

プエルトリコ監視・管理・経済安定化法の成立と

一般財源保証債のデフォルト

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. プエルトリコでは2016年7月1日、履行を迎えた公的債務（約20.1億ドル）のうち、約9.1億ドル分について不履行（デフォルト）となった。プエルトリコでは、既に政府関係機関がデフォルトしていたが、今回は政府関係機関のみならず、プエルトリコ政府本体の債務である一般財源保証債（GO、約7.8億ドル）が初めてデフォルトとなった。
2. デフォルト前日となる2016年6月30日には、連邦レベルでプエルトリコの財政再建を支援する「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」（PROMESA）が成立した。当該法律には、債権者からの訴訟の一時停止と、監視委員会の創設といった特徴がある。
3. 米国地方債市場では、プエルトリコ債がGOを含めてデフォルトしたものの、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法が成立したことを好感し、プエルトリコのベンチマーク債の価格がやや上昇した。これは、連邦政府レベルで監視・管理・経済安定化法が成立したことで、プエルトリコの債務再編が透明性を確保しつつ、秩序立ったプロセスで行われ、先行き不透明感がやや排除される可能性があるとの投資家に受け止められたことが背景とみられる。
4. プエルトリコの将来を見据える上では、2017年1月末までのモラトリアム期間中に、連邦政府主導の監視委員会で、（1）財政再建、債務再編、経済回復に向けた計画をどの程度効果的に策定できるか、（2）債務再編についてどの程度の債権クラスと合意に達することができるか、などがカギになるとみられる。しかし、過去に連邦政府の関与により財政再建を目指したワシントンDCと今回のプエルトリコを比較した場合、プエルトリコの解決策の模索はより複雑かつ困難なプロセスとなる可能性がある。

I. プエルトリコ初の政府本体の債務のデフォルト

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 7 月 1 日、履行を迎えた公的債務（約 20.1 億ドル）のうち、約 9.1 億ドル分について不履行（デフォルト）となった¹（図表 1 参照）。プエルトリコは、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、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²。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、プエルトリコ開発銀行（GDB）が 2016 年 5 月 1 日、期限を迎えた債務の履行ができず、デフォルトしていたが、今回は政府関係機関のみならず、プエルトリコ政府本体の債務である一般財源保証債（GO、約 7.8 億ドル）が初めてデフォルトとなった³。

デフォルト前日となる 2016 年 6 月 30 日には、連邦レベルでプエルトリコの財政再建を支援する「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）がバラク・オバマ大統領の署名を経て成立していた。一方で、アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事は同日、「プエルトリコ緊急債務モラトリアム・財政再生法⁴」（Puerto Rico Emergency Moratorium and Financial Rehabilitation Act、モラトリアム法）第 21 条に基づき、緊急措置としてプエルトリコの一部の債務について 2017 年 1 月末まで履行を猶予するモラトリアム宣言を行い、2016 年 7 月 1 日のデフォルトにつながった⁵。

本稿では、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法の内容を概観した上で、プエルトリコの財政再建の行方を考察する。

¹ Commonwealth of Puerto Rico, *Commonwealth of Puerto Rico - Bonded Indebtedness Debt Service Due July 1, 2016*, July 1 2016.

² 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。

³ プエルトリコ金融公社、プエルトリコインフラ金融公社及びプエルトリコ開発銀行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、江夏あかね「プエルトリコにおけるモラトリアム宣言と 3 度目のデフォルト」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号、を参照されたい。

⁴ プエルトリコ緊急債務モラトリアム・財政再生法については、江夏あかね「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」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号、を参照されたい。

⁵ Government Development Bank for Puerto Rico & Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, *Government Development Bank for Puerto Rico and Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority Statement on Implementation of Emergency Measures under Act 21*, July 1 2016.

図表 1 プエルトリコの公的債務の 2016 年 7 月 1 日の履行 (100 万ドル)

発行体	元本	金利	合計 履行 予定額	全額 履行予定	部分的 履行予定	トラスティに保 管されている 基金想定額
一般財源保証債 (GO)	425.6	353.4	779.0	×	×	—
プエルトリコ公共建物公社 (PBA、シリーズ L を 除く)	86.1	90.8	176.9	×	○	151.8
PBA シリーズ L	—	1.0	1.0	○	—	—
プエルトリコ開発銀行 (GDB、シリーズ 2013 B-1)	—	0.7	0.7	○	—	—
GDB (シリーズ 2013 B-1 を除く)	—	9.1	9.1	○	—	—
プエルトリコインフラ金融公社長期借換予定 証券 (PRIFA BANs)	10.0	0.6	10.7	×	○	10.0
PRIFA 特別税レベニュー債	41.1	35.9	77.1	×	×	—
プエルトリコ職員退職制度 (ERS)	—	13.9	13.9	○	—	—
プエルトリコ高速道路・交通公社 (HTA、68 年決議分)	28.3	22.0	50.3	○	—	—
HTA (98 年決議分シニア)	58.7	89.4	148.1	○	—	—
HTA (98 年決議分劣後、1998 年発行)	3.1	1.4	4.5	×	○	0.1
HTA (98 年決議分劣後、2003 年発行)	12.5	6.0	18.5	○	—	—
プエルトリコ売上税金融公社 (COFINA)	—	15.4	15.4	○	—	—
プエルトリコ産業開発会社 (PRIDCO)	8.5	1.4	9.9	○	—	—
プエルトリココンベンションセンター地区公社 (PRCCDA)	11.3	9.5	20.8	○	—	—
プエルトリコ金融公社 (PFC)	—	1.4	1.4	×	×	—
プエルトリコ電力公社 (PREPA)	224.0	193.7	417.7	○	—	—
プエルトリコ上下水道公社 (PRASA、2008 年発行 シニアレベニュー債)	14.9	37.3	52.2	○	—	—
PRASA (2012 年シニアレベニュー債)	33.7	47.7	81.4	○	—	—
PRASA (2008 年劣後借換債)	—	1.4	1.4	○	—	—
PRASA (地方開発債)	4.8	7.9	12.7	×	×	—
一般財源保証債 (GDB 保有分)	9.5	1.5	11.0	×	×	—
地方金融公社	74.9	15.7	90.5	○	—	—
プエルトリコ産業・観光・教育・医療・環境管理 施設金融公社 (大学プラザ計画)	2.3	1.7	4.0	○	—	—
合計額	1,049.5	958.8	2,008.3			

(注) 網掛け部分が 2016 年 7 月 1 日にデフォルトした分 (部分的履行を含む)。

(出所) Commonwealth of Puerto Rico, *Commonwealth of Puerto Rico - Bonded Indebtedness Debt Service Due July 1, 2016*, July 1 2016、より野村資本市場研究所作成

(<http://www.bgfpr.com/documents/CommonwealthofPuertoRico-July-1-2016DebtService.pdf>)

II. プエルトリコ監視・管理・経済安定化法の背景とポイント

1. 何度も試みられたプエルトリコの債務再編に向けた法整備

米国では、地方公共団体を対象とした連邦破産法第 9 章があり、地方公共団体が同法を適用した上で債務再編を進めるケースもあれば、同法を適用せずに債権者と債務再編について合意に達することもある⁶。

プエルトリコの場合、(1) 地方債発行残高 (2016 年 3 月末、長期債・短期債を含む) が

⁶ 例えば、2013 年 7 月に連邦破産法第 9 章を適用申請したミシガン州デトロイト市は、同法の下で債務再編を進め、2014 年 12 月に破産手続きを完了した。一方、2010 年に財政破綻したペンシルベニア州ハリスバーグ市は、同法を適用せずに債務再編を行った。

約 1,006.7 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⁷、(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）が特殊な税制「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⁸、等を背景に、投資家層が典型的な米国地方債よりも広範に渡っている状況である⁹。

そのため、プエルトリコが財政再建の一環として債務再編を行う場合、法律の下で透明性を確保し、秩序立ったプロセスで債権者と交渉を進めることがカギになる。しかし、プエルトリコの場合、プエルトリコ政府のみならず傘下の地方公共団体（公社等）を含めて、連邦破産法第 9 章の適用対象外となっており、債務再編を行う場合も、法律の枠組みを用いずに債権者と交渉する手段しか有していなかった¹⁰。

プエルトリコ政府は 2014 年 6 月 28 日、公社の債務問題に法的に対応すべく、「プエルトリコ公社債務執行・回復法¹¹」（The Puerto Rico Public Corporation Debt Enforcement and Recovery Act）を制定したが、2015 年 2 月 6 日にプエルトリコ地方裁判所より無効との判決を受けた¹²。一方、連邦議会でも 2015 年、プエルトリコの債務問題に対応すべく、「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）が提出されたが、2016 年 7 月末時点で成立に至っていない¹³。

2. 連邦レベルでのプエルトリコ財政再建支援法の制定に向けた動き

プエルトリコの財政が危機的状況に陥る中、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たほか、同年 4 月 6 日には政府がモラトリアム法を制定し、同月 8 日には政府関係機関である GDB が緊急状態にあることを宣言する知

⁷ Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, First Quarter 2016*, May 18 2016, p.10.

⁸ 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。

⁹ プエルトリコ債のうち、ヘッジファンドが全体の約 3 分の 1 に当たる約 230 億ドル、ミューチュアル・ファンドが約 80 億ドル、プエルトリコの投資家が約 150 億ドルを保有している。（“Puerto Rico Says \$911 Million in Payments Missed in Default,” *Bloomberg*, July 2 2016）

¹⁰ プエルトリコの場合、プエルトリコ政府自体は、連邦破産法第 9 章が制定されて以降、同法の適用対象外だった。また、1984 年に制定された「連邦破産法改正及び連邦裁判官法」により、連邦破産法第 9 章を適用する傘下の地方公共団体に対して承認を与えることが可能な州と同様の位置付けではなくなり、傘下の地方公共団体を含めて連邦破産法第 9 章の適用対象外となった。（江夏あかね「プエルトリコの財政破綻と債務再編—連邦破産法第 9 章の適用可能性を中心に—」『年報財務管理研究』第 27 号、日本財務管理学会、2016 年 5 月、91-105 頁）

¹¹ プエルトリコ公社債務執行・回復法については、江夏あかね「プエルトリコの公社債務執行・回復法と米国地方債市場の焦点」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号、を参照されたい。

¹² 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。しかし、連邦最高裁判所は 2016 年 6 月 13 日、同法が連邦破産法に抵触するため、無効との判決を下した。

¹³ 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。

事命令が出されたほか、同月 30 日には GDB の履行について、一部を除きモラトリアムとすることを宣言した¹⁴。

このような状況下、連邦下院議会に 2016 年 4 月 12 日、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法が提出された¹⁵。同法案は、下院で修正・可決された後、連邦上院議会が 2016 年 6 月 29 日に可決し、翌日の成立につながった¹⁶。

3. プエルトリコ監視・管理・経済安定化法の枠組み

プエルトリコ監視・管理・経済安定化法には、連邦破産法第 9 章と同様に、連邦政府による財政支援は含まれていないが、債権者からの訴訟の一時停止 (Automatic Stay) と、監視委員会の創設といった特徴がある¹⁷。訴訟の一時停止については、プエルトリコ政府が住民に対する行政サービスを続けながら、債務再編を含む財政再建策の策定に専念すべく、盛り込まれたものとみられる。一方、監視委員会は、連邦政府によって設立され、7 名の委員で構成される¹⁸。委員会は、プエルトリコ政府及び傘下の地方公共団体等の予算及び財政計画を監視するが、具体的な権限としては、(1) 債権者と債務者の自発的な合意を認定、(2) 知事による財政計画や年度予算に対する承認、(3) 予算執行及び必要な歳出削減に関する命令、(4) 法律、契約、規則、規制、行政命令が財政計画に準ずるかを調査、といった権限を有する。また、当法律には、プエルトリコ政府が債務再編を行うことや、委員会が債務者代表となることについての条件とプロセスが示されており、委員会は債務再編プロセスの開始や債務再編計画の修正を行うことが可能とされている。

プエルトリコに対する連邦政府による監視委員会は、ワシントン DC (コロンビア特別区) が 1990 年代に財政危機に陥った時に設置されたような組織がイメージされているとみられ、連邦政府による強力な関与を意味する。ワシントン DC の場合、歳入に見合わない歳出が繰り返された結果、1994 年に財政赤字に陥り、1995 年には累積赤字が 7.22 億ドルにも上った¹⁹。さらに、格付けも投機的等級に引き下げられ、資本市場へのアクセスが困難になりつつあった。そのような中、マリオン・バリー市長 (当時) は連邦政府に財政支援を要請したものの、連邦政府はコロンビア特別区財政責任・管理支援法を 1995 年に制定し、財政管理委員会を設立した。連邦政府によって任命された 5 名の委員により構成された同委員会では、(1) 住民に対する効率的かつ効果的な行政サービスの提供、(2) 債務を期日通りに履行できる状況に財政を立て直し、資本市場へのアクセスを強化、(3) 長期的な経済活性化及び行財政運営の効率性の確保、(4) 連邦政府との関係改善・強化、とい

¹⁴ 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。

¹⁵ House Committee on Natural Resources, *House Committee on Natural Resources Release Puerto Rico Legislation*, April 12 2016.

¹⁶ 連邦下院議会での法律番号は当初 H.R.4900、修正後 H.R.5278、連邦上院議会での法律番号は S.2328。

¹⁷ Library of Congress, *H.R. 5258- PROMESA*.

¹⁸ 委員は、2016 年 9 月 15 日までに連邦議会の推薦リストに基づき、オバマ大統領が任命する。 (“Puerto Rico Says \$911 Million in Payments Missed in Default,” *Bloomberg*, July 2 2016)

¹⁹ DC Applesed Center and Our Nation’s Capital, *Building the Best Capital City in the World*, December 2008, p.81; 地方債協会『第 27 回海外地方債状況調査報告書 (アメリカ)』2006 年 12 月、43-48 頁。

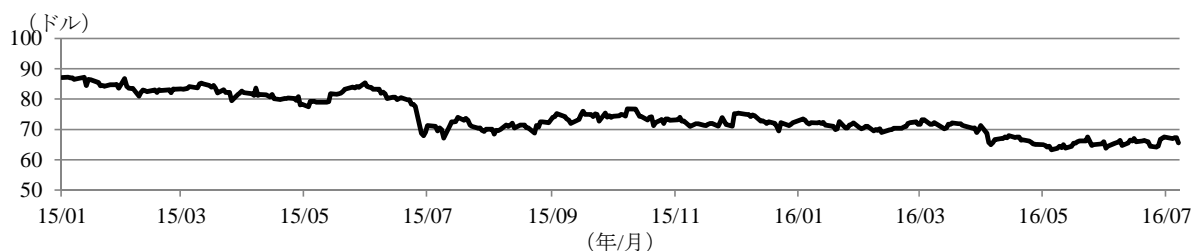
った責務を担い、ワシントン DC の財政健全化の支援を行った。その後、ワシントン DC をめぐっては、1997 年以降単年度の財政黒字化の達成、1998 年に累積赤字の解消、2000 年に全ての格付けが投資適格級に復帰したこと等を受け、2001 年 9 月末に財政管理委員会は解散した。

Ⅲ. 今後の見通し

米国地方債市場においては、プエルトリコ債が GO を含めてデフォルトしたものの、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法が成立したことを好感し、プエルトリコのベンチマーク債（GO、2035 年償還）の価格がやや上昇した（図表 2 参照）。また、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（アシユアド・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ッドも、一旦ポジティブな反応を示した。これは、連邦政府レベルで監視・管理・経済安定化法が成立したことで、プエルトリコの債務再編が透明性を確保しつつ、秩序立ったプロセスで行われ、先行き不透明感がやや排除される可能性があるとして受け止められたことが背景とみられる。

格付け関連では、ムーディーズが 2016 年 7 月 1 日、プエルトリコ及びその政府関係機関の格付け見通しについて、「ネガティブ」から「検討中」に変更した²⁰。これは、(1) 法律が整備されたことで信用力のさらなる毀損は回避される可能性があるものの、デフォルト及び損失発生の可能性は依然として残っている一方で、(2) 連邦政府の関与によりプエルトリコの危機に対して効果的な解決策が導かれれば、プエルトリコ債の投資家の回収率が向上し、経済環境の悪化が食い止められるステップになる可能性があること、などを反映している。一方、フィッチは 2016 年 7 月 5 日、プエルトリコの GO の格付けを「C」から「D」に引き下げた²¹。

図表 2 プエルトリコの一般財源保証債の価格推移



(注) 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。
(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

²⁰ プエルトリコの GO のムーディーズによる格付けは「Caa3」。(Moody's, *Moody's Revises Puerto Rico's Outlook to Developing from Negative*, July 1 2016)

²¹ Fitch, *Fitch Downgrades Puerto Rico's IDR to 'RD' and GO bonds to 'D'*, July 5 2016.

プエルトリコの将来を見据える上では、2017年1月末までのモラトリアム期間中に、連邦政府主導の監視委員会で、(1) 財政再建、債務再編、経済回復に向けた計画をどの程度効果的に策定できるか、(2) 債務再編についてどの程度の債権クラスと合意に達することができるか、などがカギになるとみられる。ただし、連邦政府の関与により財政再建を目指したワシントン DC とプエルトリコを比較した場合、プエルトリコはワシントン DC よりも財政赤字の規模が大きい上、財政悪化が進んでいる状況となっている²²。その意味で、プエルトリコの監視委員会をめぐっては、ワシントン DC の財政再建時よりも、解決策の模索がより複雑かつ困難になる可能性が高いと考えられる。さらに、仮に、監視委員会の下で財政再建が進められたとしても、経済・社会状況、とりわけ産業撤退や米国本土への人口流出といった要素が抜本的に変わることは、連邦政府がプエルトリコに対して本格的な経済支援策を講じない限り想定されず、プエルトリコが再び財政危機に陥ることもあり得る。その意味では、金融市場でプエルトリコの行方にスポットライトが当たる状況が当面続くと想定される。

²² プエルトリコ政府の2009会計年度の財政赤字は、過去最大で約28.64億ドル。(The Commonwealth of Puerto Rico, *Update on Fiscal and Economic Progress: Investors Webcast*, February 2014, p.14)