

## プエルトリコにおける緊急債務モラトリアム・財政再生法の成立

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 米国の自治地域（コモンウェルス）でカリブ海北東に位置するプエルトリコでは2016年4月6日、プエルトリコ緊急債務モラトリアム・財政再生法（モラトリアム法）が成立した。
2. モラトリアム法を通じて、プエルトリコ知事は、全ての公的債務について2017年1月まで履行を猶予するモラトリアムを宣言することが可能となった上、訴訟に向けた対応を行わなくても良いこととされた。また、プエルトリコ開発銀行（GDB）について、新たに創設される組織がその役割を承継することとされた。
3. プエルトリコの将来を見据える上では、モラトリアム法の有効性に加え、債務再編に向けた法整備が実現するか否かが注目される。
4. 金融市場の観点からは、仮にプエルトリコ政府が法的プロセスの下で、傘下の地方公共団体を含めて債務再編を進められるのであれば、予測可能性が高まるため、プエルトリコ関連債券の利回りやエクスポージャーを有するモノライン保険会社の株価及びクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドの安定化に一定程度寄与すると考えられる。
5. しかし、プエルトリコが極めて厳しい流動性を抱えていることに鑑みると、連邦議会による法整備が間に合わずにモラトリアムの宣言、デフォルトの発生が起こる可能性は十分あり得ると言える。以上を踏まえると、プエルトリコをめぐるネガティブなヘッドラインは当面続くと予想される。

## I. 流動性が逼迫する中での法案成立

米国の自治地域（コモンウェルス）でカリブ海北東に位置するプエルトリコでは 2016年4月6日、プエルトリコ緊急債務モラトリアム・財政再生法（Puerto Rico Emergency Moratorium and Financial Rehabilitation Act、モラトリアム法）が成立した<sup>1</sup>。プエルトリコは、

<sup>1</sup> “Puerto Rico Invites Chaos as Debt Moratorium Opens Progress,” *Bloomberg*, April 7 2016; “Puerto Rico Enacts Emergency Debt Moratorium Bill,” *Reuters*, April 6 2016; “García Padilla Signs Moratorium Legislation into Law,” *Caribbean Business*, April 6 2016; “Puerto Rico Bonds Tumble on Debt Moratorium Bill,” *Wall Street Journal*, April 6 2016.

2000年代半ばから経済・財政状況が悪化し、2013年半ば頃から資金調達環境が深刻化し、流動性が逼迫する中で自力での財政運営が困難な状況に陥りつつある<sup>2</sup>。プエルトリコでは、政府関係機関であるプエルトリコ金融公社（PFC）が2015年8月1日、プエルトリコインフラ金融公社（PRIFA）が2016年1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<sup>3</sup>。さらに、政府の財政・経済再生ワーキンググループが2016年2月1日に債務再編案を公表し、2016年5月1日までに債権者との合意が得られない場合、プエルトリコ政府は債務の履行を一時停止するモラトリアム宣言を行わざるを得ない状況に陥るとしていた<sup>4</sup>。

## II. モラトリアム法のポイント

モラトリアム法は、プエルトリコの住民に対する必要な行政サービスの維持等を目的として制定された。モラトリアム法を通じて、プエルトリコ知事は、一般財源保証債（GO）、プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）のレベニュー債、プエルトリコ開発銀行や公社等の債券など全ての公的債務について2017年1月まで履行を猶予するモラトリアムを宣言することが可能となった上、訴訟に向けた対応を行わなくても良いこととされた。なお、モラトリアムについては即時宣言可能であるが、プエルトリコ憲法<sup>5</sup>で優先債権とされているGOについては次回の履行期日（8.05億ドル）である2016年7月1日から履行が猶予されることとなる<sup>6</sup>。

一方、モラトリアム法では、プエルトリコ開発銀行（GDB）についても言及されている。同行は1942年に設立されて以来、プエルトリコ政府及び公社等の財務代理人（Fiscal Agent）及び財務アドバイザーとしての機能や公的・民間セクターへの貸出、プエルトリコ政府の基金管理を担ってきたが、モラトリアム法では新たに創設される組織（プエルトリコ財政金融公社、Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Authority）がその役割を承継することとされた。

モラトリアム法がこのタイミングで成立したのは、GDBが2016年5月2日に約4.23億ドルの債務履行を控えていることが主因とみられる。モラトリアム法には、GDBの流動性は同年4月1日時点で約5.62億ドルと示されていたが、アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事はモラトリアム法成立直後の同年4月8日、GDBが緊急状態であることを宣言する

<sup>2</sup> プエルトリコの財政悪化については、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年春号、を参照されたい。

<sup>3</sup> プエルトリコ金融公社及びプエルトリコインフラ金融公社のデフォルトについては、江夏あかね「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」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号、江夏あかね「プエルトリコの政府関係機関によるデフォルトと債務再編に向けた法整備」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号、を参照されたい。

<sup>4</sup> プエルトリコの債務再編案については、江夏あかね「プエルトリコによる債務再編案の公表と今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号、を参照されたい。

<sup>5</sup> プエルトリコ憲法第6条第8節では、GOの保有者を第1優先債権者として必要な財源への遡及が認められている。

<sup>6</sup> “Puerto Rico Invites Chaos as Debt Moratorium Upends Progress,” *Bloomberg*, April 7 2016.

知事命令を出した<sup>7</sup>。これは、プエルトリコの公社等が GDB に預け入れた預金（合計約 39 億ドル）を引き出すことを求めていることが背景で、必要不可欠な行政サービスに係る分を除いて預金の引き出しを制限することを通じて、GDB の資産を保全し、管財人の下で組織構造を変えていくことを目指している。なお、パディラ知事は、2016 年 5 月 2 日に履行を迎える GDB の約 4.23 億ドルの債務については、債権者と協議しているため、モラトリアムを宣言しないと表明した。しかし、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は 2016 年 4 月 11 日、GDB の格付けを「CC」から「SD」（選択的債務不履行）に引き下げた<sup>8</sup>。

### III. 金融市場の反応

金融市場では、(1) プエルトリコ債の発行残高（2015 年末、長期債・短期債を含む）は約 1,008.3 億ドルと、米国各州の地方債残高の中で 9 番目に大きい規模であること<sup>9</sup>、(2) 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こと<sup>10</sup>、などを背景に、プエルトリコをめぐる動向に注目が集まっている。

プエルトリコの財政状況の厳しさは、2014 年 2 月に各格付会社がプエルトリコの格付けを投機的等級に引き下げた頃から金融市場で幅広く知られている。しかし、今回のモラトリアム法の成立は改めてプエルトリコの公的債務の債務不履行（デフォルト）が遠くない将来に起こる可能性を改めて示唆したものとして、一旦ネガティブなニュースとして受け止められたようだ。プエルトリコのベンチマーク債（GO、2035 年償還）の価格やプエルトリコ債への保証額が多い 2 つの金融保証（モノライン）保険会社（アシュアド・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 [MBIA の子会社]）の株価及びクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドは、一旦弱含んだ（図表 1 参照）。しかし、2016 年 4 月 11 日に政府の財政・経済再生ワーキンググループが発表した債務再編案の修正案で想定平均回収率の引上げ等が示されたこともあり、価格や спреッドは回復基調となった（図表 2 参照）。ただし、緊急状態が宣言された GDB のシニア債の価格については引き続き低迷し、修正案で示された想定平均回収率（36%）を反映し、額面（100 ドル）に対して 36 ドル近辺で推移している状況である。

なお、S&P は、プエルトリコのモラトリアム法の成立を受けて、GO 等の課税権が実質的な担保となっている債券の格付水準（「CC」）に変更がないことを確認した上で、GO、COFINA

<sup>7</sup> “Puerto Rico Declares Emergency Period for Development Bank,” *Bloomberg*, April 10 2016.

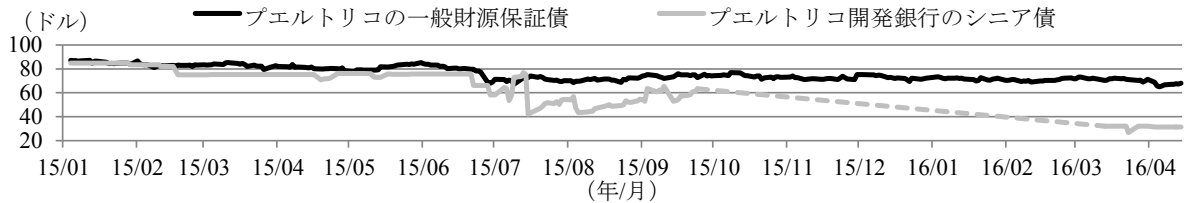
<sup>8</sup> S&P, *Government Development Bank for Puerto Rico Downgraded To ‘SD’ (for Selective Default) on Implementation of Moratorium*, April 11 2016.

<sup>9</sup> Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, Fourth Quarter and Full Year 2015*, February 18 2016, p.14.

<sup>10</sup> 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 年春号、を参照されたい。

の売上税レベニュー債（売上・使用税の一定部分が償還原資になる地方債）等がデフォルトとなる可能性がかなり高いとの見解を示した<sup>11</sup>。

図表1 プエルトリコの一般財源保証債とプエルトリコ開発銀行のシニア債の価格推移



- (注) 1. プエルトリコの一般財源保証債は、表面利率: 8%、最終償還: 2035年7月1日(定時償還)、CUSIP: 74514LE86。  
2. プエルトリコ開発銀行のシニア債(課税債シリーズB)は、表面利率: 4.704%、最終償還: 2016年5月1日(定時償還)、CUSIP: 745177EX9。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

図表2 債務再編案の当初案と修正案の比較

当初案	修正案
<ul style="list-style-type: none"> <li>プエルトリコ政府が抱える約700億ドルの債務のうち、政府本体及び10の政府関係機関の債務(合計492億ドル)を債務再編の対象とし、既発債を新たに創設予定の特別目的政府機関が発行する新債券に任意に交換する形を提示</li> <li>約265億ドルの「ベース・ボンド」(金利については、2018~2019会計年度に3%で支払開始し、2020会計年度は4%、2021会計年度以降は5%で据置きし、元本については、2021会計年度から償還開始)と、約227億ドルの「グロス・ボンド」(金利ゼロ、プエルトリコ政府の歳入が一定水準を上回った時に元本償還)に交換</li> <li>想定平均回収率(全体の回収率=53.9%) <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 一般財源保証債(GO)及び政府保証債: 72%</li> <li>➢ プエルトリコ売上税金融公社(COFINA)の売上税レベニュー債: 48.6%</li> <li>➢ その他: 39.4%</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年間公債費を17億ドルから18.5億ドルに引上げ、ベース・ボンドの割合を下記の「ローカル・オプション」の割合により11~30%増加</li> <li>グロス・ボンドは、資本増加債(Capital Appreciation Bonds)に変更。資本増加債は、グロス・ボンドとは異なり、ベース・ボンドと同様に、確実に元本償還される</li> <li>ベース・ボンドの金利払いは、2018会計年度からではなく、即時開始される</li> <li>プエルトリコの住民には、より長期の償還期日で且つ表面利率が2.0%のベース・ボンドを受け取る選択肢が与えられる(ローカル・オプション)</li> <li>修正案により、プエルトリコ政府の抱える493億ドルの債務は、ローカル・オプションの選択状況により、326~374億ドルに削減される(当初案では、265億ドルに削減)</li> <li>想定平均回収率(5%の利回りを想定) <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 一般財源保証債(GO)及び政府保証債: 74%</li> <li>➢ プエルトリコ売上税金融公社(COFINA)の売上税レベニュー債: 57%</li> <li>➢ プエルトリコ開発銀行(GDB): 36%</li> <li>➢ プエルトリコ高速道路会社(HTA): 56%</li> <li>➢ その他: 51%</li> </ul> </li> </ul>

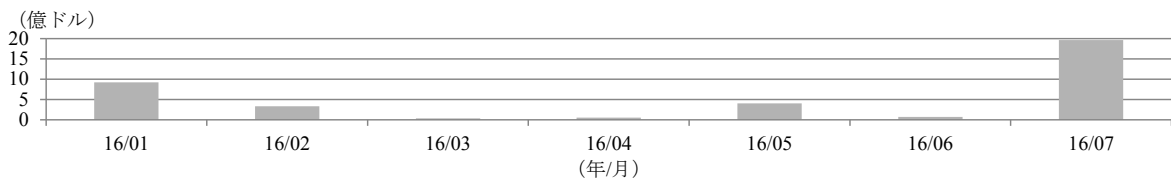
(出所) Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Puerto Rico Restructuring Proposal*, February 1 2016; Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *The Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico Releases Restructuring Counterproposal*, April 11 2016、より野村資本市場研究所作成 ([http://www.bgfpr.com/documents/16\\_02\\_01FinalProposal-Revised.pdf](http://www.bgfpr.com/documents/16_02_01FinalProposal-Revised.pdf), <http://www.gdb-pur.com/documents/FINALWorkingGroupReleasesRestructuringCounterproposal4.11.16.pdf>)

<sup>11</sup> “Puerto Rico Debt Moratorium Could Lead to Default, S&P Says,” *Bloomberg*, April 7 2016; “Puerto Rico Timeline of Likely Bond Defaults Spelled Out by S&P,” *Bloomberg*, April 7 2016.

## IV. 今後の焦点

プエルトリコは、資金繰りが厳しい状況が続く中で、債務の履行を続ける必要がある。特に、2016年7月には20億ドル近くの債務履行が予定されており、モラトリアムの宣言如何を問わず、遠くない将来にデフォルトが発生する可能性は否めない状況である（図表3参照）。

図表3 プエルトリコによる元利払い発生見通し



(出所) “Puerto Rico’s Development Bank on Blink as Debt Gambit Goes Bad,” *Bloomberg*, April 7 2016、より  
野村資本市場研究所作成

プエルトリコの将来を見据える上では、モラトリアム法の有効性に加え、債務再編に向けた法整備が実現するか否かが注目される。プエルトリコの場合、コモンウェルスという特殊な位置付けにより、傘下の地方公共団体（公社等）を含めて、地方公共団体を対象とした米国の連邦破産法第9章の適用対象外となっている。しかし、投資家層が米国の他の地方債に比して多岐に渡っているため、法律の下で債権者と交渉を進めることを通じて、より迅速かつ適切な債務再編を目指すべく、様々な取組みが進められている。

1 点目のモラトリアム法をめぐって、米国地方債市場では、財政危機に陥っていたニューヨーク市に対応すべく、ニューヨーク州が1975年11月にモラトリアム法を制定した事例がある。ニューヨーク市は財政悪化が進む中、1975年12月第1週に期日が到来する約5億ドルの債務履行の資金手当がつかなくなった。そのため、ヒュー・ケアリー・ニューヨーク州知事（当時）は、ニューヨーク市の債務に対するモラトリアム法案を州議会に提案した。ただし、当該法案は、ケアリー州知事がニューヨーク州の控訴裁判所の判事に法案について事前に相談した際に、憲法違反であり、裁判所のプロセスで約1年を要するとの見通しを説明されていたものの、ニューヨーク市の債務問題を解決するための時間を稼ぐという意味であって策定されたという経緯がある<sup>12</sup>。同法は1975年11月に州議会で可決されたものの、控訴裁判所は1976年11月に憲法違反との判決を下した<sup>13</sup>。

プエルトリコの場合、ニューヨーク市のような時間を稼ぐ目的でのモラトリアム法制定ではないとみられる。また、ニューヨーク市に対するニューヨーク州といった上位政府という意味では、連邦政府がその対象になると解釈されるが、連邦議会は後述のとおり、別

<sup>12</sup> なお、債務問題への対応への時間稼ぎという意味では、モラトリアム法も後押しとなり、フォード政権（当時）の下、「一時的資金調達法（Seasonal Financing Act of 1975）」という3年間の時限立法が1975年12月に成立し、ニューヨーク市が毎年末の支払い時に金融市場から23億ドルの信用貸し（クレジット）を利用できるようになった。

<sup>13</sup> Sarah F. Liebschutz, *Bargaining Under Federalism: Contemporary New York*, State University of New York Press, 1991, p.91.

のアプローチでプエルトリコの債務問題に対応すべく、法整備を進めている。しかし、プエルトリコが2014年6月に制定した「プエルトリコ公社債務執行・回復法」(The Puerto Rico Public Corporation Debt Enforcement and Recovery Act、公社が住民にとって必要な行政サービスや社会インフラの更新等を継続しながら公平・公正に債務問題に対応していくことを目的とした法律)は2015年2月にプエルトリコ地方裁判所より無効との判決を受けている<sup>14</sup>。そのため、プエルトリコのモラトリアム法が有効か否かといった議論が将来的に発生する可能性もゼロではないと考えられる。

2点目の債務再編に向けた法整備をめぐることは、連邦議会においてもプエルトリコの債務問題に対応すべく法案が提出されている。プエルトリコは、州ではないため、連邦破産法第9章を適用する地方公共団体に対して承認を与える権限を有していないが、承認を与えることが可能な州と同様の位置付けを付与することを盛り込んだ「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)が2015年に連邦議会に提出されている<sup>15</sup>。また、連邦下院議会には2016年4月12日、プエルトリコ政府及び傘下の地方公共団体に対して財政管理等の支援をすべく、監視委員会を設置することを目的とした「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」(Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act, PROMESA, H.R.4900)が提出されている<sup>16</sup>。ただし、2016年4月末現在、両法案ともに成立には至っていない。

金融市場の観点からは、仮にプエルトリコ政府が法的プロセスの下で、傘下の地方公共団体を含めて債務再編を進められるのであれば、予測可能性が高まる上、投資家が米国地方債セクターにおける過去の事例などを参照することも可能となる。そのため、不透明要因がある程度払拭され、プエルトリコ関連債券の利回りやエクスポージャーを有するモノライン保険会社の株価・CDSのスプレッドの安定化に一定程度寄与すると考えられる。

しかし、プエルトリコが極めて厳しい流動性を抱えていることに鑑みると、連邦議会による法整備が間に合わずにモラトリアムの宣言、デフォルトの発生が起こる可能性は十分あり得ると言える。以上を踏まえると、プエルトリコをめぐるネガティブなヘッドラインは当面続くと予想される。

<sup>14</sup> 無効とされたのは、同意をしない債権者を強制するような地方政府の債務再編に関する法律を州が制定することを禁じている連邦破産法第9章第903条第1号に「プエルトリコ公社債務執行・回復法」が抵触しているとみなされたことが主因であり、第903条第1号ではプエルトリコが州と同等に扱われているからである。ただし、連邦最高裁判所が2015年12月4日、「プエルトリコ公社債務執行・回復法」の合憲性に関する受理令状を認定し、2016年3月22日には同法の合憲性に関する口頭弁論が行われた。

<sup>15</sup> 連邦下院議会での法律番号はH.R.870、連邦上院議会での法律番号はS.1774。

<sup>16</sup> House Committee on Natural Resources, *House Committee on Natural Resources Release Puerto Rico Legislation*, April 12 2016.