

対外債務再編成に関する実証的事実・理論・政策^{*1}

阿曾 沼 多聞^{*2}
ジュ・ヒョンスク^{*3}
笹原 彰^{*4}

要 約

世界中の多くの国が外国の民間部門から借りた対外債務を有しており、ひとたび債務危機に陥れば対外債務再編成（Sovereign debt restructuring）を行わなければならない。本稿では、対外債務の再編成について定義し、その過程を明らかにし、それに関する近年の理論研究と実証研究について議論する。より具体的には、第一に、債務不履行が起こる前に対外債務を再編成する場合は、債務不履行後に行う場合に比較して債務の現在価値削減（ヘアカット）が低く、債務再編成における交渉期間も短く、GDPの低下も小さいことについて議論する。第二に、債権者国の景気・金融循環もヘアカットや再編成期間の長さに大きく影響することを議論する。第三に、債務再編成が行われたときの当該国の経済への影響を分析した実証研究や理論研究について議論する。最後に、近年の国際通貨基金の貸付政策や債務危機に対応する政策をまとめる。

キーワード：ソブリン債、対外債務、債務不履行、債務再編成
JEL Classification：F34, F41, H63

I. はじめに

2010年から2020年にかけて、世界中の多くの国で債務再編成が行われた。この10年だけで17件もの民間部門向けの対外債務再編成が行われ、これらの債務再編成は新興国や低所得

国で行われたものだけでなく、先進国で行われた事案も含まれる。債務再編成は通常、GDPの低下や国際資本市場における債務国の信頼の低下などの経済的損失を伴っており、その経済

* 1 本稿を執筆するにあたり、小枝淳子氏、吉野直行氏、財務総合政策研究所での研究会における参加者の皆様には有益なコメントを頂戴した。記して感謝申し上げる。本稿にまとめられた意見や主張は筆者ら個人のものであり、国際通貨基金やその理事会、財務省および財務総合政策研究所の見解を示すものではない。あり得る誤りは筆者らに帰属する。

* 2 国際通貨基金エコノミスト

* 3 サリー大学経済学部講師

* 4 慶應義塾大学経済学部准教授

への影響を理解することは重要な経済問題の一つである。

その重要な問題をより深く理解するために、これまで数多くの学術研究と政策的議論が行われており、債務再編成に関して新しい知見を提供してきた。学術面では、実証研究と理論研究の両面から多くの研究者が様々な研究を行ってきており、新しい学術的発見と政策的含意を示してきた。政策面では、国際通貨基金（以下、IMF と記述する）の理事会は、IMF の貸付政策や経済危機救済メカニズムについての制度改革を行ってきており、新しい債務再編成の枠組みの構築を担ってきた。本稿ではこれらの点について理論・実証・政策の三面から包括的に議論する。

もちろん、ソブリン債の債務再編成に関して先行研究をまとめたサーベイ論文は既にいくつか存在する。例えば、Aguiar and Amador (2014) と Aguiar et al. (2016) はソブリン債に関する理論研究についてのサーベイを行っている。Das, Papaioannou, and Trebesch (2012) はソブリン債の債務再編成に関する実証的事実について包括的なサーベイを行っている¹⁾。Ams et al. (2020) は対外債務に関する IMF の政策について議論している。しかし、これらのサーベイ論文は理論・実証・政策のいずれかの点を議論しておらず、これら3つの側面すべてを包括的にまとめ、それぞれの側面が互いに密接に関連していることに焦点を当てている論文は我々の知る限り存在しない。

本稿では、ソブリン債の債務再編成についての概念、近年の傾向、実証的発見、理論的含意、IMF による政策について議論し、近年の理論研究、実証研究、制度改革の関連を明らかにする²⁾。より具体的には、以下の点について議論をする。

- ・ **概念**：債務不履行や債務再編成の定義は何か。債務再交渉の過程とはどのようなものか。債権者委員会や議長はどのように選ばれるのか。
- ・ **近年の傾向**：2014 年以降に行われたソブリン債務再編成にはどのような特徴がみられるのか。
- ・ **実証的事実**：対外債務再編成における戦略（タイミング）やその経済への影響、再交渉における債権者の役割に関してどのような実証的事実があるか。
- ・ **理論的含意**：対外債務再編成のタイミングの選択や債権者委員会の議長国の景気・金融循環が与える影響の背景ではどのようなメカニズムが働いているのか。債務再編成によりどのようなメカニズムで GDP が低下するのか。
- ・ **IMF の政策**：近年の IMF の債務再編成に関する制度改革にはどのようなものがあるか。

そして、関連する最近の理論研究・実証研究について議論する。そうした最近の研究について議論する際、ソブリン債の研究者だけでなく政策当局や金融機関の実務家、法律家など、より多くの読者の目にとまるよう、専門的な説明を避け、わかりやすい説明を提供できるように心がけた。

本稿では以下の構成に従って議論をする。まず第Ⅱ節では債務再編成の定義、再交渉の過程、そして近年の債務再編成の傾向について説明する。第Ⅲ節では債務再編成を行うタイミングが債務不履行後なのか前なのかによって経済への影響や債務再編成の帰結が異なることを議論する。第Ⅳ節では債権者委員会の議長国の景気・金融循環が債務再編成においてどのような影響を与えるのかを議論する。第Ⅴ節では債務再編成が債務国経済に及ぼす影響に関する実証研究を議論する。そして近年 IMF が行った貸付政策や債務危機への対応政策について第Ⅵ節でま

1) ソブリン債務と再編成に関する実証研究のサーベイについては Tomz and Wright (2013) と Asonuma, Erce and Sasahara (2018) を参照して欲しい。

2) 本稿では外国の民間部門が債権者である対外債務再編成について議論している。自国の民間部門が債権者である対内債務不履行に関しては、Reinhart and Rogoff (2011), D'Erasmus and Mendoza (2016), Erce and Mallucci (2018) を参照されたい。

とめ、第Ⅶ節で本論文を総括する。

Ⅱ．債務再編成の定義，過程，そして近年の傾向

Ⅱ－１．定義

はじめに、本稿全体にわたって繰り返し用いられる債務不履行、債務再編成、債務再編成の戦略などの概念を定義し、債務再交渉の過程と債権者委員会とその議長について説明する。

債務不履行と債務再編成

債務不履行と債務再編成について、ソブリン債における文献（例えば、Reinhart and Rogoff 2009）では、民間金融部門で用いられる定義（例えば、Standard & Poor's 2006）に倣い、以下のように定義している。

- ・ソブリン債務不履行（sovereign default）— 事前に約束された期限内に政府が元本や利子を支払えないこと
- ・ソブリン債再編成（debt restructuring）— 債務国の返済責任を軽減させるようにディストレス債務（債務不履行に陥りそうな債務）の交換が行われること³⁾

債務再編成には様々な方法があり、主に、債務の満期を遅らせる債務返済繰り延べ（debt rescheduling）⁴⁾と債務の名目額を削減する債務削減（debt reduction）が挙げられる。

債務再編成の戦略

債務再編成の戦略は各々の事案によって異なる。債務者が支払いを滞らせた後に債務再編成の交渉を行うこともあれば、債務者が支払いを滞らせる前に債務再編成の交渉を始めることもある。債務再編成が異なったタイミングで行わ

れるということに着目して、Asonuma and Trebesch（2016）は外国の民間部門が債権者である対外債務の再編成について以下のように分類している：⁵⁾

- ・強い意味での事前債務再編成（Strictly preemptive restructurings）— 債務の支払いが滞ることなく、法的な債務不履行が起こる前に債務再編成を行う事例
- ・弱い意味での事前債務再編成（Weakly preemptive restructurings）— 債権者と公式あるいは非公式に交渉した後一律的な債務不履行なく債務の支払いが一時的にかつ部分的に滞り、その後に債務再編成を行う事例
- ・事後債務再編成（Post-default restructurings）— 債権者の合意なく債務の支払いが一時的に滞った後に債務再編成を始める事例

事前債務再編成は一時的な債務の支払いの滞りがあるかないかを判断基準として「弱」事前債務再編成と「強」事前債務再編成に区別される。それ以外の、債務不履行の後に行われる債務再編成が事後債務再編成である。

債務再交渉過程

債務の再交渉にどれくらいの期間を要したのか（交渉期間）は、債務再編成の規模を測る指標として経済分析でよく着目される。まず、債務国政策当局が債務支払いを延滞し債務不履行に陥ったとき、あるいは債務再編成を行うと公表したときに債務再編成が始まった（債務再編

3) 通常の債務マネジメントの運営（例えばスワップ取引）との違いは、交換される債務がディストレス債務（債務不履行に陥った・あるいは債務不履行に陥りそうな債務）であるという点である。

4) 額面価格を変えずに利子率を下げる事例（表面利率の引き下げ）もある。

5) 債務再編成の戦略（タイミング）は債務再編成が終了した段階でその時点での情報を基に分類される。

成の開始)と定義する。そして、債務国が既存の債務が新しい債務と交換したときに債務再編成が終了した(債務再編成の終了)と定義する。Das et al. (2012)は債務再交渉過程について詳しく解説しており、ここではDas et al. (2012, 第Ⅲ.A節)の解説を基に交渉過程を簡潔に要約する。

まず、債務国政策当局は財政・債務返済の持続可能性を回復させる意図を持って元本や利子の支払い義務を放棄すると宣言する。そして、債務国政策当局は法務顧問と財務顧問を雇用し債務返済案の作成に取り掛かる。そして当局は、法務顧問と財務顧問の助けのもと、まず政策改革プランと金融改革プランを提案し、それらを基に持続可能な債務支払案を練る。同時に、未払いの債務の法的・金融的特性を考慮して債務再編成の対象債務を決める。複数の債務再編成の原案を立案し、それぞれの原案を基に作成した債務再編成計画を債権者に提示し、意見を求める。そして最終的な決定に至るまで、これらの過程を繰り返し、債務再編成案を作成する。

再交渉の最終段階では、債務国政策当局は債権交換オファーを債権者に提示し、債権者はそれを受け入れるかどうかを判断することになる。債権交換が「成功する」ためには、全債権者の一定割合が合意をして債権交換オファーを受け入れられなければならない。ときには債権者が債権交換オファーを受け入れないこともあり、そのような債権者はホールダアウト債権者と呼ばれる⁶⁾。債権者が交換オファーを受け入れたとき、既存の債権に代わって新しい債権が債権者に渡り債務再編成が終了することとなる。

債権者委員会とその議長

次に債権者側に焦点を移し、Asonuma and Joo (2020, 第2.1節)に基づいて債権者委員会などの制度について説明する。交渉の開始段階において、債務国政策当局は債権者委員会の議

長を任命し、議長は債権者委員会を発足させる。最大シェアの債権を持つ債権者、あるいは前回の交渉の際に議長を務めた債権者が議長に選ばれる傾向にある⁷⁾。債権者委員会の議長は他の債権者(多くの場合銀行などの金融機関)にも委員会に参加するように促すことが多い。債権者の国籍の構成が債権者委員会に参加する委員の国籍の構成に反映されるように、そして個々の債権国の債権者が委員会において少なくとも議席一つは確保できるように委員が選ばれる。

債権者委員会とその議長は債権者を代表し、再交渉において重要な役割を果たすことになる。委員会は債権交換オファーを受け入れるか、拒否するか、あるいは債権交換オファーの変更を求めるかを決定することができ、債権交換オファーがいつ提案されるかも債権者委員会が決定することができる。さらに、債権者委員会は債務国政策当局に対する意見や委員会としての立場・見解を公表することもある。

Ⅱ-2. 2014-20年のソブリン債務再編成

Asonuma and Trebesch (2016)の更新されたデータによると、2010年以降24件の債務再編成が行われ、そのうちの17件が既に終了し、残りの7件は2020年9月時点で債務再編成中である。IMF (2020, 第Ⅰ.A節)は2014年から2020年にかけて行われた債務再編成の傾向を3つ要約している。それによると、第一に、債券発行による債務再編成が全体の債務再編成に占める割合が大きく、さらに集団行動条項(Collective Action Clauses, CACs)が頻繁に用いられる傾向にあった。1990年代と同様、債務再編成をする方法として最も一般的であったのは新たに債券を発行することであった。例外的に銀行からの借り入れのみで債務再編成を行った例はあるものの、一件のみである。また、半分以上の債務再編成の事例において集団行動条項が用いられ、債権者が債務再編成に積極的

6) ホールダアウトとはいい条件を引き出すために決定を留保することであり、ホールダアウト債権者は保井(2002)では「ごね得を狙う債権者」と訳されている。

7) Lomax (1986) や Rieffel (2003), Das et al. (2012) による。

に参加するように促される傾向にあった。集団行動条項が用いられた事例では民間の債権者と法廷闘争に発展したケースはなく、債務再編成が円滑に行われたといえる。

第二に、事前の債務再編成が多く用いられるという傾向があった。具体的には、2014年以降の9件の債務再編成において、5件が事前債務再編成、4件が事後債務再編成であった。1978-2010年では事後債務再編成の事例が圧倒的に多かったこととは対照的である。第三に、

債務再編成の交渉期間が平均して1.2年と、1978-2010年の外国の民間部門が債権者である債務再編成の平均の3.5年に比較して短かった。さらに、IMF（2020）によると、近年の低所得国の債務再編成には4つの事例がある。別途、G20やパリクラブがそれに関連した様々な政策を行っている⁸⁾。低所得国は外的な要因による経済損失が特に大きいので、債務危機に陥ることが頻繁にある⁹⁾。

Ⅲ．債務再編成の戦略

前節で紹介した第二、第三の傾向について学術的な分析と説明が行われているため、本節ではそれについて実証と理論の両面から議論する。

Ⅲ－１．実証的事実

Asonuma and Trebesch (2016) は、1978-2010年に実施された179件の外国の民間部門が債権者である債務再編成のタイミング、交渉期間に関する月次データを作成している。交渉期間は、債務不履行が起こった時点、あるいは債務再編成の開始の公表時点から債務再編成終了までの月数で定義される。このデータを用いて、彼らは、債務不履行の前に行われる債務再編成は、（１）頻繁に行われていて全体の3分の1以上を占めること、債務不履行後に行われる債務再編成に比較して（２）債務の純現在価

値削減（以下ではヘアカットと記述する）が低いこと、（３）交渉期間が短いこと、（４）債務再編成開始以降のGDPの低下が小さいこと、そして（５）再編成終了後、国際資本市場からの除外期間が短いことを示している。

一点目に関して、その論文で扱っている179件のうち68件が事前債務再編成に分類される。26か国で行われた45件が一時的かつ部分的支払い延滞があってから行われた「弱い意味での」事前債務再編成であり、13か国で行われた23件が支払い遅延がない中で行われた「強い意味での」事前債務再編成であった。68か国で行われた111件が債務不履行後に行われた事後債務再編成であり、この種の債務再編成が全体の62%を占める。

二点目に関して、事前債務再編成のヘアカッ

8) 公的な二国間の対外債務に関してG20及びパリクラブは2020年4月15日、低所得国に向けて「政府が債権者である対外債務」における債務支払猶予イニシアティブ（DSSI）を承認した（G20, 2020）。そして、公的な二国間の債務の支払を2020年12月31日まで猶予することになった。さらに、2020年9月18日時点で、43か国の低所得国が債務支払猶予イニシアティブに参加することを正式に要請した（IMF and WBG, 2020）。G20及びパリクラブは2020年10月14日、債務支払猶予イニシアティブ（DSSI）を2021年6月30日まで延長することを承認した（Paris Club, 2020）。

9) グレナダは2003-05年の債務再編成以降、2008年に先進国で起こった世界的な金融危機の影響を受け、観光業と建築業が甚大な影響を受け、経済活動が8パーセント程度低下した。同じ地域の新興国（平均5パーセント減）と比べてより深刻な影響を受けた。経済活動の低迷が慢性的な財政悪化に繋がり、2013年に債務不履行を余儀なくされた（Asonuma et al., 2018）。

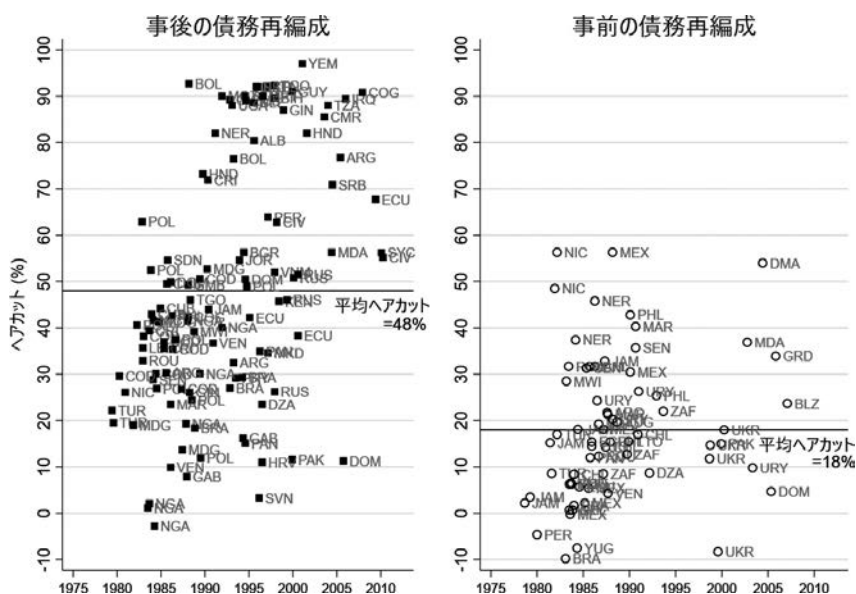
トは18%であるのに対し、事後債務再編成のヘアカットは48%であった。多くの事前債務再編成の事例においては額面価格削減があまり大きくないのでヘアカットはそれほど大きくなり、事前の債務再編成と事後の債務再編成の間で大きな差異が生じていることがわかる。三点目の事実に関して、事前の債務再編成の場合、債務再編成に要した期間は平均して12カ月であったのに対し、債務不履行後に債務再編成を行った場合に債務再編成に要した期間は実に58カ月である。事前の債務再編成の場合は債務不履行が起きていないため債務再編成が短期間のうちに終了する傾向にある。

図1は個々の債務再編成のヘアカットを時系列順に並べている。横軸は年次で、縦軸はヘアカット(%)である。まず、過去35年間に行われた債務再編成の事例のうち約38%が事前の債務再編成であり、事前の債務再編成が頻繁に行われているという第1の事実が示されている。また、事前の債務再編成のヘアカットは事後の債務再編成のケースと比較して平均も分散も小さいという第2の事実も示されている。特

筆すべきは、事前の債務再編成のヘアカットの最大値が56%であり、事後の債務再編成の最大値が100%近いことと比較してかなり小さいことである。

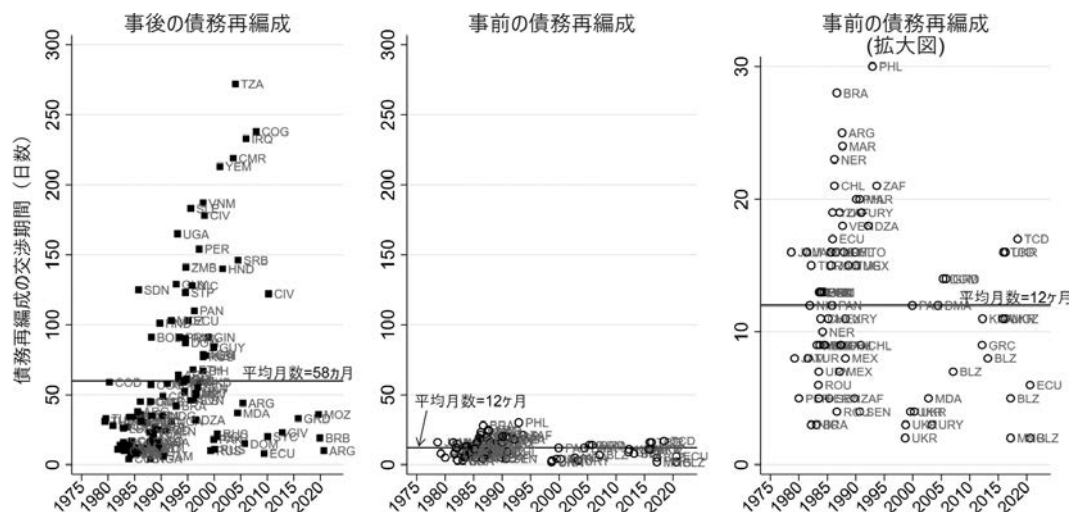
図2は債務再編成に要した期間を縦軸にとっている。左のパネル(事後の債務再編成)と中央のパネル(事前の債務再編成)を比較すると、事前の債務再編成では事後のケースと比較して再編成期間が非常に短いことがわかる。Asonuma and Trebesch (2016)は事前の債務再編成と事後の債務再編成の交渉期間についてノンパラメトリック推定をしている。図3はそれによって得られたカプラン・マイヤー生存関数である。横軸は開始から終了までの債務再編成の交渉期間(月数)である。縦軸は交渉が継続される非条件付き合成確率である。事前の債務再編成の場合は12か月後に交渉が継続される確率が25%に低下する一方で、事後の債務再編成の場合は25%に低下するのに72か月を要する。図2と図3は、事前の債務再編成の交渉期間は事後の債務再編成に比較して短いという第3の事実を明確に示している。

図1 事前／事後の債務再編成のヘアカット



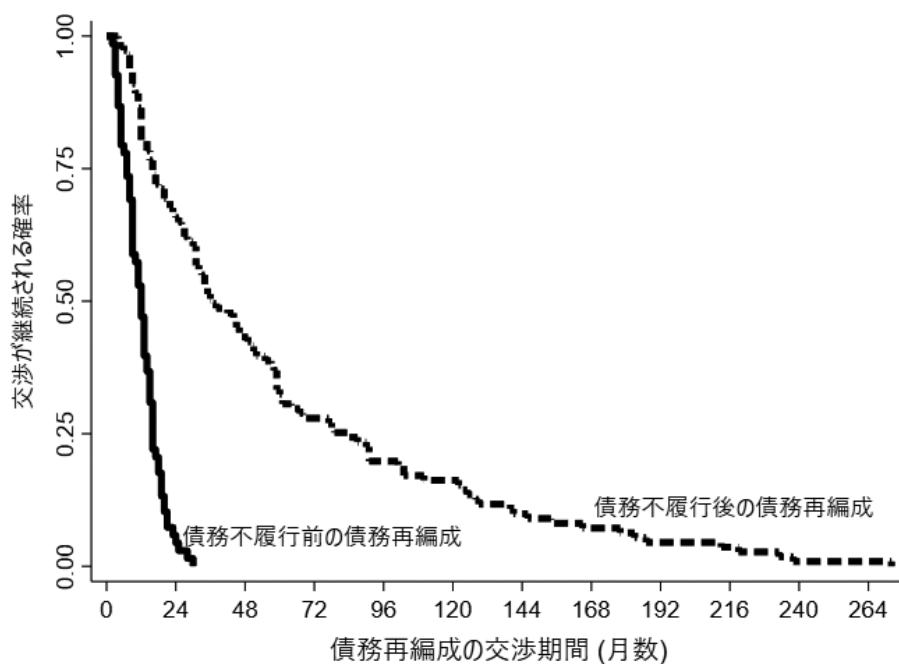
(出所) Asonuma and Trebesch (2016) のデータを基に筆者作成

図2 事前／事後の債務再編成の交渉期間



（出所） Asonuma and Trebesch (2016) のデータを基に筆者作成。尚，Asonuma and Trebesch の 2020 Update of Monthly Default and Restructuring Dataset を基に 2020 年までデータを延長している。一番右のパネルは事前の債務再編成の対象国を見やすくするために縦軸の尺度を変更して図を拡大している。

図3 債務再編成の交渉期間に関するカプラン・マイヤー生存関数



（出所） Asonuma and Trebesch (2016)

Ⅲ－２．理論

ソブリン債の理論分析の先行研究では、政策当局が債務再編成の事前・事後のタイミングをどのように選ぶのかについて説明を試みている。Asonuma and Trebesch (2016) は事前の債務再編成と事後の債務再編成の選択を明示的に導入した理論モデルを構築している。政策当局は、毎期不規則に起こる外生的な所得ショックを所与として、今期と将来の厚生を割引現在価値を最大化するように意思決定をする。理論分析によって、今後 GDP が減少する確率が高く債務不履行が起こって大きな損失を被ることが予測される場合、事前の債務再編成が好まれることが示唆された。もし債務不履行が予見されないのであれば、債務不履行が回避されるという期待の下で債務国政策当局と債権者はリスクが高まるまで債務再編成を開始しないという

選択をとる。そして、ひとたび負の所得ショックがきっかけとなって債務不履行が起これば、事後の債務再編成を開始することとなる。

さらに、Asonuma and Trebesch (2016) は、事前の債務再編成の場合はヘアカットが小さくなることを理論的に示している。事前の債務再編成の場合は交換オファーが債務不履行前、つまり負の所得ショックが実現する前に行われる為、債権者が他の選択肢を選ぶことで得られる利得が負のショックを受ける前の債務の期待市場価値（債務国の支払いを含む）と同値となる。したがって、事前の債務再編成ではその期待市場価格と同様、もしくはそれ以上を支払わない限り合意できない。結果としてヘアカットが低くなる。そして事前の債務再編成の場合は支払いの滞りがないため GDP の低下が小さく、結果として交渉期間が短くなる。

Ⅳ．債権者の経済状況が債務再編成の過程と結果に及ぼす影響

この節では、債権者の経済状況が債務再編成の過程と帰結に与える影響について検証した最近の学術研究について、やはり実証と理論の両面から議論する。

Ⅳ－１．実証的事実

Asonuma and Joo (2020) は 1978-2010 年に行われた債務再編成における債権者委員会のデータを作成し、債権者委員会の国の経済状況が債務再編成に与える影響を検証している¹⁰⁾。まず彼らが作成したデータからわかることを簡単に議論したい。データが対象としている 179 件の 73% にあたる 130 件において債権者委員会が発足しており、全体の 66% にあたる 118 件において債務国政策当局が債権者委員会の議

長を指名している。これらのケースのうち、59 件において米国の金融機関が議長を務めており、41 件において欧州の金融機関が議長を務めている。

Asonuma and Joo (2020) はさらに、債権者委員会の議長の国の景気・金融循環 (Business and financial cycle) のデータを作成している。そして、債権者委員会の議長の国が良好な景気・金融循環にあるときは、(1) 債務再編成の交渉が長引き、(2) ヘアカット（純現在価値削減）が低くなり、(3) そして元本の名目額の削減額が小さくなる傾向にあることを報告している。

一点目に関して、「債権者委員会議長の国の銀行貸付利率のプレミアムの平均値（銀行貸付利率から国債短期債券の利子率を引いたもの）」

10) そのデータセットでカバーされている 179 件の債務再編成のすべてが外国の民間部門の債権者を対象とした対外債務再編成である。

と債務再編成にかかった期間の相関を見た散布図を図4に掲載している。縦軸は債務再編成の期間（年数）で、横軸に「銀行貸付利率のプレミアム」の平均値をとっている。図4はこれら2つの変数の間に負の相関があることを示している。債権者委員会議長が良好な景気・金融循環にあるとき、「銀行貸付利率のプレミアム」が小さくなり、債務再編成の期間が長引く傾向にあるということである。

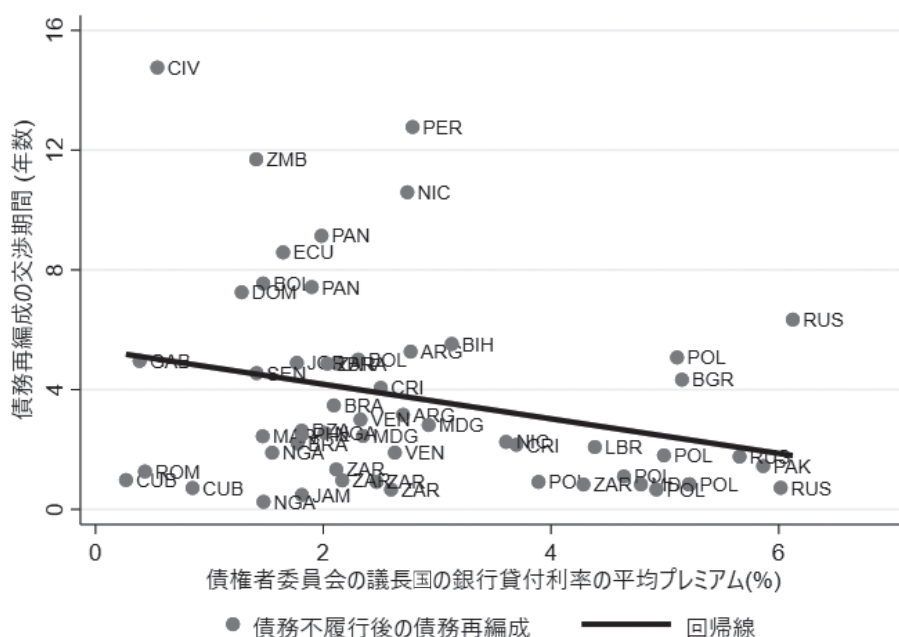
二点目と三点目に関して、図5はヘアカットと「債権者委員会議長国の銀行貸付利率のプレミアム」の相関を示し、図6は額面価格削減と「債権者委員会議長国の銀行貸付利率のプレミアム」の相関を示している。図5と図6の

ヘアカットと額面価格削減は他の要因を取り除いた後に得られる残差である¹¹⁾。両方の図において正の相関が観察されている。つまり、債権者委員会の議長の国がより良い景気・金融循環にあるときは、銀行の貸付利率のプレミアムが小さくなり、ヘアカットが小さくなり額面価格削減も小さくなる傾向にあることが示唆される。これらの実証的事実の理論的な説明を次節で行う。

Ⅳ－2. 理論

この節では、前節で説明した実証的事実についての理論的な考察をまとめる¹²⁾。Asonuma and Joo (2020) は、リスク回避的な債務国政

図4 債務再編成の交渉期間と債権者委員会議長国の銀行貸付利率のプレミアム

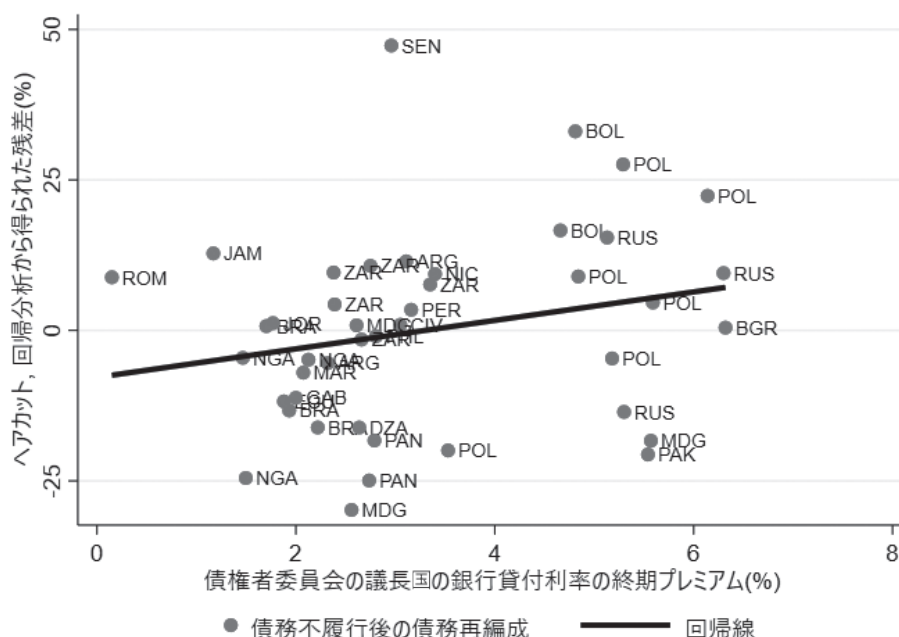


（出所） Asonuma and Joo (2020) のデータを元に筆者作成。Asonuma and Joo (2020) の図1と同様の結果が、横軸をGDP成長率からプレミアムに入れ替えても成立することを示している。

11) 以下のような手法を用いて他の要因の影響を排除した値を計算した。まず、ヘアカットと額面価格削減をそれぞれ被説明変数として用い、債務再編成の期間、債務国の債務、GDPトレンドからの乖離などを説明変数として用いて回帰分析を推定した。そして得られた残差を他の要因の影響を排除したものと定義した。

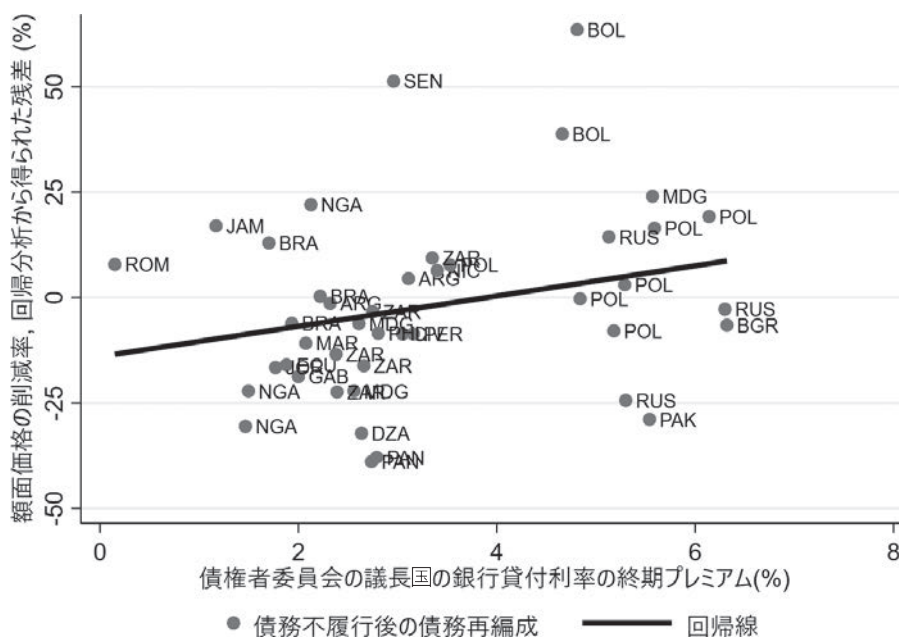
12) 債券スプレッドなどで測られる借り入れ費用を説明する上でリスク回避的な債権者が果たす役割を考えた論文には Aguilar et al. (2016), Borri and Verdelhan (2011), Lizarazo (2013) などがある。

図5 債務再編成のヘアカットと債権者委員会議長国の銀行貸付利率のプレミアム



(出所) Asonuma and Joo (2020) のデータを元に筆者作成。Asonuma and Joo (2020) の図2と同様の結果が、横軸を GDP 成長率からプレミアムに入れ替えても成立することを示している。

図6 債務再編成の額面価格削減と債権者委員会議長国の銀行貸付利率のプレミアム



(出所) Asonuma and Joo (2020) のデータを元に筆者作成。Asonuma and Joo (2020) の図 A1 と同様の結果が、横軸を GDP 成長率からプレミアムに入れ替えても成立することを示している。

策当局とリスク回避的な債権者が債務不履行後に複数回におよぶ再交渉を行うソブリン債の理論モデルを構築し、前述の実証的事実の説明を試みている。そこでは、債権者国の所得が高い時（つまり債権者が良い景気・金融循環にある時）、債務再編成が長引き、ヘアカットが低くなることを示している。債権者がより良い景気・金融循環にある時は、債権を回収することで債権者の今期と来期の消費水準を平準化させたいという動機が小さくなり、債務不履行によって

失った資金の回収を今期に行うことに積極的でなくなる。それにより、将来の再交渉で予測される支払率（100%からヘアカットを引いたもの）と同程度もしくはそれより高い支払率を要求するようになる。したがって、債務者の観点で見ると交渉が長期化し、債権者に応じてもらうために支払いの割合が高い債務再編成プランしか提示できなくなる。結果として、交渉期間が長くなりヘアカットが小さくなる。

V. ソブリン債の債務再編成の経済的影響

V-1. 実証的事実

ソブリン債の実証分析の先行研究では、債務不履行・債務再編成によって債務国が被る経済的な損失を様々な側面から分析している。例えば、Borensztein and Panizza (2009) は債務不履行によって（１）債務国の GDP が低下し、（２）国際資本市場における信頼が失墜し、（３）国際貿易が減少し¹³⁾、そして（４）政治的混乱を引き起こす確率が高まることを示している。

一点目の GDP の低下に関して、Borensztein and Panizza (2009) が債務不履行後に GDP がどれくらい減るかについて着目しているのに対し、Levy-Yeyati and Panizza (2011) は債務不履行の前に既に GDP の低下が始まっているという点に焦点を当てて分析を行っている¹⁴⁾。彼らは、年次データと四半期データを用いて1970-2005年の間に14か国で行われた24件の債務危機の GDP 成長率への影響を分析している。そして、債務危機が起こった年に GDP 成

長率が平均して1.3%ポイント低下し、それ以降の年では統計的に有意な GDP 成長率の低下は見られないことを報告している。この GDP 成長率が一時的にしか低下しない結果について、実際に債務不履行が起こる前に市場が債務不履行を期待することで GDP 成長率が自己実現的に低下するからではないかと述べている。

二点目について、Cruces and Trebesch (2013) は借入れ費用や債務不履行後に資本市場から排除される期間を用いて「国際資本市場における信頼」を定量化している。そして債務不履行の際のヘアカットがそれらの変数に与える影響を推定している。まず、Cruces and Trebesch (2013) は Struzenegger and Zettelmeyer (2008) が考案した債権者の損失を計算する方法を用いて1978-2010年の179件の債務再編成におけるヘアカットを計算している。そして債務再編成の事例ごとにヘアカットが大きく異なることを明らかにし、さらに、ヘアカットの大きさと借入れコスト

13) 債務不履行や債務再編成が国際貿易に与える影響を分析した論文には Rose (2005), Martinez and Sandleris (2011), Zymek (2012), Asonuma, Chamon, and Sasahara (2016) がある。これらの論文は債務不履行や債務再編成が国際貿易を減少させることを示している。

14) 債務不履行や債務再編成が GDP に与える影響を分析した論文には De Paoli, Hoggarth, and Saporta (2009), Furceri and Zdzienicka (2012), Asonuma and Trebesch (2016), Trebesch and Zabel (2017), Asonuma, Chamon, Erce and Sasahara (2019) がある。

トや資本市場からの排除期間が密接に関連していることを示している。具体的には、ヘアカットが大きいと債務不履行後に借り入れ費用（債券スプレッド）が上昇し、より長い期間国際資本市場から排除されることを示している¹⁵⁾。それまでは、ヘアカットが高くては債権者はそれを将来の借り入れ費用に反映させず、債務国がその後不利な状況に陥ることがないと考えられていた。しかし、Cruces and Trebesch (2013) の研究が発表されて以降、ヘアカットが高いと債務国はそれ相応の費用を払うことになっていることが明確に理解された¹⁶⁾。

V-2. 理論

ソブリン債に関する理論研究では、債務再編成が行われた際の GDP の損失や債務国の銀行部門が被る損失について説明を与えている。Mendoza and Yue (2012) は、労働と輸入中間財と国内中間財を用いて生産が行われる生産経済におけるソブリン債の理論モデルを構築している。そこでは、債務国が債務不履行に陥り国際資本市場へのアクセスを失うと生産性と GDP が低下することを示している。メカニズムは以下の通りである。債務国が債務を支払い国際資本市場へのアクセスを維持すると（つまり経常収支の赤字が維持できると）、最終財生産者は輸入中間財と国内中間財の両方を用いて生産をすることができ、外生的な世界利子率の下で運転資本（ワーキングキャピタル）を入手することができるので生産性が低下しない。対照的に、債務国が債務不履行に陥り国際資本市

場へのアクセスを失うと（つまり経常収支がバランスせざるを得ないと）、最終財生産者は輸入中間財を国内中間財で代替しなければならず、国内中間財と輸入中間財との代替性が高くないため、生産性が低下するのである。

同様に、Sosa-Padilla (2018) は債権を所有する自国の銀行部門を導入したソブリン債の理論モデルを提示している。そこでは、債務国が債務不履行に陥ると債権を保有する銀行部門のバランスシートにおいて資産が減少し、民間生産部門への資金の貸し出しが減少し、信用収縮（クレジット・クランチ）が起こる。債務不履行による信用収縮の結果、銀行が民間生産部門へ高い利子率を設定するようになり、民間生産部門では資本が減少し生産性が低下することになる。一方で、債務国が債務を支払い債務不履行が起こらないと債権を持つ金融機関は資産を維持することができ、民間生産部門に低い利子率で資金を貸し出すことができる。その結果、高い生産性を維持することができる。

このように、債務危機の GDP への影響について多くの実証研究と理論研究が行われてきている。特に GDP の低下の理論的メカニズムや、ヘアカットなどに反映された債務再編成の特徴が債務国のその後の経済状況に与える影響について様々なことがわかってきている。

15) 具体的には、ヘアカットが1%ポイント高いと、債務再編成が起こった翌年に債券スプレッドが0.07%ポイント上昇し、4.5年後でも0.03%ポイント高いままであること、そして国際資本市場へのアクセスを回復する確率が2.4%減少することを示している。

16) Asonuma (2016) では債務国政策当局と債権者が債務不履行後に一回だけの再交渉（ナッシュ交渉）を行うソブリン債の理論モデルを構築し、実証的事実の説明を試みている。負の所得ショックを受けた債務国政策当局が再交渉で十分に高い支払いが出来ない場合、債権者は将来の債権への追加プレミアムを課すことになる。このことで、将来、債務国が債務を発行する際に、プレミアム分を支払うことになる。現在価値で計算すると、再交渉の際に債権者はその時点で支払われる分と将来支払われる分の支払い額（確約分を含む）を得ることになり、債務者はその時点で支払う分と将来支払う分の支払い額（確約分を含む）を請求されることになる。結果として、再交渉でのヘアカットが高いときには、再編成後の債権の借り入れ費用（債券プレミアム）が上昇する。

VI. 近年のIMFによる政策

この節では、2012年から2016年までにIMF理事会が承認した重要な政策を3つまとめる。第一に、国・政府が債権者である債務の支払いの遅延（Arrears on bilateral debt）に対して非寛容・厳格になるよう行われた制度改革（IMF, 2015b）。第二に、例外的アクセス政策（Exceptional access policy）に関する制度改革（IMF, 2014a, 2015a）。そして第三に、対外債務に関する法的枠組み（Legal framework）に関する制度改革である（IMF, 2014b, 2019）。これらの政策について以下で詳しく議論する。

第一の点について、IMF（2015b）によると、近年パリ・クラブ以外の対外債権を保有する国・政府が果たす役割が重要になってきていることから、IMFは「国・政府への債務支払い遅延している債務国への貸出政策（Lending Into Official Arrears, LIOA）」を2015年に修正した。既存の政策の下では、債権者である国・政府によるホールドアウトのリスクがあることが認識されていたため、そのリスクを軽減するために「民間債権者への債務支払い遅延している債務国への貸出政策」¹⁷⁾と統合的な政策を、対外債権を保有する国・政府にも適用できるように制度改革を行ったのである。この制度改革によって、対外債権を保有する国・政府が集团的行動をとる動機付けが強まりさらに融資または債務削減に貢献しない国・政府がIMFプログラムを拒否することができないようになった。そして、IMF理事会は2015年にこの制度変更を承認した。これによって、債務支払いの滞納が起こっていたとしても一定の条件を満たすとIMFが資金援助をすることが可能になり、債務再編成の交渉を早期に終えることに寄与した。

第二の点について、まず、例外的アクセス政策とは、経済危機が起こったときに一定の条件を満たせば通常時の上限を超える貸し付けをIMFから受けられる制度である。それまでの例外的アクセス政策は危機の伝播を阻止できなかったこと、そして民間の債権者が債務再編成に協力的になるように機能しなかったことから批判されてきた（Ams et al. 2020）。様々な批判に答えるために、IMFは例外的アクセス政策が柔軟性を持って行われるように制度改革を行った（IMF, 2014a 2015a）。具体的には、後述する2つの条件が満たされているとき、リプロファイリング（Reprofiling）、つまり、元本や利子の額が減額されることなく満期を短期間延期することができるように改革を行った。2つの条件とは、（i）それによって財政・債務の持続性が改善すること、（ii）財政・債務の持続性が不確実であるとき（つまり高い確率で債務が持続可能であると言えないとき）に、IMFの貸出金が守られるようにリプロファイリングが機能することである（IMF, 2015a, 10 ページ）。2016年1月に、この例外的アクセス政策の制度改革案はIMF理事会に承認された。

第三の点に関して、IMF（2014b）は既存の債務再編成の法的枠組みにおいて問題点が2つあることを指摘している。問題点の1つ目は、アルゼンチンとNMLキャピタルの法廷闘争において顕在化した。その係争において、ニューヨーク裁判所は、パリパス条項（pari passu clause）から示唆される「一定比率に応じた支払い方法（ratable payment method）」がアルゼンチンにも適用されると解釈したのである¹⁸⁾。これによって、この判決を基に、将来債務再編成をする際にホールドアウトをする債権

17) 民間債権者への債務支払い遅延している債務国への貸付（Lending Into Arrears）政策（IMF, 1999, 2002）。

者が現れ債務再編成の交渉が長期化する懸念が生まれたのである。問題点の2つ目は、従来の集団行動条項が、ある国の各々の債券ごとの再編成に別々に適用されるものであって国の対外債券（Bond）全体の再編成に適用されるものではなかったことである。つまり、債権者が各々の保有する各々の債券に対してそれぞれホールアウトを行うことが可能であるから、債務再交渉の長期化が懸念される状況にあった。

これらの問題点を解決するためにIMFの理事会はパリバス条項の修正解釈を認可し、さらに既存の集団行動条項を修正した「強化された集団行動条項（enhanced CACs）」を承認した（IMF, 2014b, 2019）。パリバス条項の修正解釈の下では、その条項が公平な法的優先性を保

証するものであり、全ての債権者に同じ額の支払いを保証するものではないとしている。そして、「強化された集団行動条項」の下では、全ての債券におけるほとんどの債権者が債務再編成における意思決定に参加することができる。さらに、債務国に対する対外債券全体を一括りとして強化された集団行動条項が適用でき、債権者間で公平性を確保することができる。

このように、IMFは既存のアプローチの問題点を常に理解するよう努め、債務再編成の交渉が円滑に進むように制度改革を行ってきた。これらの制度改革の効果についての理論的・実証的な評価は今後の重要な研究課題となるであろう。

VII. おわりに

近年、債務再編成が頻繁に行われていることと並行して、学術研究と政策的議論が活発に行われてきた。本稿に先行して書かれたサーベイ論文は理論・実証・政策の各々の側面に焦点を当てて詳細な概要を提供した一方で、これら3つの全ての側面を網羅的に要約し、それぞれの側面が密接に関連していることに焦点を当てたサーベイ論文はこれまでなかった。

本稿では理論・実証・政策のすべての面からソブリン債の債務再編成について議論した。より具体的には、債務再編成に関する概念、近年の傾向、実証的事実、理論的含意、そしてIMFが実施してきた政策について包括的にまとめた。近年の学術研究についても議論し、債務再編成が債務不履行の前に行われるか後に行われるかでその過程、帰結や経済への影響に違いは

あるのか、債権者委員会の議長国の経済状況が債務再編成においてどのような影響を与えるのか、債務再編成の経済への影響にはどのようなものがあるかなど、学術的な視点からも議論した。

現在の対外債務に関する法的枠組みは2014-20年における外国の民間部門が債権者である対外債務再編成において概ね効果的に機能していた。しかし、今後の債務再編成においていくつかの脆弱性もみられる（IMF, 2020）。コロナ危機以降、世界全体で債務が拡大している現在、今後より一層その脆弱性を改善する政策の提言、議論、施行が求められる¹⁹⁾。

本論文では、研究者だけでなく政策当局、法務家、民間金融機関の実務家を含めたより多くの読者の目にとまり、債務再編成についての概念をわかりやすく伝えられるように専門的な議

18) Olivares-Caminal (2013)によると、ラテン語の*pari passu*は「equal step（足並みを揃える）」という意味であり、「同じ状況にあるものを等しくランク付けする」という意味合いがある。債権者平等条項などと訳されることが多い。

19) IMF (2020)は様々な法的枠組みの改善策を提言している。

論はできるだけ避け、比較的平易な内容になるように努めた。本稿が様々な形で今後の政策立

案の一助となれば幸いである。

参 考 文 献

- Aguiar, M., and M. Amador, 2014, "Sovereign Debt," In *Handbook of International Economics*, Vol. 4, pp. 647-687.
- Aguiar, M., S. Chatterjee, H. Cole, and Z. Stangebye, 2016, "Quantitative Models of Sovereign Debt Crises," In *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2B. Elsevier, pp. 1697-1755.
- Ams, J., T. Asonuma, W. Bergthaler, C. DeLong, N. El Mehdi, M. Flanagan, S. Hagan, Y. Liu, C. Lundgren, M. Mühleisen, A. Pienkowski, G. Pinto, and E. Robert, 2020, *Prevention and Resolution of Sovereign Debt Crises*, Selected Legal and Institutional Papers Series.
- Asonuma, T., 2016, "Serial Sovereign Defaults and Debt Restructurings," IMF Working Paper No. 16/66.
- Asonuma, T., M. Chamon, A. Erce, and A. Sasahara, 2019, "Costs of Sovereign Defaults: Restructuring Strategies, Bank Distress and the Capital Inflow-Credit Channel," IMF Working Paper No. 19/69.
- Asonuma, T., M. Chamon and A. Sasahara, 2016, "Trade Costs of Sovereign Debt Restructurings: Does a Market-Friendly Approach Improve the Outcome?" 2016, IMF Working Paper No. 16/222.
- Asonuma, T., A. Erce and A. Sasahara, 2018, "Sovereign Debt Restructurings: An Overview of the Empirical Literature," *The Journal of Investing*, Vol. 27(3), pp. 56-64.
- Asonuma, T. and H. Joo, 2020, "Sovereign Debt Restructurings: Delays in Renegotiations and Risk Averse Creditors," *Journal of European Economic Association*, Vol. 18(5), pp. 2394-2440.
- Asonuma, T., M. X. Li, M. G. Papaioannou, S. Thomas, and E. Togo, 2018, "Sovereign Debt Restructurings in Grenada: Causes, Processes, Outcomes, and Lessons Learned," *Journal of Banking and Financial Economics*, Vol. 2(10), pp. 67-105.
- Asonuma, T. and C. Trebesch, 2016, "Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-default," *Journal of European Economic Association*, 14(1): 175-214.
- Benjamin, D. and M. L. J. Wright, 2013, "Recovery Before Redemption? A Theory of Delays in Sovereign Debt Renegotiations," Working paper, Federal Reserve Bank of Chicago and State University of New York Buffalo.
- Borensztein, E. and U. Panizza, 2009, "The Costs of Sovereign Default," *IMF Staff Papers*, Vol. 56(4), pp. 683-741.
- Buchheit, L. C., 2009, "Use of Creditor Committees in Sovereign Debt Workouts," *Business Law International*, 10, 205-217.
- Bi, R., 2008, "Beneficial" Delays in Debt Restructuring Negotiations," IMF Working Paper No. 08/38.
- Borri, N. and A. Verdelhan, 2011, "Sovereign Risk Premia," Working paper, LUISS and MIT Sloan.
- Das, U. S., M. G. Papaioannou, and C. Trebesch, 2012, "Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts," IMF Working Paper No.12/203.
- D' Erasmo, P. and E. G. Mendoza, 2016,

- “Distributional Incentives in an Equilibrium Model of Domestic Sovereign Default” *Journal of European Economic Association*, 14(1): 7-44.
- De Paoli, B., G. Hoggarth, and V. Saporta, 2009, “Output Costs of Sovereign Crises: Some Empirical Estimates.” Bank of England Working Paper No. 362.
- Erce, A. and E. Mallucchi, 2018, “Selective Sovereign Defaults,” Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Furceri, D. and A. Zdzienicka, 2012, “How Costly are Debt Crises?” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31(4), pp. 726-742.
- G 20, 2020, “Communiqué—G 20 Finance Ministers and Central Governors Meeting 15 April 2020”, April 15.
- International Monetary Fund (IMF), 1999, “Fund Policy on Sovereign Arrears to Private Creditors,” Policy Paper, June 18, 1999.
- International Monetary Fund (IMF), 2002, “Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors—Further Consideration of the Good Faith Criterion,” Policy Paper, July 30, 2002.
- International Monetary Fund (IMF), 2013, “Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the IMF’s Legal and Policy Framework,” Policy Paper, April 29, 2013.
- International Monetary Fund (IMF), 2014a, “The IMF’s Lending Framework and Sovereign Debt—Preliminary Considerations, Policy Paper, May 23, 2014.
- International Monetary Fund (IMF), 2014b, “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring,” Policy Paper, September 2, 2014.
- International Monetary Fund (IMF), 2015a, “The IMF’s Lending Framework and Sovereign Debt—Further Considerations,” Policy Paper, April 13, 2015.
- International Monetary Fund (IMF), 2015b, “Reforming the IMF’s Policy on Non-Toleration of Arrears to Official Creditors,” Policy Paper, October 15, 2015.
- International Monetary Fund (IMF), 2019, “Fourth Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contract,” Policy Paper, March 21, 2019.
- International Monetary Fund (IMF), 2020, “The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors—Recent Developments, Challenges, and Reform Option,” Policy Paper, September 23, 2020.
- International Monetary Fund (IMF) and World Bank Group (WBG), 2020, “Implementation and Extension of the Debt Service Suspension Initiative,” Policy Paper, September 28, 2020.
- Levy-Yeyati, E. and U. Panizza, 2011, “The Elusive Costs of Sovereign Defaults,” *Journal of Development Economics*, Vol. 94(1), pp. 95-105.
- Lizarazo, S. V. 2013, “Default Risk and Risk Averse International Investors,” *Journal of International Economics*, Vol. 89, pp. 317-330.
- Lomax, D. F., 1986, *The Developing Country Debt Crisis*. St. Martin’s Press.
- Martinez, J. V. and G. Sandleris, 2011, “Is It Punishment? Sovereign Defaults and the Decline in Trade,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30(6), pp. 909-930.
- Mendoza, E. G. and V. Z. Yue, 2012, “A General Equilibrium Model of Sovereign Default and Business Cycles,” *Quarterly*

- Journal of Economics*, Vol. 127(2), pp. 889-946.
- Olivares-Caminal, R., 2013, "The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments: Developments in Recent Litigation." BIS Paper No. 72u.
- Paris Club, 2020, "Extension of the Debt Suspension Initiative and Common Framework for Debt Treatment," Press Release, October 14, 2020.
- Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff, 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Reinhart C. M., and K. S. Rogoff, 2011, "The Forgotten History of Domestic Debt." *The Economic Journal*, 121(552): pp. 319-350.
- Rieffel, L., 2003, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Brooking Institute Press, Washington, DC.
- Rose, A. K., 2005, "One Reason Why Countries Pay Their Debts: Renegotiation and International Trade." *Journal of Development Economics*, Vol. 77(1), pp. 189-206.
- Sosa-Padilla, C., 2018, "Sovereign Defaults and Banking Crises," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 99, pp. 88-105.
- Standard and Poor's, 2006, "Default Study: Sovereign Defaults At 26-Year Low, To Show Little Change In 2007," September 18, 2006.
- Sturzenegger, F. and J. Zettelmeyer, 2008, "Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, pp. 780-805.
- Tomz, M., and M. L. J. Wright, 2007, "Do Countries Default in 'Bad' Times?" *Journal of European Economic Association* Vol. 5, pp. 352-360.
- Tomz, M., and M. L. J. Wright, 2013, "Empirical Research on Sovereign Debt and Default." *Annual Review of Economics*, Vol. 5(1), pp. 247-272.
- Trebesch, C. and M. Zabel, 2017, "The Output Costs of Hard and Soft Sovereign Default," *European Economic Review*, Vol. 92, pp. 416-432.
- Zymek, R., 2012, "Sovereign Default, International Lending, and Trade," *IMF Economic Review*, Vol. 60(3), pp. 365-394.
- 保井俊之, 2002, 「国家破産制度をめぐる議論の現状と今後の課題」ワシントン DC 開発フォーラム 政策議事録 No. 14, pp. 25-38.