

「国家デフォルト」の可能性をどう認識するか 債務再編交渉円滑化への取り組み

ごく近年にいたるまで、国際金融市場における国家（ソブリン）の信用リスク、とりわけ先進国に関する前提は、「国家はデフォルトすることはない」であった。ところが実際には、重債務国の国債への投資を含め、過度のリスク・テイクが発生し、欧州債務危機につながった。ギリシャは二度にわたりデフォルト（債務不履行）し、多くの民間投資家は「無理強い」同然の形で重い損失を被った。このほか近年では、デフォルトしたアルゼンチンの債務調整をめぐる債権者間の意見対立から、法廷闘争が泥沼化する事例もみられた。こうした経験から、国際金融市場ではいま、どのようなレジーム・チェンジが起り、危機の再発をいかにして未然に防止しようとしているのか。

困難を極める国家債務再編の調整

近年のギリシャやアルゼンチンのデフォルトをめぐる経験は、国際金融市場における官民双方のプレイヤーの認識を大きく変えることとなった。新興国のみならず、先進国をも含めて考えるとしても、「国家はデフォルトすることはない」というこれまでの認識は、もはや通用しない。

ギリシャのデフォルト時に経験したように、各国当局や国際機関などとどまらず、民間投資家もまた重い負担を被ることなしには債務調整が成立しない事例が発生することは今後も十分にあり得る。国際金融市場の官民のプレイヤーの間では、「国家がデフォルトすることもあり得る」が新たな認識・前提として確立されつつある。

この問題への国際金融界の対応を追う前に、まず、国家債務再編のための調整がなぜ困難を極めるのかを整理しておこう。

国際金融市場においては、日本のように国債の大半を国内勢が保有するケースはむしろ例外的で、多くの場合は、国債発行残高の一定の部分を外国の投資家などが保有する。そうした国の財政運営がひとたび行き

日本総合研究所 所長 主任 研究員
河村小百合
かわむら・さゆり 88年3月京
大法学部卒、同年日本銀行入行、
91年2月日本総合研究所入社
（調査部）、14年7月から現職。09
年から国税審議会委員、14年か
ら住宅金融支援機構事業運営審
議委員会委員、15年から行政改
革推進会議民間議員、同歳出改
革WG座長代理をそれぞれ務め
る。

詰まれば、当事国は外国勢（当局、民間金融機関など）との交渉を通じての債務調整を余儀なくされる。その具体的な解決策としては、①リスケジュールリング（債務の償還期限の繰り延べ）や金利などの条件の見直し②債権者（国債投資家）側の債権放棄—などがあるが、実際にはこれらを組み合わせる形になることも少なくない。

しかしながら、近年のギリシャやアルゼンチンに関する経験は、外国勢を巻き込む債務調整交渉の困難さを、関係者に改めて認識させることとなった。

それはなぜか。国家の債務調整の

場合、企業などの民間経済主体に関する債務調整を国内中心の当事者間で行うケースとは異なり、関係者による合意形成が難しい独特の要因もいくつか存在する。

まず第一に、債権者の属性が国境をまたぎ、多様である点が挙げられる。同じ金融機関といえども、銀行と保険会社などの機関投資家、ヘッジ・ファンドなどの間では、先行きのリスクに関する考え方も異なるのが通常だ。

次に、少なからぬケースで国家同士の主権が衝突せざるを得ない事態となっていることも挙げられる。ギリシャのケースからも明らかになったように、一国の納税者利益が、他国向けの債権放棄（もしくはその高い蓋然性）のために損なわれる、もしくはは損なわれかねない事態も散見される。

このほか、国家の債務調整を行ううえで、国際金融市場には共通の基本ルールが存在していなかったことや、実際の債務調整を円滑に進めるうえで、各国内での裁判所に相当する「中立的・客観的な調整機関」が存在しない点も、国家の債務調整に関する合意形成を困難にしてきた要因の一つであったと考えられる。

こうした点を打開すべく、国際金融界においてはかねてより、債務調整に関して「全会一致」の合意形成は事実上難しいことに鑑み、より現実的な「集団行動条項」(CACs: Collective Action Clauses) を

あらかじめ債券発行の契約に盛り込み、万が一の場合には、それを発動できるようにして、債務調整に関する合意が円滑に形成されるよう目指そう、という取り組みが行われてきた。このCACsとは、債権者の間で、あらかじめ定めた一定のライン(過半数、3分の2以上など)を超えた多数決が得られれば、その合意に反対した少数債権者に対しても、その債務再編にかかる合意の効力を及ぼせるようにするもので、要するに、いわゆる「ゴネ得」を排除することをあらかじめ定めておく、というものだ。

他方、少なくとも先進国間においては、債務調整を行ううえでの基本原則として「債権者平等の原則」(pari passu clauses) が存在する。これは、債務調整に際しては、各債権者は債務者に対するそれぞれの債権の金額に比例する形で、残余財産

からの弁済を平等に受けることが適当であるという考え方で、各国の民法法を持ち出すまでもなく、ごく一般的な常識にも合致するものと言えよう。そうした状況下で、CACsのような取り決めをあらかじめ債券発行の契約に盛り込むとすれば、この「債権者平等の原則」に、部分的にせよ反することにもなりかねない。アルゼンチンの債務調整に関する法廷闘争の泥沼化は、後述するように、この両者の抵触がもつとも如実な形で表面化したものであった。

近年の債務再編事例

次に、2000年代入り後、新興国、先進国を含めた国家債務再編の実例をみてみよう(図表1)。実際にはこのように少なからぬ例

〈図表1〉近年の債務調整事例の特徴

国名	調整対象の債務	債務調整のタイミング	デフォルト時点	債務調整のアナウンス	交渉開始	最終交換オファー	交換時点	デュレーション合計(月)	交換された負債(*1)(10億米ドル)	額面カット幅(*2,%)
アルゼンチン	国内債 対外債	デフォルト後	2002年1月	2009年3月	2004年1月	2005年1月	2005年6月	21	81.80	43.40%
ドミニカ共和国	対外債	事前調整		2004年4月	2004年12月	2005年4月	2005年5月	13	1.10	0.00%
	ローン	デフォルト後	2005年2月	2004年4月	2004年12月	2005年6月	2005年10月	18	0.18	0.00%
グレナダ	債券 ローン	事前調整		2004年10月	2004年12月	2005年9月	2005年11月	13	0.21	0.00%
バレーズ	対外債 ローン	事前調整		2006年8月	2006年8月	2006年12月	2007年2月	6	0.52	0.00%
エクアドル	債券/ハイバック	デフォルト後	2008年12月	2009年1月	交渉なし	2009年4月	2009年6月/11月	10	3.19	68.60%
セイシェル	対外債 ローン	デフォルト後	2008年7月	2009年3月	2009年3月	2009年12月	2010年2月	11	0.32	50.00%
ジャマイカ	国内債	事前調整		2010年1月	2010年1月	2010年1月	2010年2月	1	7.80	0.00%
アルゼンチン	国内債 対外債	「リオープン」デフォルト後	2002年1月	2010年4月	n.a.	2010年4月	2010年9月	5	18.30	43.40%
セント・キッツアンドネイビス	債券 ローン	事前調整		2011年6月	2011年8月	2012年2月	2012年4月	10	0.14	31.80%
ギリシャ	国内債 対外債	事前調整		2011年7月	2011年7月	2012年2月	2012年3月	8	271.22	53.50%
バレーズ	対外債	事前調整		2012年8月	2012年8月	2013年2月	2013年3月	7	0.55	10.00%
ジャマイカ	国内債	事前調整		2013年2月	2013年2月	2013年2月	2013年2月	1	8.90	0.00%

(原資料注*1)負債オペレーションにおいて、再調整される適格負債の合計。

(原資料注*2)延滞利息は含まない計数。

(原資料注*3)2010年の負債交換のリオープンには、2005年に交換された元の152ボンドに加え、8ボンドが追加された。

(出所)International Monetary Fund, Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and policy Framework, April 26, 2013, p22 Table 1を基に日本総合研究所作成

が存在する。債務調整の対象は対外債となつているケースが多いが、国内債やローンを含むケースも存在する。債務調整のタイミングは、当該国が国債の元利払いを停止する「債務不履行」に至る前に行われているケースと、「債務不履行」後に行われたケースが存在する。調整の対象となつた債務の規模や、額面カット幅の面では、2012年のギリシャや、05年および10年のアルゼンチンのケースが他に抜きんで大きい。

2000年代中の各債務調整案件の、法的な側面からの特徴をみると、債権者が「分散」しているケースは、「集中」しているケースに比較して、債務国側が提示した具体的な債務再編案に同意しない「ホールドアウト」の比率が高くなつている状況がみとれる。これらは、外国の投資家向けにユーロ債の形態で国債を発行し、その準拠法はイギリス法もしくはニューヨーク州法であるものについて債務調整となつたものが多い。それらの場合、準拠法上はCACsの規定を債券発行の契約に盛り込むことも可能であつたとみられるが、実際には該当するすべての事例で事前にCACsの規定を盛り込めていたわ

けではなく、発動できなかった事例もみられる。ただし、CACsが盛り込まれていれば、債務危機の解決は促進されるが、CACsの存在自体がスムーズな債務調整プロセスとなることを保証するものではないことがみてとれる。

アルゼンチンの法廷闘争

次に、アルゼンチンの事例の経過をもう少し詳しく紹介する。同国は、01年の破綻後、紆余曲折を経て05年と10年の2度にわたり、債務調整を実施した。ただし、額面ベースでの債務カット幅が43・4%と相当に大きかつたため、05年の時点ではその参加（同意）率は76%と相当に低いものにとどまり、10年の再調整でようやく93%に到達した（図表2）。しかしながら、その際の7%に相当する「ホールドアウト」勢力のうち、NMLキャピタル（ヘッジ・ファンド）を中心とするグループは11年、アルゼンチン旧国債の発行準拠法であつたニューヨーク州の連邦裁判所に提訴した。アルゼンチンが05年以降、再編に応じた債権者には元利払いを継続しているのに対し、「ホールドアウト」勢力に属する債権者

には元利払いを一切行っていないことが、「債権者平等の原則」に反するとして、不服を申し立てたのである。

これに対し、ニューヨーク州のグリーサ地区判事は、11年12月、アルゼンチン政府の行動は、同国の旧国債の契約に設けられていた「債権者平等の原則」に反すると厳密に解釈して、ヘッジ・ファンド側の主張を認める判決を下した。続く12年2月には、アルゼンチン側に対して、原告たる「ホールドアウト」側の債権者に対しても、債務再編に応じた債権者向けと同様に元利払いを行うことを命じたほか、アルゼンチン国債の受託銀行などに対して、アルゼンチンがすでに債務再編に応じた債権者に対して行おうとする元利払いの決済を事実上差し止め

る命令まで下した。グリーサ判事は、アルゼンチンの旧国債の契約に盛り込まれていた「債権者平等原則」を厳密に解釈し、それが債権者たるアルゼンチンに対して、全債権者に対して厳密な意味で「按分比例した支払い」を行う義務を負わせる、との判断を下したわけである。

その結果、アルゼンチンは、12年8月、新国債の元利払い金を受託銀行に入金したにもかかわらず決済してもらえず、再度のデフォルトに陥る結果となり、国際金融市場には混乱が広がった。同国は、このような

〈図表2〉近年のソブリン債券調整事例における参加率

国名	債務調整実施年	参加率
パキスタン	1999	99%
エクアドル	2000	98%
ロシア	2000	99%
ウクライナ	2000	97%
モルドヴァ	2002	100%
ウルグアイ	2003	93%
ドミニカ	2004	72%
アルゼンチン	2005	76%
ドミニカ共和国	2005	97%
グレナダ	2005	>90%
ペリース	2007	98%
エクアドル	2009	n.a.
セイシェル	2009	89%
アルゼンチン	2010	累積ベースで93% (2005年の76%に上積み)
コートジヴォアール	2010	99%
ジャマイカ	2010	98%
ギリシャ	2012	93%
セント・キッツアンド・ネイビス	2012	100%
ペリース	2013	原則は合意 条件および債務交換のオファー の通告はペンディング

(出所) Hung Q Tran, "The role of markets in sovereign debt crisis detection, prevention and resolution", BIS Papers No 72, Bank for International Settlements, July 2013, p 103 (Table 1)を基に日本総合研究所作成

扱いは不合理であるとして、複数の国際的な主要紙に、大統領府名による新聞1紙全面扱いの大きな意見広告を複数回、掲載して、国際金融界の世論に訴えた。これに対してヘッジ・ファンド側もこれに同様の意見広告で応戦し、事態はさながら、国際金融市場や世論を巻き込んだ「意見広告の応酬合戦」の様相を呈するに至った。

わが国においては、朝日新聞の14年6月25日付、および同7月1日付において、日本語による、海外主要紙に掲載したものとほぼ同趣旨の、1紙全面を使った大きな意見広告が掲載された。以下は6月25日付「広告」アルゼンチンは債務返済を継続したいが、継続させてもらえない」からの抜粋であり、あくまで、アルゼンチンの立場からではあるが、今回の事態がどのようなものであったのかがうかがわれる内容となっている。

：（前略）：
国債保有者の7・6%は再編に応じませんでした。有利な判決を取り付けた投資ファンドは、アルゼンチンに対する元々の貸付人ではありま

せん。我が国を相手取って訴訟を起こし巨利を得ることを専らの目的として、デフォルト債を法外な安値で購入した人たちです。たとえば、ポール・シンガールのNMLファンドは2008年にわずか4870万米ドルでデフォルト債を購入しましたが、グリーサ判事の判決によつて8億3200万米ドルの支払いを受けることとなります。つまり、わずか6年間で1608%の儲けです。

：（中略）：
訴訟を専門とする1・6%の国債保有者に有利な米国裁判所の決定は、債権者の92・4%が自主的に受け入れた債務再編を危うくするものです。グリーサ判事の判決の根拠となった法解釈については、フランス、メキシコ、ブラジル、ウルグアイの各政府、決済機関のEuroclearやFintech Fundなど各方面から疑義が出ており、ジョセフ・ステイグリッツ、アン・クルーガー、ノリエル・ルビニ、CELEAC、G24、G7、英国議会議員106名も同様の声明を出しています。米政府やIMFでさえ、同判決が及ぼす世界的影響について懸念を表明しています。

：（後略）：

事態はその後にも混乱した状況が継続している模様である。国際金融市場においては、このような状況にらみ、国家債務再編をめぐつて、今回のアルゼンチンのように混乱する事態を今後、招かないようにするためにも、国家債務の秩序だった再編メカニズムを確立する必要性が、官民双方のプレイヤーに改めて認識されることになった。

ギリシャの2度のデフォルト

これと同じ頃に発生していた欧州債務危機のなかでは、ギリシャの債務調整をいかに実施するかが、同国がユーロ圏に残留できるかどうかにも相まって、最大の焦点となっていた。

ギリシャは10年5月に、ユーロ圏各国や国際通貨基金（IMF）による最初の支援融資を受けたものの、ほどなく、それでは財政・経済運営が立ち行かないことが明らかになり、翌11年6月には再度の支援要請を行った。欧州連合（EU）およびIMF側としては、さらなる支援に応じるには、民間投資家にも応分の負担を求めることが不可避との判断に至り、その後12年春にかけて、

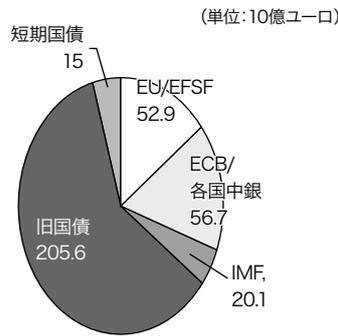
PSI（民間セクター関与）の可能性が探られた。

このPSIは、12年3月、民間債権者側が元本ベースで53%強相当も的大幅な債権放棄に自発的に応じるという形で決着をみた。ただし、この時点で、債権者側のどの程度がこの案を受け入れるかは不透明な状況にあり、ギリシャ政府は、CACsの活用に踏み切った。ただし、同国の民法には元来、CACsに関する規定がなかったため、ギリシャ国会は12年2月にそれを盛り込む法律改正を遡^{さかのぼ}及効果を持たせる形で成立させた。そして3月、PSIへの債権者側の応諾率は、ギリシャ側が最低所要ラインとして見込んでいた95%には届かなかつたため、CACsが発動され、PSIに同じなかつた債権者が保有する旧国債の分に関しても債権カットが強行されたのである。ギリシャはこの時点で一度目のデフォルト状態に陥つた。これは同時に、「先進国の国債はデフォルトしない」という、国際金融界のそれまでの認識が崩れた瞬間でもあつた。

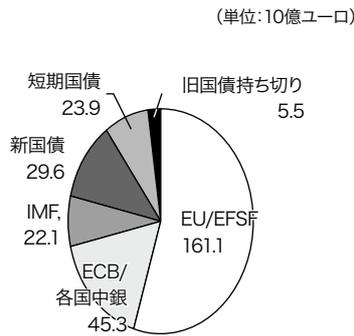
しかしながら、ギリシャの場合、債務調整はこれでは終わらなかつた。

〈図表3〉ギリシャ国債の保有者構成の変化

2012年2月:債務交換実施前



2012年12月:債務交換および
ハイバック実施後



(原資料) Bloombergおよびギリシャ財務省に基づきPIIEが推計。
(出所) Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati [2013], "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Working Paper Series, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, August 29th, 2014, p28 (Figure 6).

新たな枠組み

高めている模様である。6月入り後、ギリシャの資金繰りは一段と逼迫しており、事態は緊迫の度合いを高めている模様である。

この約4分の3を占めている(図表3)。このため、ギリシャ新政権による、再三の債務調整要請の矛先はもっぱらユーロ圏各国やECB、IMFに向けられ、両者の間で交渉が行われているが、6月入り後、ギリシャの資金繰りは一段と逼迫しており、事態は緊迫の度合いを高めている模様である。

交換された新国債の価格は、その後大幅に下落(金利は上昇)し、最終的には12年12月、ギリシャ政府は欧州金融安定ファシリティ(EFSF)からの支援資金を元手に、市場で流通する新国債を時価(額面の3割相当)で買い戻すという「ハイバック」のオペレーションを実施し、2度目のデフォルトを強行した。このようなギリシャの債務調整をめ

ぐる経験は、国際金融市場におけるルールが未整備な状況のもとで、民間投資家側が、いわば「なし崩し」的に多額の負担を求められるに至った事例と理解できよう。ちなみに、それから約2年半が経過した現在、ギリシャでは15年1月の総選挙で、反財政緊縮を掲げる急進左派連合が勝利し、チプラス新政権が発足した。12年中の2度のデフォルトを経て、ギリシャの国債保有者の構成はかつての民間中心から大きく様変わりし、現在ではEUや欧州中央銀行(ECB)、IMFによる保有分が全体の約4分の3を占めている

アルゼンチンやギリシャに関するこのような経験を受け、国際金融界においては、「国家は破綻することもあり得る」という新たな前提が、官民間問わず共有されるようになりつつある。いわば「レジーム・チェンジ」が起きつつあるのだ。同時に、近年のような金融危機や財政危機の再発を未然に防ぐためにはいかに対応すべきかについても、真剣に検討が重ねられてきている。

その一環として、13年頃から、アメリカ連邦財務省およびIMFが中心となり、民間債権者を主体とする国家債務再編の合意形成を容易にするための検討が開始された。これはあくまで、国際金融市場における民間プレイヤーがその主たる当事者として進めるものであるため、その検討の場としての役割は、自主的な規制機関としてすでに40余年の歴史を有する国際資本市場協会(ICMA)が担うこととなった。

このように、国家は破綻することもあり得る」という新たな前提が、官民間問わず共有されるようになりつつある。いわば「レジーム・チェンジ」が起きつつあるのだ。同時に、近年のような金融危機や財政危機の再発を未然に防ぐためにはいかに対応すべきかについても、真剣に検討が重ねられてきている。

ICMAには世界の400以上の主要民間金融機関、投資家などのみならず、各国の当局や中央銀行もオブザーバーとして参加している(日本この当局の参加はなし)。そこで今

後の各国の国債発行に際してのCACs条項の盛り込み方、および「債権者平等原則」の取り扱いに関する協議が重ねられ、14年8月、「モデル条項」に関する最終的な合意の形成に漕ぎ着けた。CACs発動は従来、各国国債の個別銘柄ごとに、一定水準以上の債権者の同意を得る必要があったところ、この「モデル条項」においては、CACsの行使がより容易なものとなるように、それ以外の複数の手続きが用意された。具体的には、

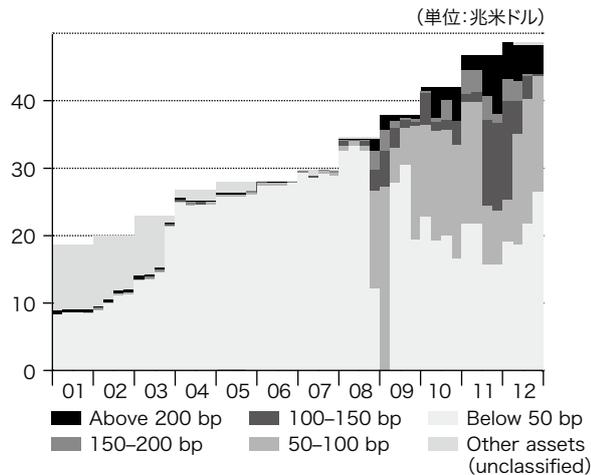
① 個別銘柄ごとに、4分の3以上の債権者の同意を得る
② 債務残高全体の3分の2以上、かつ個別銘柄の過半数の債権者の同意を得る
③ 債務残高全体の4分の3以上の債権者の同意を得る

という3つの手続きが用意された。このうち、とりわけ③の要件が認められた点が最大の成果と考えられている。

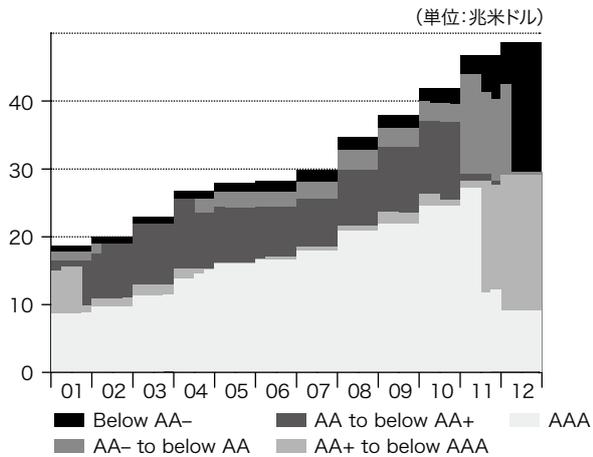
また、モデル条項のなかには、このようなCACs条項の規定と両立する「債権者平等条項」の新たな扱いも盛り込まれた。すなわち、同条項が規定されるとしても、それは必

〈図表4〉OECD加盟国全体の一般政府負債のプールにおける、信用リスク・プロファイルの変化
(2001~12年)

CDSスプレッド・ベース



格付けベース



(原資料) Bloomberg, Markit, 各国データ, BISによる推計。
 (原資料注1) OECD加盟国全体の負債は年末ベース、CDSのスプレッドおよび格付けは4半期ベース。
 (原資料注2) 格付けは、Fitch, Moody's, Standard & Poor'sの3社による、外貨建て長期ソブリン格付けの単純平均から算出。
 (出所) Jaime Caruana, "Welcoming remarks", BIS Papers No 72, Bank for International Settlements, July 2013, p xxiii (Graph 1).

ずしも、債務者側に、全債権者に対して、アルゼンチンのケースでグリサ判事が要求したような「按分比例した支払い」を完全に行う義務を負わせるものではない点が明確にされたのである。なお、足元においても、ウクライナやベネズエラなど、近々のデフォルトの可能性が取り沙汰されている国家も存在する。これに対して、IMFのインターナショナル・ソブリン債の残高の推計によれば、満期10年超のものがニューヨーク州法準拠で39%、イギリス法準拠で21%存在するとみられている。ICMAに

よるモデル条項の策定はできたとはいえ、これを、今後の新発債に順次盛り込んでいくのみでは、対応が完成するために数十年単位の時間を要することになってしまうため、モデル条項をいかにして、既発分を含めた各国の国債全体に適用できる形としていくことができるかが次なる課題となっている。

今後の課題

確かに、近年においては相対的に質の低い国債の残高が多くなりつつあることは間違いない事実である(図表4)。このようななかで、国際金融市場全体として、危機の再来を回避するためには、どうすればよいのか? そのための一つの答えが、国家債務の再編プロセスの円滑化を指した、今回の取り組みなのである。

また、これとは別の動きではあるが、バーゼル銀行監督委員会による民間金融機関による国債保有にかかると健全性規制を強化しようとする最近の動きも、同様の認識および発想に基づく、危機の再発防止を目指したものであると考えられる。

主要国においては、金融危機後、中央銀行の多くが国債をはじめとす

る資産の大規模な買い入れを実施してきた。市場金利がおしなべて歴史的な低水準にまで低下しつつあり、市場における金利メカニズム機能の経路では、各国の財政運営には規律付けを行いにくくなっていることも、こうした新たな側面からの取り組みの一つの背景となっている可能性がある。「国家は破綻することがあり得る」という新たな前提の下で、それに応じた債務調整の枠組みもあらかじめ整えておくことによって、各市場参加者に一段と鋭敏な感覚をもつて各国の信用リスクを評価するよう促し、それを通じて危機の再来をできるだけ回避したいと考えられているのである。

わが国としても、国際金融市場全体として、国家の信用リスクに関する認識がこのような「レジーム・チェンジ」を遂げつつあり、その新たな前提の下で、新たな秩序が構築されつつあることを十分に認識しつつ、健全な政策運営に努めていくことが求められていると言えよう。