

2016年2月4日 全19頁

秩序ある国家債務再編は可能か

新興国の債務リスクが懸念される中で、債務再編枠組みの整備が急務

金融調査部 研究員 矢作大祐

[要約]

- 2013年以降、IMFを中心に国家債務再編枠組みの整備に関する議論が活発化している。近年、ギリシャやウクライナによる債務再編やアルゼンチンのホールドアウト裁判といった、象徴的な事例があったからであろう。
- 本稿では、IMF等による国家債務再編枠組みの整備に関する最近の取り組みについて概観した。例えば、民間債権者に関する債務再編は債券の契約条項の改革を通じて、公的債権者に関する債務再編はIMFの貸出規則の改革を通じて、少数の債権者の反対によって債務再編が困難になるホールドアウトを発生させないような枠組みが整備されつつある。
- 他方で、一連の改革に伴って導入された枠組みによって、危機対応のためのセーフティネット、資金フロー、国際協調といった既存の国際金融システムに対して、意図せぬ悪影響を与える可能性がある点には留意が必要であろう。今後は、想定外の悪影響が発生していないかを確認し、要すれば調整を行う必要がある。
- ただし、国家債務再編枠組みの整備に残された時間は少ないかもしれない。新興国の債務は積み上がり、紛争が発生している国や資源国などを中心にソブリン・スプレッドは上昇している。また、中国経済の成長鈍化が懸念され、アジア各国からはリーマン・ショック以来の大規模な資金流出が発生している。債務危機が発生した後に危機から脱するために必要な秩序ある債務再編枠組みの整備が急務と言えよう。

国家債務再編枠組みにおける問題の所在

近年、国家債務再編の枠組みの改革が進展している。国家債務再編とは、国家が、経済・金融危機等を背景に、債務の返済を実施できなくなり、結果的に返済期間の延長や元本の削減といった債務の再編を行うことを指す。危機対応の役割を担う IMF は、以前から秩序ある国家債務再編を可能とする枠組みを整備してきた。代表例としては、2000 年代前半に集団行動条項 (Collective Action Clauses、以下、CACs) の導入を推進したことが挙げられよう。CACs とは、多数の債権者の合意に基づき、返済期限や元本の削減といった債券の内容を事後的に変更することを可能にする債券の契約条項であり、少数の債権者の意向によって債務再編が実施できなくなるような事態を防ごうとするためのものである。

他方で、近年のギリシャによる巨額の債務再編や、アルゼンチンのホールドアウト裁判問題、ウクライナの債務再編によって既存の国家債務再編枠組みは限界を露呈することとなった。具体的には、近年の債務再編が “Too little and too late (あまりにも規模が小さく、遅すぎる)” であり、危機から脱出する上で有効かつ秩序だった再編を実施するための枠組みを構築する必要がある。これを受け、IMF は克服すべき課題について以下の 4 つを提示している (図表 1)。IMF が提示した 4 つの課題は、IMF においてすでに議論済みであるもの、今後議論が予定されているものと分かれており、その内容も IMF の貸出規則の改革や、債券の契約条項の改革など、多方面からのアプローチとなっている。そして、これらの課題の解決に向けた施策は、国家債務再編枠組みだけでなく、危機対応のためのセーフティネット、資金フロー、さらには国際協調といった既存の国際金融システムに幅広い影響を与える可能性がある。本稿では、IMF による課題への取り組みを概観するとともに、改革によって発生しうる影響について論じたい。

図表1 IMFが提示した国家債務再編に関する課題の概要

内容		進行度
① 例外的アクセス(IMFの貸出上限を超える貸出の際に満たすべき条件)の見直し		
背景	<ul style="list-style-type: none"> IMFの貸出上限を超える貸出を行う場合には、中期的に高確率で債務持続可能性が担保されることといった例外的アクセスを満たす必要 ただし、ギリシャ支援に際し、中期的に高確率で債務持続可能性が担保されるとは言えなかったため、更なる例外であるシステムミック条項(国際的なスビルオーバーを引き起こす可能性)を追加し、ギリシャに支援を実施 	2016年に議論済 実施フェーズへ移行
問題点	→システムミック条項の存在もあり、債務再編が遅延。債務国のモラルハザードにつながる懸念。	
改革案	<ul style="list-style-type: none"> ①IMFは中期的に高確率で債務持続可能性が担保されない場合には、債務延長(償還期限の延長やロールオーバー)を実施することが望ましいと指摘 ②IMFはシステムミック条項を廃止。ただし、テール・リスクに備えた例外規定を追加 	
② 債券の契約条項の改革		
背景	<ul style="list-style-type: none"> 債務再編において、ホールドアウト(少数の民間債権者が債務再編に反対することで交渉が困難化)が発生 元利払いに関して、パリパス条項(ある債権者を将来の債権者を含む他の債権者と返済順位等に関して平等に扱うことを債務者に義務付ける契約条項)を背景に、ホールドアウト債権者に対しても再編に同意した債権者と同様に比例的支払いを行う必要、とNY地裁が判決 	2014年に議論済 実施フェーズへ移行
問題点	→ホールドアウトの発生によって、秩序だった債務再編が困難化	
改革案	<ul style="list-style-type: none"> ①国際資本市場協会(International Capital Market Association、以下、ICMA)は比例的支払いを含まない”強化された”パリパス条項を提案 ②ICMAはよりホールドアウトを発生しにくいCACsを提案 	
③ 延滞債務国(対公的機関保有債権)に対するIMFの貸出規定の見直し		
背景	<ul style="list-style-type: none"> ODAといった公的機関が保有する債権に延滞が発生した場合、IMFは規則上貸出を実施することが不可能 公的機関が保有する債権を再編する場としてパリクラブが存在するが、パリクラブはボランティアな組織のため、参加しない国も一定程度存在 	2015年に議論済 実施フェーズへ移行
問題点	→近年は、公的機関が保有する債権のうち、非パリクラブ国が保有する債権が増加しており、足並みが乱れ、国益によって上記貸出規定が悪用される可能性あり	
改革案	IMFは、公的機関が保有する債権が延滞になったとしても、可能な限りの努力を払いながら交渉していれば、IMFは貸出を実施することが可能、という貸出規則の変更を提案	
④ 延滞債務国(対民間機関保有債権)に対するIMFの貸出規定の見直し		
背景	→IMFは民間機関が保有する債権に延滞が発生した場合、可能な限りの努力を払いながら交渉していれば、IMFは貸出を実施することが可能	今後議論予定
問題点	上記貸出規則を包括的に評価し、民間機関と公的機関の負担配分を検討する必要	

(出所) IMF より大和総研作成

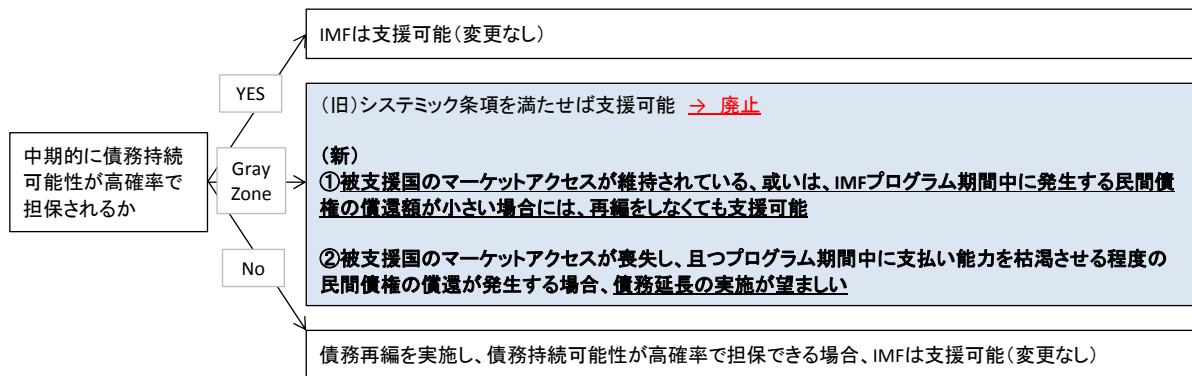
例外的アクセスの見直し

2016年1月に見直しが終了した課題の一つが、IMFの貸出規則である例外的アクセスの改正である。IMFは危機国への支援が主要な業務の一つであるが、その支援の実施には、被支援国が満たすべき要件がある。例えば、例外的アクセスは、IMFが定めている貸出上限を超える貸出を行う際の要件であり、具体的には、被支援国は「中期的に高確率で債務持続可能性が担保される」必要がある。しかし、欧州債務危機に際して、ギリシャは公的債務がきわめて大きく、高確率で債務持続可能性を担保できるような状態ではなかった。ギリシャは債務削減の実施を通じて債務の持続可能性を満たす必要があったが、当時の欧州各国の金融機関によるギリシャ向けエクスポージャーは大きく、容易に債務再編を行うことができなかった。そこで、IMFは債務持続可能性が担保されていなくても、国際的なスピルオーバーを引き起こす可能性があれば支援することを可能とする、システムミック条項（いわゆる、ギリシャ条項）を導入した。債務持続可能性は被支援国の将来的なIMFへの返済能力を示す指標であることから、システムミック条項の導入はIMFにとって苦渋の選択であったと言えよう。

そのため、危機が沈静化するに従い、当時正当化されたシステムミック条項も見直しを迫られることになる。例えば、債務削減の実施は被支援国のマーケットアクセスの回復を遅らせること、システムミック条項は被支援国のモラルハザードにつながりうること、などが批判として提起された。IMFはこれらの批判を受け、図表2のような改革案を示している。今回変更があったのは、中期的に債務持続可能性が担保されるが、高確率ではないグレーゾーンの場合である。具体的に、システムミック条項を廃止し、①被支援国のマーケットアクセスが維持されている、或いは、IMFプログラム期間中に発生する民間債権の償還額が小さい場合には、再編をしなくてもIMFは支援可能、②被支援国のマーケットアクセスが喪失し、且つプログラム期間中に支払い能力を枯渇させる程度の民間債権の償還が発生する場合、債務延長（償還期限の延長やロールオーバー）の実施が望ましい、としている。この債務延長の実施に関しても、必ず実施するというのではなく、被支援国の状況を見ながら判断するというものであり、フレキシビリティを強調している。

また、テール・イベントが発生する可能性がある場合、グレーゾーンであっても、債務再編を実施せずに、他の公的支援が実施される予定であれば、IMFも支援を実施することが可能であるという新たな規定は、IMF支援のフレキシビリティを確保する対応の一つである。ただし、この公的支援に関しては、（1）債務持続可能性を改善し、且つ、IMF資源の安全性を強化することに貢献する好条件である必要があり、（2）さらには事後に債務持続可能性が著しく悪化した場合に、条件の修正を保証することが必要となる。以上のような改革は、二つの点から有用である。第一に、債務延長は、債務削減よりも格下げ幅が小さく、再編前の格付けまで回復する期間が短い、マーケットアクセスの回復が早いといった点で経済的なインパクトが小さいことから、被支援国の危機からの回復がより容易になると考えられる。第二に、システムミック条項の廃止は、被支援国が過剰債務のままIMFの支援を受けることを防ぐことから、IMFの貸出資金が毀損する可能性を減らし、IMFの持続可能性を向上させる意義もある。

図表 2 例外的アクセスの変更点



※テール・イベントが発生する可能性がある場合、グレーゾーンであっても
債務再編を実施せずに、他の公的支援が資金拠出を実施する意向があれば、IMFも支援を実施することが可能

公的支援は、(1)債務持続可能性を改善し、且つ、IMF資源の安全性を強化することに貢献する好条件である必要、
(2)さらには事後に債務持続可能性が著しく悪化した場合に、条件の修正を保証する必要

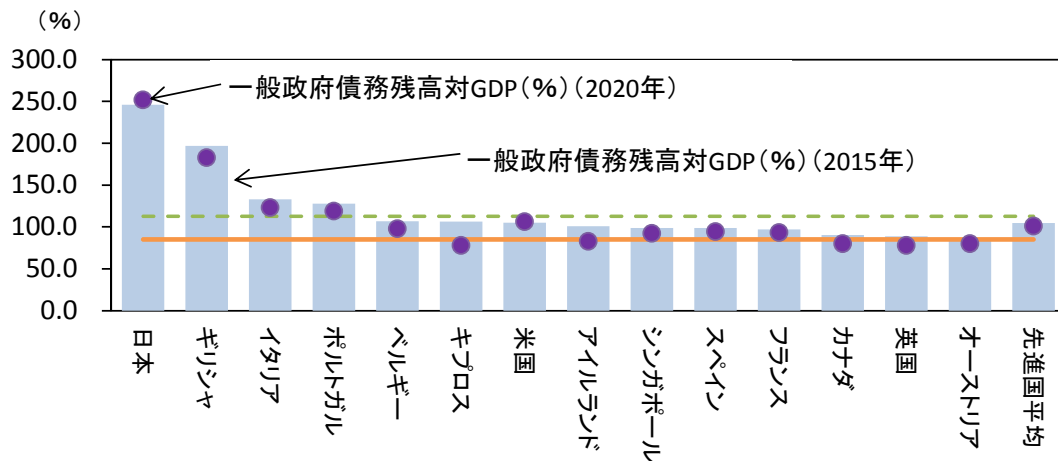
(2)が満たされない場合には、事前に債務持続可能性が高確率で担保されるような条件で公的支援を実施する必要

(出所) IMF より大和総研作成

ただし、懸念点もある。フレキシビリティがあるとはいえ、債務延長の実施が IMF によって推奨されれば、債務再編が増え、国債マーケットへの信認が低下する恐れがある。特に、今後債務延長を行った国の債務水準や財政収支がメルクマールとなり、危機に陥りそうな国がその債務水準に近い場合には、債権者の投げ売り等を通じた資本逃避の発生によって、危機を助長しかねない。例えば、IMF は債務再編に関する明確な基準を示してはいないものの、債務持続可能性について先進国が一般政府債務残高対 GDP 比で 85%以下、新興国が 70%以下という参考値を示しており、仮に参考値以上の場合に債務延長を義務付けた場合、2015 年時点では、先進国で 14 カ国、新興国で 30 カ国、2020 年時点においては、先進国で 9 カ国、新興国で 30 カ国に危機が発生した際に債務延長の対象となりうる (図表 3、4)。自らの制度改正によって危機が助長されないよう、IMF は対外的なコミュニケーションを慎重且つ密接に行う必要がある。

また、テール・イベントが発生する可能性がある場合に、他の公的支援を確保したうえで、IMF の支援を可能にするという条件付けは、IMF の危機対応を制限すると考えられる。例えば、テール・イベントの発生時には、公的支援を実施する IMF 以外の主体の支援余力が低下している可能性が考えられる。加えて、公的支援が確保できるまでに時間がかかれば、テール・イベントが懸念されている状況下においても、IMF は迅速な支援ができなくなってしまう可能性がある。国際金融における最後の貸し手 (Lender of Last resort) である IMF の危機対応がスムーズに実施できるよう、各国間の協調や IMF の調整能力が問われることになる。

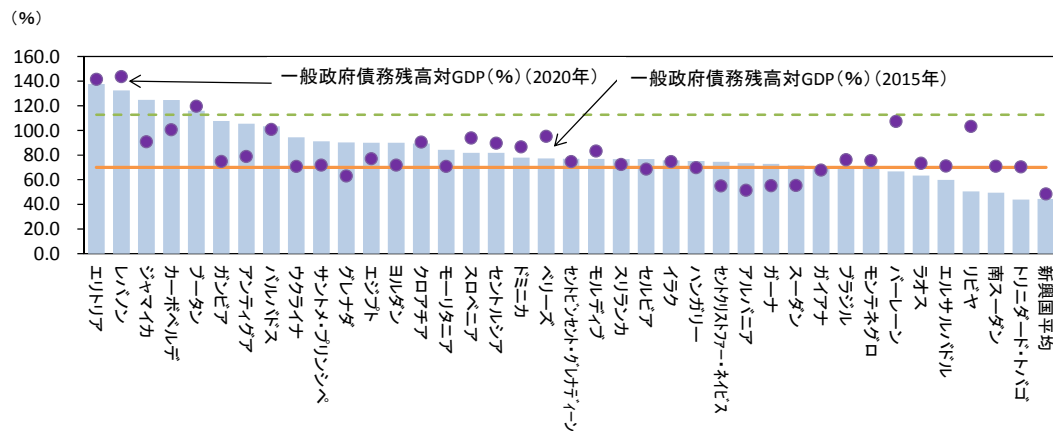
図表3 危機が起きた際に債務延長の可能性がある先進国



(注) オレンジの直線は債務持続可能性が担保される一般政府債務残高の水準 85%。緑の点線はギリシャ・アイルランド・ポルトガルに対する IMF の支援が始まった年（システム条項適用時）の一般政府債務残高対GDP 比の単純平均（112.9%）

(出所) IMF より大和総研作成

図表4 危機が起きた際に債務延長の可能性がある新興国



(注) オレンジの直線は債務持続可能性が担保される一般政府債務残高の水準 70%。緑の点線はギリシャ・アイルランド・ポルトガルに対する IMF の支援が始まった年（システム条項適用時）の一般政府債務残高対GDP 比の単純平均（112.9%）

(出所) IMF より大和総研作成

債券の契約条項の改革

ギリシャ危機を契機に CACs の改革が進展

すでに議論が行われ、実際に進展が見られた課題の一つとして、債券の契約条項の改革が挙げられる。1980年代までは、民間が保有する債権は銀行の貸出債権がほとんどであり、債権者が比較的集中していたため債務再編を実施しやすかったが、1990年代以降は各国当局の資金調達で銀行借入から債券へと変化し、異なる利害関係を持つクロスボーダーの債権者が増加する中で、債務再編は困難を抱えることになった。具体的には、少数の債権者の反対によって債務再編が困難になる事態、いわゆるホールドアウト問題が懸念された。このような事態を避けるために、2000年代前半にはIMFが中心となり、CACsの整備が進展した。CACsとは、上述の通り、多数の債権者の合意に基づき、返済期限や元本の削減といった債券の内容を事後的に変更することを可能にする債券の契約条項であり、これによって少数の債権者の反対を拘束することが可能となった。CACsの具体的な内容としては、発行回の元本残高の75%の債権者の同意を有すれば、債務再編を同一債券にかかる全債権者に対して適用することが可能（Majority Restructuring）、という契約条項である。

1999年～2010年の間で、実際に債務再編を行った事例に関して、CACsの利用等を含めて概観したものが図表5である。CACsを通じて債務再編を行った事例としては、ウクライナ(2000年)、モルドバ(2002年)、ウルグアイ(2003年)などが挙げられ、ホールドアウトの発生を抑制することができた。ドミニカ(2004年)、アルゼンチン(2005年)に関してもCACsを利用して債務再編を実施したが、一部の発行回に関しては、Majority Restructuringが適用できず、多くのホールドアウトが発生した。言い換えれば、CACsはスムーズな債務再編を行うことに貢献するものの、発行回毎に債務再編の同意が必要となることから、発行回毎に債権者の大半が債務再編に反対すれば、ホールドアウトの発生を妨げることはできないという限界を有する。

図表5 債務再編の実施リスト

国名	パキスタン	エクアドル	ウクライナ	モルドバ	ウルグアイ	ドミニカ	アルゼンチン	ドミニカ	グレナダ	ベリーズ	セーシェル	ジャマイカ
債務再編年	1999	2000	2000	2002	2003	2004	2005	2005	2005	2007	2009	2010
CACsの有無	有り	無し	一部有り	有り	一部有り	一部有り	一部有り	無し	無し	一部有り	有り	無し
CACsの発動	無し	無し	有り	有り	有り	n.a.	無し	無し	無し	一部有り	有り	無し
ホールドアウト(%)	1%	2%	3%	0%	7%	28%	24%	6%	3%	2%	16%	1%
ホールドアウトへの対応	有り	有り	n.a.	n.a.	有り	有り	有り	有り	無し	有り	n.a.	有り
訴訟の有無	0	2	国内のみ	0	1	1(国内もあり)	100以上	0	1	0	0	0

(出所) IMF より大和総研作成

この点に関して画期的であったのは、記憶に新しい 2012 年のギリシャの債務再編であった。ギリシャは国内債券（国内向け、国内法準拠）と国際債券（海外向け、英国法等の国外法準拠）の両方に関して、債務再編を実施した。再編対象の大半を占める国内債券に関しては、当初の債券契約には CACs も含まれていなかった。そのため、ギリシャ当局は CACs を再編対象債券に遡及的に適用することを目的とした法律を整備した。この CACs は発行回毎ではなく、複数の発行回を含む対象債券残高計の 66 2/3% の債権者が同意すれば、一括して対象債券全体に CACs を適用することが可能となるものである（以下、Aggregate CACs）。本法律を背景に、ギリシャは国内債券の再編において CACs を発動し、最終的には対象債券の合計 95% 超が再編されることとなった。このように、Aggregate CACs はアルゼンチンやドミニカのような発行回毎の CACs よりもホールドアウトの発生を効果的に防ぐことができることから、これ以降、契約条項への導入が加速化することになる。

Aggregate CACs に関する具体的な導入例としては、2013 年 1 月からユーロ圏の各国国債に導入が義務付けられた EURO CACs が挙げられる。EURO CACs の発動に関しては、発行回毎に債券残高の 66 2/3% 以上の債権者の同意とともに、複数の発行回を含む対象債券残高計の 75% の債権者の同意という 2 回の同意が必要となることから、Two Limb（二肢）の Aggregate CACs とされる。EURO CACs は初期の CACs に比べて、発動要件が発行回毎に 75% から 66 2/3% へと引き下げられたことから、よりホールドアウトを抑制できるように対策が施されている。EURO CACs に関しては、契約条項或いは法律・規制の改正を通じて、すでに各国で導入に至っている。さらには、2014 年に ICMA（国際資本市場協会）からは、発行回毎に 50%、複数の発行回毎に 66 2/3% の同意を得ることができれば、債務再編を実施することが可能という EURO CACs に比べてさらに発動要件が緩和された Two limb も提案されている。

他方で、Two Limb に関しても、結局は発行回毎の同意を必要としていることから、ホールドアウトが発生する可能性は残存している。そのため、2014 年 8 月には、CACs のモデルの検討を行っている ICMA より、複数の発行回を含む対象債券残高の 75% の同意によって、一括して対象債券全体に CACs を適用することを可能とする Single Limb（一肢）の Aggregate CACs が提案された（図表 6）。ただし、Single Limb の導入に関しては、懸念も残る。発行額の大きさの違いから債権者間においても影響力の行使に大きな格差が発生する可能性がある。複数の債券の内容が再編の対象となっており、Single Limb が導入されている場合、発行規模のより大きい発行回の債権者は、発行規模のより小さい発行回の債権者に比べて、投票においてより大きな影響力を持つことから、発行規模の大きな発行回の債権者が有利（発行規模の小さい発行回の債権者に比べて）な再編内容を押し進めようとすることも考えられる。このような懸念に対して、ICMA は、債務者は、Single Limb を利用する上で異なる発行回の債権者に対しても同じ再編内容を提供する必要があるとしている（Uniform Applicability）。また、そもそも発行回の間で債券の内容が大きく異なり、それぞれの債権者が異なる再編内容を求める可能性もある。その場合には、ICMA は債券の内容に類似性のあるグループ毎に再編内容の取極めや再編に関する投票を実施するなど、十分なフレキシビリティを認めることが可能との見解を示している（Sub Aggregation）。

図表 6 CACs 発動の要件

	発行回毎	Aggregate CACs	
		Two Limb	Single Limb
Uniform Applicabilityの必要性	無し	無し	有り
発動要件	75%(発行回毎)	66 2/3% (aggregate) 50%(発行回毎)	75%(aggregate)
Sub Aggregation	無し	有り	有り

(注) Two Limb に関しては、ICMA が作成したモデルを記載。本文にも記載しているが、EURO CACs は、Aggregate base で 75%の同意、発行回毎で 66 2/3%が必要であり、ICMA のものよりも発動要件の水準が高くなっている。
(出所) IMF より大和総研作成

これまで見てきたように、2000 年代前半から CACs の導入が検討・推進され、Aggregate CACs といった改良が加えられてきた。ただし、Single Limb の推進に関して IMF において議論を行った際には、Single Limb を義務付けるのではなく、発行回毎の CACs や Two Limb も含めてあくまでも債務者と債権者に選択肢を残すべきとの意見が出された。背景として、ホールドアウトが発生しにくい Single Limb は、債権者の権利を強固に制限するとともに、債務者のモラルハザードを引き起こしやすくするのではないかと、債権者側の懸念があった。Single Limb をホールドアウトが発生しにくいとポジティブに判断するのか、債権者の権利を阻害するネガティブなものとして判断するのかは、CACs の契約条項という性質上、最終的には投資家に委ねられることから、IMF で出されたように様々な選択肢を投資家に残すような制度設計が不可欠だろう。

図表 7 は、Single Limb 等の導入状況を示したものである。IMF の報告書は 2014 年 10 月 1 日～2015 年 7 月 31 日に発行された国際債券、具体的には、37 カ国の当局が発行した 73 債券（合計約 860 億ドル）を対象としている。Single Limb に関しては、21 カ国が発行した 42 の債券で導入されており、残高ベースでは約 6 割を占める。Single Limb が導入されなかった債券に関しては、すでに債券発行を登録していたため、契約条項を変えることが難しかったという背景がある。また、同一期間において、コロンビアは Single Limb と発行回毎の CACs をそれぞれ導入した国際債券を発行した。Single Limb を債権者の権利を阻害するものと投資家が判断すれば、Single Limb を導入した国際債券は、発行回毎の CACs に比べて債券価格が低くなる可能性があるが、両者の間には債券価格に関して大きな違いは見られなかった(図表 8)。今後も Single Limb の導入が進む可能性は十分にあると言えよう。

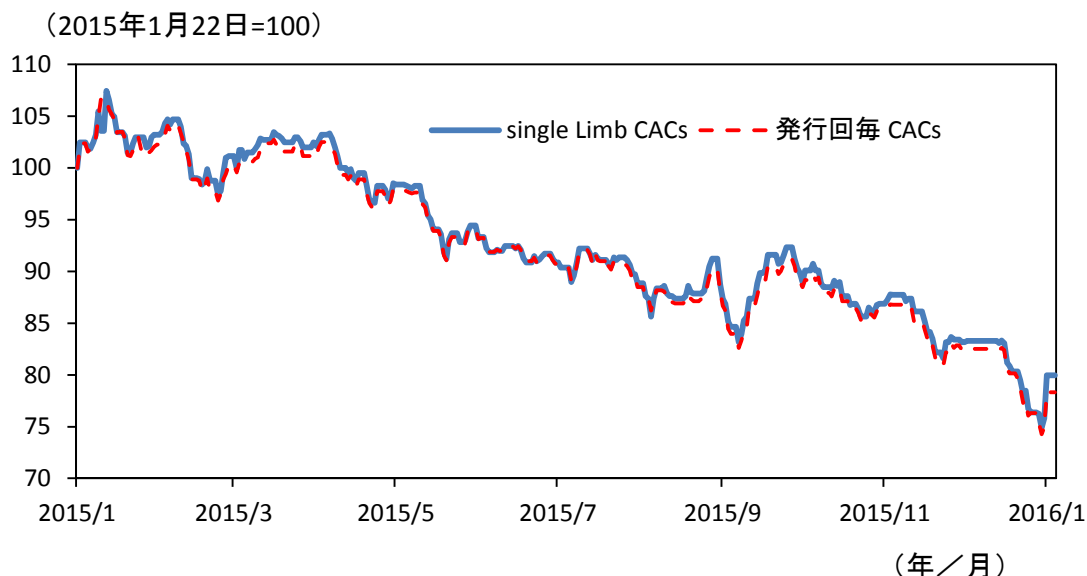
図表7 Single Limb／“強化された”パリアスの導入状況

Single Limb、“強化された”パリアスをともに導入			Single Limb、“強化された”パリアスを一部導入、或いは完全に未導入				
国名	発行時点	発行規模(億ドル)	国名	発行時点	発行規模(億ドル)	CACs	強化されたパリアスの有無
カザフスタン	2014年10月	25	(うち、新発債)				
ベトナム	2014年11月	10	トルコ	2014年11月	10	発行回毎	—
メキシコ	2014年11月	20	パキスタン	2014年12月	10	発行回毎	—
チリ	2014年12月	20.6	フィリピン	2015年1月	20	発行回毎	—
エチオピア	2014年12月	10	コートジボワール	2015年3月	10	発行回毎	○
メキシコ	2015年1月	40.1	マレーシア	2015年4月	15	Two Limb	—
インドネシア	2015年1月	40	ポーランド	2015年5月	6	Euro CACs	—
コロンビア	2015年1月	15	香港	2015年5月	10	Two Limb	—
チュニジア	2015年1月	10	スリランカ	2015年5月	6.5	発行回毎	—
ドミニカ	2015年1月	25	モンゴル	2015年6月	10	発行回毎	○
メキシコ	2015年2月	28	合計		97.5		
パナマ	2015年3月	12.5	(うち、リオープン)				
クアチア	2015年3月	16	コロンビア	2014年10月	10	発行回毎	—
アルメニア	2015年3月	5	ルーマニア	2014年10月	15	発行回毎	—
ブルガリア	2015年3月	34	ペルー	2014年10月	5	発行回毎	—
モンテネグロ	2015年3月	5	スウェーデン	2014年11月	30	発行回毎	—
エクアドル	2015年3月	7.5	ケニア	2014年11月	5	発行回毎	—
コスタリカ	2015年3月	10	トルコ	2015年1月	15	発行回毎	—
コロンビア	2015年3月	10	スウェーデン	2015年1月	25	発行回毎	—
メキシコ	2015年4月	16	スウェーデン	2015年2月	15	発行回毎	—
トルコ	2015年4月	15	レバノン	2015年2月	22	発行回毎	—
チリ	2015年5月	16	ウルグアイ	2015年2月	12	発行回毎	—
ドミニカ	2015年5月	10	スウェーデン	2015年3月	15	発行回毎	—
エクアドル	2015年5月	7.5	ペルー	2015年3月	20	発行回毎	—
ガボン	2015年6月	5	パラグアイ	2015年4月	2.8	Two Limb	—
エジプト	2015年6月	15	ポーランド	2015年4月	10	Euro CACs	—
カザフスタン	2015年6月	40	インドネシア	2015年5月	20	発行回毎	—
ザンビア	2015年7月	12.5	スウェーデン	2015年5月	22.5	発行回毎	—
ジャマイカ	2015年7月	20	ナミビア	2015年6月	3	発行回毎	—
インドネシア	2015年7月	12.5	合計		247.3		
合計		513.2	総計		858		

(注) 各国が同月内に複数発行した債券に関しては、まとめて計上

(出所) IMF より大和総研作成

図表8 コロンビア国債の価格推移 (Single Limb CACs 導入済み／発行回毎 CACs) の比較



(注) Single Limb CACs を導入した国債は、2015年1月発行の期限30年。発行回毎のCACs を導入した国債は2014年10月発行の期限30年

(出所) Bloomberg より大和総研作成

アルゼンチンのホールドアウト裁判を契機に“強化された”パリパス条項へ

また、CACsに加えて、パリパス条項も改革が見られた。パリパス条項とは、ある債権者を将来の債権者を含む他の債権者と返済順位等に関して平等に扱うことを債務者に義務付ける契約条項である。パリパス条項の見直しのきっかけとなったのは、アルゼンチンの債務再編に関するホールドアウト裁判問題が挙げられる。

ホールドアウト裁判問題とは、経済危機を背景に2001年に債務の返済を停止したアルゼンチン当局が、2005年、2010年に債務再編を実施したことに遡る¹。2005年の債務再編では、多くのホールドアウト(再編対象となっていた債券残高合計の約24%という高水準)が発生した。2010年には2005年の再編時にホールドアウトした債権者を対象にした債務再編を再度実施したが、最終的に10%程度の債権者はホールドアウトの状態が継続した。ここまでホールドアウトが大量に発生したのは、アルゼンチン当局が、2005年の債務再編にかかり、当局がホールドアウトした債権者に対して元利払いを行うことを禁止する国内法を整備するなど様々な措置を講じ、債権者との十分な議論を行わずに再編を実施したことが背景にはある。

上記の国内法に基づき、ホールドアウトした債権者に対して元利払いが行われなかったことから、ホールドアウトした債権者はアルゼンチンが発行した元々の債券の契約条項(米国法準拠)に含まれていたパリパス条項を用いて、アルゼンチン当局に対して債務再編に同意した債権者と同様に元利払いを行うよう、ニューヨーク地裁に訴えをおこした。ニューヨーク地裁は、アルゼンチン当局に対して、ホールドアウトした債権者に対して元利払いを行わずして、再編に同意した債権者に元利払いを行うことを禁止するという、比例的な支払いの実施を要請する判決をくだした。この後、アルゼンチン当局は、ニューヨーク地裁の判決を不服とし、控訴裁、最高裁に上告を繰り返したが、2014年6月に最高裁がニューヨーク地裁の判決を支持することを表明したことでホールドアウト裁判問題は幕を下ろした。

しかしながら、ニューヨーク地裁の判決の影響は、各国やマーケット参加者の懸念として残り続けることになった。具体的な懸念としては、別の事例に関しても、ホールドアウトした債権者が当該判決を根拠に再編に合意した債権者への元利払いも含めて影響力を行使する可能性があることや、それに伴い再編に同意するディスインセンティブが発生し、債務再編がスムーズに行われなくなる可能性があることが挙げられる。以上のようなパリパス条項に対する懸念は、各国当局による新たなパリパス条項を導入する対応を促した。例えば、パリパス条項にアルゼンチン当局が求められた比例的な支払いを含まないことを、予め債券の契約条項に記載したギリシャやエクアドルの債券が挙げられる。また、ホンジュラスやベリーズの債券においては、契約条項においては記載がないものの、募集要項においてパリパス条項には比例的な支払いを含まない旨が記載されている。2014年8月にはICMAが、“強化された”パリパス条項として、比例的な支払いを含まないパリパス条項のモデルを提案している。IMFにおいても、“強化された”パリパスに関しては導入が積極的に推進され、前述のSingle Limb CACsの導入債券(21

¹ アルゼンチンの債務再編に関しては、浅川[2011]及びInternational Monetary Fund [2014]を参照。

カ国 42 債券) に比べて若干多い、23 カ国 44 債券に導入された (図表 7)

以上のように、契約アプローチは、ギリシャやアルゼンチンといった債務再編に関する象徴的な事例を背景に進化を重ねてきた。現状は、CACs・パリパス条項共に、順調に受容されていると言えるものの、今後導入済みの国が危機に陥った場合に、他の債券に比べて、Single Limb や“強化された”パリパス条項を含む債券価格や格付け等にどのような影響が起こるのかについては注意が必要だろう。

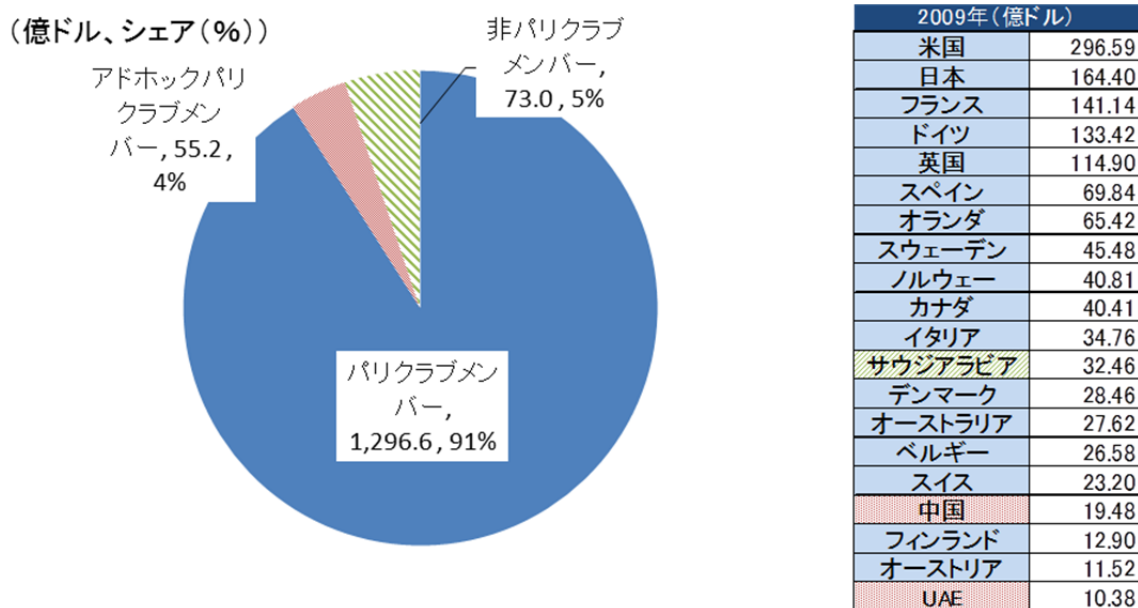
延滞債務国（対公的機関保有債権）に対する IMF の貸出規定の見直し

ウクライナ危機を契機に改革が進む

契約アプローチのような民間が保有する債権の再編枠組みの改革に加えて、公的機関が保有する債権 (ODA 等) の再編枠組みの改革に関しても進展が見られた。公的機関が保有する債権の再編に関しては、債権国の交渉・調整の場として、パリクラブが存在する。パリクラブは 20 カ国の常設メンバーで構成されるとともに、議題によってはアドホックなメンバーも加わって債務再編の交渉・調整を行う。パリクラブにおける交渉・調整は、債務国の要請によって開始し、基本的に IMF の支援を前提としている。IMF にとっても、被支援国が抱える資金不足や債務持続可能性の問題を解決するために、パリクラブでの交渉・調整の進展が必要となるため、両者には密接な関係性がある。そのため、IMF は債務国のモラルハザードを抑制し、パリクラブでの交渉が進展するよう、債務国に再編に向けたインセンティブを持たせるため、公的機関が保有する債権の延滞が解消されるまでは、支援を行わないという延滞債務 (対公的機関保有債権) に対する貸出規定 (Policy on Non Tolerance of Arrears to Official Creditor、以下、NTP) を有する。

しかし、債権国が非パリクラブメンバー国へと拡大する中で、債務交渉の場としてのパリクラブの有意性に対して疑問が発生し、結果的に NTP に対しても懸念が増加している (図表 9、10)。パリクラブはそもそもコンパラビリティ原則 (comparability of treatment) という、債務国に対し、非パリクラブメンバーともパリクラブと合意した措置と同等の措置で債務再編に合意することを求める原則を有している。しかし、非パリクラブメンバーが債務国の債権のほとんどを有している場合、少数派のパリクラブでの合意に基づいてコンパラビリティ原則を非パリクラブメンバーに適用するのは主客転倒であろう。ただし、非パリクラブメンバーが主要な債権者の場合の再編は、パリクラブのような整備された交渉・調整の場がないために進展が遅く、NTP を根拠に IMF の支援も遅滞してしまう。さらには、非パリクラブメンバーが意図的に再編に合意しない場合も考えられることから、NTP を背景に公的機関におけるホールドアウト問題も発生する可能性がある。

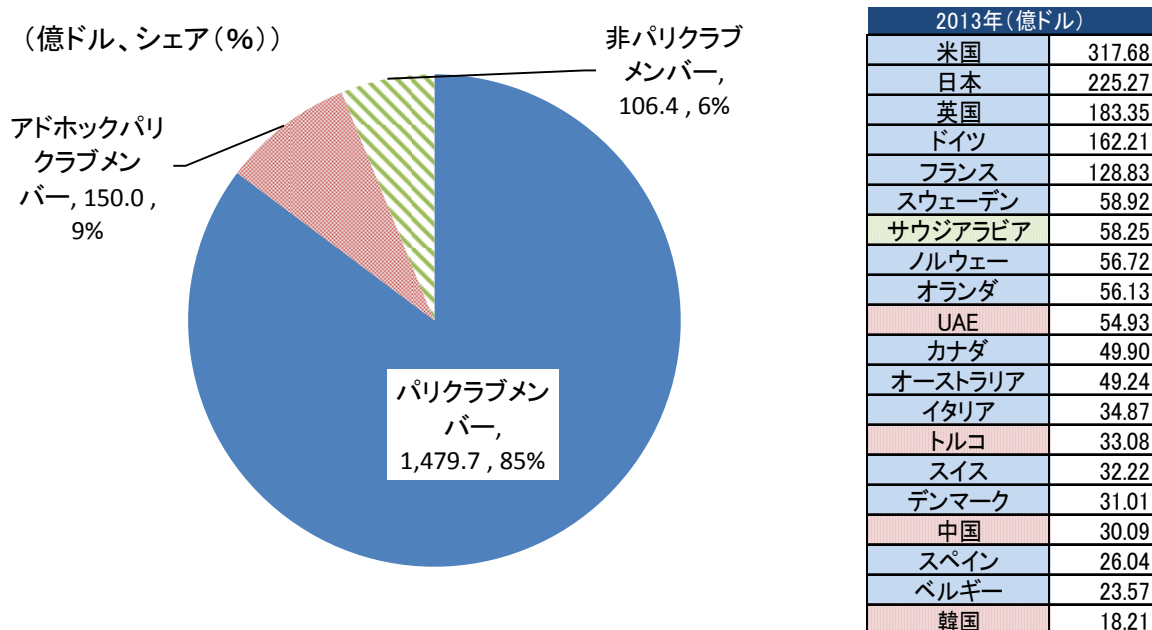
図表 9 主要国の譲許的な融資（フローベース）2009 年



(注) 譲許的な融資とは、市場での調達に比べて低利且つ長期の条件で資金供給を実施する ODA のようなものを指す。

(出所) OECD より大和総研作成

図表 10 主要国の譲許的な融資（フロー）2013 年



(注) 譲許的な融資とは、市場での調達に比べて低利且つ長期の条件で資金供給を実施する ODA のようなものを指す。

(出所) OECD より大和総研作成

特にこの問題は、ロシアが保有するウクライナ国債の償還を巡り、強く意識されることになった。ウクライナは 2013 年末以降、国内での政治の混乱やロシアとの関係悪化を背景に、2014 年より IMF の支援を受けているが、債務持続可能性を確保し、資金不足を補うために債務再編

を実施するよう IMF より要請を受けていた。再編の対象は 200 億ドル程度の債券であるが、その一部には 2015 年 12 月に期限を迎えるロシア保有のウクライナ国債 30 億ドルが含まれていた。ウクライナ当局は当該債券を民間債権として再編することを意図していたが、ロシア側は当該債券に関して関係が悪化する前にウクライナを支援するために国債 30 億ドルを引き受けたことから、民間債権に含めることに抵抗していた。2015 年 9 月には、ウクライナ当局と主要な民間債権者との間で再編に関する合意に至ったものの、その中にロシア保有分の 30 億ドルは含まれていなかった。ロシア保有分の再編が 12 月の期限までに合意に至らない場合には、NTP に基づき、IMF の支援も停止することになるため、その動向が注視されていた。

IMF は、ロシアが保有するウクライナ国債 30 億ドルへの対応ということは認めていないものの、期限が到来する直前に NTP の修正を行った。具体的な修正内容は、主要な債券者が再編に同意した場合、①被支援国（債務国）が債権国と可能な限りの努力を払いながら（good faith）再編に向けた交渉を行っている場合や、②債権国が IMF の支援を実施させないために延滞債務の解消のための交渉を行わない場合には、IMF は支援を実施することができる、というものである。IMF は、本修正を通じて、債権を保有する公的機関が再編に向けて集団行動をする強いインセンティブを有することになると考えている。また、IMF はこの NTP の修正直後に、ロシアの保有するウクライナ債権を公的債権と認定し、ウクライナ当局がロシア当局と、可能な限りの努力を払いながら交渉を継続していれば、支援が停止しないことを表明している。

このような NTP の修正は、ロシアとウクライナのように国家間の係争を抱えている国が債権者－債務者関係にある場合においても、IMF が債務国に十分な支援を実施することが可能になるというメリットを有する。ただし、今回の NTP の修正によって、ODA の実施に影響が出る可能性がある。ODA の役割の一つは危機が発生した国において、民間資金が引き上げられた後でも、譲許的な資金を提供することである。今回のウクライナ危機に際しても、G7 各国が中心となり、ウクライナに対して資金援助を実施している。今回の修正によって、危機国（債務国）にとっては可能な限りの努力を払いながら債権国と交渉を行えば、延滞債務が発生していても IMF の支援を受けることができるが、もし債権国が保有する危機国（債務国）向けの債権に延滞がある場合には、その解消に目処がつかないならば、債権国は危機国（債務国）に対する追加の ODA を実施することは困難となる。特に、危機国（債務国）に巨額の資金ニーズが発生し、IMF の支援だけでは賄えない場合には、ODA による資金提供が重要であることから、その実施に障害が出ないような NTP の制度設計が必要であろう。

延滞債務国（対民間機関保有債権）に対する IMF の貸出規定の見直し

今後議論が予定されている課題としては、延滞債務国（対民間機関保有債権）に対する IMF の貸出規定（Lending Into Arrears、以下 LIA）の見直しである。この Lending Into Arrears とは、民間機関が保有する債権に延滞が発生した場合に、可能な限りの努力を払いながら（good faith）交渉が継続されていれば、IMF は支援を実施できるという規定であり、上述した NTP の

改革内容は、そもそも民間機関に対する IMF の対応を援用したものである。この LIA は債務再編を円滑に行うとともに、債務国が再編後にできる限り早くマーケットアクセスを回復できるようにするため、民間機関との信頼関係を構築する、という目的も有している。しかし、過去の LIA に関する IMF の議論では、加盟国が LIA を遵守しているか否かについてどのように査定すべきか、ということは議論を行ってきたものの、そもそも LIA の目的とその結果の整合性については十分に議論されてきたとは言えないことから、IMF は 2016 年前半に LIA に関する包括的な議論を実施することを計画している。議論の具体的な内容としては、公的債権者と民間債権者の間の負担配分等について議論を行う見込みである。

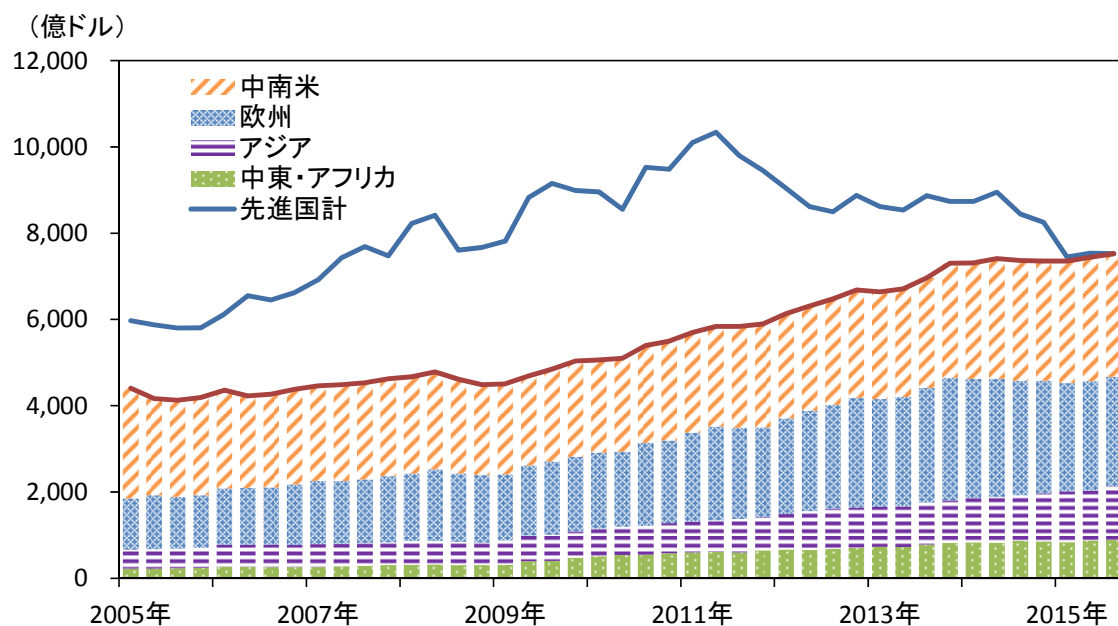
公的債権者と民間債権者の負担配分に関しては、例えば、もしウクライナ当局が、ロシアが保有しているウクライナ国債について再編せずに返済を実施していたとすれば、危機に陥っているウクライナ当局に 30 億ドルという巨大な外貨調達ニーズが発生した。ウクライナ当局は債務持続可能性を確保しながらその外貨調達ニーズを賄うために、民間が保有する債権についてより削減率の高い再編を実施することが必要だったと言えよう。再編において、債務国による公的債権者に対する対応が民間債権者への対応に比べて著しく優先的なものとなれば、大きな負担を強いられる民間債権者は不満を感じ、円滑な債務再編の実施や信頼関係の構築は難しくなる。とりわけ、そもそも売却が可能であり、クロスデフォルトやクロスアクセラレーションを通じて他の債券にも大きな影響を及ぼしうる、市場性の高い国債引き受けを通じて支援を実施するロシアのようなケースが増えれば、公的債権者と民間債権者の負担配分に対する懸念が提起されることになろう。

おわりに

本稿では、債務再編枠組みの整備に関して、その背景となる債務再編の事例等を取り上げながら、改革内容や問題点等について概観してきた。概括すれば、民間債権者に関する債務再編は契約アプローチの強化を通じて、公的債権者に関する債務再編は NTP の改革を通じて、ホールドアウトを発生させないような枠組みが整備されてきた。今後は、改革によって ODA といった国際協調やマーケットに負の影響が生じていないかを継続的にモニタリングするとともに、必要とあれば政策調整を実施すべきだろう。また、IMF の例外的アクセスに関しては、債務延長の導入やシステミック条項の廃止が、危機国への資金フローへの悪影響や IMF の危機対応能力に制限をもたらさないような工夫が必要となろう。そして、今後議論が予定される LIA に関しては、債務再編における公的債権者と民間債権者の間の負担配分が極端に偏らないような調整が不可欠であろう。

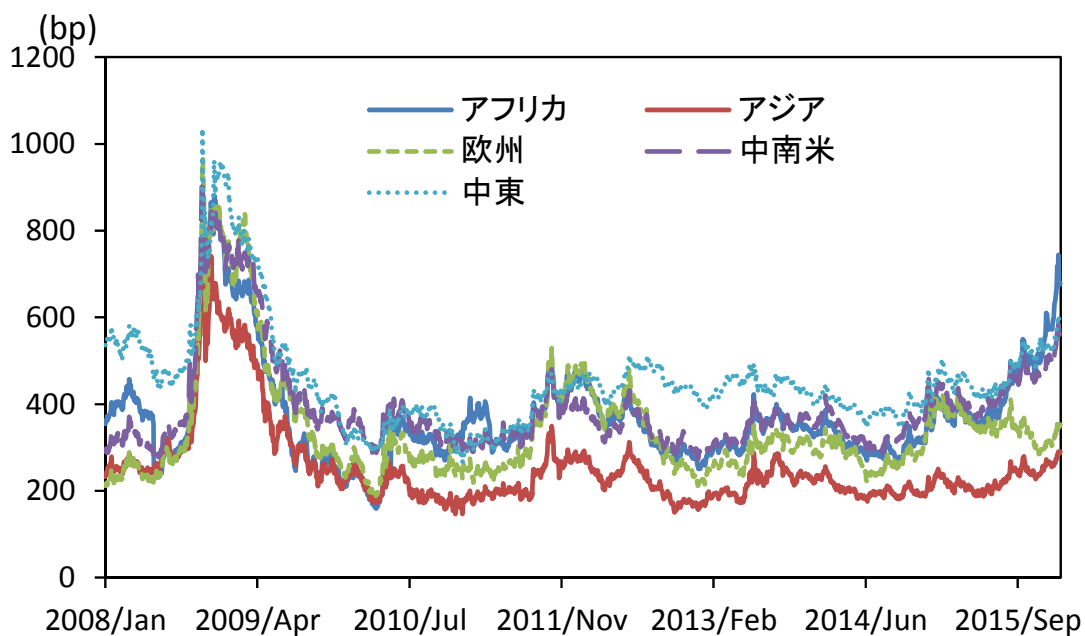
足元の新興国の状況を踏まえれば、債務再編枠組みの整備や調整に関して、残された時間は想像以上に少ないかもしれない。図表 11 に示されているように、新興国の公的機関が発行した国際債券は先進国を超える水準までに積みあがっていることに加え、EMBI の推移に注目すれば、2015 年の一部の国のソブリン・スプレッドにおいて上昇が見受けられる（図表 12）。アフリカ、中東、中南米に関しては、ソブリン・スプレッドがリーマン・ショック以来の高水準に上昇しており、中でも紛争やテロに直面している国（ウクライナ、イラク）や、コモディティ輸出（ベネズエラ、アフリカ諸国）に依存した経済構造を有している一部の国は、その傾向が特に目立つ（図表 13）。また、EMBI 対象国への証券投資を見ると、ソブリン・スプレッドが相対的に安定しているアジアについても、中国の経済成長の鈍化を懸念した投資家心理を背景に 2014 年後半から資金流入は鈍化し、2015 年第 3 四半期には新興国全体でも 2008 年リーマン・ショック以来の資金流出となっている（図表 14）。2015 年第 4 四半期以降に関しても引き続き通貨の下落や外貨準備の減少が発生していることから、新興国からの資金流出は拡大していることが想定される。債務危機を深刻化させないための通貨スワップといったセーフティネットの充実だけに注力することなく、債務危機が発生した後に危機から脱するために必要な秩序ある債務再編枠組みの整備が急務と言えよう。

図表 11 公的機関が発行した国際債券の残高



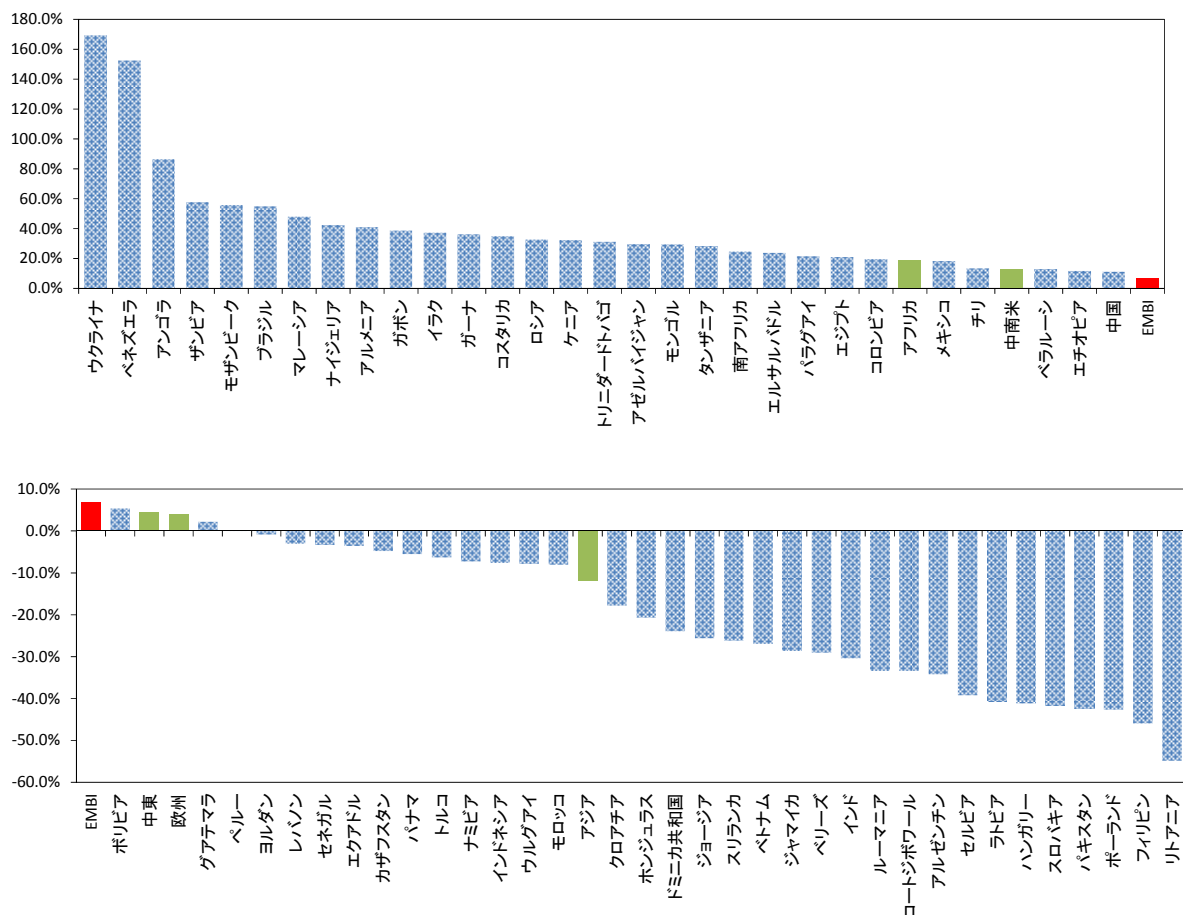
(出所) BIS より大和総研作成

図表 12 EMBI Global Diversified (sovereign spread) の地域別推移



(出所) JP Morgan/Haver Analytics より大和総研作成

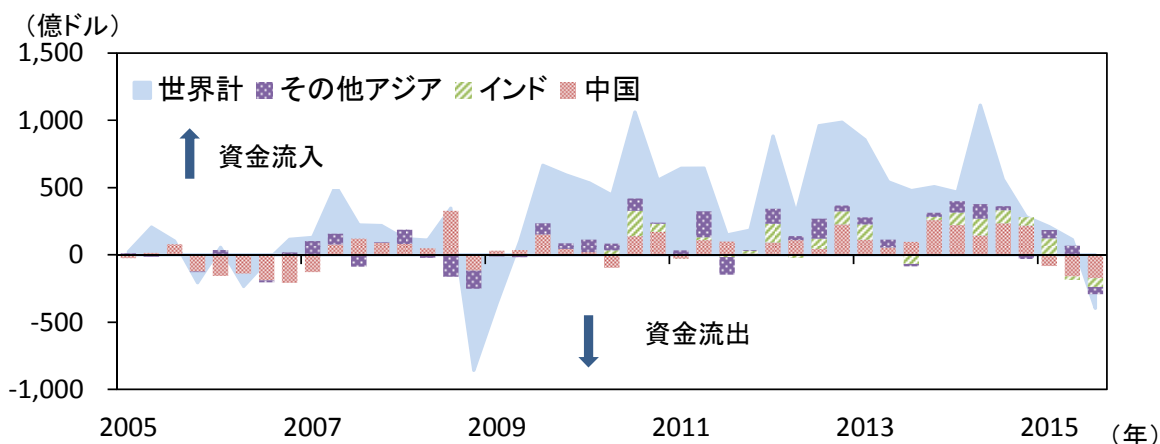
図表 13 2015年のEMBI対象国別のソブリン・スプレッドの上昇率(対2008年~2014年比)



(注) ソブリン・スプレッドは該当期間の平均値ベースで比較。EMBI 全体の上昇率は赤い棒グラフ、地域（アフリカ、中南米、中東、欧州、アジア）の平均は緑グラフ。

(出所) JP Morgan/Haver Analytics より大和総研作成

図表 14 EMBI 対象国の資金流入（対内外証券投資）



(注) その他アジアは、マレーシア、スリランカ、モンゴル、ベトナム、インドネシア、フィリピンが含まれる。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

参考文献

- 浅川雅嗣[2011]「国家財政破たんへの対応－国際金融における実例を基に－」『フィナンシャル・レビュー』
- International Monetary Fund [2012], “A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings.”
- International Monetary Fund [2013], “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring.”
- International Monetary Fund [2014], “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring.”
- International Monetary Fund [2015 a], “Progress Report on Inclusion of Enhances Contractual provisions In International Sovereign Bond Contracts.”
- International Monetary Fund [2015 b], “The Fund’s Lending Framework and Sovereign Debt - Further Considerations.”
- International Monetary Fund [2015 c], “Reforming the fund’s Policy on Non Toleration of Arrears to Official Creditor.”