

プエルトリコ金融公社のデフォルトと米国地方債市場の行方

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 米国の自治地域（コモンウェルス）のプエルトリコの政府関連機関の1つであるプエルトリコ金融公社（Puerto Rico Public Finance Corporation、PFC）が8月1日、期限を迎えた債務の履行ができず、デフォルトした。
2. 今回のデフォルトを通じて、プエルトリコ政府の流動性が深刻な状況に陥っていることが改めて露呈され、プエルトリコ政府関連の他の銘柄でも、デフォルトが遠くない将来に起こる可能性が視野に入ってきたとも考えられる。
3. プエルトリコをめぐる動きに対して金融市場の注目が続くことは明らかであるが、総合的に勘案すると、プエルトリコの財政悪化やデフォルトが米国金融市場全体に強く波及する可能性はそれほど高くないとみられる。
4. 連邦政府がプエルトリコに対して関与・支援を行う可能性について、財政支援の観点からは1975年に財政破綻したニューヨーク市のように連邦政府が財政支援する可能性はあまり高くないと考えられる。しかし、ニューヨーク市の財政破綻を契機に起きたことと同様に、地方債市場関連制度の改善・向上につながる可能性はあり得ると言える。

I. プエルトリコの政府関係機関による初のデフォルト

米国の自治地域（コモンウェルス）のプエルトリコの政府関連機関の1つであるプエルトリコ金融公社（Puerto Rico Public Finance Corporation、PFC）が2015年8月1日、期限を迎えた債務の履行ができず、デフォルトした¹。プエルトリコ金融公社は、プエルトリコ政府が1984年12月に設立した組織（プエルトリコ開発銀行〔GDB〕の子会社）で、プエルトリコの政府関係機関の資金調達機能を担っている。

¹ Commonwealth of Puerto Rico, *Statement from Government Development Bank President Melba Acosta Febo on the Service of Public Finance Corporation (PFC) Bonds*, August 3 2015.

プエルトリコ政府は財政悪化の中で約 720 億ドルに上る公的債務残高を抱えている²。アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事は 2015 年 6 月 29 日、プエルトリコの財政赤字が予想以上に膨らんでおり、今後数年間に亘り発生見込みの収支不足を解消するため、債務再編が必要であるとして、債務再編計画を策定することを表明した³。プエルトリコ政府は、2015 年 7 月末までは政府関係機関を含めて債務履行を続けてきたが、今回は初の政府関係機関のデフォルト事例となった。

2015 年 8 月 1 日にデフォルトとなったのは、予算割当債 (Appropriation Bonds) という、プエルトリコ政府が当該債務の公債費を予算計上する仕組みの債券だが、2016 会計年度には必要額が予算手当されず、5,800 万ドルの支払額のうち、前会計年度予算に計上された額の残余に当たる 62.8 万ドルのみ履行された。プエルトリコ開発銀行の代表であるメルバ・アコスタ・フェボ氏は、プエルトリコの流動性が深刻な状況に陥っている中で、債権者への支払いとプエルトリコの住民に対して必要な行政サービスを提供することのバランスをとるという意味合いで、デフォルトさせる決断に至ったと説明した。

スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は 2015 年 8 月 3 日、プエルトリコ金融公社の既発債の格付けを「CC」から「D」に引き下げた⁴。ムーディーズも今回の事象を受け、デフォルトと認定した旨が報じられている⁵。

II. デフォルトによる金融市場の反応

デフォルトを受けて、金融市場ではプエルトリコ金融公社債の利回りがデフォルトを受けて一時的に跳ね上がった以外は、大きな動きは特段観察されていない (図表 1 左参照)。プエルトリコ政府の一般財源保証債 (GO) の利回りについても、債務再編計画を策定する旨が明らかになった頃から高止まりし、目立った反応はない (図表 1 右参照)。なお、プエルトリコ債への保証額が多い 2 つの金融保証保険会社 (モノライン保険会社、アシュアード・ギャランティ及びナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ) についても、プエルトリコ金融公社債のデフォルトに伴う株価等に対する影響は特にないほか、ムーディーズは今回のデフォルトを受けて 2 つのモノライン保険会社の信用力にとってネガティブとのコメントを発表しているものの、格付けを付与している 2 つの格付会社 (ムー

² プエルトリコの財政悪化及び債務再編計画策定の表明については、江夏あかね「プエルトリコ債の現状と米国地方債市場の行方」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春、江夏あかね「プエルトリコの財政危機と債務再編への道」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏、を参照されたい。

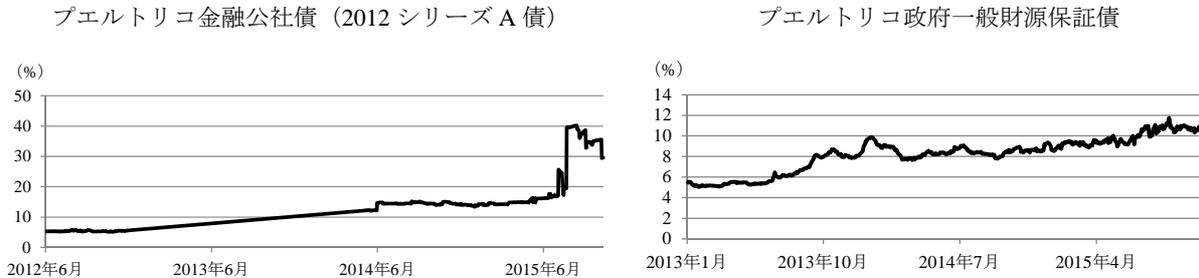
³ プエルトリコ政府は 2015 年 9 月 9 日、財政・経済成長計画を公表したものの、具体的な債務再編の内容はなく、連邦政府への制度の要望や、歳入確保・歳出削減策及び対策が講じられた場合の財政状況や流動性などの予測が中心の構成となっている。さらに、同月 24 日には、債務再編のプロセスと原則として、(1) あくまでも自発的な債務再編を目指していること、(2) 政府そのものの債券 (一般財源保証債) についてはデフォルトさせないために、他の発行体について今後数ヶ月以内に債務再編を行うべく、債権者から合意を得たいこと、などが示されたが、債務再編の具体的な数値は明らかにされていない。(Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Puerto Rico Fiscal and Economic Growth Plan*, September 9 2015; Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Restructuring Process and Principles*, September 24 2015)

⁴ S&P, *S&P: Rating On Three Puerto Rico PFC Series Lowered To 'D' On Non-Payment*, August 3 2015.

⁵ "Puerto Rico Public Finance Corp. Defaults on 99% of Its Payment," *Bond Buyer*, August 3 2015.

ディーズ及び S&P) とともに 2015 年 10 月末時点で格付けアクションに至っていない⁶。

図表 1 プエルトリコ金融公社及びプエルトリコ政府の一般財源保証債の利回り推移



- (注) 1. プエルトリコ金融公社債は、表面利率: 5.35%、最終償還: 2031 年 8 月 1 日 (定時償還)、CUSIP: 745291VJ0。
2. プエルトリコ政府一般財源保証債は、20 年の利回り (ミッド・プライス) のブルームバーグ・インデックス・データ。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

金融市場の反応が限定的だったのは、(1) プエルトリコ金融公社の既発債の残高が 11 億ドルと、プエルトリコ全体の公的債務残高に比して小さいこと、(2) 元利償還金は通常数週間前までに受託者に移管される仕組みになっているものの、2015 年 7 月中旬時点で当該債券に関する資金移管が行われず、デフォルトの可能性が示唆されていたこと、(3) プエルトリコ金融公社の債券保有者は大部分がプエルトリコ内の投資家とみられること、などが背景とみられる⁷。

とはいえ、地方債市場の中核的な発行体の 1 つであるプエルトリコへの注目は続くと考えられる。

プエルトリコ金融公社債には、クロスデフォルト条項は入っておらず、プエルトリコ政府やプエルトリコ開発銀行を含めた政府関係機関の債券のデフォルトに直結するものではない。しかしながら、今回のデフォルトを通じて、プエルトリコ政府の流動性が深刻な状況に陥っていることが改めて露呈された。しかも、プエルトリコ債の元利払いは、当面毎月発生し、その額は今後 12 ヶ月間で合計約 50 億ドルに上る見込みである (図表 2 参照)。そして、プエルトリコ政府財政局については、税収入先行債券⁸ (TRANS) の発行若しくはその他の手法による資金調達が無い限り近い将来には流動性が枯渇する見込みとなっている⁹。

⁶ ムーディーズによると、プエルトリコへのエクスポージャー (2015 年 7 月 1 日時点) は、アシュアード・ギャランティ (連結) が 54.3 億ドル (適格法定資本 [QSC] の 78.9%、支払余力の 43.5%)、ナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティが 46.92 億ドル (QSC の 140.4%、支払余力の 97.8%)。(Moody's, "Puerto Rico Public Finance Corporation's Default Is Credit Negative for MBIA and Assured Guaranty," *CreditOutlook: Credit Implications of Current Events*, August 10 2015, p.13)

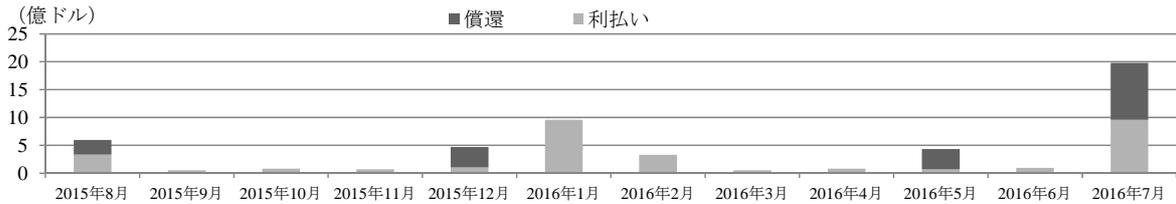
⁷ "Puerto Rico Closer to Default After Missed Funds Transfer," *Bloomberg*, July 16 2015.

⁸ 税収入先行証券 (Tax Revenue Anticipate Notes, TRANS) は、会計年度内の資金不足に充当すべく発行されるもので、通常は会計年度初めに発行され、年度末に満期を迎える。

⁹ Commonwealth of Puerto Rico, *Quarterly Report*, May 7 2015, p.49.

このような状況下、プエルトリコ政府は2015年8月3日、一般財源保証債（残高約130億ドル）の償還資金を確保するための基金への積立を一時停止することを米地方債規則制定委員会（MSRB）に届け出た¹⁰。プエルトリコ政府の動きを通じて、プエルトリコ金融公社の債券のみならずプエルトリコ政府関連の他の銘柄でも、デフォルトが遠くない将来に起こる可能性が視野に入ってきたとも考えられる。

図表2 プエルトリコによる元利払い発生見通し



(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 今後の注目点

プエルトリコ債をめぐって今後注目されるポイントとしては、(1) 米国金融市場全体に波及する可能性、(2) 連邦政府がプエルトリコに対して関与・支援を行う可能性、などが挙げられる。

1. 米国金融市場全体に波及する可能性

金融市場全体に波及する可能性を考える上では、経済・財政状況やプエルトリコ債両方の側面からアプローチする必要がある。プエルトリコの経済規模や人口は、全米の1%前後にしか満たない規模である¹¹。1人当たりGDPは全米平均より低く、失業率は全米平均よりかなり高い状況である¹²。

なお、プエルトリコの財政状況と2013年7月に財政破綻したミシガン州デトロイト市を比べると、地域経済の悪化により人口減少が進み、税収が低迷する中、公債費や社会保障関係費といった義務的経費が膨らみ、財政が悪化していったという点で状況がある程度共通している。一方で、米国内でこれらの2団体ほど財政悪化が進んだ団体は、格付分布を見ても多くない¹³（図表3左参照）。さらに、連邦破産法第9章を適用申請する地方公共団

¹⁰ Commonwealth of Puerto Rico, *Notice of Holders of General Obligation Bonds Issued by the Commonwealth of Puerto Rico*, August 3 2015.

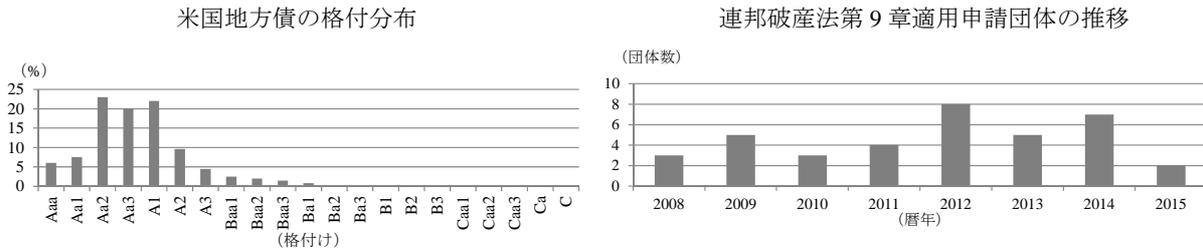
¹¹ GDP (2013年)は、プエルトリコが1,031億ドルに対して米国は16兆7,681億ドル。人口(2014年)は、プエルトリコが約354.8万人に対して米国は3億1,886万人。

¹² 1人当たりGDP(2013年)は、プエルトリコが28,325ドルに対して全米平均は45,934ドル。失業率(2014年)は、プエルトリコが14.3%に対して全米平均は5.6%。

¹³ デトロイト市の財政破綻については、江夏あかね「デトロイト市の連邦破産法第9章適用申請と地方債市場への影響」『野村資本市場クォーターリー』第17巻第2号(2013年秋号)、2013年、180-195頁、江夏あかね「デトロイト市の債務調整計画案と地方債の取扱い」『野村資本市場クォーターリー』2014年春、江夏あかね「人口減少から財政破綻に至ったデトロイト市に関する一考察」『野村資本市場クォーターリー』第18巻第2号(2014年秋号)、184-195頁、江夏あかね「デトロイト市の破産手続き完了と再生に向けた道」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬、を参照されたい。

体の数もそれほどない(図表3右参照)。これらを踏まえると、プエルトリコと共通する状況を抱える団体が多く出現する可能性はあまり高くないと考えられる。

図表3 米国地方債の格付分布と連邦破産法第9章適用申請団体の推移



(注) 米国地方債の格付分布は、ムーディーズによる2013年末時点の数値。

(出所) Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2013*, May 7 2014, p.14; "Bankruptcy & Restructuring," *Bloomberg Brief*, August 3 2015, p.1.

一方、プエルトリコ債の発行残高(2015年3月末、長期債・短期債を含む)は約1,032.6億ドルと、米国各州の地方債残高の中で9番目に大きい規模だが、それでも米国地方債市場の規模(約3兆6,940億ドル)の約3%に過ぎない¹⁴。また、プエルトリコ債(プエルトリコ政府及びその政治上の下部組織及び公社が発行した債券)は、特殊な税制「Triple Tax Exemption」(三税免除、基本的には利子に係る連邦、州、地方政府の所得税が免除)の下に発行されている¹⁵。三税免除を享受できる地方債の発行地域は、全米の発行体の中で、プエルトリコのほか、グアム、北マリアナ諸島、アメリカ領バージン諸島のみであり、これらの地域の発行額の合計は約51億ドルのみであり、プエルトリコ債のような規模ではない¹⁶。

さらに、プエルトリコ債と米国地方債の平均的な保有者構造も異なるようだ。米国地方債の保有者構造は約4割が個人投資家、約3割がファンドとなっているが、プエルトリコ債の保有者で明らかになっている分については、格付水準が既にシングルB格未満であることも起因し、ヘッジファンドが約220億ドルと最も多い保有者層で、プエルトリコ内の投資家が約200億ドル、ミューチュアル・ファンドが約100億ドルと続いている構図となっており、全米で幅広く個人投資家が保有しているといった状況ではないとみられる¹⁷。

すなわち、プエルトリコの経済・財政状況やプエルトリコ債について総合的に勘案すると、プエルトリコの財政悪化やデフォルトが米国金融市場全体に強く波及する可能性はそれほど高くないと考えられる。

¹⁴ Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, Second Quarter 2015*, July 29 2015, p.10; Securities Industry and Financial Markets Association, *US Bond Market Issuance and Outstanding*, August 5 2015.

¹⁵ 米国地方債の税制及び三税免除の詳細に関しては、江夏あかね「『財政の崖』回避をめぐる議論と米国地方債市場」『野村資本市場クォーターリー』第16巻第3号(2013年冬号)、2013年、117-132頁、江夏あかね「プエルトリコ債の現状と米国地方債市場の行方」『野村資本市場クォーターリー』2014年春、を参照されたい。

¹⁶ ブルームバーグの統計(2015年8月10日現在)に基づく。

¹⁷ なお、プエルトリコ債は、地方債ファンド(オープン・エンド型)の半分以上が保有している。("Puerto Rico Veers Toward First Bond Default: Questions Answered," *Bloomberg*, August 1 2015)

2. 連邦政府がプエルトリコに対して関与・支援を行う可能性

1) プエルトリコに対する連邦政府等による現状のスタンス

米国の地方財政制度では、連邦制国家であるため、州が傘下の地方政府に対して、財政破綻を回避すべく、財政面や技術面で関与・支援を行う仕組みが州によっては整備されているが、日本の地方公共団体の財政の健全化に関する法律（地方公共団体財政健全化法）に基づく財政健全化制度で見られるような中央政府（連邦政府）による配慮の仕組みは基本的にはない¹⁸。とはいえ、プエルトリコに対してはこれまで、ホワイトハウスや財務省が技術的な支援を行っており、特に、財務省の特別タスクフォースが、プエルトリコ政府に対して財政危機を乗り越えるために助言を行っている¹⁹。

ただし、プエルトリコをめぐるのは、連邦政府が財政支援を行う可能性については現時点ではあまり高くない見通しである。プエルトリコをめぐるのは、米連邦議会プエルトリコ常駐代表のペドロ・ピアルイシ氏が、連邦破産法第9章においてプエルトリコの地方政府等の債務再編を可能とすべく、「連邦破産法第9章においてプエルトリコを州に準ずる取扱いに統一するための法案」（Puerto Rico Chapter 9 Uniformity Act of 2015、H.R.870）を2015年2月11日に連邦下院議会に提出している²⁰。当該法案をめぐるのは、ジェイコブ・ルー財務長官が2015年7月28日にオリン・ハッチ上院仮議長に宛てた公開書簡で、プエルトリコに対して秩序だった破産制度へのアクセスを与えることを通じて、プエルトリコ及びプエルトリコに居住する米国民にとって最適な持続可能な再生をもたらすとの見解を示した上で、連邦破産裁判所の関与の下でプエルトリコが債務問題に取り組むことは、連邦政府による財政支援や連邦政府による救済（Bailout）にはつながらないと明示している²¹。

同法案は、2015年10月末現在、成立していないが、連邦政府は、自身の財政に余裕がない中、プエルトリコ問題の解決に際して、財政面での負担をできるだけ回避し、技術的支援や法制度の整備といった選択をする可能性がある²²。

¹⁸ 地方公共団体財政健全化法では、「再生振替特例債の資金に対する配慮等、財政再生計画の円滑な実施について国及び他の地方公共団体は適切な配慮を行う」とされている。例えば、2007年3月に財政再生団体（当時、現・財政再生団体）となった北海道夕張市の財政再生計画の国・北海道等の対応においては、(1) 地方交付税総額を増額確保するとともに、夕張市を含む条件不利地域や小規模の市町村において、必要な行政サービスを実施できるよう、段階補正及び人口急減補正の見直しを行うことにより、結果として財政状況が改善、(2) 再生振替特例債の利子の一部を国・北海道が負担、(3) 地方債資金については、公的資金（財政融資資金、地方金融機構資金）の配分について配慮（再生振替特例債には財政融資資金を全額配分。地方金融機構資金もその他の事業債等に配分し、夕張市の再生を支援）、(4) その他、道の支援として、市町村振興基金貸付金の借換制度の創設、職員派遣、一部市道の除雪の実施など、といった措置が挙げられている。（総務省「夕張市財政再生計画の概要」2010年3月9日、2頁）

¹⁹ “Puerto Rico Special,” *Bloomberg*, August 7 2015, p.3.

²⁰ 同法案は、連邦上院議会にも同じ名称で2015年7月15日に提出されている（連邦上院議会での法律番号は、S.1774）。

²¹ U.S. Department of Treasury, *Letter from Secretary Lew to Senator Hatch about Puerto Rico*, July 28 2015.

²² ホワイトハウスが2015年10月21日に発表したプエルトリコ危機問題に対する工程表では、プエルトリコ（及び傘下の地方公共団体）を連邦破産法第9章の対象に含めることを連邦議会で話し合うことが重要である旨が示されている。（White House, *Addressing Puerto Rico’s Economic and Fiscal Crisis and Creating a Path to Recovery: Roadmap for Congressional Action*, October 21 2015）

2) ニューヨーク市の財政破綻の事例との対比と示唆

米国では、前述のとおり、地方公共団体が危機的な状況に陥っても、連邦政府による財政支援の仕組みが基本的にはない。しかし、米国地方債市場の歴史を紐解くと、連邦政府が例外的に財政支援を行った事例として、1975年に財政破綻したニューヨーク市が挙げられる。

① ニューヨーク市が財政破綻に至り、連邦政府から支援を受けた経緯

ニューヨーク市をめぐっては1960年代半ばから、中流層の人口流出が続く中で貧困層や高齢者層の人口の増加が続き、税収が落ち込む中で社会保障関連費用が膨らみ、均衡予算を達成できない状況が続いた。財政支出の管理が杜撰であったうえ、短期債への依存度が高まるなど債券発行政策が不適切であったため、財政破綻に至った²³。

ニューヨーク市は1975年5月、連邦政府及びニューヨーク州に支援を要請したものの、連邦政府は「市の根本的問題の解決にならない」とし、ニューヨーク州は「市場の信用の回復が先決」と双方に拒否された²⁴。その後、ニューヨーク市は1975年7月、財政危機予算を宣言し、約1万9,000人の職員の解雇計画を発表したため、ごみ収集、警察、消防などの職員がストライキを起こし、都市機能が麻痺する事態に至った。ニューヨーク州は、事態を重く見て、1975年8月に可決した「財政緊急対処法」(Financial Emergency Act)に基づき市の財政状況を厳しく監視する財政管理委員会(Financial Control Board)を発足させた。そして、同年11月にはニューヨーク市債の償還が迫っていることを受け、3年間のモラトリアム(債務履行の一時猶予)を州議会で可決した。さらに、ニューヨーク州は、モラトリアムに併せて、歳出削減や増税を含めたニューヨーク市の財政再建策を提案した。

これを受けて、連邦政府はニューヨーク州が提案した財政再建策を州政府が承認することを条件に、救済(bail out)ではない限定的な支援を行うとして、「一時的資金調達法」(Seasonal Financing Act of 1975)を3年間の時限立法として可決した。当該法律に基づき、ニューヨーク市は毎年末の支払い時に23億ドルに上る信用貸し(クレジット)を活用できるようになった。

しかし、1976年11月になってニューヨーク州の控訴裁判所がニューヨーク市債のモラトリアムが違法との判決を下し、1977年2月にはニューヨーク市に対して30日以内に公債を償還するように命じ、ニューヨーク市は再び窮地に陥った。これを受けて、ニューヨーク州法により設立された地方政府支援公社(MAC)を通じて資金調達を行ったほか、歳入確保・歳出削減策に取り組んだ。

財政再建が進められる中、一時的資金調達法の期限が到来することになったため、1978年8月にジミー・カーター大統領(当時)が「ニューヨーク市融資保証法」(New York City Loan Guarantee Act of 1978)に署名した。この法律を通じてニューヨーク州及びニューヨーク市年金プランのみが対象となったものの、16.5億ドルの融資に対して連邦政府による保

²³ ムーディーズ『グローバル格付分析』金融財政事情研究会、1994年、642頁。

²⁴ 自治体国際化協会「米国における地方公共団体の財政再建制度—財政規律維持に関する制度と運用—」CLAIR REPORT NUMBER321、2008年2月22日、41-44頁。

証が付与された²⁵。当該保証が失効した 1982 年には、ニューヨーク市は財政的に自立できるようになった。

このように、ニューヨーク市の財政危機に際しては、連邦政府による一定の支援が行われたが、その後 2013 年 7 月に財政破綻したデトロイト市も含めて同様の支援は実現していない。ニューヨーク市の場合、経済面でも米国の代表的な都市としての位置付けを有していたのみならず、ニューヨーク市がデフォルトに陥った時点で地方債発行残高が全米で発行されていた地方債の総残高の約 3 分の 1 に達していたことも連邦政府による支援につながった可能性がある²⁶。さらに、ニューヨーク州の関与・支援の下、ニューヨーク市が本格的に財政再建に取り組むことで、支援によるモラルハザードを回避することが可能であったことが連邦政府による決断に結びついたとも考えられる。

一方、プエルトリコの場合、ニューヨーク市のような経済・金融市場面で影響を及ぼすような規模ではない上、州ではないコモンウェルスという位置付けのため、ニューヨーク市に対するニューヨーク州のように上位政府が関与する仕組みが存在しない。もちろん、プエルトリコが策定を進めている債務再編計画で、モラルハザードを回避することが確実と考えられるほど踏み込んだ歳出削減・歳入確保策が盛り込まれれば、連邦政府による支援もある程度期待ができるかもしれない。それでも、ニューヨーク市以外で前例が存在しない支援を実現させることを連邦政府に納得させるほどの徹底的な財政再建策は、住民や議会との対立、治安悪化等にもつながりかねず、実現可能性は未知数と言える。その意味では、プエルトリコがニューヨーク市と同じようなシナリオを辿る可能性はあまり高くないと考えられる。

② ニューヨーク市の財政破綻が契機となって起きた地方債関連制度の向上

ニューヨーク市の事例からプエルトリコに対して示唆があるとすれば、ニューヨーク市の財政破綻をきっかけに地方債関連の制度の向上が図られた点であろう。ニューヨーク市の財政破綻のケースでは、連邦政府による間接的関与体制が構築されたほか、情報開示が拡充された。地方債は従来、連邦政府の規制対象外だったが、ニューヨーク市のデフォルトを受けて、連邦議会は 1975 年、改正 1934 年証券取引所法を制定し、地方債規則制定審議会（MSRB）が設立された。MSRB は、証券取引委員会（SEC）の監督下で規則制定権限を有する独立の自己規制組織として、市場従事者の資格要件、公正な取引慣行、記録の保管、決済手続き等の規制を行っている。連邦制国家の米国では、SEC が地方債の発行体に対して直接規制を課す権限がないため、MSRB を通じて間接的に地方債市場の制度的インフラに関与するようになった。

一方、地方公共団体の情報開示拡充を巡り、証券取引所法は当初、米国政府証券と共に地方債を情報開示の対象としていなかったが、1989 年に制定された 1934 年証券取引所法規則 15c2-12（規則 15c2-12）を通じて地方債取引業者に情報開示が義務付けられ、業者を通じた間接的情報開示制度が構築された。これに加えて、1984 年には政府会計基準審議会

²⁵ Benton E. Gup, *Too Big to Fail: Policies and Practices in Government Bailouts*, Praeger, 2004, p.35.

²⁶ ムーディーズ『グローバル格付分析』金融財政事情研究会、1994 年、642 頁。

(GASB) が設立され、公会計の面から地方公共団体の財務情報の開示のあり方についての検討が進められ、標準化された情報開示の確立へ進んでいった。

さらに、この頃、連邦破産法第 9 章をめぐるも、地方公共団体に確実な財政再生を促し、債権の性質に応じて債権者を保護すべく、いくつかの改正の動きがあった。1976 年の連邦破産法第 9 章の改正を通じて、申請前にあらゆる種類の債権者と交渉することが現実的でない場合、地方公共団体は交渉を完了していなくても連邦破産法第 9 章の適用を申請できることとされた。同時に、連邦破産法第 9 章の適用申請と同時に債権回収手続きが一時的に停止される自動停止機能 (automatic stay) が適用されることとなった。さらに、1988 年に成立した「特定財源債及びその他の目的のための破産法改正法」を通じ、特定財源 (special revenue) の先取特権が保護されることとなった。

米国にとって、地方債市場は国債市場の約 3 分の 1 の規模を誇る大切な金融市場の 1 つである。その中でも、プエルトリコは中核的な発行体の 1 つとなっていることから、ニューヨーク市の事例で見たように、プエルトリコの財政破綻が契機となって、地方債市場関連制度の改善・向上の一環として、例えば連邦議会に法案が提出されているような連邦破産法第 9 章の改正等の動きにつながる可能性はあり得ると言える。

IV. 今後の焦点

初の政府関係機関のデフォルトを経験したプエルトリコ政府だが、債務再編計画を策定しながら、足元の流動性をいかに確保するかに奔走する状況が当面続くとみられる。そして、プエルトリコの財政状況を踏まえると、プエルトリコ金融公社以外のプエルトリコ政府関連の他の銘柄でも遠くない将来にデフォルトが起こり得る可能性も視野に入ったと言える。その意味では、プエルトリコをめぐる動きに対して金融市場の注目が続くことは明らかである。ただし、プエルトリコの経済・財政状況やプエルトリコ債について総合的に勘案すると、プエルトリコの財政悪化やデフォルトが米国金融市場全体に強く波及する可能性はそれほど高くないと考えられる。

一方、連邦政府がプエルトリコに対して関与・支援を行う可能性について、財政支援の観点からは 1975 年に財政破綻したニューヨーク市のように連邦政府が財政支援する可能性はあまり高くないと考えられる。しかし、ニューヨーク市の財政破綻を契機に起きた動きに鑑みると、プエルトリコの財政危機がきっかけとなって地方債市場関連制度の改善・向上につながる可能性はあり得ると言える。