

## 裁判所に提出されたプエルトリコの債務調整計画案<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）であり、財政破綻したプエルトリコでは、連邦政府が設置した財政監視・管理委員会が2019年9月27日、プエルトリコ地区連邦地方裁判所に債務調整計画案を提出した。プエルトリコをめぐっては、2017年5月に「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」（PROMESA）第3章に基づき、債務再編手続きを裁判所に申請していたが、2017年9月のハリケーンの来襲や債権者との債務再編の交渉に時間を要した結果、申請から約2年5ヵ月を経てようやくの債務調整計画案の提出となった。
2. プエルトリコの債務調整計画案においては、プエルトリコ政府、プエルトリコ公共建物公社（PBA）及び職員退職制度（ERS）に係る約350億ドルの債務等に加え、500億ドル以上の年金債務が対象となっており、どの程度の債務削減を行うか等が記されている。各債務の損失率は、PBA債の28%からERS債の87%まで幅広い範囲が示された。
3. プエルトリコにとって、政府本体の債務調整計画案がまとまったことは、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、債権者と合意に至っていない債権も相当部分あり、裁判所から承認を得るまでに想定以上に時間を要する可能性は否めないと考えられる。さらに、仮に債務再編が実現しても、プエルトリコ経済のファンダメンタルズを強化しない限り、将来的に再度債務調整が必要となる可能性もゼロではない。米国地方債市場の歴史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みられる。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

・江夏あかね「米国連邦政府の監視委員会、プエルトリコの債務再編手続きを裁判所に申請」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号、1-9頁。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2019年11月20日時点の事実に基づいている。

## I. ようやくまとまった債務調整計画案

米国の自治地域（コモンウェルス）であり、財政破綻したプエルトリコでは、連邦政府が設置した財政監視・管理委員会が 2019 年 9 月 27 日、プエルトリコ地区連邦地方裁判所に債務調整計画案を提出した<sup>2</sup>（図表 1 参照）。

図表 1 プエルトリコの財政等をめぐる主な動き

時期	詳細
2000 年代半ば頃～	プエルトリコの経済・財政状況が悪化
2014 年 2 月	プエルトリコの主要格付会社からの格付け、投機的等級に引き下げ
2015 年 8 月～	プエルトリコの公的債務が債務不履行（デフォルト）に
2016 年 6 月	アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事（当時）、2016 年 4 月に制定された「プエルトリコ緊急債務モラトリアム・財政再生法」に基づき、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実施
2016 年 6 月	連邦政府、「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」（PROMESA）を制定
2016 年 9 月	プエルトリコ政府は、PROMESA に基づき、連邦政府が設置した財政監視・管理委員会の関与の下で、経済・財政再建を目指すことに
2017 年 3 月	財政監視・管理委員会、プエルトリコ政府が策定した財政計画を承認
2017 年 5 月	財政監視・管理委員会、プエルトリコ及びプエルトリコ売上税金融公社（COFINA）について、PROMESA 第 3 章に基づき、債務再編に向けた申請を実施
2017 年 9 月	複数のハリケーンが到来。電力網や通信システム等のインフラが破壊されるなど、甚大な被害が発生
2019 年 2 月	プエルトリコ地区連邦地方裁判所、財政監視・管理委員会が 2019 年 1 月に提出したプエルトリコ売上税金融公社（COFINA）の債務調整計画案を承認
2019 年 9 月	財政監視・管理委員会、プエルトリコ地区連邦地方裁判所にプエルトリコの債務調整計画案を提出

（出所）各種資料、より野村資本市場研究所作成

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、プエルトリコ政府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。これに続き、2017 年 5 月 5 日には、プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）についても同法第 3 章に基づく申請も行われている。

そして、裁判所での債権者からの意見聴収等を通じ、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。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ことになったほか、債権者との債務再編の交渉にも時間を要した結果、債務再編手続きの申請から、約 2 年 5 ヶ月を経てようやくの債務調整計画案の提出となった。

<sup>2</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Disclosure Statement for the Title III Joint Plan of Adjustment for the Commonwealth of Puerto Rico, the Employees Retirement System of the Government of the Commonwealth of Puerto Rico, and the Puerto Rico Public Building Authority*, 27 September 2019; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Proposes Plan of Adjustment to Restructure Commonwealth of Puerto Rico Debt and Other Claims*, 27 September 2019.

なお、これに先立ち、COFINA の債務調整計画は、プエルトリコ地区連邦地方裁判所によって 2019 年 2 月 5 日に承認された<sup>3</sup>。そして、2019 年 2 月 12 日には債務調整計画に記されたとおり、債務交換が実施され、約 120 億ドルの新債券が発行された<sup>4</sup>。

## II. 債務調整計画案の注目点

### 1. 「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」における債務調整計画案の位置付け

米国には、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<sup>5</sup>。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、従来は債務調整を行う場合も、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<sup>6</sup>。しかし、プエルトリコの財政危機を受けて、2016 年 6 月に連邦法として、PROMESA が制定された。同法第 3 章では、債務再編をめぐり、債務者が債務再編計画を策定し、債権者による投票を経て、裁判所から承認を得る際の要件が記されており、連邦破産法第 9 章と一定程度類似した仕組みが示されている。

PROMESA 第 3 章に基づくと、申請が可能なのは、債務者であるプエルトリコ政府及び傘下の出先機関等ではなく、財政監視・管理委員会となる<sup>7</sup>。そして、債務者であるプエルトリコ政府等は、政治行政上の権能が保持され、住民に対して行政サービスの執行を続けることとなる<sup>8</sup>。また、申請が行われると、自動的停止（Automatic Stay）が適用され、債権者による債権回収が禁止され、債務者の資産が保全されることになる<sup>9</sup>。一般財源保証債は、一般債権として取り扱われ、自動的停止の下で履行停止となるが、レベニュー債の債権者については、充当対象の事業より担保される歳入を原資に履行が継続する<sup>10</sup>。

プエルトリコ政府は、債権者との交渉を進めながら、債務調整計画案を策定する。そして、

<sup>3</sup> 回収率は、シニア債が 93%、ジュニア債が 56%。(Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *AAFAF and COFINA Announce Confirmation of COFINA's Title III Plan of Adjustment*, 4 February 2019; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *AAFAF and COFINA Announce Effectiveness of COFINA's Title III Plan of Adjustment*, 12 February 2019; “New Sales Tax Bonds Issued under Latest Puerto Rico Debt Restructuring,” *Reuters*, 12 February 2019)

<sup>4</sup> “New Sales Tax Bonds Issued under Latest Puerto Rico Debt Restructuring,” *Reuters*, 12 February 2019.

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> 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)

<sup>7</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法 (PROMESA) 第 302 条及び第 304 条。

<sup>8</sup> PROMESA 第 303 条。

<sup>9</sup> PROMESA 第 301 条、連邦破産法第 362 条。

<sup>10</sup> PROMESA 第 301 条、連邦破産法第 928 条(a)。

財政監視・管理委員会が承認した上で、同計画が裁判所に提出される<sup>11</sup>。これまで、プエルトリコでは、一部の公的債務（約 40 億ドル分、申請時点）の再編について債権者との合意に至ったこともあり、今般の計画案の提出に至った<sup>12</sup>。

債務調整計画案は、連邦破産法第 9 章のように、各債権クラスで投票を行い、各々債権者数にして過半数かつ債権額にして 3 分の 2 以上の賛成を得る等の要件を満たした場合、裁判所から承認を得て確定した上で、同計画に示された内容を実行に移すことが可能になる<sup>13</sup>。すなわち、今般の債務調整計画案の提出は、プエルトリコにとって、債務調整を実現させ、再出発を図るための第 1 歩とも言える。

## 2. プエルトリコの債務調整計画案で示された損失率（回収率）

プエルトリコの債務調整計画案においては、プエルトリコ政府、プエルトリコ公共建物公社（PBA）及び職員退職制度（ERS）に係る約 350 億ドルの債務等に加え、500 億ドル以上の年金債務が対象となっており、どの程度の債務削減を行うか等が記されている<sup>14</sup>。

### 1) プエルトリコ政府、プエルトリコ公共建物公社（PBA）及び職員退職制度（ERS）に係る債務等

プエルトリコ政府等の約 350 億ドルの債務等については、平均で 6 割以上削減（平均損失率 6 割以上）し、約 120 億ドルとすることが提案された（図表 2 参照）。言い換えると、平均回収率は 4 割未満となり、米国地方債全体の平均回収率（1970～2018 年、56%）よりも低い水準となった<sup>15</sup>。

財政監視・管理委員会によると、今回示された債務削減と、先に債務調整計画案が承認された COFINA の債務削減と合わせると、PROMESA 適用前のプエルトリコ政府の歳入の約 3 割を占めていた公債費は、自主財源の 9%弱にまで縮減すると説明されている<sup>16</sup>（図表 3 参照）。

<sup>11</sup> PROMESA 第 312 条。

<sup>12</sup> 約 40 億ドル分は、全てのプエルトリコ政府の一般財源保証債（GO）及びプエルトリコ公共建物公社（PBA）の債務等の約 22%に相当する。（Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Proposes Plan of Adjustment to Restructure Commonwealth of Puerto Rico Debt and Other Claims*, 27 September 2019）

<sup>13</sup> PROMESA 第 301 条及び第 314 条、連邦破産法第 1126 条及び第 1129 条。

<sup>14</sup> プエルトリコ政府の債務等は、一般財源保証債（GO）が中心となっている。一般財源保証債は、起債する地方公共団体の課税権を含む全信用力を担保として発行され、発行体が元利償還の全責任を負う仕組みである。プエルトリコ公共建物公社（PBA）は、公共建物をプエルトリコ政府や公社等にリースし、リース料が償還原資となる仕組みのレベニュー債を発行している。職員退職制度（ERS）は、年金給付払いの原資確保や年金積立不足の減少を目的として、年金債を発行している。（Government of Puerto Rico, *Tax-Exempt Securities*）

<sup>15</sup> Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2018*, 6 August 2019, p.23.

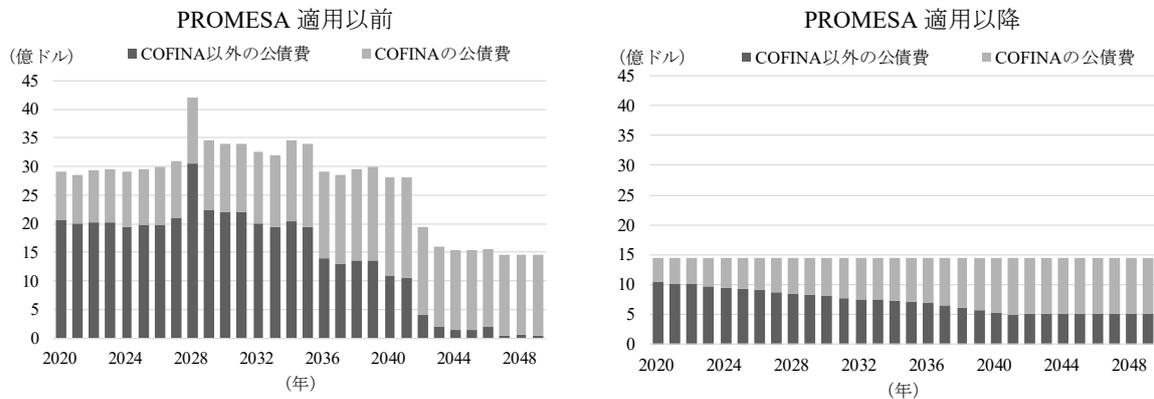
<sup>16</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Proposes Plan of Adjustment to Restructure Commonwealth of Puerto Rico Debt and Other Claims*, 27 September 2019.

図表 2 債務調整計画案に示された主な債務の損失率等

時期	損失率・削減率	回収率・維持率
〔チャレンジド債〕		
2012年発行のプエルトリコ政府の一般財源保証債 (GO)	55%	45%
2014年発行のプエルトリコ政府の GO	65%	35%
一部のプエルトリコ公共建物公社 (PBA) 債	42%	58%
〔チャレンジド債以外〕		
GO	36%	64%
PBA 債	28%	72%
ERS 債	87%	13%
〔年金債務〕		
年金債務 (平均)	17%	83%

(出所) Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Commonwealth Plan of Adjustment*; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Fact Sheet: Challenged Bonds*; “\$129 Billion Puerto Rico Bankruptcy Plan Could Be Model for States,” *New York Times*, 27 September 2019、より野村資本市場研究所作成

図表 3 プエルトリコ政府の公債費の将来予測



(注) PROMESA は、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法。将来予測は、財政監視・管理委員会による。  
(出所) Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Commonwealth Plan of Adjustment*、より野村資本市場研究所作成

今般、各債務の損失率(回収率)を示すにあたって、「チャレンジド債」(Challenged Bonds)という概念が示されたのは注目される<sup>17</sup>。「チャレンジド」という用語は、下記のとおり、法的有効性が試されるという意味で用いられているとみられる。具体的には、財政監視・管理委員会において、プエルトリコの60億ドル超に上る公的債務がプエルトリコ憲法第6条第2節の債務制限の条項に違反した状態で発行されたとの認識の下、他の債務と分別した損失率(回収率)が示されている。チャレンジド債に含まれているのは、2012年及び2014年に発行されたプエルトリコ政府のGO、プエルトリコ開発銀行債(プエルトリコ政府の保証付)、2011年以降に発生したプエルトリコ政府による保証付債務及び一部のPBAの債券となっている。

債務調整計画案では、チャレンジド債の和解案として、2012年発行のプエルトリコのGOの損失率について55%(回収率45%)、2014年発行分については65%(同35%)、一部の

<sup>17</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Fact Sheet: Challenged Bonds*.

PBA 債については 42% (同 58%) が示された。そして、債務調整計画案では、訴訟信託の設置が示され、仮に裁判所がチャレンジド債を無効とした場合に不要となる公債費を積み立て、そのうち 3 分の 1 をプエルトリコ政府が受け取ると説明した<sup>18</sup>。

チャレンジド債以外についての主な債券の損失率としては、(1) GO が 36% (回収率 64%)、(2) PBA 債が 28% (同 72%)、(3) ERS 債が 87% (同 13%)、と示されている。なお、一般財源保証債を含めたプエルトリコ政府の債務等について、地元の個人投資家に対しては月次で利払いが行われる課税債への交換の選択肢が示された。そして、無担保債権者のうち、債権額が 1 万ドル未満の債権者については全額維持、債権額がそれ以上の債権者については損失率が 96% (同 4%) とされた。

## 2) 年金債務

年金債務等については、17%の平均削減率 (83%の平均維持率) が提案された<sup>19</sup>。具体的には、(1) 6 割以上の退職者への年金削減はなし、(2) 現職員・退職者の年金について、平均 74%は維持、(3) ソーシャルセキュリティは変更なし、(4) 月次の年金額が 1,200 ドル未満の受給者に対する年金削減はなし、(5) 現職員・退職者ともに退職給付の 8.5%以上の削減はなし、(6) 医療保険は変更なし、といった案が示された<sup>20</sup>。

加えて、今後の 30 年間の年金給付に十分な財源を確保すべく、独立運用される年金積立基金を新たに設置することとされた。そして、プエルトリコ政府の財政計画に基づくと、現金収支の黒字は少なくとも 17.5 億ドルに上ると見込まれているが、年金積立基金が現金収支の黒字分の 4 分の 1 を受け取ることを通じて、年金積立基金において今後 8 年間で 60 億ドル超の現金が確保できるとしている。加えて、プエルトリコ政府において今後 15 年の間に、財政計画で想定する以上の現金収支の黒字分が創出された場合、退職者は追加で 10%の現金 (上限額は年金削減分) を受け取るとした。

このように、各債務の損失率は、例えばチャレンジド債以外の PBA 債の 28%から ERS 債の 87%まで幅広い範囲となっている。

## III. 今後の見通し

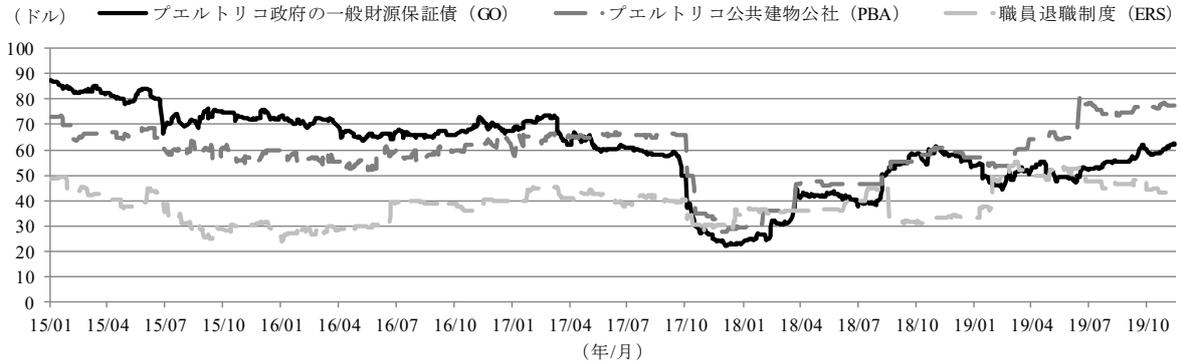
プエルトリコ債をめぐっては、流動性が限定的な状況が続いているとみられるが、2019 年 2 月に COFINA の債務調整計画が承認された頃から、損失率が大きいことが想定されていた ERS の債券等を除き、気配値が概ね上昇傾向にある (図表 4 参照)。そして、プエルトリコ政府の GO や PBA 債については、足元で債務調整計画案に示された回収率に近い範囲で推移している。

<sup>18</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Commonwealth Plan of Adjustment*.

<sup>19</sup> “\$129 Billion Puerto Rico Bankruptcy Plan Could Be Model for States,” *New York Times*, 27 September 2019.

<sup>20</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Fact Sheet: Support Agreement with Public Retirees*.

図表4 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 (免税債) 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. プエルトリコ公共建物公社 (PBA) のレベニュー債 (課税 [連邦税] 債) は、表面利率: 5.65%、最終償還日: 2028 年 7 月 1 日 (定時償還条項付)、CUSIP: 745235M57、仲値。  
3. 職員退職制度 (ERS) のレベニュー債 (課税債) は、表面利率: 6.15%、最終償還日: 2038 年 7 月 1 日 (定時償還条項付)、CUSIP: 29216MAC4、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、2019 年 9 月末頃にパフォーマンスが一旦弱含んだものの、その後持ち直す傾向が観察されている<sup>21</sup>。一旦パフォーマンスが弱含んだのは、債務調整計画案にて損失率 (回収率) が幅広い範囲で示されたことや未だ債権者と合意に至っていない債務等も相当部分あるため、先行きが不透明であること等を反映していた可能性がある<sup>22</sup>。

プエルトリコにとって、政府本体の債務調整計画案がまとまったことは、財政問題の解決に向けてポジティブな流れとも言える。財政監視・管理委員会は、プエルトリコ地区連邦地方裁判所から 2020 年上半期に債務調整計画案について承認を得ることを目指していると報じられている<sup>23</sup>。承認を得るための要件としては、前述のとおり、各債権クラスで投票を行い、各々債権者数にして過半数かつ債権額にして 3 分の 2 以上の賛成を得た上で、計画が実行可能で債権者の利益が最大になること、すなわち、債券保有者や退職者を含む債権者に、現状で合理的に期待できる全てを提供すること、とされている<sup>24</sup>。しかし、前述のとおり、チャレンジド債の部分も含めて債権者と合意に至っていない債務等も相当部分あり、承

<sup>21</sup> ブルームバーグの統計 (2019 年 10 月 31 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 13% が保証付である。

<sup>22</sup> 例えば、アシュアド・ギャランティは 2019 年 10 月 2 日、プエルトリコの債務調整計画案について、プエルトリコの法律、憲法及びプエルトリコ監視・管理・経済安定化法 (PROMESA) に抵触しているとみていること等を背景に支持しないとの見解を表明している。(Assured Guaranty, *Assured Guaranty Responds to Puerto Rico Oversight Board's Plan of Adjustment*, 2 October 2019)

<sup>23</sup> "Road Map for Puerto Rico's Exit from Bankruptcy Filed in U.S. Court," *Reuters*, 27 September 2019; "Puerto Rico Board Unveils Proposal to Slash Debt, Pensions (1)," *Bloomberg*, 28 September 2019.

<sup>24</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Commonwealth Plan of Adjustment*.

認に至るまでに想定以上に時間を要する可能性は否めないとも考えられる。

さらに、プエルトリコの場合、2017年5月の債務再編手続きの申請から債務調整計画案の提出までに約2年5ヵ月も要しており、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<sup>25</sup>。債務再編の決着に時間を要した場合、プエルトリコの信用力がさらに毀損し、債務調整計画案で示された損失率（回収率）を実現するための財源が確保できなくなる可能性も視野に入ろう<sup>26</sup>。ちなみに、プエルトリコの債務再編関連の法律及びアドバイス関連費用は既に約4億ドルに上っており、2024年にかけて最大で15億ドルにまで膨らむ可能性があるとの推計も示されている<sup>27</sup>。

一方、仮に債務再編が実現しても、プエルトリコ経済のファンダメンタルズを強化しない限り、将来的に再度債務調整が必要となる可能性もゼロではない。プエルトリコの財政計画によると、2017年9月のハリケーン被害に伴う連邦政府の財政支援の恩恵を受けて、プエルトリコの2019会計年度<sup>28</sup>の実質住民総生産（GNP）成長率は4.1%と、足元での経済回復が見込まれている<sup>29</sup>。とはいえ、プエルトリコのGNPは2006年から2018年にかけて22%以上縮小し、全米の州と比して最も高い貧困人口割合（45%）、失業率の高さ（全米平均の約2倍に当たる8.5%）等も背景に、過去10年で30万人以上の人口が米国本土に流出<sup>30</sup>したほか、ハリケーンの影響もあり、2024会計年度までにさらに約17.9万人（全人口の約8.2%に相当）が流出する可能性がある<sup>31</sup>と指摘されている<sup>31</sup>。このような状況を踏まえて、ムーディーズは2019年10月31日、プエルトリコの近年の経済回復は、ハリケーンに対する連邦政府による財政支援による要素が大きく、債務削減の度合いに関わらず、連邦政府によるメディケイド（米国の低所得者向け公的医療保険制度）等の財政支援の継続や経済改革がない限り、プエルトリコの格付けは投機的等級にとどまる可能性が高いと指摘している<sup>32</sup>。

<sup>25</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（約3年6ヵ月）、ロードアイランド州セントフォールズ市（約1年2ヵ月）、アラバマ州ジェファーソン・カウンティ（約2年1ヵ月）、カリフォルニア州ストックトン市（約2年8ヵ月）、ミシガン州デトロイト市（約1年5ヵ月）。（犬丸淳『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>26</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）

<sup>27</sup> デトロイト市の債務再編関連の法律およびアドバイス関連費用は約1,779億ドルだった。（“A Reasonable Proposal: How U.S. Law Allows Puerto Rico's Legal Bills to Flourish,” *Debtwire*, 29 October 2019）

<sup>28</sup> プエルトリコの会計年度は、7月1日～翌年6月30日。2019会計年度の場合、2018年7月1日～2019年6月30日となる。

<sup>29</sup> Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, Government of Puerto Rico, *Revised Fiscal Plan for Puerto Rico*, 10 March 2019, p.15.

<sup>30</sup> プエルトリコの2018年7月1日時点の推計人口は、約319万人。（United States Census Bureau, *QuickFacts Puerto Rico*）

<sup>31</sup> Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, Government of Puerto Rico, *Revised Fiscal Plan for Puerto Rico*, 10 March 2019, p.6.

<sup>32</sup> Moody's, *Puerto Rico Faces Daunting Economic Challenges Even After Debt Restructuring*, 31 October 2019.

プエルトリコ政府は、債務再編手続きの申請から約2年5ヵ月を経て、ようやく再出発を図るための第1歩の辿り着いたところである。今後についても、債務調整計画の裁判所からの承認に至るまでのプロセスや経済・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みられる。