



—湾岸・アラビア半島地域ニュース—

UAE：ドバイの金融危機は去ったのか？

湾岸地域の経済・金融・エネルギー問題専門家 中嶋 猪久生

2009年11月25日、ドバイの三大国営投資会社のうちで最大規模を誇る Dubai World（以下 DW）が約 240 億ドルに上る債務返済の繰延要請を行い、これがきっかけとなってドバイの金融危機の深刻さが表面化した。1年後の11月、DWと債権銀行団との約9カ月に及ぶ交渉の結果、約250億ドルの債務の見直し案（以下リスケ）が銀行債権団との間で最終合意に達した。

今回のリスケ成立により、ドバイの金融危機は去ったかといえそうではない。水平線の彼方にはまだ暗雲が待ち構えている。DWのリスケが合意に達したとはいえ、まだまだ返済期日が到来する他の債務返済が待ち構えているのである。ドバイと政府関連企業を含めた債務総額1090億ドル（IMF試算）もあり、この額はGDPの約140%に達している。隣のアブダビのようにエネルギー資源を持たないドバイは貿易、観光、金融ビジネスからの収入や資産の売却による資金を投入しなければ、新たな金融危機が起こりかねない。

DWに次いで、次に問題視されているのは Dubai Holding である。同社はムハンマド・ドバイ首長が保有する持株会社で不動産、金融サービスなどの部門への投資を行ってきた。3分野の運営会社 Dubai Holding Commercial Operations Group（以下 DHCOC）、Dubai International Capital（以下 DIC）、Dubai Group が主力となっている。Dubai Holding の債務問題の現状をみてみよう。

Dubai Holding の現状と債務返済問題

【ドバイ全体の債務】

IMF 試算	1090 億ドル			
要返済額	2011 年	160 億ドル	2013 年	160 億ドル
(推定)	2012 年	150 億ドル	2014 年	130 億ドル

これらの返済額の中には DW のリスケ対象となった額は含まれない。その他にも協調融資分ではなく、相対による直接融資分の返済額が 35～50 億ドルあるとみられている。

【Dubai Holding】

債務額	グループ総額で約 200 億ドル（推定）	
	Dubai Holding 本体	不明
	DHCOC	120～150 億ドル
	DIC	約 26 億ドル
	Dubai Group	約 60 億ドル

3つの運営会社の中で財務内容や債務返済問題については濃淡がみられ、当面、リスケを乗り切れる見込みの DHCOC、このままではリスケが必要となるのは DIC と Dubai Group である。個別にみると次のようになる。

① Dubai Holding 本体

- ・ DHCOCG の 2009 年決算で Dh235 億（64 億ドル）の損失計上する前に、会計会社（KPMG, PricewaterhouseCoopers）と投資会社（Lazard）など 3 社のアドバイザーを任命し、全体債務の返済計画を見直す作業に着手した。
- ・ ドバイ政府は Dubai Holding の債務管理強化のため 20 億ドルを投入している。

② DHCOCG の動向

- ・ 首長が所有するユニット。債務のリスクは必要ではないが、保有資産を処分してキャッシュ・フローを確保することを検討中。
- ・ 不動産、通信事業への投資が主体。傘下に Dubai Property Group, TELECOM Investments, Jumeirah Group をおいている。
- ・ 運用資産（株式）をみると、DW よりキャッシュ・フローを生み出すことができる。携帯電話の販売会社 Axiom（UAE の非上場会社）の株式 40%を保有し、2011 年に予想される株式公開で売却益の取得を狙う。
- ・ 主要取引銀行は、RBS, Citigroup, Standard Chartered Bank など。
- ・ 2010 年 7 月返済期日の 5.5 億ドルは繰延され、現在まで返済されていない。

③ DIC の動向

- ・ 首長が保有するこの会社は 2004 年設立以降、ドバイの中核を担う投資会社の一つであった。これまで EADS（エアバスの製造会社）、ソニーなどの株式を取得していたが、2008 年の金融危機後、すべてを売却した。債務繰延交渉が行われている。DIC のアドバイザーは Lazard、取引銀行側は Deloittes（会計会社）。
- ・ 2010 年 9 月返済期日の 12.55 億ドルは繰延中。残りの債務返済期日は 2011 年。
- ・ 取引銀行は HSBC、三菱東京 UFJ、三井住友、Lloyds TSB、Barclays、ENBD など。11 月、DIC は 26 の銀行債権団に対し、債務の繰延時の金利は 2%、貸出期間を 5 年から 6 年に延長、という提案を行っていると報道がある。

④ Dubai Group の動向

- ・ 主に、保険会社、投資機関などへの株式投資であり、ドバイに基盤を置く投資銀行 Shuaa Capital、カイロの EFG-Hermes など。
- ・ 2011 年 8 月と 11 月に返済期日が到来する 2 件の協調融資（15 億ドル、3.3 億ドル）リスクについて、10 月、銀行団と協議を開始。11 月、協調融資 3.3 億ドルの金利支払いができなくなったことで、銀行債権者との間で調整委員会が設立され、正式に債務返済問題を協議することになった。

- ・ 利払いや元本返済ができなくなれば、融資契約の cross-default 条項により他の債務に影響を及ぼすのではないかと懸念されている。同条項は、Dubai Group 向融資が債務不履行 (default) の状態にあることを協調融資した銀行団が宣言した時点で、自動的に発効する条項で、Dubai Group に対し、供与された他の融資も債務不履行になる。

国際金融市場では、Dubai Holding 本体だけでなく、傘下の 3 企業もこのままでは DW と同じ道をたどるのではないかとの見方も出てきている。以下、DW や Dubai Holding だけでなく、その他の政府関連企業の浮上している債務返済問題を挙げてみる。

その他政府関連企業の債務返済問題

DW のリスク交渉が本格的に始まった 2010 年 2 月頃から、他企業の債務返済や資金注入問題も取り沙汰されるようになってきた。以下にその動向を示す。

Investment of Corp. Of Dubai (ICD); 2011 年の要返済額は 40 億ドル、債務総額は 60 億ドル。三大大国営投資会社の一つ。

DIFC Investments; 2010 年中に 12 億ドルの資金注入が必要。債務総額は約 31 億ドル。

Borse Dubai; 協調融資 25 億ドルの返済期日を 1 年延長し、2011 年 2 月とした。融資銀行団は HSBC, NBAD, ENBD, 三菱東京 UF など。債務総額は約 38 億ドル。

Drydocks World; ドバイ・ワールド傘下で造船や船舶修理を担当。DW のリスク対象となっていないが、17 億ドルの債務返済問題で銀行団と交渉に入っている。

Dubai Aerospace; 2011 年の要返済額は 8 億ドル。

債務問題に影響を及ぼす要因と今後の動向

DW の債務問題が一応の決着をみたことは、ドバイにとって自信の回復となり、短期的には金融危機を乗り切ったといえる。その後、DW のリスクの大筋がまとまった 9 月にはドバイ政府による 12.5 億ドルの起債に対し、4 倍の応募振りにつながり、ドバイが国際資本市場へ復帰したことを示した。また、さらに DW 傘下の DP World や DEWA (電力・水公共事業体) の起債も市場から好感をもって迎えられた。

その一方で、いくつかのネガティブな要因も出てきている。第一は、不動産市場の回復が見えてこないことである。ドバイの不動産価格は供給過剰のため、まだ底打ちしておらず、不動産市場問題がドバイ経済や金融部門に大きな影を落としている。少なくとも 2011 年中には回復基調に転じることはないだろう。

第二に、UAE が不良債権問題に取り組む政策の中で、以下に指摘するガイドラインや規制は、国際基準に近づき、金融市場や銀行経営の健全性に資することにはなるが、その一方で、厳密に実施されれば金融収縮につながりかねない恐れも出てくる。そうなれば、債務問題を抱え、新規の資金を必要とするドバイにとって金融市場の規制強化は、必ずしもプラスに働くとは限らない、という点である。場合によっては、金融機関とドバイとの共倒れにもなりかねない。UAE 当局が制定した規制は次の内容である。

① 不良債権に関する新たなガイドライン

UAE 中央銀行は不良債権に関する新たなガイドラインを 11 月に制定した。その内容は、

- ・ 不良債権が発生した場合、四半期毎に中央銀行への報告を義務付け
- ・ 貸倒引当金は四半期毎に計上（これまでは期末毎）
- ・ 正常債権に対する一般貸倒引当額は貸出額の 1.5%に引上げ
- ・ 不良債権の引当額は、元本返済の延滞日数により、90 日超の場合、融資額の 25%、120 日超の場合 50%、180 日超の場合 100%

これらの規制は銀行だけでなく、借入人にとっても銀行融資が分類貸出とならないよう経営努力が求められるなど、これまでになく厳しい対応が迫られる。

② オーバーローンの状況改善が必要

2008 年の金融危機以降、UAE の銀行は深刻な資金不足に直面したため、中央銀行は銀行に対し Dh500 億（136 億ドル）の緊急融資を行い、さらに、地場銀行に同額の預託や 3 年間の預金保証などの支援を行い、短期的な金融収縮問題を乗り切ってきた。併せて、中央銀行は不良債権対策として、預貸比率が 100%を上回らないよう規制してきたが、依然としてオーバーローンの状態が続いている。これまでのピーク時は 2009 年 1 月の 110%。2010 年 10 月、一時的に 100%を割り込んだが、全体ではまだ十分といえる状況にはない。

ドバイ株式会社の債務構成を見る限り、その返済は 2011～2013 年に集中していることから長期的リスクは残ったままだ。不動産市場の低迷や金融市場での資金不足が大きく回復していない中で、2014 年までアブダビの支援なしに、ドバイによる資金調達ができるようになるためには、追加的な金融施策が必要となってくるだろう。