

## 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

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、政府関連機関のプエルトリコインフラ金融公社（PRIFA）が2016年1月1日に期限を迎えた債務の履行ができず、デフォルトした。プエルトリコにとっては、2015年8月1日にデフォルトしたプエルトリコ金融公社（PFC）に続く2度目の政府関係機関のデフォルトとなった。
2. 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、それまでに具体的な債務再編に向けた道筋が固まっていない場合、今回のプエルトリコインフラ金融公社のようなデフォルト事例が再び発生する可能性は十分あるとみられる。
3. プエルトリコの将来を見据える上では、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。プエルトリコ政府は、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、裁判所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、連邦破産法第9章のような法整備に取り組んでいる。
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、秩序だった工程で進むことになる上、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。

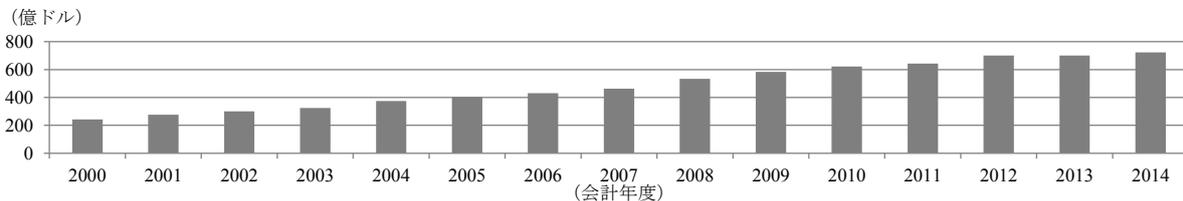
## I. プエルトリコインフラ金融公社のデフォルト

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の政府関連機関の1つであるプエルトリコインフラ金融公社（PRIFA）が2016年1月1日に期限を迎えた債務の履行（約3,600万ドル）ができず、デフォルトした<sup>1</sup>。プエルトリコインフラ金融公社は、プエルトリコ政府及びその関係機関によるインフラ開発及び運営を財政面で支援することを目的として1988年に設立された政府関係機関で、今回デフォルトしたのは特別税レベニュー債シリーズ2005A～C及びシリーズ2006である<sup>2</sup>。プエルトリコにとっては、2015年8月1日にデフォルトしたプエルトリコ金融公社（PFC）に続く2度目の政府関係機関のデフォルトとなった<sup>3</sup>。なお、複数報道によると、プエルトリコ金融公社も2016年1月1日に期日を迎えた債務の履行（約140万ドル）ができずにデフォルトした<sup>4</sup>。

## II. プエルトリコが今回のデフォルトに至るまでの経緯

プエルトリコは、2000年代半ばから経済・財政状況が悪化し、約700億ドルに上る公的債務残高を抱えている<sup>5</sup>（図表1参照）。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った。

図表1 プエルトリコの債務残高の推移



（出所） Commonwealth of Puerto Rico, *Comprehensive Annual Financial Report*、各年、より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *The Government Development Bank for Puerto Rico Makes Announcement Regarding January 1, 2016 Debt Service Payments*, December 30 2015; U.S. Bank Trust National Association, *Notice to Holders of Puerto Rico Infrastructure Financing Authority (Special Tax Revenue Bonds) Series 2005 B and Series 2006 Bonds*, January 4 2016.

<sup>2</sup> 特別税レベニュー債は、連邦政府からプエルトリコ政府が受け取る物品税（現時点ではプエルトリコのラム酒のみが課税対象）の一定部分が償還原資となっている。物品税は、他の財源が不足する場合、最初にプエルトリコ政府の一般財源保証債及び保証債務の償還に充当され、残余分が特別税レベニュー債の償還に充当される。もし、税収が必要額に満たない場合、中央政府が不足分の財源を予算手当する義務があるが、プエルトリコ議会は予算手当を法的に義務付けられていない。（Government Development Bank for Puerto Rico, *Puerto Rico Infrastructure Financing Authority (PRIFA)*）

<sup>3</sup> プエルトリコ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、を参照されたい。

<sup>4</sup> “Ambac, FGIC Covering Puerto Rico Bond Payments After Default,” *Bloomberg*, January 6 2016; “Puerto Rico Shows More Evidence of January 1 Default with PRIFA Bonds Shortfall,” *Reuters*, January 5 2016.

<sup>5</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、を参照されたい。

プエルトリコ政府は2014年頃から、財政構造改革を進めながら、政府本体の財政負担ともなっている公社を始めとした地方公共団体の債務問題の解決を目指した法整備に着手してきた。米国には、地方公共団体を対象とした再生型破綻法制として連邦破産法第9章があるが、プエルトリコ政府は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）を含めて適用対象外となっている<sup>6</sup>。そのため、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<sup>7</sup>。しかし、同法を巡っては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る。

この判決を受けて、米連邦議会プエルトリコ常駐代表のペドロ・ピアルイシ氏を中心として、連邦破産法第9章を改正し、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)を連邦議会に提出しているが、2016年1月末時点で成立していない。

一方で、プエルトリコのアレハンドロ・ガルシア・パディラ知事は2015年6月29日、債務再編計画を策定する方針を明らかにした<sup>8</sup>。プエルトリコ政府は2015年9月24日に債務再編のプロセスと原則を公表したほか、2015年末頃にはプエルトリコ電力公社(PREPA)の債務について一部の債権者と債務再編について合意に至るなど、一定の進捗は見られている<sup>9</sup>。しかしながら、債務再編計画自体は2016年1月末時点で公表されていない<sup>10</sup>。

債務再編計画の策定や法整備が進まず、政府全体の資金繰りがさらに深刻な状況となる中、パディラ知事は2015年11月30日に知事令を発令した<sup>11</sup>。知事令には、プエルトリコ政府債務の履行を行うべく、プエルトリコ高速道路・交通公社(PRHTA)、プエルトリコインフラ金融公社、プエルトリコ都市バス公社、総合交通公社、プエルトリココンベンションセンター地区公社(CCCA)への財政移転を差し止める旨が記されている。

これを受けて、上記の公社が発行する債券のうち、2016年1月1日に期日を迎えたもの

<sup>6</sup> 連邦破産法第9章を適用できるのは、一定の要件を満たした地方政府、州の政治的下部組織・公社・出先機関といった地方公共団体に限られており、州は対象とはなっていない。プエルトリコは、コモンウェルスという特別な位置付けとなっているが、基本的には州に準ずる扱いとなり、連邦破産法の適用対象外とされている。また、連邦破産法第9章では、州の傘下の地方公共団体が適用申請する場合、州の承認が必要であるが、プエルトリコの場合、承認を与えることが可能な州と同様の位置付けがされていない。

<sup>7</sup> 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、を参照されたい。

<sup>8</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、を参照されたい。

<sup>9</sup> Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Restructuring Process and Principles*, September 24 2015; “Puerto Rico Electric Finalizes Pact With Bondholder Group,” *Bloomberg*, November 6 2015; “Puerto Rico Electric Reaches Tentative Pact With Creditors,” *Bloomberg*, December 18 2015.

<sup>10</sup> なお、プエルトリコ政府の財政・経済再生ワーキング・グループは2016年2月1日、債務再編案を公表した。(Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *Puerto Rico Restructuring Proposal*, February 1 2016)

<sup>11</sup> Commonwealth of Puerto Rico, *Administrative Bulletin Num. OE-2015*.

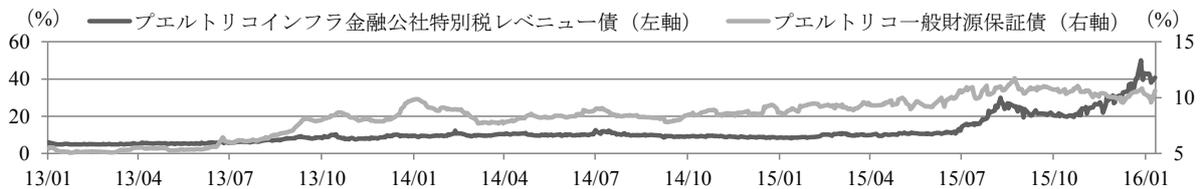
の、債務履行に必要な資金がなかったプエルトリコインフラ金融公社の一部の債券の履行が行われなかったのである。一方で、同日に履行を迎えたプエルトリコ政府債務（プエルトリコ政府の発行債券及びプエルトリコ政府保証債、約4.34億ドル）及びプエルトリコ政府開発銀行（GDB）の債務の履行（約1,000万ドル）は全て行われた。

### Ⅲ. デフォルトによる金融市場の反応

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>12</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>13</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。

米国地方債市場では、プエルトリコインフラ金融公社のレベニュー債のデフォルトの方向性が明るみになった2015年末頃から当該債券の利回りが大きく跳ね上がった（図表2参照）。一方、プエルトリコ政府の一般財源保証債（GO）は優先的に履行されたこともあり、僅かではあるが利回りが低下した。また、プエルトリコの財政危機が2014年頃から広く認知されていた上、今回が政府関係機関で2度目のデフォルト事例であったため、地方債市場全体への影響は特段観察されなかった。

図表2 プエルトリコインフラ金融公社の特別税レベニュー債等の利回り推移



- (注) 1. プエルトリコインフラ金融公社の特別税レベニュー債は、表面利率: 5%、最終償還: 2041年7月1日（定時償還）、CUSIP: 745220EZ2。  
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

なお、プエルトリコ債等への保証額が多い金融保証（モノライン）保険会社のアシュアド・ギャランティとナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティについては、株価は2015年末にかけて弱含んでいたものの、一般財源保証債の履行を受けて緩やかな回復基調に

<sup>12</sup> Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, Third Quarter 2015*, November 16 2015, p.11.

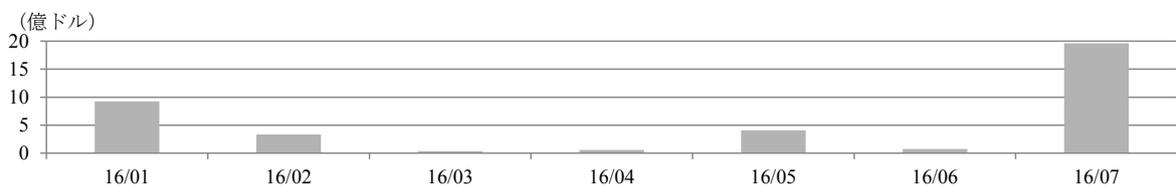
<sup>13</sup> 米国地方債の税制及び三税免除の詳細に関しては、江夏あかね『『財政の崖』回避をめぐる議論と米国地方債市場』『野村資本市場クォーターリー』第16巻第3号（2013年冬号）、2013年、117-132頁、江夏あかね「プエルトリコ債の現状と米国地方債市場の行方」『野村資本市場クォーターリー』2014年春、を参照されたい。

ある。一方、両社のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドは、プエルトリコの資金繰りの厳しさ等を背景に、一旦やや重めに展開する傾向が見られている。

#### IV. 今後の注目点

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、それまでに具体的な債務再編に向けた道筋が固まっていない場合、今回のプエルトリコインフラ金融公社のようなデフォルト事例が再び発生する可能性は十分あるとみられる（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 Deal Is Only a Small Fix for \$70 Billion Debt Crisis,” *Bloomberg Brief*, December 21 2015、  
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、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。米国では、地方公共団体が連邦破産法第9章を適用しなくても、債権者と債務再編について合意に達することもある<sup>14</sup>。しかし、プエルトリコ政府の場合、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、裁判所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、連邦破産法第9章のような法整備に取り組んでいる<sup>15</sup>。

これまでに立案された「プエルトリコ公社債務執行・回復法」や「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」は、実現に至っていない。しかし、最近になって、プエルトリコを支援すべく、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>16</sup>。加えて、2015年12月4日には、連邦最高裁判所が「プエルトリコ公社債務

<sup>14</sup> 例えば、1975年に財政破綻したニューヨーク州ニューヨーク市や、2010年に財政破綻したペンシルベニア州ハリスバーグ市が同法を適用せずに債務再編を行った。

<sup>15</sup> 米国の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、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いる。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）

<sup>16</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.

執行・回復法」の合憲性に関する受理令状を認定し、当該法律が再度審理される可能性が出てきた<sup>17</sup>。

さらに、連邦破産法第9章の歴史を見ると、法律が制定された1934年から複数の改正が行われており、確実な債務再編・財政再生を促すための要件の拡大・緩和や、州内の地方公共団体に対する権限の強化といった改革が行われてきている。さらに、1975年に財政破綻したニューヨーク市を始めとして大都市の地方公共団体の財政破綻が改正の契機になったことが複数回ある。

したがって、プエルトリコをめぐっては、(1) 金融市場の観点のみならず、政治経済的にも全米にとって一定の影響を与える存在であること、(2) 法整備の下で債務再編を進めることの重要性が連邦政府でも広く認識されていること、(3) 米国では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こと、を踏まえ、プエルトリコ政府が傘下の地方公共団体も含めて法的プロセスの下で確実に債務再編を行うことを可能とすべく、連邦破産法第9章の改正若しくは「プエルトリコ公社債務執行・回復法」の合憲判決といった方向に進む可能性が十分あると考えられる。

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、秩序だった工程で進むことになる上、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。

<sup>17</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *Statement from the President of the GDB on the U.S. Supreme Court's Decision to Grant the Writs for Certiorari Filed by the Commonwealth of Puerto Rico and the GDB*, December 4 2015.