

## プエルトリコによる債務再編案の公表と今後の展開

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 米国の自治地域（コモンウェルス）のプエルトリコでは2016年2月1日、政府の財政・経済再生ワーキンググループが債務再編案を公表した。
2. 債務再編案では、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2種類の新債券（ベース・ボンドとグロース・ボンド）に任意に交換する形が示されている。
3. 今回の債務再編案に関しては、2016年5月1日までに債権者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る。
4. 今回の債務再編案の内容に鑑みると、プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）の債券投資家を中心に反対の声が上がり、債権者との合意に漕ぎ着けられず、プエルトリコ政府がモラトリアム宣言に移行する可能性が十分あり得ると言える。
5. 仮に、連邦議会で議論されている連邦破産法第9章の改正法が成立し、プエルトリコの傘下の地方公共団体が同法を適用した場合、債務再編を円滑に進められる可能性がある。しかし、プエルトリコを取り巻く経済・社会状況に鑑みると、プエルトリコ政府が財政の持続性を確保するためには、相当の財政運営能力を求められることになると思われる。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みられる。

## I. 予定より約5ヵ月遅れで公表された債務再編案

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 2 月 1 日、政府の財政・経済再生ワーキンググループが債務再編案を公表した<sup>1</sup>。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。そのような中、アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事は 2015 年 8 月 30 日までに債務再編計画を策定する方針を明らかにしていた<sup>2</sup>。しかしながら、財政見通しが下方修正されていったほか、債権者との交渉が難航する中、再編案公表までに想定以上の時間を要したものとみられる。なお、その間にも、プエルトリコの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、デフォルトしている<sup>3</sup>。

## II. 債務再編案のポイント

プエルトリコ政府はこれまでも、歳入確保・歳出削減といった財政健全化策を検討してきたほか、政府本体の財政負担ともなっている公社等の債務問題の解決を目的とした法整備も試みたものの、実現に至っていない<sup>4</sup>。債務再編案では、財政健全化策を講じても、累積赤字が今後 10 年間で約 340 億ドルと大きく膨らむ見込みとなっており、その間に想定される債務の元利払い費用（約 330 億ドル）に鑑みると、相当規模の債務再編を行わない限り、プエルトリコが構造改革や成長戦略に取り組むだけの財政の柔軟性を確保できなくなる恐れがあるため、債務再編案の策定に至ったとの説明が行われた。

債務再編案では、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（新発行体 [New Issuer]）が発行する新債券に任意に交換する形が示されている<sup>5</sup>（図表 1 参照）。

<sup>1</sup> Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Puerto Rico Restructuring Proposal*, February 1 2016; Commonwealth of Puerto Rico, *The Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico Releases Restructuring Proposal*, February 1 2016.

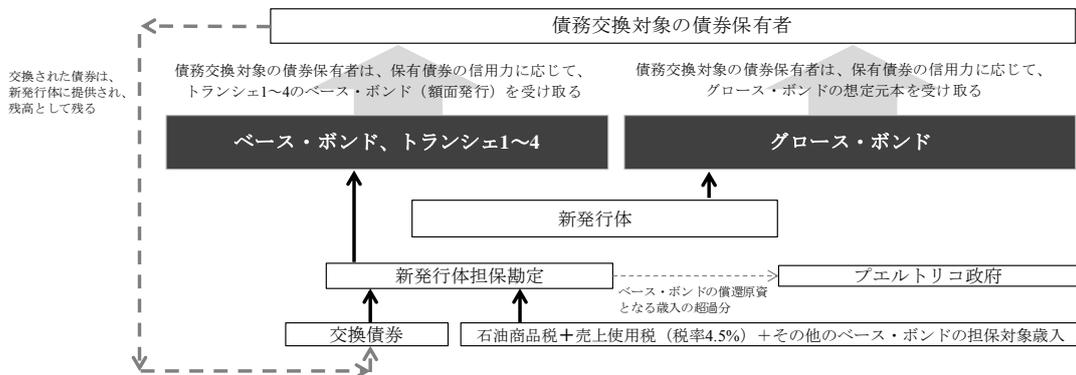
<sup>2</sup> プエルトリコによる債務再編計画策定の表明については、江夏あかね「プエルトリコの財政危機と債務再編への道」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号、を参照されたい。

<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> プエルトリコ政府は、2014 年 6 月 28 日に「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) を制定したが、2015 年 2 月 6 日にプエルトリコ地方裁判所により無効との判決を受けている。(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)

<sup>5</sup> 今回、債務再編の対象とされた発行体は、プエルトリコ政府、プエルトリコ公共建物公社 (PBA)、プエルトリコ売上税金融公社 (COFINA)、プエルトリコホテル観光協会 (PRHTA)、プエルトリコ開発銀行 (GDB)、プエルトリコインフラ金融公社 (PRIFA)、プエルトリコ産業開発公社 (PRIDCO)、職員退職制度 (ERS)、プエルトリコ大学 (UPR)、プエルトリココンベンションセンター地区公社 (CCDA)、プエルトリコ金融公社 (PFC)。

図表1 任意の債務交換の仕組み



(出所) Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Puerto Rico Restructuring Proposal*, February 1 2016, p.10、より野村資本市場研究所訳  
[http://www.bgfpr.com/documents/16\\_02\\_01FinalProposal-Revised.pdf](http://www.bgfpr.com/documents/16_02_01FinalProposal-Revised.pdf)

今回示された債務再編案で特徴的なのは、合計約492億ドルの債券が、約265億ドルの「ベース・ボンド」(Base Bond)と、約227億ドルの「グロース・ボンド」(Growth Bond)に交換される点である。このような方法は、米国地方債セクターでは、カリフォルニア州ストックトン市(2012年6月に連邦破産法第9章適用申請し、2015年2月に適用解除)や、国(ソブリン)ではウクライナ(1998年にモラトリアム宣言を行い、2000年に債務再編を完了)などで採られているとのことである<sup>6</sup>。

ベース・ボンドは、元本と金利が固定されているもので、35年定時償還債(最終償還は2051会計年度)である。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なる。償還原資は、石油商品税(年間約3.25億ドル)及び売上・使用税(税率4.5%)等を想定している。なお、ベース・ボンドは、既発債の信用力に応じて、4つのトランシェに切り分けられることになる。

一方、グロース・ボンドは、1つのトランシェで発行されるものであり、ベース・ボンドと異なり、金利はゼロであるほか、ベース・ボンドのような償還原資も設定されていない。プエルトリコ政府の歳入が一定水準を上回った時に、元本が償還される仕組みで、償還は2026会計年度に開始する。なお、ベース・ボンド、グロース・ボンド共に、プエルトリコ政府の保証付である<sup>7</sup>。

既発債の2種類の債券への配分としては、全体の約53.9%がベース・ボンド、残りの約46.1%がグロース・ボンドとされた。つまり、今回の債務再編案において、元利償還が確実に行われる予定の部分、すなわち全体の想定回収率は、ベース・ボンド部分の約53.9%

<sup>6</sup> Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Puerto Rico Restructuring Proposal*, February 1 2016, p.9; City of Stockton, *Chapter 9 Bankruptcy*; Moody's, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2014*, April 27 2015, pp.19-20.

<sup>7</sup> グロース・ボンドは、元金払いが発生した場合において、プエルトリコ政府が保証する。

である。一方、各々の既発債のベース・ボンドへの配分としては、一般財源保証債（GO）及び政府保証債が最も高く約 72.0%、次いでプエルトリコ売上税金融公社（COFINA）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）が約 48.6%、その他が約 39.4%とされた（図表 2 参照）。

図表 2 債務再編案における配分（億ドル）

既発債の種類	ベース・ボンド		グロース・ボンド		合計		ベース・ボンドの割合
	額面	配分	想定元本	配分	金額	配分	
一般財源保証債（GO）及び政府保証債	122.44	46.2%	47.64	21.0%	170.09	34.6%	72.0%
プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）の売上税レベニュー債	83.55	31.5%	88.43	38.9%	171.98	34.9%	48.6%
その他	59.1	22.3%	90.98	40.1%	150.08	30.5%	39.4%
合計／加重平均	265.09	100.0%	227.05	100.0%	492.14	100.0%	53.9%

（出所） Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Puerto Rico Restructuring Proposal*, February 1 2016, p.16、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)

今回示された債務再編案をめぐっては、債務交換の条件の最終決定、法整備、債券内容説明書の作成、等の準備が必要となるが、2016年5月1日までに債権者グループの返答が要請されている。2016年5月1日にはプエルトリコ開発銀行（GDB）の債務の元利払いが予定されており、この期日までに債権者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る。

### Ⅲ. 金融市場の反応

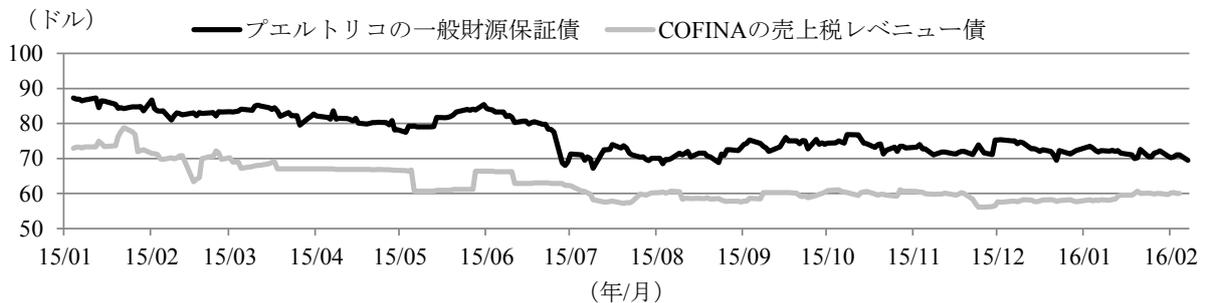
金融市場では、(1) プエルトリコ債の発行残高（2015年9月末、長期債・短期債を含む）は約 1,018.2 億ドルと、米国各州の地方債残高の中で 9 番目に大きい規模であること<sup>8</sup>、(2) プエルトリコ債（プエルトリコ政府及びその政治上の下部組織及び公社が発行した債券）は、特殊な税制「Triple Tax Exemption」（三税免除、基本的には利子に係る連邦、州、地方政府の所得税が免除）の下に発行されていること<sup>9</sup>、などを背景に、プエルトリコをめぐる動向に注目が集まっている。

今回の債務再編案公表を受けて、プエルトリコの一般財源保証債や COFINA の売上税レベニュー債の価格については、流動性があまりないとみられることもあり、特に影響は観察されていない（図表 3 参照）。一方、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]）の株価やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドは、債務再編案の発表を受けて一時的に弱含んだ。

<sup>8</sup> Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, Third Quarter 2015*, November 16 2015, p.11.

<sup>9</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。

図表3 プエルトリコの一般財源保証債と COFINA の売上税レベニュー債の価格推移



- (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. COFINAの売上税レベニュー債(シニア)は、表面利率: 6.35%、最終償還: 2057年8月1日(定時償還)、CUSIP: 74529JAE5。  
 (出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

モノライン保険会社の株価やCDSがネガティブな反応を示した背景は、債務再編案の想定回収率の低さとみられる。全体の想定回収率(約53.9%)は、同様の債務再編の方法を採ったストックトン市の平均回収率(約50%)より僅かながら高いものの、米国地方債セクターの平均回収率(約64%)に比して低い<sup>10</sup>。

一方、各々の既発債を見ると、プエルトリコの一般財源保証債及び政府保証債の想定回収率(約72.0%)は、(1)ムーディーズによる予想回収率(65~80%)の枠内に入っていること、(2)一般財源保証債の直近の値動きが額面(100ドル)に対して70ドル程度で推移していること、(3)2013年7月に財政破綻したミシガン州デトロイト市の無制限一般財源保証債(UTGO)の回収率(74%)ともほぼ同水準であること、等を踏まえると、サブライズは少ないとみられる<sup>11</sup>(図表3参照)。一方で、COFINAの売上税レベニュー債の想定回収率(48.6%)については、(1)ムーディーズによる予想回収率(優先債務: 65~80%、劣後債務: 35~65%)の範囲内でもかなり低めの水準に入っていること、(2)COFINAの売上税レベニュー債の直近の値動きが額面に対して60ドル程度で推移していること、を踏まえると、投資家がネガティブな情報として受け止めた可能性がある。

#### IV. 今後の展開

プエルトリコをめぐるのは、地方債の投資家層が三税免除の存在により、米国の他の地方債に比して多岐に渡っている。さらに、今回の債務再編案の内容に鑑みると、COFINAの債券投資家を中心に反対の声が上がり、債権者との合意に漕ぎ着けられず、プエルトリ

<sup>10</sup> Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2014*, July 24 2015.

<sup>11</sup> ムーディーズの予想は2015年7月22日時点のもの。デトロイト市の無制限一般財源保証債は、財産税等の課税権が償還原資になっており、対象税率に上限が設けていないもの。(Bloomberg, *Puerto Rico Special*, August 20 2015; 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年冬号)

コ政府がモラトリアム宣言に移行する可能性が十分あり得ると言える。ちなみに、デトロイト市の場合も、連邦破産法第9章適用申請（2013年7月18日）前の2013年6月14日に債務再編策が提案されたものの、流動性危機や財政状態を再構築するほどの十分な内容の合意を主要債権者との間で得られなかったため、破産法の適用申請に至っている<sup>12</sup>。

ただし、プエルトリコの場合、デトロイト市と異なり、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）を含めて連邦破産法第9章の適用対象外となっている。この問題をめぐっては、プエルトリコ政府に対して同法を適用する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。さらに、ホワイトハウスが2015年10月21日にプエルトリコの傘下の地方公共団体のみならずプエルトリコ政府自身にも、債務再編の法的ツールを与えるべく、連邦破産法第9章の対象にすることが必要であるとの見解を示している<sup>13</sup>。とはいえ、連邦破産法第9章の改正は、2016年3月末時点で成立していない。

将来的に、仮にプエルトリコ政府及び傘下の地方公共団体が連邦破産法第9章を適用できるようになった場合、迅速かつ適切に債務再編を進められる可能性がある。同法を適用した場合、債務再編に関して債務者である地方公共団体と債権者、債権者間の交渉、仲裁を行う専門家である連邦破産裁判所の判事へのアクセスが可能となる上、同法は破産法の中でも特殊であるため、最も適任で経験のある判事が任命されることが多い<sup>14</sup>。

しかしながら、仮にプエルトリコが連邦破産法を適用して債務再編を行ったとしても、財政の持続可能性を確保できるかは別問題と言える。プエルトリコの経済・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、想定されないからである。

その意味では、プエルトリコ政府が歳出削減をさらに進め、限られた財源の中で財政運営を行うことができなければ、再び財政破綻する可能性があると考えられる。事実、1994年12月に連邦破産法第9章を適用申請し、1996年6月に適用解除されたカリフォルニア州オレンジ郡の場合、税収減少、行政サービスの経費や借入の返済負担の増大により2003年に再び財政難に陥り、さらなる経費削減に取り組んでいる<sup>15</sup>。すなわち、プエルトリコ政府にとって、傘下の地方公共団体が連邦破産法第9章を適用し、債務再編を進めること

<sup>12</sup> デトロイト市の債務再編策及び連邦破産法第9章適用申請については、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、を参照されたい。

<sup>13</sup> White House, *Addressing Puerto Rico's Economic and Fiscal Crisis and Creating a Path to Recovery: Roadmap for Congressional Action*, October 21 2015, p.3.

<sup>14</sup> John Know and Marc Levinson, *Municipal Bankruptcy: Avoiding and Using Chapter 9 in Times of Fiscal Stress*, Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2009, p.10.

<sup>15</sup> 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』第321号、2008年2月22日、67頁。

は、財政の安定性に一定程度寄与する可能性があるが、財政の持続可能性確保に直結するとは言えないと考えられる。

プエルトリコが、当初の予定より約5ヵ月遅れであったものの、債務再編案の公表に至った点は、評価される。しかしながら、投資家層が広範に渡っていることやCOFINAの売上税レベニュー債の想定回収率等に鑑みると、債務再編案について債権者からの合意を得られず、期限としている2016年5月1日にモラトリアム宣言をせざるを得なくなる可能性もある。

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。