

## プエルトリコでようやく進み始めた債務再編の動き<sup>1</sup>

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 米国の自治地域（コモンウェルス）で財政破綻したプエルトリコでは、裁判所の関与の下で、債権者と債務再編の道筋を探ってきたが、ようやく進捗が見られている。プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）、プエルトリコ電力公社（PREPA）、プエルトリコ政府開発銀行（GDB）の債務再編について、債権者との合意に達し、実現する見込みとなった。
2. プエルトリコにとって、政府及び政府関係債務残高の4割強の債務再編が実現見込みに至ったことは、財政問題の解決に向けてポジティブな流れとも言える。しかしながら、プエルトリコの債務再編は、例えばミシガン州デトロイト市の事例等に比して時間を要している上、複雑なプロセスを経ている。債務再編の決着に時間を要した場合、実現の見込みに至っていないプエルトリコ債の想定回収率が、これまで見込まれていたものよりも低下する可能性も視野に入ろう。
3. プエルトリコの経済・財政再生について、抜本的な立て直しの道筋は、債務再編や歳出削減以外では示されていない。そのため、債務再編の実現の見込みに至ったプエルトリコ債について、新債券に一定の交換比率で交換されたとしても、その価値は将来的に額面を下回るものになる可能性も否めない。その意味で、プエルトリコ政府は経済・財政再生に向けてより手綱を引き締めて取り組む必要があると同時に、債権者もプエルトリコの再建プロセスを慎重に見守ることが必要となるところである。

## I. ようやく進み始めた債務再編

米国の自治地域（コモンウェルス）で財政破綻したプエルトリコでは、裁判所の関与の下で、債権者と債務再編の道筋を探ってきたが、ようやく進捗が見られている。

プエルトリコでは、2000年代半ば頃から経済・財政が悪化し、2015年8月に公的債務が不履行（デフォルト）となり、政府が2016年9月より連邦政府が設置した財政監視・管理委員会の管理下で財政再建を進めてきた。同委員会は2017年5月3日、連邦法である「プ

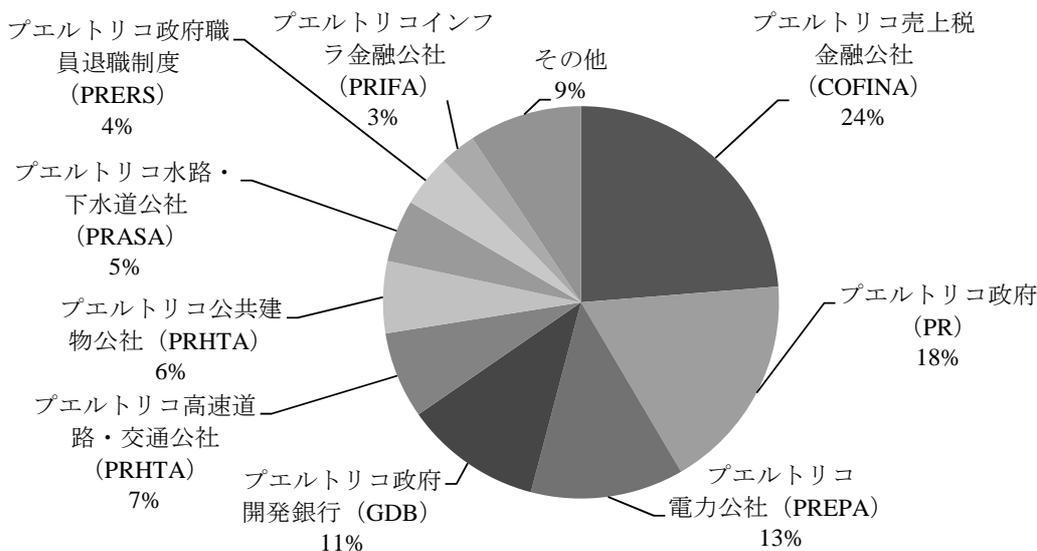
<sup>1</sup> 本稿の内容は、2018年10月15日時点の事実に基づいている。

エルトリコ監視・管理・経済安定化法」(PROMESA) 第3章に基づき、プエルトリコの債務再編手続きをプエルトリコ地区連邦地方裁判所に申請した。

そして、裁判所での債権者からの意見聴取等を通じ、プエルトリコの債務再編に向けた道筋を模索していたものの、プエルトリコに2017年9月、複数のハリケーンが到来し、電力網や通信システム等のインフラが破壊されるなど、甚大な被害が及んだ<sup>2</sup>。そのため、財政監視・管理委員会の要請により、プエルトリコ政府が経済・財政再生に向けた財政計画を修正するなど、解決に時間を要していた。

しかし、修正した財政計画が2018年4~6月にかけて同委員会により承認されたこと等も背景に、プエルトリコ売上税金融公社(COFINA)、プエルトリコ電力公社(PREPA)、プエルトリコ政府開発銀行(GDB)の債務再編について、債権者との合意に達し、実現する見込みとなった。上記3つのプエルトリコの政府関係機関の債券残高は、プエルトリコ政府及び政府関係機関の債券残高の4割強に上っている<sup>3</sup>(図表1参照)。本稿では、上記3つの政府関係機関に加え、債務再編の進捗の兆しが見えてきたプエルトリコ水路・下水道公社(PRASA)の債務再編をめぐる動きについて分析し、今後の見通しを論考する。

図表1 プエルトリコ政府及び政府関係機関の地方債残高内訳



(注) ブルームバーグより、2018年9月30日時点のデータを抽出。額面ベース。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> ハリケーン・イルマ及びマリアによる被害額は約 940 億ドルと想定されている。プエルトリコの域内総生産 (GDP、2016年、世界銀行の統計に基づく) は約 1,050 億ドル。(Government Development Bank for Puerto Rico, *Government Development Bank for Puerto Rico New Fiscal Plan*, March 21 2018, p.10)

<sup>3</sup> “Puerto Rico Bond Restructuring Approved in Initial Vote Tally,” *Reuters*, September 14 2018.

## Ⅱ. 債務再編が進む見込みとなった各債権等の状況

### 1. プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）

プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）は、2006年6月30日時点のプエルトリコの公的債務（プエルトリコ政府開発銀行〔GDB〕及びプエルトリコ金融公社〔PFC〕）の元利払い等を行うために2006年に設立されたプエルトリコの政府関係機関である。COFINAは、上記の債務の元利払いのために、レベニュー債を発行しており、償還原資は売上・使用税（SUT）の一部となっている。売上・使用税（税率10.5%）のうち5.5%分は、COFINAのレベニュー債の償還原資として、最優先で確保されてきた<sup>4</sup>。COFINAのレベニュー債の残高は2017年5月4日時点で、約176.3億ドルに上っている<sup>5</sup>。

COFINAをめぐるのは、プエルトリコ政府に次いで、2017年5月5日にPROMESA第3章に基づく債務再編手続きについて、プエルトリコ地区連邦地方裁判所への申請が行われた<sup>6</sup>。その後、プエルトリコ政府及び同公社の代理人は2018年6月5日、売上・使用税（SUT）の配分について、従来同公社が償還原資として受け取ることが定められている分（売上税担保額〔PSTBA〕）のうち53.65%を同公社、残りの47.35%をプエルトリコ政府で配分することで基本合意に至った。また、売上税担保額（PSTBA）の規定に基づき、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンに預けている現金（約1.2億ドル）もCOFINAが受け取ることとなった<sup>7</sup>。

そして、財政監視・管理委員会と、プエルトリコ政府の財政管理を行っているプエルトリコ財務代理・金融諮問公社（AAFAF）がCOFINAの主要債権者との交渉を進めた。その結果、プエルトリコのリカルド・ロッセロ・ネバレス知事は2018年8月8日、財政監視・管理委員会、プエルトリコ政府及びCOFINAのレベニュー債の大部分の債権者が債務再編について暫定合意に至った旨を明らかにした<sup>8</sup>。

合意内容に基づくと、COFINAの既発のレベニュー債の保有者は、新たに発行されるシニア担保債（新シニア担保債）を、既発債の保有状況に応じて比例配分方式で受け取ることになる。新シニア担保債は、売上・使用税（税率10.5%）のうち5.5%（PSTBAで規定された額が上限）が償還原資として確保される。新シニア債は、実勢金利債（CIB）及び資本増価債（CAB）の2種類があり、両債券ともに2018年8月1日より経過利息を計算

<sup>4</sup> 売上・使用税の残りの4.5%分はプエルトリコ政府、0.5%分は地方管理基金（FAM）に配分される。（Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority et al., *Cofina Fiscal Plan*, September 7 2018, p.8）

<sup>5</sup> シニア債の残高は約77.6億ドル、劣後債の残高は約98.7億ドル。（Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority et al., *Cofina Fiscal Plan*, September 7 2018, p.34）

<sup>6</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Petition for Relief by The Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico on behalf of the Puerto Rico Sales Tax Financing Corporation (“COFINA”) Pursuant to Title III of PROMESA Against All Parties*, May 5 2017.

<sup>7</sup> PSTBAについては、2019会計年度は7.832億ドルでその後毎年4%増加し、2041会計年度に18.5億ドルとなる。プエルトリコの会計年度は、7月1日～翌年の6月30日。2019会計年度の場合、2018年7月1日～2019年6月30日までである。（“Making Sense of the Commonwealth and Cofina Agent’s Agreement,” *Control Board Watch*, June 14 2018）

<sup>8</sup> Governor of Puerto Rico, *Governor Rosselló Announces Agreement with COFINA Bondholders*, August 2017.

し始める（図表 2 参照）。CIB は、定められた利払日に現金で利払いが行われる。CIB は、定時償還方式で 10 年債、14 年債、20 年債、25 年債で構成され、平均表面利率は 4.543% となっている。また、14 年債、20 年債、25 年債については、額面での繰上償還条項が付与されている。一方、CAB は、40 年債でオーバーパー（額面を上回る金額）での繰上償還条項が付与されているが、利払いは償還日にまとめて行われる方式となっている。

加えて、両債券ともに、信用格付けを AA 格以上に維持すべく、(1) 新シニア担保債と優先劣後関係が同じ債券は、新シニア担保債の借換えのみかつ年間利払費が増加しない場合のみ発行可能、(2) 手元キャッシュフローが借入返済額の何倍かを見る元利金返済カバー率（DSCR）の見込みが 2.6 倍以上、などの要素を組み込むとしている。

図表 2 プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）のシニア担保債の概要

実勢金利債（CIB）				
償還年	額面（ドル）	表面利率・利回り	繰上償還条項	
2028（10年債）	995,875,000	4.350%	なし	
2032（14年債）	1,206,510,000	4.500%	2025年以降額面にて繰上償還可能	
2038（20年債）	3,212,925,000	4.550%	2028年以降額面にて繰上償還可能	
2043（25年債）	3,834,250,000	4.600%	2028年以降額面にて繰上償還可能	
合計・平均	9,249,560,000	4.543%	—	
資本増価債（CAB）				
償還年	初期価値（ドル）	経過価値（ドル）	利回り	繰上償還条項
2058（40年債）	2,697,682,642.2	15,401,229,579.75	5.500%	2028～2032年は額面に対して平均 107.5%、 2033～2037年は額面に対して平均 105%、 2038～2042年は額面に対して平均 103%、 2043～償還期日は額面にて繰上償還可能
合計・平均	2,697,682,642.2	15,401,229,579.75	5.500%	—

（出所）Financial Oversight & Management Board for Puerto Rico, *Securities Terms for the Cofina Plan of Adjustment*, August 7 2018, p.5、より野村資本市場研究所作成

その結果、既存の COFINA のレベニュー債の想定回収率は、シニア・レベニュー債が 93%、劣後レベニュー債が 56.399%と示された。そして、本合意内容が示された再建支援合意（RSA）に署名する債権者には 2%の追加分が支払われることとなった。これらを全て含めた既発の COFINA のレベニュー債の平均想定回収率は、74.505%とされた。また、プエルトリコにとっては、本合意内容が実現すれば、約 175 億ドルの公債費削減につながるなどの試算が明らかにされた<sup>9</sup>。

その後、AAFAF と COFINA は 2018 年 8 月 29 日、財政監視・管理委員会と主要債権者と再建計画の大要について合意に達し、2018 年 9 月 20 日にはさらに多くの債権者を加えた形で合意に至り、計画支援契約（PSA）を締結したことを明らかにした<sup>10</sup>。PSA には、2018 年 10 月 15 日までに合意内容について裁判所の承認を得ることを目指している旨が記されている。このように、債務者と多数の債権者が債務調整について予め合意に至った形で裁判所の承認を目指すこととなったのは、PROMESA 第 6 章の存在があるようだ<sup>11</sup>。債

<sup>9</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Reaches Deal with Cofina Bondholders*, August 8 2018.

<sup>10</sup> Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, *Cofina Enter into Amended and Restated Plan Support Agreement with Bondholders*, September 21 2018.

<sup>11</sup> “Cofina Source Says Deal is More than Agreement in Principle,” *Caribbean Business*, August 9 2018.

権者集団行動（CCA）と題した第6章は、ソブリン債務等で適用されることのある集団行動条項（CAC）の概念を用いながら実施する自主的な債務再編について規定されている<sup>12</sup>。同章では、各債権クラスの債権者数にして過半数かつ債権額にして3分の2以上が賛成した場合、その債権クラスの全ての債権者が賛成していなくても、債券の各条件を変更することができる<sup>13</sup>と示されている<sup>13</sup>。

なお、ムーディーズは2018年8月23日、COFINAのシニア及び劣後担保債の格付け（Ca）の見直しについて、2018年8月8日の暫定合意が実現すれば、シニア担保債についてはCaの想定回収率（35～65%）を上回り、劣後担保債については同水準に達する可能性があるとの見方に基づき、「ネガティブ」からシニア担保債については「ポジティブ」、劣後担保債については「安定的」に引き上げた<sup>14</sup>。

## 2. プエルトリコ電力公社（PREPA）

プエルトリコ電力公社（PREPA）は、プエルトリコ全土の発電・送電・配電を担うべく1941年に設立されたプエルトリコの政府関係機関である。PREPAは、電力料金を償還原資としたレベニュー債を発行しており、償還原資の適正水準を維持するために規制当局の承認なしに、電力料金の引き上げを行うことが認められている。PREPAのレベニュー債の残高は2017年5月3日時点で、約92.5億ドルに上っている<sup>15</sup>。

PREPAは、燃料費の負担等により財務内容が悪化する中、2014年頃から資金繰りにも困窮するようになり、一部の債権者と債務調整を進め、債権額にして3分の2以上の債権者とRSAを締結するに至り、PROMESA第6章の適用を目指せる状況になった。しかし、財政監視・管理委員会は2017年6月27日にRSAの内容を却下したことから、PROMESA第3章に基づく債務再編手続きのプエルトリコ地区連邦地方裁判所への申請が2017年7月2日に行われた<sup>16</sup>。

しかし、プエルトリコに2017年9月、複数のハリケーンが到来し、元々維持管理が十分でなかった電力網が破壊された。その後、ロッセロ知事は、プエルトリコのエネルギー・セクターを立て直すべく、電力料金の引き下げ等を通じた競争力の強化を目指すこととし、PREPAの部分的な民営化を可能とする民営化法を2018年6月20日に成立させた<sup>17</sup>。また、PREPAとAAFAFは債務調整の可能性を探り続け、2018年7月30日、財政監視・管理委員会と主要債権者と再建計画の大要について暫定的なRSAに至ったことを明らかにした<sup>18</sup>。

<sup>12</sup> 集団行動条項（CAC）は、一定割合の債券保有者が承諾すれば、国債等の金利や償還期限等の条件を変更できる契約条項のこと。

<sup>13</sup> “Cofina Source Says Deal is More than Agreement in Principle,” *Caribbean Business*, August 9 2018.

<sup>14</sup> Moody’s, *Moody’s Revises Outlook for COFINA Senior-Lien Bonds to Positive, Sub-Lien Bonds to Stable from Negative; Ca Ratings Affirmed*, August 23 2018.

<sup>15</sup> Puerto Rico Electric Power Authority, *Puerto Rico Electric Power Authority Fiscal Plan*, August 1 2018, p.27.

<sup>16</sup> United States District Court for the District of Puerto Rico, *Notice of Commencement of PREPA’s Title III Case, Entry of Order for Relief and Related Matters*, July 2 2017.

<sup>17</sup> La Fortaleza, *Gobernador Rosselló Nevares Convierte en ley la Transformación de la AEE*, June 20 2018.

<sup>18</sup> Puerto Rico Electric Power Authority, *Notice of Voluntary Filing*, July 30 2018.

合意内容に基づくと、PREPA の既発レベニュー債の保有者は、新たに設置される、倒産隔離された特別目的導管体 (SPV) であるプエルトリコ電力公社再生会社 (PREPARC) が発行する証券化商品を受け取ることになる (図表 3 参照)。PREPARC が発行する証券化商品の償還原資は、顧客から徴収する移行料金となっている。移行料金は、電力料金に上乘せして徴収されるものであり、償還原資を安定的に確保することが目的となっている<sup>19</sup>。

PREPARC の証券化商品は、トランシェ A 債とトランシェ B 債の 2 種類があり、PREPA のレベニュー債に対して、67.5%分の価値のトランシェ A 債若しくは 10.0%分の価値のトランシェ B 債に交換される。償還年限は、トランシェ A 債が 40 年 (ただし、移行料金の徴収状況によっては繰上償還が行われる可能性あり)、トランシェ B 債が 45 年となっている。なお、トランシェ B 債は、支払利息の一部を期限まで繰り延べる PIK の仕組みを採用している<sup>20</sup>。一方、トランシェ A 債は免税債、トランシェ B 債については免税措置を得られるべく努める旨が示されている<sup>21</sup>。トランシェ B 債について免税措置を得られない場合は、表面利率は引き上げられるものの、RSA を反故にすることにはならないとされている。

図表 3 プエルトリコ電力公社再生会社 (PREPARC) の証券化商品の概要

項目	トランシェ A 債	トランシェ B 債
証券化商品	倒産隔離された特別目的導管体 (SPV) であるプエルトリコ電力公社再生会社 (PREPARC) が発行する証券化商品 (移行料金が償還原資)	
移行料	・移行料は、プエルトリコ電力公社 (PREPA) の既発レベニュー債及び借換債の元利償還に充当 ・1~5年目は1kWhあたり2.636セント、6~10年目は同2.729セント、11年目は同2.868セント、12年目以降は年2.5%ずつ引き上げ (上限は同4.348セント)	
交換比率	PREPA の既発債に対し、67.5%分の価値のトランシェ A 債に交換	PREPA の既発債に対し、10.0%分の価値のトランシェ B 債に交換
基本的な仕組み	予め示された償還日までに全額履行されなかった場合、全額履行されるまで利払いを含めて償還日が延長される予定	1年目より PIK 金利を算定。トランシェ A 債の元利払いが行われた後に余剰となったキャッシュフローがトランシェ B 債の元利償還に用いられる。トランシェ B 債の回収率は、交換額+PIK金利分が上限
償還年限	40年 (ただし、移行料のキャッシュフローの状況に応じて繰上償還が行われる可能性。財政監視・管理委員会による2018年5月の予測に基づくと、35年で償還される可能性)	45年
表面利率	5.25%	7.00%の PIK 金利 (免税債の扱いとならなかった場合、課税債部分について 8.75%の PIK 金利を適用)
免税措置	免税債	免税債との取扱いとなるべく努めるが、免税債とならなかった場合にも、再建支援合意 (RSA) を反故にすることにはならない
繰上償還条項	発行後5~10年で発行体・投資家双方の合意の下、繰上償還可能	一定期間以降、発行体・投資家双方の合意の下、繰上償還可能

(出所) Puerto Rico Electric Power Authority, *Notice of Voluntary Filing*, July 30 2018、より野村資本市場研究所作成

<sup>19</sup> Puerto Rico Energy Commission, *Transition Charge*.

<sup>20</sup> Payment in Kind (PIK) とは、支払利息を期限まで現物 (証券) 払いで繰り延べて、将来元本が返済される時点で現金を支払う仕組み。

<sup>21</sup> 米国の地方債は、原則として免税債とされ、その利子について連邦所得税を課税されない。また、連邦政府による課税免除に加えて、自州内で発行された債券の利子についても、州税等が非課税とされることもある。さらに、プエルトリコ (及びプエルトリコ政府の政治上の下部組織及び公社) が発行した債券の場合、基本的には、連邦、州、地方政府の所得税が免除となることから、「Triple Tax Exemption」(三税免除) との扱いになる。

PREPA はその後、暫定的な RSA に至らなかった債権者と交渉を続けているが、金融保証（モノライン）保険会社のアシュアド・ギャランティは 2018 年 7 月 31 日、担保権者としての財産権を精力的に執行すると同時に、合意の下で問題を解決することも模索しているとの方針を示した<sup>22</sup>。財政監視・管理委員会は、再建支援合意に決着をつけるとともに、モノライン保険会社や燃料配管を担保とした融資を行う金融機関とも債務再編に関して合意に達することを目指す予定としている<sup>23</sup>。

### 3. プエルトリコ政府開発銀行（GDB）

プエルトリコ政府開発銀行（GDB）は、プエルトリコ政府及びその関係機関等の財務代理・金融アドバイザー、プエルトリコの公的・民間セクターへの貸出、プエルトリコ政府の基金管理等の機能を担うべく、1948 年に設立されたプエルトリコの政府関係機関である。GDB の債券残高は 2017 年 12 月 31 日時点で、約 37.64 億ドルに上っている<sup>24</sup>。

GDB をめぐっては、プエルトリコ政府の財政悪化及び資金調達環境が深刻化する中、流動性が逼迫したこともあり、前知事のアレハンドロ・ガルシア・パディラ氏が 2016 年 4 月 8 日、GDB が緊急状態であることを宣言する知事命令を出し、必要不可欠な行政サービスに係る分を除いて GDB の預金の引き出しが制限されていた。しかし、債券の元利償還金を確保できず、2016 年 5 月 1 日にはシニア債が債務不履行（デフォルト）となった。

その後、GDB は 2017 年 7 月に「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」（PROMESA）第 6 章に基づき清算されることが決定した。また、同行が担ってきた財務代理・金融アドバイザーの機能は、新たに設立された AAFAP が担うこととなった。

一方、ロッセロ知事が就任した 2017 年 1 月以降、GDB の債務再編について、AAFAP、GDB 及び主要債権者との協議が続けられ、2017 年 5 月 15 日には RSA に至ったものの、ハリケーン来襲などの影響もあり、RSA は複数回修正され、2018 年 8 月 3 日に第 6 修正版 RSA に至った。第 6 修正版 RSA に基づく意見表明書によると、GDB の既発債の保有者は、既発債に対して 55%分の価値の、新たに設立されるプエルトリコ政府開発銀行再生公社（GDBDRA）が発行する新債券を受け取ることになる<sup>25</sup>（図表 4 参照）。新債券は、課税債であり、表面利率は 7.5%（利払いは年 2 回）、償還日は 2040 年 8 月 20 日とされている。

<sup>22</sup> Assured Guaranty, *Assured Guaranty Responds to Proposed Agreement for PREPA Restructuring*, July 31 2018.

<sup>23</sup> “Puerto Rico Utility Debt Restructuring Deal Points to Path Forward,” *Reuters*, August 1 2018.

<sup>24</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *Government Development Bank for Puerto Rico Fiscal Plan*, March 21 2018, p.8.

<sup>25</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *Solicitation Statement*, August 9 2018, p.10.

図表 4 プエルトリコ政府開発銀行再生公社 (GDBDRA) の新債券の概要

項目	詳細
交換比率	プエルトリコ政府開発銀行 (GDB) の既発債に対し、55.0%分の価値のプエルトリコ政府開発銀行再生公社 (GDBDRA) の新債券に交換
償還日	2040年8月20日
表面利率	7.5% (年2回利払い)
免税措置	課税債

(出所) Government Development Bank for Puerto Rico, *Solicitation Statement*, August 9 2018, p.10、より  
野村資本市場研究所作成

AAFAF と GDB は、上記の意見表明書の内容に基づき、GDB の債権者に投票を働きかけたところ、GDB 債権の額面ベースで約 74.85%分の債権者が参加し、そのうち約 97.42%が賛成したことが 2018 年 9 月 21 日に明らかにされた<sup>26</sup>。これに先立ち、無担保債権者 (UCC) が、GDB に関する意見表明書の内容に基づく自主的な債務再編を停止するように、裁判所に申し立てたが、ニューヨーク南部地区の判事かつプエルトリコのケースに関する裁判長であるローラ・テイラー・スウェイン氏によって、2018 年 9 月 18 日に却下された<sup>27</sup>。今後について、AAFAF と GDB は、意見表明書の内容に基づく債務再編に関して、財政監視・管理委員会からの承認を早急に得た上で、裁判所命令を 2018 年 11 月 6 日以降に受けることを目指している<sup>28</sup>。

#### 4. プエルトリコ水路・下水道公社 (PRASA)

プエルトリコ水路・下水道公社 (PRASA) は、プエルトリコの上下水道の管理・供給等を担うべく、1945 年に設立されたプエルトリコの政府関係機関である。PRASA は上下水道料金を償還原資としたレベニュー債を発行しており、残高は 2017 年 6 月 30 日時点で、約 47.20 億ドルに上っている<sup>29</sup>。PRASA は 2018 年 9 月 30 日時点で、レベニュー債についてはデフォルトを起こしていない。これは、PRASA の水道料金の引き上げは規制当局の承認を必要とせずに行うことが可能であることに加え、2013 年に水道料金の 60%引き上げを実施したことも背景にある。

PRASA をめぐっては、2017 年頃から債権者と債務再編について協議してきたが、シニア・レベニュー債の債権者は 2018 年 8 月 13 日、PRASA に対して債務再編の提案を行い、これに対して PRASA は 2018 年 8 月 31 日、反対提案を行った<sup>30</sup>。シニア・レベニュー債の債権者は、既発債に対して 100%分の価値の新債券 (30 年定時償還債) を交換することを提案し、PRASA は既発債に対して 95%分の価値の新債券 (2 種類、20 年若しくは 40 年定時償還債) を交換することを提案した (図表 5 参照)。しかし、債権者は、PRASA の提案に対して反対したと報じられており、債務再編が合意に至るまで時間を要する可能性がある<sup>31</sup>。

<sup>26</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *AAFAF and GDB Announce the Final Results of the Solicitation of Votes to Approve the GDB Qualifying Modification*, September 21 2018.

<sup>27</sup> “Judge Taylor Swain Gives Way to GDB Debt Adjustment,” *El Nuevo Día*, September 19 2018.

<sup>28</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *AAFAF and GDB Announce the Final Results of the Solicitation of Votes to Approve the GDB Qualifying Modification*, September 21 2018.

<sup>29</sup> Puerto Rico Aqueduct and Sewer Authority, *Revised Fiscal Plan*, April 5 2018, p.143.

<sup>30</sup> Puerto Rico Aqueduct and Sewer Authority, *Additional/Voluntary Event Based Disclosure*, September 3 2018.

<sup>31</sup> “Puerto Rico Water Bonds Gain as Utility Sweetens Recovery Offer,” *Bloomberg*, September 6 2018.

図表 5 プエルトリコ水路・下水道公社 (PRASA) の新債券の概要

項目	シニア・レベニュー債の債権者による提案	PRASA による提案	
		シリーズ A1	シリーズ A2
交換比率	100%	PRASA の既発債に対し、95%分の価値の新債券に交換	
償還年限	30年 (定時償還)	20年 (定時償還)	40年 (定時償還)
表面利率	2019 会計年度は、4.0%の PIK 金利及び 2.0%の現金利払い。それ以降は、原則として 5.5%の現金利払い	4.55%の現金利払い (年 2 回)	5.00%の現金利払い (年 2 回)
免税措置	三税免税	免税債を目指す	

(出所) Puerto Rico Aqueduct and Sewer Authority, *Additional/Voluntary Event Based Disclosure*, September 3 2018、より野村資本市場研究所作成

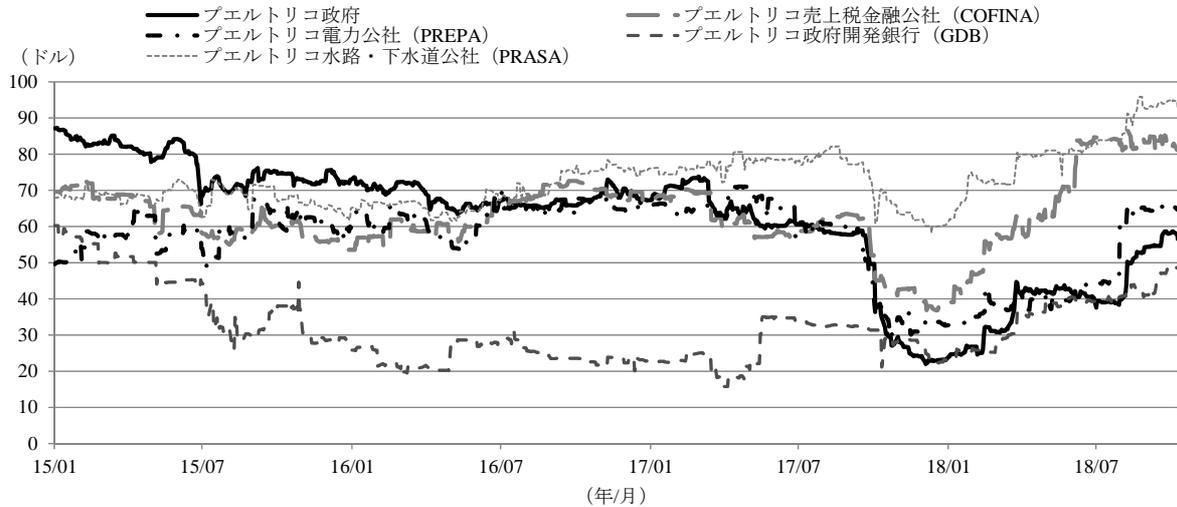
### Ⅲ. 今後の見通し

プエルトリコ債をめぐっては、2017 年 9 月のハリケーン・マリアの来襲以降、回収率に対する債権者の懸念が高まっていた上、ドナルド・トランプ大統領が 2017 年 10 月 3 日、プエルトリコの復興プロセス促進のためにプエルトリコの債務を「帳消し」(wipe out)にする可能性を示唆したことを受けて、価格が大幅に下落していた。しかし、ハリケーンに伴い修正した財政計画が承認されたことや連邦政府によるハリケーン関連の財政支援等を受けて、2018 年春頃から価格が持ち直し始めた。そして、2018 年夏には、一部の政府関係機関をめぐって債務再編が進捗する見込みとなったことに加え、COFINA のシニア担保債について提示された平均想定回収率が格付会社等の見込みを上回る水準かつ米国地方債全体の平均回収率に比して高い水準とされたこと等を受けて、価格がさらに上昇した<sup>32</sup> (図表 6 参照)。また、プエルトリコ債への保証額が多い 2 つのモノライン保険会社であるアシュアド・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) のスプレッドについても、プエルトリコ債と同様に、パフォーマンスが改善する傾向が見られている<sup>33</sup>。

<sup>32</sup> ムーディーズによる統計 (1970~2017 年) に基づくと、米国地方債の加重平均回収率 (額面ベース) は 50%。  
(Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2017, July 31 2018, p.26*)

<sup>33</sup> ブルームバーグの統計 (2018 年 9 月 30 日時点) に基づくと、プエルトリコ政府及び政府関係機関の地方債残高 (額面ベース) の 17%が保証付である。

図表6 プエルトリコ政府及び政府関係機関の債券の価格推移



- (注)
1. プエルトリコ政府の一般財源保証債は、表面利率: 8%、最終償還日: 2035年7月1日(定時償還条項付)、CUSIP: 74514LE86、仲値。
  2. プエルトリコ売上税金融公社(COFINA)のレベニュー債は、表面利率: 6.05%、最終償還日: 2036年8月1日(定時償還条項付)、CUSIP: 74529JAC9、仲値。
  3. プエルトリコ電力公社(PREPA)のレベニュー債は、表面利率: 5.25%、最終償還日: 2040年7月1日(定時償還条項付)、CUSIP: 74526QVX7、仲値。
  4. プエルトリコ政府開発銀行(GDB)のレベニュー債は、表面利率: 5.00%、最終償還日: 2023年8月1日、CUSIP: 745177FF7、仲値。
  5. プエルトリコ水路・下水道公社(PRASA)のレベニュー債は、表面利率: 5.25%、最終償還日: 2042年7月1日(定時償還条項付)、CUSIP: 745160RC7、仲値。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

プエルトリコにとって、政府及び政府関係債務残高の4割強の債務再編が実現見込みに至ったことは、財政問題の解決に向けてポジティブな流れとも言える。しかしながら、2017年5月3日のプエルトリコ政府の債務再編手続きの申請から既に約1年5ヵ月が経過しており、例えば2013年7月に財政破綻し、2014年12月に連邦破産法第9章の手続きを完了したミシガン州デトロイト市の事例に比して時間を要している上、複雑なプロセスを経ている<sup>34</sup>。また、実現の見込みに至っていない公的債務の再編プロセスも長引く可能性が否めない状況である。債務再編の決着に時間を要した場合、実現の見込みに至っていないプエルトリコ債の想定回収率が、これまで見込まれていたものよりも低下する可能性も視野に入ろう<sup>35</sup>。

さらに、プエルトリコの経済・財政再生について、ようやくハリケーンによる影響を連邦政府の支援等も背景に払拭しつつあるものの、抜本的な立て直しの道筋は、債務再編や

<sup>34</sup> 近年、連邦破産法第9章を適用した米国地方公共団体の破産手続き所要期間は、カリフォルニア州バレーホ市で約3年6ヵ月、ロードアイランド州セントフォールズ市で約1年2ヵ月、アラバマ州ジェファーソン・カウンティで約2年1ヵ月、カリフォルニア州ストックトン市で約2年8ヵ月、ミシガン州デトロイト市で約1年5ヵ月。(『自治体破綻の財政学—米国デトロイトの経験と日本への教訓—』日本経済評論社、2017年、362頁)

<sup>35</sup> 例えば、地方公共団体と同じ公的セクターの国(ソブリン)の場合、債務再編に要した時間と回収率に一定の相関が観察されるとの指摘がある。(Moody's, *Sovereign Defaults Series: The Aftermath of Sovereign Defaults*, October 2013, p.38)

歳出削減以外では示されていないところである。そのため、債務再編の実現の見込みに至ったプエルトリコ債について、新債券に一定の交換比率で交換されたとしても、その価値は将来的に額面を下回るものになる可能性も否めない。その意味で、プエルトリコ政府は経済・財政再生に向けてより手綱を引き締めて取り組む必要があると同時に、債権者もプエルトリコの再建プロセスを慎重に見守ることが必要となるところである。

プエルトリコ政府は、債務再編プロセスについてようやく半ばに辿り着いたところである。今後についても、債務再編を含めた経済・財政再生に向けた取組みなど、米国地方債市場の歴史上に刻まれる大規模のデフォルトを起こした発行体の動向への注目は続くと思われる。