

## アルゼンチンの債務問題 — 現地からの報告

フェリックス・アリアス

### 2005年及び2010年の公的債務再編

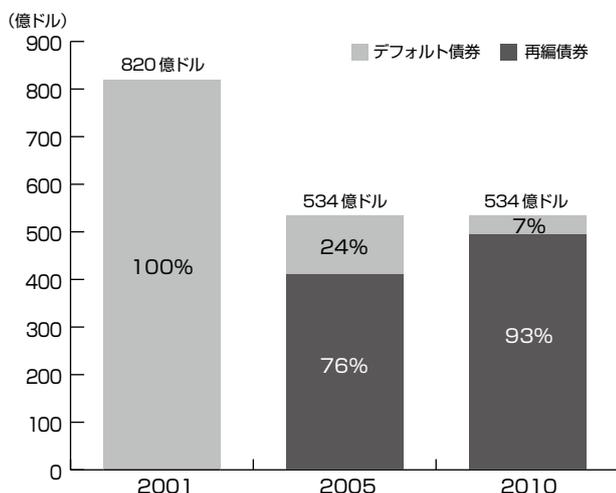
2001年の金融危機はアルゼンチンに大きな打撃を与え、殆どの社会経済指標を悪化させた。すなわち、2002年には貧困層が大ブエノスアイレス都市圏の人口の54%を占めるまでに拡大し、アルゼンチンのGDPは10.9%も縮小したのである。こうした状況の下、ネストル・キルチネル大統領は就任当初の2003年5月以降、アルゼンチンが膨大な債務を返済できる状況にはないと表明していた。討論会、メディアとのインタビュー、外交使節との会合がある度に、国債保有者は国家と共に金融危機を負担すべきであり、大統領はアルゼンチン国民の窮状が更に悪化しないよう努力する道徳的義務を負っている、と述べた。重い債務負担に対して、大統領は全ての関係者に対して強硬策で臨み、元本の大幅削減を強要し、IMF、パリクラブ、など債権者との交渉を延期した。

3年に渡るタフな協議の末、2005年1月、アルゼンチン政府は、デフォルトした820億ドル（140億ドルの政府間の債券を加えると960億ドル）の債務問題を解決するため、米国証券取引委員会に対して「一回限

り」の自発的オファーを提示した<sup>(注)</sup>。さらに、議会は「ロック法 (Lock Law)」を通し、政府が債券交換を再開したり、将来、より良い条件で債務再編を行うことを禁じた。同法の狙いは、将来（債務再編に応じなかった債権者との間で）より有利な条件で債務交渉が行われたとしても、債務再編に応じた債権者が不利にならないよう保護することにあった。その結果、額面820億ドルの不履行債務のうち、620億ドルが350億ドルの新規債券（元本維持債 (Par Bond) 150億ドル、準元本維持債 (Cuasi Par Bond) 80億ドル、元本削減債 (Discount Bond) 120億ドル）にスワップされた。これらの新たな債券は、アルゼンチン、ロンドン、東京、ニューヨークの各法に準拠し、2033年と38年を満期とする、ペソ、ドル及び円建ての16種の債券から成っていた。「ヘアカット」(棒引き)は56%から65%の範囲で、債券の種類によって異なった。2005年にスワップに応じた債権者の割合は76%に達したが、残りの24% (184億ドル) を保有する債権者は再編を拒否した。

(注) デフォルトした国債の保有者に対して、条件を切り下げた新たな債券との交換を提案した、いわゆる「エクステンション・オファー」。

図表1 再編プロセス



(出所：アルゼンチン経済省)

2007年、クリスティーナ・フェルナンデス・デ・キルチネル (CFK) 氏が大統領に選出された。大統領はそれまで債務再編に応じなかった債券保有者、国際機関及びパリクラブとの最終的な和解に向けて努力したが、リーマンブラザーズの破綻が資本の対外流出を加速したため、アルゼンチン政府は問題解決を棚上げせざるを得なくなった。2010年になって、政府は「ロック法」を一時停止させ、債務再編第2弾として、それまでにデフォルトした総額184億ドルの債務のうち124億ドル相当を再編した。「ロック法」及びRUFO条項（将来、アルゼンチンが自主的に既再編条件より有利な債務交換を行った場合、同条件を既再編応諾債権者にも付与する）に従って、アルゼンチンは2005年の再編時

と同じ期間、割引、条件での再編を提示した。最終的に2001年のデフォルト債務の93%が再編に応じ、「ホールドアウト」と呼ばれる債務再編を拒否した債権者の割合は、残りの7%、金額にして約60億ドルとなった。これら依然としてデフォルト状態にある債務の大半は、経営危機・破綻に陥っている企業・国の債権の売買に特化しているNMLキャピタル (Elliot Managementの傘下)、アウレリウス・キャピタル・マネジメント (ACM)、ブルー・エンジェル・キャピタル、オリファント・ファンドなどヘッジファンドが流通市場で購入し、数年後、これら債務はアルゼンチン政府の頭痛の種となる。

### ホールドアウト債権者への対処

ポール・シンガー率いるNML/エリオット・マネジメントとマーク・ブロッキーをリーダーとするACMは、ケイマン諸島に本拠を置く米ヘッジファンドであり、債務訴訟の凄腕として知られる。1995年、エリオットは債務不履行に陥ったペルー国营銀行の債務、額面2,000万ドルを購入し、大掛かりな訴訟の末5,800万ドルを獲得した。同ファンドは2008年には、デフォルトしたコンゴ共和国債券を2,000万ドルで購入し、数年後に推定9,000万ドルで売却した。フェルナンデス・キルチネル大統領は、2010年の債務再編の際にデフォルト状態にあったアルゼンチン国債を格安で購入し、額面での返済と懲罰的な利払いなどを求めて、アルゼンチン政府をニューヨーク連邦裁に告訴したこれら貪欲な戦略を用いるヘッジファンドを「ハゲタカファンド」と呼んだ。米ファンドとともに、発行時の債券を保有するイタリア系投資家もアルゼンチン・タスクフォースの名の下に結集し、ロンドン、東京、フランクフルトの裁判所で訴訟を起こした。訴訟の根拠は、

ホールドアウト債権者への返済を拒否する一方で再編を受け入れた債権者への支払いを継続するアルゼンチン政府の対応が、債権者の平等な扱いを定めたパリパス条項に違反するということであった。

アルゼンチン政府の基本的戦術は、対米ファンド債権者への返済が終わらない限り、他の債権者への利払いを行ってはならないとするグリーサ判事の判決を、RUFO条項の期限が切れる2014年12月31日まで適用猶予 (Stay) の状況においておくことであった。RUFO条項は、全ての債権者に対して同じオファーを提示しない限り、アルゼンチンが自主的にホールドアウト債権者に対して、2005年と2010年の債務再編に比べて良い条件でエクステンジ・オファーを出すことを禁じている。アルゼンチンの2005年及び2010年の債券再編には、他のソブリン債スワップ (例えばギリシャの場合) とは異なり、再編に同意しなかった債権者が存在していても圧倒的多数の債権者が合意すれば債務再編を可能とする集団行動条項 (CAC) が挿入されていなかった。RUFOの付与とCACの欠如の結果、アルゼンチンはホールドアウト債権者に対して、2005年と2010年に再編に応じた大半の債権者よりも有利な条件を提示出来なかった。NMLのエリオット・マネジメント、ACM及びその他のホールドアウト債権者は、このような状況を受け入れず、アルゼンチン政府を訴訟するに至った。

### アルゼンチンに残された選択肢

アルゼンチン政府にとって選択肢は2014年のデフォルト以前に既に限られていた。

- ①米連邦裁グリーサ判事の判決に従って、「RUFO条項」違反ではあるが、ヘッジファンドに対して150億ドルを支払う。
  - ②RUFO条項が効力を失う2014年12月31日までの判決金額の支払い猶予をヘッジファンドと交渉し、合意後、各ファンドとバイラテラルの交渉に入る。
  - ③預託勘定 (BoNY) のファンドが凍結されたとしても、債務再編に応じた債権者への利払いを何等かの方法で継続する。
  - ④全ての債権者 (債務再編を受け入れた債権者とホールドアウト) に対して、NY法に代わってアルゼンチン法に基き、全ての債務 (デフォルトした分と利払いが継続されている両者) の再編を実施する。
- 2014年7月末、アルゼンチン政府は米裁判所が任命

図表2 2010年の債務再編

2010年 債務再編 投資家別	再編に応じた 債権者 (億ドル)	再編に参加 しなかった 債権者 (億ドル)	総額 (億ドル)
非訴訟の主な 債権者	86	0	86
イタリア系 小売投資家	33	10	43
ヘッジファンド	0	44	44
その他	5	6	11
総額	124	60	184

(出所：IMF、SEC)

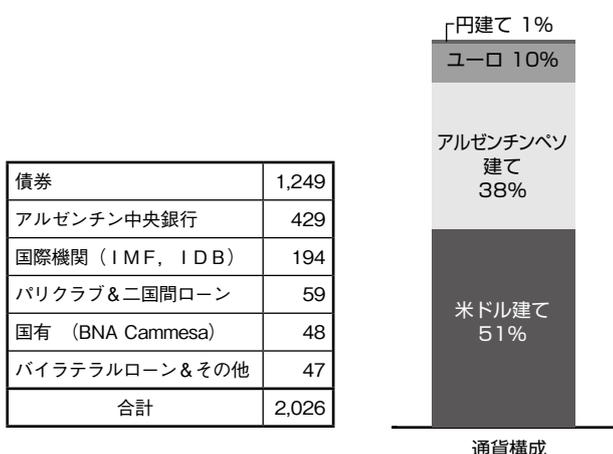
した調停者ダニエル・ポラック氏と何度か協議し、ホールアウト債権者と交渉するために、グリーサ判事の判決に新たに執行猶予(Stay)が必要であると要求した。アルゼンチン政府は2014年12月末に失効するRUFO条項がホールアウト債権者との和解を困難にしていると主張し続けてきた。一方、NMLやACMは、アルゼンチンが交渉を遅らせるためにRUFO条項を過剰重視していると反論した。

キチロフ経済大臣は、アルゼンチンはグリーサ判事によって強制的にデフォルト(曰く、Griefault)に陥ったが、再編に応じた債権者に利払いを継続する意向を崩していないと述べた。彼は、2002年の危機後の債務再編を受け入れた債権者が何千億ドルに上る支払いを請求できるRUFO条項が存在する限り、ホールアウト債権者に対して支払いは出来ないとのアルゼンチン政府の見解を改めて表明したのである。デフォルトに陥る数日前、JPモルガンやシティバンクなどの民間銀行が米ファンドの債券を購入し、バイラテラルの合意を民間レベルで試みたが、債券の購入価格での合意が成らず、協議は失敗に終わった。アルゼンチン国内民間銀行との合意も成らず、デフォルト状況を解決、現況を打開することは出来なかった。

### 第3回目の債務スワップ

本年8月19日、CFK大統領は、2005年と2010年に再編に応じた債権者及び不良債権を抱えるホールアウト債権者の両者がNY州法に準拠して発行された債券をアルゼンチン法に基づいて新たに発行する債券と交換し、その支払いはブエノスアイレスで行われるとする三回目の債務再編案をアルゼンチン議会に提出

図表3 アルゼンチン政府債務<sup>注)</sup>(2013年12月末現在)(億ドル)



注) ホールドアウト債権者所有の再編されなかった60億ドルを含まない。  
(出所: アルゼンチン経済省)

図表4 第3回債務再編の対象となる債券 (億ドル)

元本維持債	145
割引債券	98
Global 2017	9
非再編の債券(ホールアウト) / 利子を含まず	60
総額	312

(出所: アルゼンチン経済省)

した。この法案が承認されれば、ニューヨーク・メロン銀行(BoNY)に代わってバンコ・ナシオンが再編に応じた債権者の受託銀行となる。そうすれば、アルゼンチン国債の保有者は、引き続き利払いを受け取ることが可能になり、口座に振り込まれた資金が米国裁判所の判断で凍結されるのを防ぐことが出来る。今回の法案は、債務再編を受け入れた債権者に対して利払いを続ける一方で、既に2005年と2010年に債務再編への参加を拒否した7%の債権者に対しても、自主的に債券交換が出来る機会を提供することになる。与党である中道左派「勝利のための前線」(FPV)は上下両院で過半数を占めることから、CFK大統領は、法案が議会を通過するものと考えている。政府の意向は、2014年9月30日に支払い期限のくる元本維持債(Par Bond)の200ドルクーポンの利払い不履行を回避することにある。しかし、グリーサ判事が「法廷侮辱」令を出す予想されており、アルゼンチンと米国司法との間に新たな問題が生じる可能性がある。(注: 上記再編法案は9月10日に議会承認となった。)

第1回及び第2回の債務返済の準拠法を変更し、第3回目のスワップを再開するとのCFK大統領の意向は、一見すると、投資家がアルゼンチンによる利払いを継続して受理できることを可能にする代替案であると見ることが出来る。しかし、この手段は米国の判決に違反することから、アルゼンチンが国際債券市場へ復帰するための解決とはならない。再編に応じた債権者との第三弾スワップが成功し、その結果、債務再編同意の比率が前回の93%を上回ったとしても、NML/エリオット・マネジメント、ACMなどの「ホールアウト」債権者達は、今回の債務再編には同意しないであろう。何故ならば、今回のアルゼンチン政府案と比べて少なくとも3倍の金銭的リターンを保証する判決を米国の裁判所が下しているからである。遅かれ早かれ、CFK大統領、もしくは2016年に就任する次期大統領が打開策を探り、それに応じてホールアウトに対して支払いを実行する必要性が出てくる。こうしたCFK大統領による複雑で物議をかもし政治的判断は、2015年

10月の大統領選での勝利者に対して困難で重い負担を引き継ぐことになり、市場及び国際金融界との関係が正常化するという重要課題を未解決のまま残すことになる。

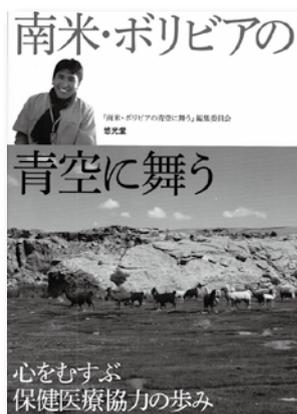
しかしながら、政権交代によって政治情勢は大きく変わるとの期待が高く、次期政権には「キルチネル」時代のポピュリズムの余地はないだろうと見られている。次期大統領は、「ホールドアウト」との和解、輸出入規制の撤廃、為替管理の緩和、インフレ・ターゲット政策の導入、外国投資家へのインフラ投資奨励、外国投資家が天然資源（特に豊富に埋蔵するシェールオイル・ガス及び農業部門）開発を行うための法制度整備、などを含む市場に優しい（market friendly）経済

政策を導入する必要があるというのが国民の総意である。次期政権は、さらに、機関・組織の独立性、政策の信頼性、そして何よりも短期的政治利害を超えた政策の持続性の醸成など、多くの「宿題」を抱えることになる。

（本稿は著者個人の見解に基づくものであり、著者が所属する機関の立場や見解を示すものではありません。また英語による原文の一部翻訳であり、訳文の文責は編集部にあります。）

（フェリックス アリアス Felix Arias, Chief Risk Officer (CRO), Director, The Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ, Ltd. Buenos Aires Branch）

## ラテンアメリカ参考図書案内



### 『南米・ボリビアの青空に舞う —心をむすぶ保健医療協力の歩み』

『南米・ボリビアの青空に舞う』編集委員会 悠光堂  
2014年9月 239頁 2,000円+税

ボリビアにはこれまで35年余にわたってわが国から一連の無償資金による保健医療協力が行われてきた。アンデス高地の住民が多く苦しんでいる消化器疾患の研究センターをまずラパスに作ることになり、最初の調査団が赴いたのが1977年、79年に同センターが完成した後に80年にはスクレ、81年にはコチャバンバにも建設された。建物というハード面の協力だけでなく、その後各病院には日本各地の病院から専門医やX線・検査等の技師など医療関係者の派遣や下痢疾患の疫学調査の実施、日本へのボリビア側要員の研修受け入れが組み合わせられ、追加的な医療機材の供与も行われた結果、これらセンターは高く評価され、ボリビア側の医療人材の養成にも多大な貢献をした。

その後もベニ州トリニダードの母子病院建設に続きサンタクルスでの総合病院の建設（85年完成）、各所の母子保健はじめ地方の医療システムの構築、医療機材の供与などが幅広く行われ、多くの日本人医師、医療技術者、国際協力関係者が関わったが、本書はそれら50人ちかい両国関係者による手記と備忘録、資料集である。

〔桜井 敏浩〕