナスに転じている。言うまでもなく、97年のアジア通貨危機とそれに伴う、民間金融機関の債権回収の動きがこれに対応している。更に、民間企業の直接投資（FDI）がこの時期急激に伸びており、2001年には1,682億ドルと途上国に対するネット長期資金フローの86%を占めるまでに至っている。同様の動きはサムライ債の起債実績にも現れている。図1の通り90年代に全体の起債額が急増すると共に、新興市場国の起債も急増し、アジア通貨危機勃発の前年96年には新興市場国のサムライ債1兆865億円が起債された。その後アジア通貨危機の影響で97年、98年と急減したものの、99年以降再度持ち直し、2001年には当時BB格であったアルゼンチンやB格のブラジルも起債に成功している。

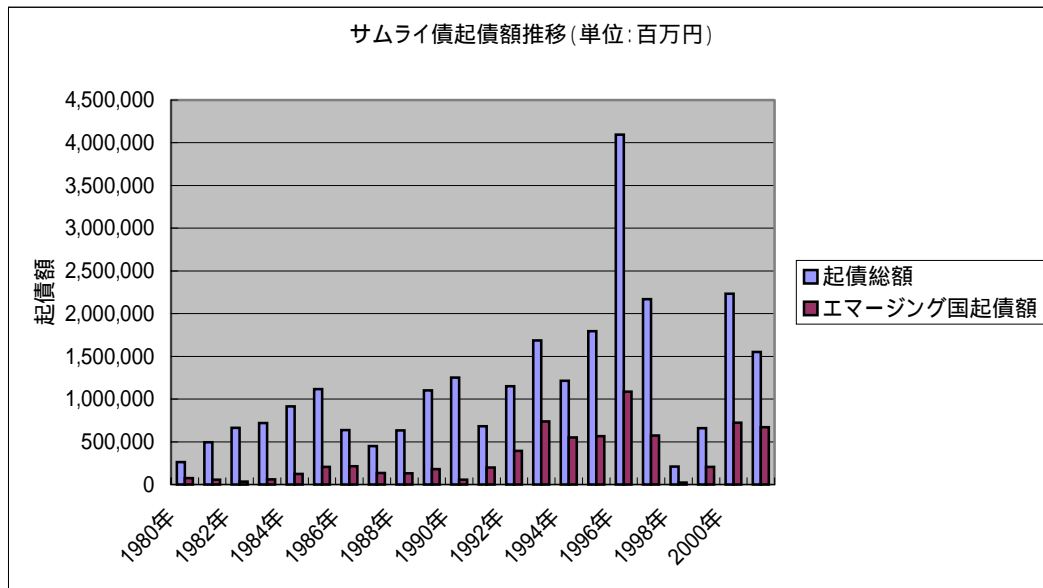
（表2）

途上国へのネット長期資金フロー（単位10億ドル）

	1991	1993	1995	1997	1999	2001
ネット中期資金フロー	124.2	220.9	260.2	341.4	271.8	196.5
内、公的資金	62.2	53.4	54.1	40.7	47.4	36.5
内、民間資金	62.0	167.6	206.1	300.7	224.4	160.0
Bank lending	5.0	4.1	30.9	45.6	-23.3	-32.3
Bond financing	11.0	36.7	30.7	49.6	29.5	9.5
FDI	35.7	66.6	106.8	172.5	184.4	168.2

資料：世銀、Global Development Finance, 2002

（図1）



資料：東京三菱銀行

この様に、90年代以降、途上国、とりわけ新興市場国に対する長期資金は民間が供給の主たる担い手となって来たが、借り入れについては銀行融資に代わって債券発行が主役の座に昇って来た。加えて、途上国の債務再編スキームとして89年に導入されたブレイディ構想により、銀行融資が債券化（ブレイディ・ボンドに転換）されたことも債券残高が急増した理由の一つに挙げられる（99年末現在のブレイディ・ボンドの残高は1,129億ドルと途上国発行債券残高の24%に相当する³）。

3. 新興市場国債券の債務不履行時の対応

途上国または新興市場国の発行した債券が債務不履行に陥ったケースは古くからあるが、債務不履行となった債券を最初に債務繰り延べ（リスケジュール＝リスケ）の対象としたのは81年にポーランドに対して行ったリスケ以降であったと考えられる。リスケ契約が手元がないので確認出来ないが、当時同国のリスケを担当していた筆者の記憶では、民間銀行団のSteering Committee（ロンドンクラブ）で、債権銀行の保有するポーランドのユーロ私募債については、債権銀行の自己申告によりリスケ対象債権とするが、ユーロ公募債については、債券保有者が不特定多数でリスケに承諾させることが難しい等の技術的な問題から、リスケ対象外（Excluded Debt）とすることとした。この考え方は80年代を通じて中南米のリスケでも適用されて来ており、サムライ債についても現在までリスケが行われたことはない⁴。

³世銀、Global Development Finance, May 2001

⁴最近新興市場国の発行したサムライ債で債務不履行となった事例としては、インドネシアのダルマラ・イ

債務不履行に陥った新興市場国債券を公募債、私募債を問わずリスクの対象とすべきとの考え方は、97年のアジア通貨危機、98年のロシア危機を契機として持ち上がってきた。その背景は既に説明したとおり、新興市場国の対民間債務の中心が90年代を通じ債券に変わって来たことにある。このため、債券をリスクの対象外とすると、いわゆる「フリーライダー⁵」の存在を許し、債権者間の公平を損なうことになるからである。尚、債券を原契約の変更の形でリスクすることは技術的な困難を伴う為、旧債券を新債券に交換する手法（エクステンジオファー）が用いられている。

民間債権者によるリスクは債権者の自主性を重んじる「ボランタリー、ケースバイケースアプローチ」と呼ばれる方法で行われており、フリーライダーを強制的にリスクに組み入れる仕組みはない。最近のエクステンジオファーの例としては、パキスタン、エクアドル、ウクライナ等があるが、何れも、交換される新債券の条件をより魅力的にしたり、旧債保有者に支払い以外の条項で不利な扱いをする等の工夫をすることにより、90%以上の債権者の参加を達成し、エクステンジオファーを成功させている。

それにも拘わらず、パリクラブやIMFが民間セクター関与（プライベートセクターインボルブメント=PSI）を強く主張している背景には、アルゼンチンのように対外債務の相当の割合が債券発行により行われている場合、「ボランタリー、ケースバイケース」のアプローチでは多数のフリーライダーの存在を許すことになり、リスクが整然と行われなくなることを懸念しているからである。これに加えて、債券保有者の中には何らかの意図を持って、リスクを阻止しようとする「非協力的=ホールドアウト」債権者の存在がある。

その典型的事例として持ち出されているのは、「ハゲタカファンド」の一つである Elliott Associates（以下エリオットと言う）が、ペルー政府を相手どってニューヨーク地裁及びベルギーの裁判所で起こした訴訟が原告勝訴の判決を受けたことである（本件の対象となった債権は債券ではないが、同様の事態が債券の場合起こり易いとされている）。その経緯は次の通りである。

ペルー政府は95年10月に民間債権者と旧債務のブレイディ・ボンドへの転換について合意に達し、一部債権者の反対にも関わらずブレイディ・ボンドへの転換が成立した。エリオットは97年4月に20.7百万ドルのペルー政府保証付き融資を流通市場から11百万ドルで購入したが、ブレイディ・ボンドへの転換を拒否（ホールドアウト）し続けたばかりか、ニューヨーク地裁に対してペルー政府を相手取って債務全額の支払いを求める訴訟を起こし、同裁判所より支払い命令と在米資産差し押さえ命令を取得した。更に、ペルー政

ンティウタマ・インターナショナル社（98年8月デフォルト宣言、清算）中国の海南省国際投資信託公司（2000年10月デフォルト宣言、清算手続き中）福建省国際投資信託公司（2002年3月デフォルト宣言、償還請求中）及び直近のアルゼンチン国債がある。

⁵ Free Rider = ただ乗り、リスクやニューマネーへの呼びかけを無視、あるいは参加を拒否し、これらに参加した債権者の負担において自分の債権について返済を受けようとするもの。

府がブレ・ディ・ボンドの利払いを行う動きを捉え、資金決済が行われるベルギーの裁判所に対し、「債務の均等扱い＝パリパス」条項を楯に、その支払い指し止めの訴訟を起こした。結果はエリオットが金利を含む総額 56 百万ドルのペルー政府に対する支払い命令とブレ・ディ・ボンドの利払差し止め命令を裁判所より取得して勝訴した。これを受けて、ペルー政府はブレ・ディ・ボンドの債務不履行を回避するためエリオット側に譲歩、同社に対し金利を含む満額の返済に応じる結果となった。

これは極端なケースであるが、一部の債権者がリスクプログラムの成立を脅かすことによって（このような債権者を「不良債権者＝rogue creditor」という）、不当利得を得られる現在の法律制度の欠陥を示している。

上記のような一部の非協力的債権者の行動を抑制し、債券保有者の権利保全と公平性を確保するため、債券保有者が全体として協調的行動を執った方が良いとの考え方がある。債券契約では集団行動条項（Collective Action Clause＝CAC）と呼ばれるが、これには次の 3 つの種類がある。

Majority Action Clause（特定多数決条項）: 契約内容の変更（例えば、リスクによる返済条件や金利条件の変更）を多数決により行うことを認める。

Collective Representation Clause（集団代表条項）: 債券のリスク条件の交渉権を特定の代理人に付与する。

Sharing Clause（均等配分条項）: 債券の元利払が他の債権者に比べて過大であった場合、他の債権者に対して超過部分を支払うことを認める。

CAC があれば、多数決（例えば 2/3）で合意した事項については、反対する債権者をそれに従わせることが出来るため協調的行動が行い易くなる。欧州では債券契約に CAC を入れることは一般的であるが、米国では支払い関連の条項については多数決決議を制限している。日本では CAC が具体的に規定されているケースは無いが、社債法で類似の制度はある。（但し、海外のソブリン債に対する同法の適用には議論がある。）

但し、この集団行動は起債単位毎に行われるので、更に大きな集団（例えば、サムライ債投資家全体）をまとめるには、更に上位の集団行動を規定する何らかの合意もしくは法律的枠組みがなくてはならない。このような、CAC を積極的に採り入れて入れて行こうという動きが米国政府や民間金融機関から出ている。

4 . IMF アンクルーガー副専務理事の「国家破産法」提案

2001 年 11 月に IMF のアンクルーガー副専務理事は途上国の債務再編プロセスへの「国

家破産法の導入を提案した⁶。これは、94年のメキシコ通貨危機、97年のアジア危機、98年のロシア危機等において、民間債権者がIMF等の公的機関により救済（Bail-out）されたとの議論が高まり、99年6月のケルンでのG7蔵相会議以来Private Sector Involvement（民間セクター参加促進＝PSI）が議論されて来たこと、更には、エリオット訴訟で非協力的、不良債権者が勝訴する判決が出たことに危機感をもったことが背景となっている。アルゼンチンで現在起こっているような、対外債務の相当割合が起債で行われた結果、債券保有者を債務再編プロセスに入れて行くことが決定的に重要となって来たことも伏線にある。

クルーガー提案の内容は以下のようなものである。

- (1) 途上国が債務返済困難に陥った場合、IMFにStand-still（スタンドスティル＝暫定的支払い停止）の適用を申請、IMFの承認を得て、資本取引制限の導入により短期間（数ヶ月）の元利払いの停止を行う。
- (2) スタンドスティルの間に、債務国と債権者団が債務再編の交渉を行う。債務再編の合意が達成された後、債権者に対して支払いが再開される。
- (3) 上記メカニズムを可能にする前提条件

債務者保護の法的枠組み：スタンドスティルの間、ホールドアウト債権者による管轄裁判所への訴訟を阻止する必要がある。これは米国の破産法第11条のような債務者保護の規定を国際的に適用する「国家破産法」を制定することにより可能となる。これはIMF協定の改定によって行うことが可能である（85%以上の投票権を有する3/5のメンバーの賛成で可能。但し、メンバー国の国内法の改正手続きが必要）。

債権者保護：本メカニズムの適用により、債務国がスタンドスティル期間中責任をもって債務再編交渉に当ること、又、他の債権者を有利に扱わないことを債権者に保証する必要がある。これはIMFの仲介及び監視によって可能としている。

ニューマネーに対する優先権の付与：スタンドスティル期間中、民間債権者がニューマネーを供与出来るようなインセンティブ（ニューマネーの優先権等）を付与する必要がある。

債務再編合意の全債権者への適用：相応の多数決により合意された債務再編内容は全債権者に適用され、同意しない債権者の法的措置を阻止するメカニズムを入れる必要がある。

クルーガー提案はスタンドスティルの適用の可否をIMFが行うとしている為、IMFへの権限の集中とIMFが貸し手でもある場合利益相反が起こることが指摘されて来た。これを

⁶ Anne Krueger, International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, address given at the National Economists' Club Annual Members' Dinner, November 26, 2001

受けて、本年4月1日クルーガー副専務理事は、「国家破産法」の運営主体として、IMFとは独立した裁判所的な機関を設ける改訂案を提示している(世銀の国際係争調停パネルに準じたものを想定している模様)⁷。

クルーガー提案に対する関係者の評価は、何らかの対応の必要性は認めつつも、必ずしもこれを全面的にサポートするものではない。例えば、米国政府は、当初オニール財務長官が民間 Bail-out に批判的で且つ IMF への追加資金拠出に消極的であることもあり、本提案に対して好意的なコメントを行った。他方、連邦準備制度理事会のメイヤー理事は IMF への権限集中と債務国・債権国の一部主権放棄に対する反発を理由に実現性に疑問を提示している。これを受けて4月1日、テイラー財務次官は「国家破産法」提案よりも、集団行動条項 (Collective Action Clause = CAC) の活用、具体的には、債務国による新たな起債に際して CAC 条項を債券発行契約に入れ、最終的には IMF 融資を受ける全ての国に対し同条項の追加を義務付けることにより本問題に対処すべきとの米国政府の公式意見を発表した⁸。

民間金融機関も基本的にはメイヤー理事やテイラー財務次官の立場と同じで、IMF 提案にある強制的なアプローチは回避した上で、民間債務再編の「ケースバイケース、ボランティア原則」を維持すべきとのスタンスをとっている⁹。

こうした中で、冒頭に述べた通り4月20日のG7蔵相・中央銀行総裁会議では新興市場国の危機体制を改善するため「行動計画」が発表された。この中で、債務契約に新たな偶発条項(債務再編等の偶発的事態に対応するための規定)を入れることを提案している。特に、大多数の債権者(個別の融資契約の当事者である債権者のみならず全体の債権者をさす)による意思決定プロセスを提案しており、これはクルーガーの”Super Collective Action Clause(上位集団行動条項)”の考え方を採用したものと考えられる。

5. 新興市場国債の債務不履行、債務再編にいかに取り組むか

新興市場国の債務再編が複雑化してきた原因の一つは債務の証券化が進み、債権者が非常に多様化して来たことである。債務再編のプロセスは債権者に大きな負担を要求するものであるだけに、全ての債権者に公平な枠組みを用意する必要がある。もう一つ重要なことは、既に見てきた通り、途上国、特に新興市場へのネット長期資金の供給主体は圧倒的

⁷ Anne Krueger, *New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking*, at Conference on “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards”, Institute for International Economics, April 1, 2002

⁸ John Taylor, “Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective” at Conference on “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards”, IIE, April 1, 2002.

⁹ Institute of International Finance, Inc. は Special Committee on Crisis Prevention 及び Special Committee on Crisis Resolution の二つの特別委員会を作りこの問題を議論しており、その成果を取りまとめている。多くがドラフトの形でありメンバー以外には公表されていないが、公表されたものの中では、Informal Note to IMF Management on Crisis Management Proposals, March 5, 2002 等がある。

に民間であることで、危機に陥った途上国に対する救済は、当該国が危機から脱却後速やかに市場調達に回帰出来るよう道筋をつけることを目標とすべきである。その為には民間のイニシアティブを尊重すべきである。これらの点を踏まえて債務再編プロセスの改善のために以下を提案したい。

- (1) **アドバイザーグループの組成**：従来、債務再編交渉は大口債権者を地域的に代表する金融機関によって構成される銀行諮問委員会（BAC）によって行われてきたが、債権者が拡大したことを踏まえ、銀行に加えて投資家やファンドの代表を入れた全債権者を代表するアドバイザーグループを作る必要がある。これは、債務者が政府である場合、国家主権の存在から民間債権者は著しく不利な立場にあり集団交渉が必要であること、証券保有者は銀行に比べ交渉力が弱いことから、債権者保護の配慮がとりわけ必要であることによる。但し、アドバイザーグループは全債権者の利益を代表して交渉に当るものの、法律的な位置付けは BAC と同様、あくまで債務国に対するアドバイザーであり、債権者に対する法律的な責任は一切負わないのが望ましい。因みに、日本からは銀行に加え、サムライ債の主幹事会社や主管理会社が参加すべきである。
- (2) **オプションの充実**：従来の債務再編でもメニューアプローチと呼ばれる手法が用いられて来たが、これを更に充実させ、可能な限りの債権者が参加もしくは退出（Exit）できる公平なオプションを充実させる必要がある。証券保有者の中には期間の長期化を望まない債権者も多いと考えられるので、例えば、大幅なディスカウントによるキャッシュ・バイバック・オプションを入れたり、エクステンジされる新債務証券を上場債とし、流動性を持たせる等の手法が考えられる。債権者間の公平性は、各オプションの現在価値を同一にすることによって図ることが出来る。
- (3) **協調的債権者の非協調的債権者からの保護**：クルーガー提案は不良債権者から債務国を保護することがテーマとなっているが、それにも増して債権者保護の視点が重要である。問題はエリオットのような非協調的、不良債権者の行動を制限して協調的債権者が不利益を被らないようにすることで、これが結果的には債務国を保護することに繋がる。米国政府や IIF 等の民間団体が主張している CAC の積極活用に加えて、パリパス条項の解釈についてニューヨーク裁判所やベルギー裁判所等に意見書を提出すること等が考えられる。

アルゼンチン危機が引き金となって新興市場国に対する債務再編対応の新しい枠組みが具体的に議論される機運が生じて来た。直近では G7 の「行動計画」がその現れである。民間の議論が一部採用され、クルーガー提案よりは市場ベースを踏まえた提案となっているが、ことは民間債権者に関わる問題であり、民間からのイニシアティブがこの機会によ

り一層高まることに期待したい。

Copyright June 1, 2002 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved