

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

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 米国の自治地域（コモンウェルス）であり、カリブ海北東に位置するプエルトリコでは、財政悪化が懸念される中、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、公社債務執行・回復法）が2014年6月28日に成立した。
2. 公社債務執行・回復法の成立を受け、プエルトリコ電力公社等の債券が債務不履行（デフォルト）となる可能性等が懸念され、プエルトリコ債全体のパフォーマンスが大幅に悪化した。また、プエルトリコ債を保証している金融保証保険会社（モノライン保険会社）の債券や株式のパフォーマンスも弱含んでいる。
3. プエルトリコをめぐる動きは、デトロイト市の破産手続きとともに、米国地方債市場で当面大きな注目を集めるものと予想される。今後の注目材料としては、（1）プエルトリコ政府の債務履行に対する意思と市場の信認の確保、（2）公社債務執行・回復法の適用対象債務の行方、（3）モノライン保険会社への影響、が挙げられる。特に、プエルトリコ政府は今回、立法権を行使して債務のデフォルトも視野に入れた新法を制定しており、今後も支払いに対する意思を持続するのかが注目に値する。

I. プエルトリコで制定された公社債務問題に対応する新たな法律

米国の自治地域（コモンウェルス）であり、カリブ海北東に位置するプエルトリコでは、財政悪化¹が懸念される中、アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事が提案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、公社債務執行・回復法）が2014年6月25日に議会で可決され、同28日に知事が署名して成立した²。

プエルトリコの財政は、連邦政府の優遇措置の縮小やエネルギー価格の高騰を背景とした産業競争力の弱まりを受けて、2000年代後半頃から大きく悪化していた。特に、プエルトリコの公社の一部は、政府の一般基金（General Fund、日本の一般会計の概念に該当）に依存してきたため、一般基金にとって大きな負担となっていた。一方で、米国連邦破産法において、公社に関しては、地方政府等を対象とした再生型手続きの第9章、民間企業等を対象とした再生型手続きの第11章や清算型手続きの第7章の適用対象外となる。そのため、プエルトリコ政府は、公社に対して法的手続きを用いて、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て、公社債務執行・回復法を制定した。

公社債務執行・回復法では、一般財源保証債（General Obligation、GO）の保全も図ることが目的とされている。そのため、当法律の適用対象となるのは一部の公社とされ、プエルトリコ政府や地方政府等は対象外とされている³。一方、公社債務執行・回復法では、公社の債務調整等を含めた財務健全化に向けて、2つの方法が提示されている（図表1参照）。1つ目の方法（第2章）では、裁判所が関与することがなく公社と関係する債権者が再生計画について合意に至ることを目指して交渉を行い、75%の関係債権者による合意を受けて、裁判所に当該計画の承認を得るというスキームである。承認された計画の内容は、全ての関係債権者を拘束する。2つ目の方法（第3章）では、プエルトリコの裁判所による監督の下、再生計画を巡る債権者との協議の行き詰まりを回避することを目指すスキームである。債権者の利害を代表する委員会が組成されるほか、裁判所により全ての債権者が即時に支払いを求めた場合に、各債権者に対して公平に履行を行う状況が確保されることとなる。

¹ 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、参照。

² Commonwealth of Puerto Rico, Governor Alejandro Javier García Padilla Presents Bill for Debt Enforcement and Recovery of Public Corporations, Bloomberg, Puerto Rico on CreditWatch Negative as Governor Signs Bill (1), June 28 2014.

³ 適用対象外の組織は、プエルトリコ政府、78の地方政府、プエルトリコ政府開発銀行（GDB）及びその子会社・関係会社等、子供信託、職員退職制度（ERS）、司法要件制度、地方金融公社、地方金融機構、プエルトリコ産業開発機構、プエルトリコ産業・観光・教育・医療・環境管理施設金融公社、プエルトリコインフラ金融公社、プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）、プエルトリコ教職員年金制度、プエルトリコ大学とされた。

図表 1 プエルトリコ公社債務執行・回復法における2つの財務健全化に向けた方法

第2章 裁判所の関与が限定的な市場ベースアプローチ	第3章 裁判所の関与割合が増加
第1段階 公社が再交渉する債務を選択する。職員や業者に対する債務を一方的に削減することはできない	第1段階 公社がプロセスを開始すべく、裁判所に申し立てを行う
第2段階 特定の債権者が契約に基づく救済策を9カ月間行使することができない	第2段階 公社発行の債務のみが影響を受ける
第3段階 公社は、業務上の混乱を最小限に留めながら債権者と交渉をする	第3段階 特定の債権者が契約に基づく救済策を行使することはできない
第4段階 公社は、自立した経営を行うべく、再生計画を策定する	第4段階 債権者の利害を代表する委員会が組成される
第5段階 再生計画に対しては、5割以上の債権者による投票、75%以上の合意が必要である	第5段階 債務を即時に履行することを求められた場合、各債権者に対して履行を行う
第6段階 裁判所が承認した計画の内容は、全ての債権者を拘束する	第6段階 最低1つの債権者クラスが合意する必要がある
第7段階 独立した第三者委員会が進捗を管理し、最新情報を提供する	第7段階 特別裁判所が計画を監督し、計画の内容は全ての債権者を拘束する

(出所) The Commonwealth of Puerto Rico and Government Development Bank for Puerto Rico, *The Fact About Puerto Rico's Public Corporations: Debt Enforcement and Recovery Act*, June 25 2014, p.2、より野村資本市場研究所作成

(<http://www.gdb-pur.com/documents/FactsAboutDebtEnforcementAndRecoveryAct.pdf>)

II. 米国地方債市場におけるプエルトリコ新法の影響

プエルトリコによる公社債務執行・回復法制定は、米国地方債市場で大きな注目を集めている。プエルトリコの地方債発行残高（長期債・短期債を含む、2013年末）は約1,035.8億ドルと、2013年7月に財政破綻したデトロイト市⁴の地方債残高（約63.8億ドル）の規模の約16倍に達している⁵。さらに、プエルトリコ債は、(1) 連邦、州、地方政府の所得税が免除（Triple Tax Exemption、三税免除）という特殊な取扱いを受けること、(2) 低金利環境の米国債券市場の中でも比較的高い金利水準で推移していること、などにより地方債ファンドの66%⁶が保有するなど、米国地方債市場で中核的な銘柄になっている。

1. 公社債務執行・回復法により影響を受けるプエルトリコの地方債と保証の状況

プエルトリコ債のうち、公社債務執行・回復法の適用対象となった発行体の地方債残高（2014年6月30日時点、ブルームバーグのデータに基づく）は、約308億ドルと全発行

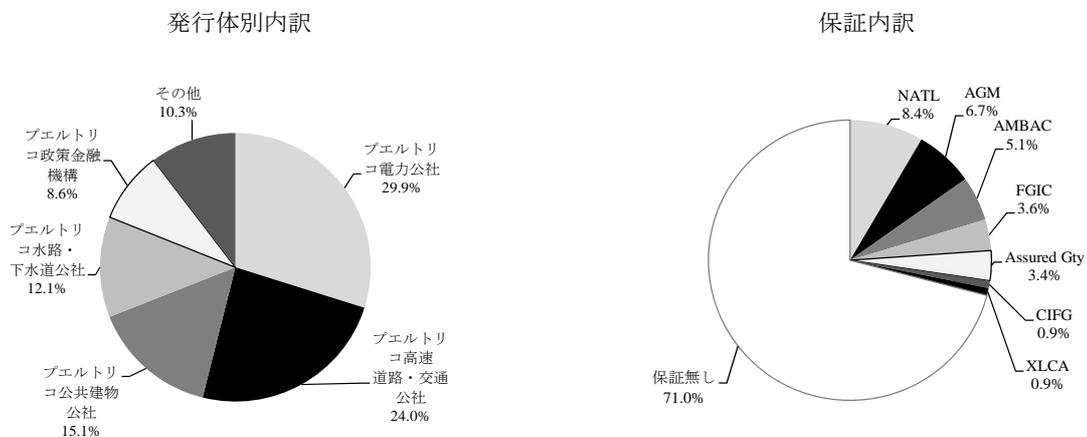
⁴ 江夏あかね「デトロイト市の連邦破産法第9章適用申請と地方債市場への影響」『野村資本市場クォーターリー』第17巻第2号（2013年秋）、参照。

⁵ United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan Southern Division, *Disclosure Statement with Respect to Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, February 21 2014, p.28; Securities Industry and Financial Markets Association, *Municipal Bond Credit Report: Fourth Quarter 2013*, February 19 2014, p.13.

⁶ モーニングスターのデータに基づく。（Bloomberg, *Bloomberg Brief: Municipal Market*, June 30 2014, p.1）

残高（約 984 億ドル）の約 3 割に達する規模となっている。そして、適用対象となった地方債残高のうち、約 3 割がプエルトリコ電力公社（PREPA、約 92 億ドル）、約 4 分の 1 がプエルトリコ高速道路・交通公社（PRHTA、約 74 億ドル）のものとなっている（図表 2 左参照）。一方、対象発行体の地方債残高のうち保証が付与されているのは、約 3 割に当たる約 89 億ドルである（図表 2 右参照）。保証を提供している金融保証保険会社（モノライン保険会社）別に見ると、アシユアード・ギャランティ・グループ（アシユアード、AGM 及び Assured Gty）が最も多く、ナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ（ナショナル、旧・MBIA）が続く形となっている。

図表 2 プエルトリコ公社債務執行・回復法の対象発行体の地方債残高内訳



(注) ブルームバーグより、2014年6月30日時点のデータを抽出。2社以上が保証している銘柄は保証を行っている会社の数で按分して換算。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

2. 米国地方債市場への影響

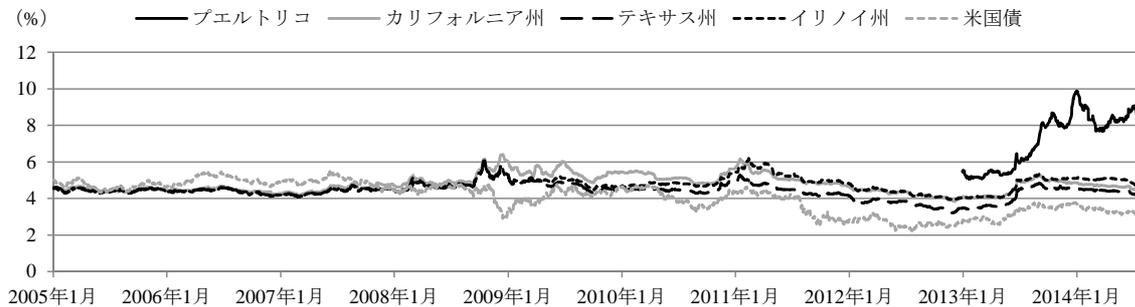
公社債務執行・回復法の成立を受け、プエルトリコ電力公社等の債券が債務不履行（デフォルト）となる可能性等が懸念され、プエルトリコ債全体のパフォーマンスが大幅に悪化した（図表 3 参照）。また、一部の投資家は 2014 年 6 月 29 日、プエルトリコ政府が公社債務執行・回復法を制定したことについて、米国連邦議会の排他的領域を侵しているとして、プエルトリコ地区にある米国連邦地方裁判所に対して法律の差し止めを要求した⁷。

一方、各格付会社も新法成立を受けて、適用対象となった債券のみならず、一般財源保証債やプエルトリコ売上税金融公社（COFINA）債といった新法適用対象外の債券についても、プエルトリコ政府の債務履行に対する意思の変化の可能性やプエルトリコ債全体の市場へのアクセス可能性のさらなる低下等を懸念し、ネガティブな格付けアクション（引き下げや引き下げ方向で見直し）を講じた⁸。

⁷ The United States District Court for the District of Puerto Rico, *Amended Complaint*, June 29 2014.

⁸ Moody's, *Moody's downgrades Puerto Rico Aqueduct & Sewer, Highway & Transportation authorities to Ba3; ratings under review*, June 27 2014; Moody's, *Moody's downgrades Puerto Rico GOs to B2 from Ba2, COFINA Senior-Sub to*

図表3 プエルトリコ債等の流通利回りの推移



(注) 20年の利回り（ミッド・プライス）のインデックス・データ。地方債は、一般財源保証債のデータ（プエルトリコ以外は、2013年末の発行残高が多い3州を選択）。プエルトリコは「BMSTPR20」（2012年12月以前のデータはなし）、カリフォルニア州は「165M20Y」、テキサス州は「169M20Y」、イリノイ州は「177M20Y」、米国債は「C08220Y」。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

一方、公社債務執行・回復法の影響は、2014年7月1日に一般財源保証債及びプエルトリコ電力公社債の履行が行われた⁹こともあり、米国地方債市場全体には足元では波及していないようであるが、プエルトリコ債を保証しているモノライン保険会社の債券や株式等のパフォーマンスは弱含んでいる。ムーディーズは2014年7月2日、プエルトリコ債の格付けアクションに続き、アシユアードやナショナルといったプエルトリコ債へのエクスポージャーが比較的多いモノライン保険会社の一部の格付け見通しを安定的からネガティブに引き下げた¹⁰。

Ⅲ. 今後の注目点

プエルトリコをめぐる動きは、デトロイト市の破産手続きとともに、米国地方債市場で当面大きな注目を集めるものと予想される。今後の注目材料としては、以下の3点が挙げられる。

Ba3-B1; outlooks negative, July 1 2014; S&P, Puerto Rico And Related Entity Ratings Placed On CreditWatch Negative Following Legislation Approval, June 27 2014; S&P, Puerto Rico Aqueduct & Sewer Authority 'BB+' Bond Ratings Placed On Watch Negative After Similar Action On Puerto Rico, June 30 2014; Fitch, Fitch Downgrades Puerto Rico Electric Power Auth's Rev Bonds; Maintains Watch Negative, June 26 2014; Fitch, Fitch Downgrades Puerto Rico GO, Sales Tax, Retirement System & Water Revenue Bonds, July 9 2014.

⁹ The Commonwealth of Puerto Rico and Government Development Bank for Puerto Rico, *GDB Chairman and Treasury Secretary Provide Joint Comment on Approval of Puerto Rico's First Balance Budget in 22 Years: Confirm Payment of all General Obligation and PREPA July 1 Obligations, Comment on Recent Rating Actions Explain New Revenue Measures That Support Economic Growth*, July 1 2014, p.2.

¹⁰ Moody's, *Moody's affirms Assured Guaranty's ratings; outlook remains stable for AGM; AGC's outlook changed to negative*, July 2 2014; Moody's, *Moody's affirms ratings of MBIA Inc. and National Public Finance Guarantee; changes outlooks to negative*, July 2 2014.

1. プエルトリコ政府の債務履行に対する意思と市場の信認の確保

プエルトリコ政府は、2014年3月11日に発行した一般財源保証債（GO Series 2014A、額面35億ドル）を通じて、2015年6月まで流動性が確保される予定としている¹¹。そして、2014年7月1日に期日を迎えた全ての債務が履行されたことに加え、2014年6月30日に承認された2015会計年度（2014年7月1日～2015年6月30日）予算は、必要な公債費を計上した上で、赤字地方債に依存せずに22年ぶりに歳入・歳出均衡が図れたことを2014年7月1日に発表している¹²。これらを踏まえると、プエルトリコ政府の債務支払能力は、仮に資本市場へのアクセスが困難になったとしても、少なくとも2015年6月までは維持可能と考えることもできる。

しかし、一般論としてプエルトリコのように主権を有する発行体（国、連邦制国家の下での米国の州等）の信用力を分析する場合、債務の支払能力とともに、支払いに対する意思が重要なポイントとなってくる¹³。プエルトリコ政府は今回、立法権を行使して債務のデフォルトも視野に入れた新法を制定しており、今後も支払いに対する意思を持続するのかが注目に値する。プエルトリコ政府が今後、財政健全化の実効性とともに支払いに対する意思を持続していることを継続的に示し、市場の信認を確保することが市場へのアクセスを中長期に渡って維持するためのカギとなると考えられる。

2. 公社債務執行・回復法の適用対象債務の行方

プエルトリコと同様に厳しい財政状況を抱えているデトロイト市の場合、債務調整計画案¹⁴においてレベニュー債の想定回収率が基本的に100%とされた一方、一般財源保証債は、担保付は100%の回収率とされたが、無担保、制限付・無制限のものは毀損することが示された¹⁵。しかし、プエルトリコの場合、一般財源保証債が保全される一方、公社等が発行するレベニュー債が債務調整される可能性が示唆され、デトロイト市とは債務の取扱いが逆となったことはサプライズとも言える。

米国の州政府が同様の法律を制定する可能性を懸念する投資家が出現する可能性はあろう。しかしながら、(1)米国の州政府の財政状況は、売上税や個人所得税等の回復にも下支えされ、全般的には改善傾向にあり、プエルトリコのような厳しい状況には陥っていないこと、(2)州によっては傘下の地方政府等に対して、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整備されていること、を踏まえると、プエルトリコ政府が制定したような法律を新たに制定する州が出現する可能性は低いと考えられる。

¹¹ Bloomberg, *Puerto Rico Increases Bond Offering by 17% to \$3.5 Billion (4)*, March 11 2014.

¹² The Commonwealth of Puerto Rico and Government Development Bank for Puerto Rico, *GDB Chairman and Treasury Secretary Provide Joint Comment on Approval of Puerto Rico's First Balance Budget in 22 Years: Confirm Payment of all General Obligation and PREPA July 1 Obligations, Comment on Recent Rating Actions Explain New Revenue Measures That Support Economic Growth*, July 1 2014.

¹³ Fitch, *Sovereign Rating Criteria*, August 13 2012, p.9.

¹⁴ 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、参照。

¹⁵ United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan Southern Division, *Fourth Amended Disclosure Statement with Respect to Amended Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, May 5 2014, pp.34-42.

一方、仮に適用対象となった債務がデフォルトした場合に回収率がどのようになるかは、米国地方債市場全体から大きな注目が集まると予想される。特に、適用対象の中で残高が多いプエルトリコ電力公社やプエルトリコ高速道路・交通公社をめぐっては、ムーディーズの統計（1970～2013年）によると、高速道路・交通公社のレベニュー債に関して過去のデフォルト事例はない上に、電力レベニュー債のデフォルト事例も1980年代とかなり古いものが2つ存在するのみである¹⁶。その意味で、仮に、プエルトリコ電力公社やプエルトリコ高速道路・交通公社がデフォルトした場合、格付水準が比較的低いレベニュー債を中心に、投資家はその回収率を先行事例として投資判断で参考とする可能性が高いと考えられる。

3. モノライン保険会社への影響

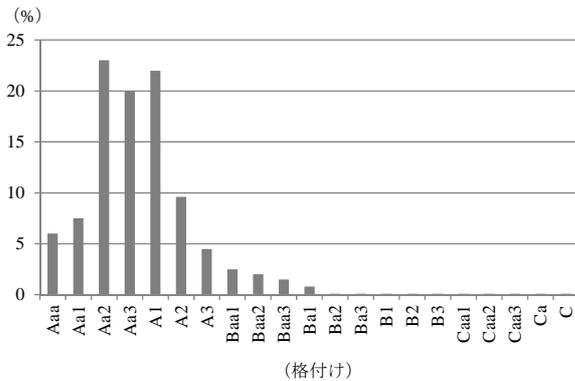
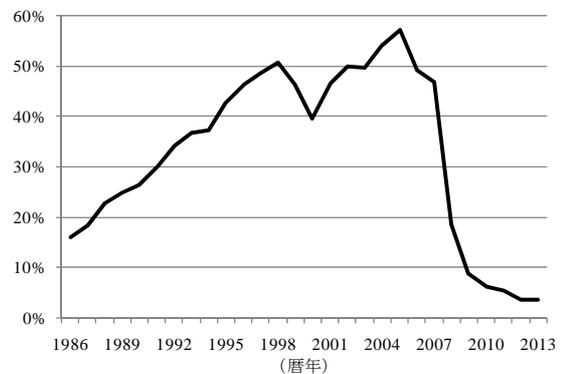
プエルトリコ債の行方とともに焦点となるのが、モノライン保険会社の行方であろう。特に、アシュアードやナショナルといったプエルトリコ債へのエクスポージャーが比較的多いモノライン保険会社に関しては2014年第1四半期末（2014年3月末）時点で、対象となった公社へのエクスポージャーが適格法定資本（QSC）の28～75%に相当する状況¹⁷となっており、仮に新法の適用対象債務がデフォルトした場合、モノライン保険会社の財務基盤に甚大な影響が及ぶ可能性も否めない。しかし、モノライン保険会社の契約は通常、保証対象債券の元金支払いを約定スケジュール通りに全額行うことを「無条件（unconditional）且つ取消不能（irrevocable）」な形で債券所有者に対して保証するものである。つまり、仮に保証した債券がデフォルトした場合も、弁済が一気に発生するわけではなく、当初保証債券が予定していたスケジュール通りの元金支払いを行えば良く、モノライン保険会社のキャッシュフローが短い期間に大きく悪化するようなケースはほとんどないと考えられる。

ただし、アシュアードやナショナルの格付水準がA格（ムーディーズ〔2014年7月31日時点〕：AGM=A2、Assured Gty=A3、ナショナル=A3）となっていることに鑑みると、仮に格付けが引き下げられた場合、地方債保証業務の執行が困難になる可能性が否めない。仮にモノライン保険会社の格付けがBBB格以下になった場合、現在の米国地方債セクターの格付水準が殆どA格以上に集約されているため、保証を提供する意味がなくなることを意味するからである（図表4左参照）。

¹⁶ ワシントン公共電力供給システム（WPPSS）の電力レベニュー債は1983年8月1日にデフォルトし、最終回収率は40%であった。ケンタッキー州のバンセバーク市の電力等のレベニュー債は1987年12月1日にデフォルトし、最終回収率は100%であった。（Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2013*, May 7 2014, pp.26-28）

¹⁷ Moody's, *Moody's affirms Assured Guaranty's ratings; outlook remains stable for AGM; AGC's outlook changed to negative*, July 2 2014; Moody's, *Moody's affirms ratings of MBIA Inc. and National Public Finance Guarantee; changes outlooks to negative*, July 2 2014.

図表 4 米国地方債の格付分布と米国地方債の発行額に占める保証付債の割合の推移

ムーディーズ：米国地方債の格付分布
(2013 年末)米国地方債の発行額に占める
保証付債の割合の推移

(出所) Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2013*, May 7 2014, p.14; Bond Buyer, *Annual Bond Sales (Dollar Volume)*、より野村資本市場研究所作成
(http://www.bondbuyer.com/apps/custom/msa_search.php?product=decade_bondvolume)

米国地方債市場では、金融危機前は保証付債券が新発債の 6 割近くを占めていたが、モノライン保険会社の格付水準が引き下げられたこともあり、2013 年には新発債の 3.6% のみが保証付の状況となっている¹⁸ (図表 4 右参照)。そして、地方債保証のシェアは 2013 年末時点で、AGM が約 6 割、2012 年 7 月に設立された新たなモノライン保険会社であるビルド・アメリカ・ミューチュアル (BAM)¹⁹ が 4 割弱、とほぼ 2 社で寡占している状況となっている。仮にモノライン保険会社の格付け引き下げが起きた場合、地方債保証のシェアが大きく変化する可能性があるとともに、BAM の保証範囲が基本的にリスクの低い地方債に限定されていることから、地方債保証を近年活用していた財政規模の小さい団体や特有のリスクがある銘柄が地方債保証の付与を受ける選択肢を失い、起債が困難になる可能性も視野に入ろう。

日本においては、プエルトリコのような自治地域も存在しない上、地方公共団体の破綻法制がないなど地方財政・地方債制度が異なるため、プエルトリコと同様のケースに直面することは想定しがたい。しかしながら、米国地方債市場は、約 4 兆ドルと日本の約 5 倍²⁰ の規模を誇る大きな金融市場であり、世界の金融市場にどのような影響を与えるかを見極める上でも、プエルトリコをめぐる動きは今後も注目に値すると言える。

¹⁸ Bond Buyer, *The Bond Buyer's 2013 in Statistics (Annual Review)*, February 24 2014, p.5A.

¹⁹ BAM は、ニューヨーク州法に基づき保証を受ける州・地方政府等を会員とする相互会社で 2012 年 7 月に設立された。BAM の保証を享受する地方公共団体は、被保険者兼所有者 (会員) として会員資本拠出と保証を付与する地方債のリスクに応じたリスク・プレミアムを支払う仕組みとなっている。BAM は長期・固定金利のリスクの低い地方債として、一般財源保証債と必要性・公共性の高い事業のレベニュー債等を保証対象とし、モノライン保険会社よりも低コストでの保証提供が可能なビジネスモデルを構築している。

²⁰ 2013 年末の発行残高。米国の数値は、米証券業金融市場協会 (SIFMA) の統計に基づく。日本の数値は、地方債協会の統計に基づく都道府県及び政令指定都市の民間資金 (証券) 分 (約 72 兆円)。1 ドル=105.31 円で換算。