

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

急がれるソブリン債務再編メカニズムの再構築¹

- アルゼンチンの最近の債務再編に関連して -

(財)国際通貨研究所
専務理事 浅見 唯弘

1. はじめに

2003年から2004年上半期にかけて、世界経済は過去30年間で最も高い成長を遂げている。新興市場経済はOECD諸国の平均経済成長率を上回るペースで拡大し、ここ数年間、金融危機は起きていない。新興市場の債券のスプレッドもここ数年で最低の水準となっている。

新興市場経済に対する環境が全般的に良好な中、アルゼンチンは3年間に及ぶソブリン債務不履行の解決に苦闘している。債務再編の対象となるのは民間債権者に対する1,041億米ドルであり、そのうち元本が818億米ドル、延滞利息が223億米ドルとなっている。債務再編には、50万人以上の個人投資家と100以上の機関投資家が関わっており、これら投資家は8つの異なる国の法律に基づき発行された7つの通貨建ての152の異なる起債によって発行された債券を保有している。アルゼンチン政府の債務の再編へ向けた動きは、2003年9月22日にドバイでアルゼンチンが対象債務の額面の75%削減を提案する案を正式に発表したときから始まった。16ヶ月間に及ぶ準備を経て、同国政府はついに2005年1月、現在価値ベースで約66%の債務削減を内容とするexchange offerの募集を始めた。

アルゼンチンの債務再編における最大の特徴は、exchange offerが一時的なものであり、Global Committee of Argentina Bondholders(GCAB)といった債権者グループの代表との話し合いもなく、同国政府が単独でその条件を決定したことである²。債権者は、アルゼンチン政府から同国に関する与えられた情報に基づきexchange offerを受けるか受けないかの決定を迫られた。国際通貨基金(IMF)のスタนด์バイ融資が一時的に中断されたため、

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第1145号(2005.5.1)に掲載されたものである。

² GCABは2004年1月に結成され、約370億米ドルの債券を保有する北米や欧州、日本におけるグローバルな債券保有者を代表するメンバーで構成されている。その目的は、債務不履行に陥ったアルゼンチン債務を、誠意ある、市場に基づいた、公平な方法で再編することにある。

IMF の融資条件が機能せず、債権者は長期的な債務の持続性や財政のプライマリー・バランス、同国の返済能力などといった重要な問題に関する情報や分析を入手することができなかつた。

同国の債務交換は、これまでのところ新興市場国の債券市場に悪影響を及ぼしていないので、例外的なケースのようにも見える。しかし、同国のケースは IMF によって適切に処理されない限り、潜在的には、将来的なソブリン債務再編の前例となる可能性がある。既にいくつかの国では、アルゼンチンに影響されたと見られるそうした動きがある。ナイジェリアでは、同国が抱えている 350 億米ドルの対外債務を否認するようオルシェグン・オバサンジョ大統領に対して要請する決議が議会下院で行われた。フィリピンでは、即座に政府に却下されたものの、ある上院議員により一方的な支払猶予の提案がなされたと伝えられている。

本稿は、アルゼンチンの債務再編の結果とそれが国際金融システムに与える影響及びそれに関連した IMF の役割について考えてみたい。

2 . Exchange offer の結果

2005 年 3 月 18 日、アルゼンチン政府は、債務不履行に陥った債務の対象金額総額のうち約 76.15% の適格債券を保有する債権者が同国の提案する exchange offer を応諾したと発表した。

(単位)百万米ドル

対象金額総額(元本)	81,836
承認額	62,318(76.15%)
新債券発行額	35,261
元本維持債	15,000
元本削減債	11,932
準元本維持債	8,329

その結果、政府は交換の申し込みのあった 623 億米ドルの未償還の旧債券を交換するために 353 億米ドルの新債券を発行する予定であるが、債務不履行となっている約 196 億米ドルの旧債券は残存することになる³。

対象金額総額の 75% を超える参加率を得たために、アルゼンチンは exchange offer は成功し、債務不履行は解消されたと発表した。しかし、exchange offer の結果は、以下の点を含むさまざまな観点から、慎重に検討される必要がある。

- ・ 債務交換は、民間債権者との交渉なしに、アルゼンチンにより一方的に提案されたこと。

³ 新債券の概要は以下の通り。

元本維持債 - 2038 年償還、元本削減率 0%

元本削減債 - 2033 年償還、元本削減率約 66%

準元本維持債 - 2045 年償還、元本削減率約 30%

- ・ 政府は、応募期限である 2 月 25 日までに申し込むことが出来なかった債権者に対しては債務の支払いをしないとの警告を発するなどの戦術を意図的に用いた。このため多くの債権者は彼らの要求する権利を全て失うとの恐怖から、exchange offer への応諾を余儀なくされた。さらに、政府は exchange offer の参加率が希望する水準に達しないとの恐れから、2 月に応募期限を過ぎた債務に対する exchange offer の再開を禁ずる法案を成立させた。このような法案により、債権者は exchange offer を受けざるを得ないと感じた。
- ・ exchange offer を受け入れなかった多くの投資家は引き続き、約 196 億米ドルの債務不履行債券を保持しており、このことは債務不履行状況は未だ解決されていないことを意味している。ニューヨーク南部地区地方裁判所における集団訴訟などの債権者によるアルゼンチンに対する訴訟は継続している。彼らは債務再編を妨害しようとする人たちではなく、彼らの権利を守ろうとする正当な投資家であると考えられるべきである。アルゼンチン政府が残りの債権者への支払いを拒否するのであれば、それは債務を拒絶することと同じである。この問題は、ソブリン債務国によって生じる深刻なシステム上の問題を内包していることから、IMF によって厳格に処理されるべきである。
- ・ 参加率は高いように見られるが、特に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、exchange offer の募集中に保有する旧債券を機関投資家へ売却した。

Exchange offer の結果、アルゼンチンは 2003 年 12 月時点で抱えていた 1,656 億米ドルの対外債務を 2005 年 12 月には 1,427 億米ドル（今回応募のなかった 196 億米ドルの旧債券を含む）まで削減出来ると推定されている⁴。同国債務の対 GDP 比率は 2003 年 12 月時点の 127.9% から、2005 年 12 月には 80.7% まで低下すると予想されているが、それでもなお同時点の推定値であるブラジルの 30.4% やトルコの 53% を上回っている⁵。

3 . Exchange offer に対する債権者の反応

アルゼンチンの債券を保有する債権者は 3 地域に及んでいる。

欧州 - 投資家は主に、個人とオフショアのプライベートバンキングへの投資家である。

投資家はイタリア、ドイツ、スイスに集中している。

北米・南米 - 米国における投資家は主に機関投資家である。アルゼンチンの投資家は主に年金基金や銀行である。

アジア - 投資家は主に日本人で、個人投資家と機関投資家がほぼ同等の割合を占めている。

最大の債権者グループはアルゼンチンのグループであり、年金基金や銀行を中心に全体

⁴ Institute of International Finance (IIF) Country Report Argentina による

⁵ アルゼンチン、ブラジルおよびトルコの数値は全て IIF によるものであり、2005 年 12 月の数値は IIF による予測値。

の約 38.4%を占めている。債務交換における彼らの参加は自発的なものではなく、政府の債務再編案に協調的に対応していると思われる。次に大きいグループは、50 万人にも上るとされる、約 140 億米ドルのアルゼンチンの債券を保有しているイタリアの個人投資家グループで、同国の債務再編案に対し強い反対の姿勢をとっていると言われている。

投資家は大きく分けて個人投資家と機関投資家に区分される。個人投資家は発行時の価格か、もしくは債務不履行に陥る以前に流通市場から購入したと考えられる。機関投資家のグループは、ヘッジファンドや機関投資家、投資ファンド、資金運用担当者、保険会社、その他の機関で構成されている。伝えられたところによると、これらの投資家の多くは、アルゼンチンの債券を流通市場において同国が債務不履行に陥った 2001 年 12 月以降も含め、大幅に割安な価格で購入したと推定される。彼らは収益率を引き上げるために、債券ポートフォリオの中で割当てられたジャンク・ボンドの一部としてアルゼンチンの債券を組み入れた。こうした「ハイリスク・ハイリターン」の公募債への投資はリスクが高いものの、収益性は非常に高くなる可能性がある。

多くのファンド・マネージャー、特に exchange offer に応じることによって利益を確保できる投資家は、exchange offer に応諾したようである。多くの個人投資家は募集に応じるか、もしくは申し込み受付期間が終了する前に保有債券を売却したが、イタリアの個人投資家など一部のグループは募集に応諾せず、訴訟に持ち込む構えであると言われている。

円建てのサムライ債に関しては、投資家の大半は日本人であるが、その参加率は 94.4%の高さとなった。本邦投資家の大部分は債務交換に応じず、2 月 25 日の期限までの間に、保有する円建て債券をディーラーを通じて海外の機関投資家に売却したと推定される。これは、日本人投資家がアルゼンチンが発行した新債券の受け入れを拒んだことを意味する。その高い参加率が示すように、海外投資家によって購入されたそれらの円建債券は再編の対象となった。

4 . IMF の反応

IMF の期間 3 年のスタンドバイ融資は 2003 年 9 月に合意され、2004 年 1 月にその第 1 回目の支払いが実施された。2004 年 3 月に第 2 回目の支払いが承認されたが、それは 2004 年 3 月 10 日にアルゼンチンが覚書の中で「GCAB を含む全ての全債権者グループ代表との建設的な交渉を行う」と約したからであった。IMF は、アルゼンチンの民間債権者に対するソブリン債務の再編が成功裏に行われることが IMF プログラムの前提条件であると繰り返し述べてきた。IMF はさらに、「当局は可能な限り最も高い債権者の参加率を確保できる債務交換案の策定、訴訟が長期化するリスクの削減、持続可能な債務水準への回復に注力することに向けて努力すべきである。」と述べた。

IMF は民間との誠意ある交渉が必要であると断固とした姿勢を表明したものの、アルゼンチンの債務再編プロセスへの関与を避け、一貫して直接干渉しない方針に徹した。IMF によれば、債務問題は債務国とその民間債権者との間で解決すべきであるという理由から

である。その結果、IMF は **lending into arrears** 政策に基づいて方針を打出そうとはしなかった⁶。民間債権者は IMF が執行者として行動し、必要に応じて、**lending into arrears** 政策に基づく公正な判事として行動することを期待した。アルゼンチンが 2003 年 9 月に一方的に大幅な債務削減案を提案したときに、IMF が何の行動もとらなかったことは特に留意される必要がある。また、2004 年 1 月、アルゼンチンとその民間債権者との間の誠意ある交渉が開始される見通しがなかったにもかかわらず、IMF はスタンバイ融資の第 1 回目の支払いを承認したのである。

その一方的な債務再編が終了した今、IMF は債務交換の結果から生じたさまざまな疑問に答える必要がある。第一に、適正な参加率に鑑みて、IMF が 76.15% という参加率をどのように判定するのか⁷。第二に、応諾しなかった 196 億米ドルの債務を保有する民間債権者の処遇である。第三に、**lending into arrears** 政策に基づく融資再開の条件である。IMF は、2004 年 8 月に期間 3 年のスタンバイ融資を中断後、アルゼンチンとの金融面における関係をどのように正常化させるかを検討する前に、これらの諸問題に答える必要がある。

アルゼンチンのキルチネル政権と IMF とが非常に緊迫した関係にある中、IMF の 130 億米ドルのスタンバイ融資に関する交渉が出来る限り早期に再開されることは重要である⁸。同時に、アルゼンチンのケースがソブリン債務市場に与える可能性のある打撃を最小限に抑えるために、IMF が上述の困難な問題に関して合意に到るまで強い姿勢をとることである。困難な問題が山積しているため、アルゼンチンと IMF との交渉は難航し、かつ長期化する恐れがある。

5 . 新興市場国へのアルゼンチンの債務再編の意味

国際金融システムが機能するために、新興市場国は国際資本市場からの長期資本を中心とした円滑な資本フローを確保する必要がある。国境をまたぐ資本フローをスムーズに行うためには、国際金融システムを整備する必要がある。1990 年代の金融危機、特に 1997 ~ 1998 年のアジア通貨危機及びそれがその他地域の新興国へ波及したことは、G7 や IMF が国際金融システムを見直す契機となった。

1999 年にケルンで開かれた G7 蔵相会議において、ソブリン債務危機の予防や解決のための指針が議論された。重点が置かれたのは、「民間債権者が自己の投資決定の結果を受け入れざるを得ないことを認識するように彼らの期待を修正する必要がある」という点で

⁶ 浅見唯弘「IMF は新興市場国の債務問題解決へより積極的な関与を」(2004)。

http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter_2004/nl2004_no5jp.pdf

⁷ 当初、IMF は非公式に債務再編を成功させるためには、少なくとも 80% の参加率が必要であるとしていたが、その後、十分な債権者の支持が必要として具体的な数字を示すことを控えた。一方、ラバーニャ経済相は 50% の参加率があれば充分と述べたと伝えられるが、GCAB は少なくとも 90% の合意が必要とした。債務再編における最近の参加率の記録では、ウクライナ(1998 ~ 2000 年)が 97%、パキスタン(1999 年)が 99%、ロシア(1999 ~ 2000 年)が 98%、エクアドル(2000 ~ 2001 年)が 97%、ウルグアイ(2003 年)が 92% であった。

⁸ 2004 年 7 月に公表された IMF の Independent Evaluation Office による The Evaluation Report の「The IMF and Argentina 1991-2001」を参照。

あった。G7 は公的部門による民間債権者の救済を避けるための民間債権者の投資責任を強調した。G7 の報告書には、「危機時においては、民間セクターに対するネットの債務支払い額を減らすことは、当該国が直ちに必要とする資金ニーズを満たすこと、及び公的セクターによって供与される支援額を減らすことに寄与しうる。」と記されている。事実、民間債権者は 1990 年代初頭にプレイディ債の提案、そして、その後の債務削減案を受け入れることによって投資責任をとった。最近の具体例としては、ペルー（1996 年に実施された元本削減率は 45%）やロシア（1999～2000 年に 38%）、エクアドル（2000～2001 年に 40%）などが挙げられる。

また、同報告書には、市場のメカニズムをベースとした協調や解決の重要性が説かれ、「危機の予防と解決の双方において、債務者と債権者との適切なコミュニケーションが重要」であり、「新興市場国が主要な債権者とより体系的な対話を行うメカニズムを策定するよう促す」ことが必要と明記されている。しかし、この報告書には、「危機の解決のためのアプローチは、各国がその債務を全額満期までに履行しなければならないという義務を弱めるものであってはならない」との記載はあるものの、債務国と民間債権者との秩序だった誠意ある交渉の必要性は強調されていない。

よって、アルゼンチンの債務再編から学ぶべき教訓として以下の通りである。

- ・ IMF の *lending into arrears* 政策は、ソブリン債務者と民間債権者の双方に誠意ある交渉を促せるよう強化されるべきである。
- ・ 集団行動条項（CAC）は、債務返済条件の変更に必要とされる明確で透明な法的措置を規定している。CAC は、債務者に対し一方的な手段をとることではなく、交渉を促す効果を持つであろう。
- ・ 債券所有者を保護するための法的枠組みを強化する必要がある。

アルゼンチンのケースでは、IMF は優先的な債権者の立場を享受する単体では最大の債権者であると同時に、債務者の立場を理解できる最良の位置に立っている。したがって、IMF は直接干渉しない方針を捨て、1990 年代のケースのように、既存の枠組みが許す限り債務再編プロセスに積極的に関与すべきであると考ええる。

6 . 結論

アルゼンチンのケースは、3 年超の長期にわたる債務不履行が継続した後で、債務者が民間債権者と誠意ある交渉を行うことなしに、一方的な債務の *exchange offer* が行われた象徴的な例となっている。民間債権者はこの長期にわたる債務不履行にフラストレーションを感じたものの、その間、債務者が解決のために何らかの行動を起こすのを待つ以外に為すすべがなかった。

アルゼンチンのケースは、ソブリン債務再編の必要性が生じた時に、ソブリン債務者とその民間債権者が建設的な交渉を行えるように、両者にとって有効かつ明確なルールを

打ち立てる必要性を示している。

交渉による公正な結果とは、民間債権者に対する債務削減といった大幅な譲歩と、民間債権者に対して最大限の債権の回収をもたらすためのソブリン債務者の努力とのバランスをとることであろう。悪質な投資家は別として、民間債権者は費用がかかる長期にわたる訴訟よりも、マーケット・ベースの誠意ある交渉による解決を望んでいる。したがって、このようなシステムはソブリン債務者にその民間債権者との交渉を行うよう促し、何らかのインセンティブを与えるものであるべきである。同時に、そのシステムは、交渉に応じなかった場合にソブリン債務者に罰則が課されるべきであろう。

維持不可能な債務の再編に関して、ソブリン債務者とその債権者がソブリン債務再編メカニズム（Sovereign Debt Restructuring Mechanism、SDRM）のような枠組みが存在しない中、返済不履行に陥ったソブリン債務者とその債権者に対処する唯一の指針は、IMFの *lending into arrears* 政策である⁹。アルゼンチンの債務再編の経験に照らして、IMFの *lending into arrears* 政策は見直されるべきであり、様々な民間債権者の代表団との公式の協議によって拡充されるべきである。

Copyright 2005 Institute for International Monetary Affairs（財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3235-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>

⁹ SDRM 構想は、2001年10月にIMFの筆頭副専務理事であるAnne Krueger氏によって提案された。SDRM構想は、それをめぐる活発な議論が交わされた後、2003年4月に開催されたIMFの国際通貨金融委員会において、実現可能な構想ではないと結論づけられた。