

デトロイト市の破産手続き完了と再生に向けた道

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 米国ミシガン州のリック・スナイダー知事は2014年12月10日、2013年7月18日に財政破綻し、連邦破産法第9章を適用していたデトロイト市の破産手続きが完了したことを発表した。
2. デトロイト市をめぐっては、米国の地方公共団体の再生型破産手続きである連邦破産法第9章を適用した事例の中で最大となる債務総額約180億ドルを抱えた財政破綻であったこともあり、世界から注目を集めてきたが、財政破綻から約1年5ヵ月を経て破産法の手続き完了及び再生に向けた一歩を踏み出すこととなった。
3. デトロイト市の連邦破産法第9章の適用及び債務調整のプロセスでは、迅速かつ確実な再生を促すべく、ミシガン州金融機構からの転貸の仕組みを通じた資金調達に加えて、デトロイト市上下水道局をめぐるレベニュー債の公開買戻し及び借換えを通じた金利軽減や、新たに設置予定の公社から市が受け取るリース収入の仕組みを通じた老朽施設の更新費用の捻出といった特筆すべき金融手法が用いられた。
4. デトロイト市は、債務調整のプロセスを通じて財政面の負担が軽減され、再生に向けて本格的に歩み始めることとなるが、基幹税の徴収率の低迷など厳しい財政状況を抱えていることには変わりはなく、投資家の信認を回復・確保するために努力を重ねることが必須であることは言うまでもない。米国では、ニューヨーク市やカリフォルニア州のオレンジ郡といった財政破綻から脱却したものの年月を経て再び財政状況が厳しくなる事例も観察されていることもあり、デトロイト市は今後も財政運営の手綱を緩めることなく慎重な行財政運営を行う必要がある。

I. デトロイト市、連邦破産法第9章の手続き完了

米国ミシガン州のリック・スナイダー知事は2014年12月10日、2013年7月18日に財政破綻し、連邦破産法第9章を適用していたデトロイト市の破産手続きが完了したことを発表した¹。デトロイト市をめぐっては、米国の地方公共団体の再生型破産手続きである連

¹ State of Michigan, *Detroit Stands Taller, Stronger as City Exits Bankruptcy Today*, December 10 2014.

邦破産法第9章を適用した事例の中で最大となる債務総額約180億ドルを抱えた財政破綻であったこともあり、世界から注目を集めてきたが、財政破綻から約1年5ヵ月を経て破産法の手続き完了及び再生に向けた一歩を踏み出すこととなった（図表1参照）。

本稿は、デトロイト市が破産法適用の中で進めた債務調整のプロセス及び再生に向けた取組みを考察する。

図表1 デトロイト市の財政破綻及び再建に向けた動き

年月日	詳細
2013年3月1日	ミシガン州知事のリック・スナイダー氏がデトロイト市の財政危機を宣言
2013年3月25日	緊急財政管理官に弁護士のケビン・オア氏が就任
2013年7月18日	オア氏が自主再建を断念。デトロイト市が連邦破産裁判所に連邦破産法第9条の適用を申請
2013年12月3日	連邦破産裁判所がデトロイト市の連邦破産法第9章の適用を決定
2014年2月21日	デトロイト市が債務調整計画案を連邦破産裁判所に提出。調停人の下で債権者との交渉を続け、計画案を2014年10月22日の最終版まで8回修正
2014年5月5日	連邦破産裁判所は、第4修正案の情報開示に基づき、債権者投票手続きの開始を承認
2014年5月12日	債権者に対する投票用紙の発送を開始
2014年7月11日	債権者による投票締め切り
2014年7月21日	債権者による投票結果を裁判所に提出
2014年9月2日	連邦破産裁判所が債務調整計画案の審理を開始
2014年10月27日	連邦破産裁判所による債務調整計画案の審理終了
2014年11月7日	連邦破産裁判所が第8修正案を承認
2014年12月10日	ミシガン州知事のスナイダー氏がデトロイト市の破産手続き完了を発表

（出所）野村資本市場研究所

II. 破産手続き完了に至るまでの経緯

米国の連邦破産法第9章は、地方公共団体が財政危機に陥った場合、一定の条件を満たせば、適用の申請をすることができるという仕組みであり、債務者である地方公共団体が行政運営を継続しながら、財政再建の道筋を示した債務調整計画を策定することが目的となっている。

デトロイト市は、連邦破産裁判所から2013年12月3日に連邦破産法の適用決定を受けた後、2014年2月21日に債務調整計画案（当初計画案）を連邦破産裁判所に提出した。債務調整計画では、債権クラス毎に、債権者数で過半数以上、債権金額で3分の2以上を保有する債権者が賛成となった場合、当該債権クラスは計画に同意したものとして扱われる。デトロイト市は、当初計画案で示された15の債権クラス²をめぐり、調停人の下で債権者との交渉を続け、合意に至った際にその内容を反映すべく、計画案の修正を複数回行った。そして、2014年5月5日に提出した第4修正案をもとに、連邦破産裁判所が債権者投票手続きの開始を認め、2014年5月12日から同年7月11日にかけて投票が行われた。しかし、上下水道レベニュー債、制限付一般財源保証債（Limited Tax General Obligation Bond、

² 第8修正案では、債権クラスは17となった。

LTGO) 及びリース購入契約参加証書³ (Certificate of Participation、COP) といった債権について反対票が多数となった (図表 2 参照)。

その後も、デトロイト市により、反対票が多数であった債権クラスの債権者との交渉が続けられ、合意に至る度に修正案が策定された。一方、連邦破産裁判所は、2014 年 9 月 2 日から同年 10 月 27 日にかけて計画案について審理を行い、同年 11 月 7 日に最終版となった第 8 修正案の内容を承認した。連邦破産裁判所による債務調整計画の承認の条件としては、連邦破産法第 9 章の規定に沿うことや、計画が債権者の利益に最も適しており実現性があることなどが挙げられる⁴。デトロイト市の場合、第 8 修正案は年金貯蓄基金 (Annuity Savings Fund、ASF) 弁済に係る年金関連の調停及び一部の債権クラスを除き、大部分の債権クラスの債権者と合意に至っており、合理的、公正及び公平であるとの連邦破産裁判所による判断が示された⁵。そして、2014 年 12 月 10 日の破産手続き完了となったのである。

Ⅲ. 債務調整計画の注目点

デトロイト市が連邦破産裁判所に承認された第 8 修正案では、約 180 億ドルの債権額のうち、約 4 割に当たる約 70 億ドルを削減するという内容になった (図表 2 参照)。総じて、担保付債権の想定回収率は比較的高かったが、無担保債権については、投票の結果において反対票が大部分を占める債権クラスも複数出現し、債権者との交渉プロセスが複雑化し、時間を要するケースもあった。

1. 担保付債権

1) デトロイト上下水道局関連の債権

デトロイト上下水道局 (The Detroit Water and Sewerage Department、DWSD) 関連の債権 (上下水道レベニュー債 [約 52.7 億ドル] を含む、合計で約 57.8 億ドル) については、基本的には水道料金収入等が特定財源となっていることもあり、当初計画案から元本 100% の想定回収率が示されていた。しかし、上下水道レベニュー債については、一部の債権が毀損 (Impaired) する可能性が示されていた。そのため、第 4 修正案に基づく投票では、大半の債権者が反対票を投じる結果となった。

³ リース購入契約参加証書 (COP) は、米国の地方公共団体等が発行する証書で、調達資金を充当した施設のリース料等が償還原資となっている。

⁴ 承認される要件としては、(1) 計画が連邦破産法第 9 章の規定に従っている、(2) 債務者 (地方公共団体) 等が計画に伴うサービスや経費等に対して支払う金額が完全に開示されており、合理的である、(3) 債務者 (地方公共団体) が債務調整計画を実行する上で必要な行動が、法によって禁じられていない、(4) 支払請求権 (claim) を有する者が異なる処理方法に合意した場合を除き、支払請求権を持つ者がある特定の期日までに、その支払請求に対して認められた支払いに相当する現金を平等に受け取ることが債務調整計画に盛り込まれている、(5) 債務調整計画に盛り込まれた条項を実施するために、破産法以外に必要な法的及び投票手続きが済んでいる、(6) 債務調整計画が債権者の利益に最も適い、実現性がある、といったものが挙げられる。(United States Courts, *Municipality Bankruptcy, Confirmation Standards*)

⁵ United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Oral Opinion the Record, In re City of Detroit Bankruptcy Judge Steven Rhodes*, November 7 2014, p.1.

図表2 デトロイト市が承認された債務調整計画案における主な債権クラスの状態

債権クラス	第4修正案					第8修正案（最終案）	
	債務総額 (億ドル)	回収率	投票結果			回収率	
			賛成票： 債権者数	反対票： 債権金額	結論		
担保付債権							
上下水道 レベニュー債	52.72	元本：100% 利子：一部毀損	32：119 (サブグループ)		大半が 拒否	全体の3割弱は、公開買戻し。公開買戻しに応じなかった債権者には元利金ともに100%償還	
上下水道 リボルビング債券	5.08	毀損なし	投票なし			同左	
担保付一般財源 保証債	4.85	毀損なし	投票なし			同左	
駐車場債券	0.08	毀損なし	投票なし			同左	
スワップ債権	0.85	スワップ契約 解約料の30%	100：0	100：0	同意	同左	
無担保債権							
制限付一般財源 保証債 (LTGO)	1.63	10～13%	4.2：95.8	0.23：99.77	拒否	41%	
無制限一般財源 保証債 (UTGO)	3.88	74%	87.26：12.74	97.35：2.65	同意	同左	
リース購入契約参加 証書 (COP)	0～14.73	0～10%	0：100	0：100	拒否	約14%（金融保証保険会社〔モノライン保険会社〕のシンコラ・ギャランティとファイナンシャル・ギャランティ・インシュアランス〔FGIC〕は各々、回収率約13%に加えて、市の社会インフラ等のリース契約の延長や開発計画の締結等の付与)	
年金 債務	一般職員年金 (GRS)	18.79	48～60%	73.15：26.85	72.94：27.06	同意	同左
	警察・消防職員 年金 (PFRS)	12.50	39～59%	82.17：17.83	82.10：17.90	同意	同左
退職者医療保険 (OPEB)	43.03	10～13%	88.25：11.75	84.62：15.38	同意	同左	

(出所) United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Fourth Amended Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, May 5 2014; United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Declaration of Michael J. Paque Regarding the Solicitation and the Tabulation of Vote on, and the Results of Voting with Respect to, Fourth Amended Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, July 21 2014; United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Eighth Amended Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, October 22 2014; United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Oral Opinion of the Record, In re City of Detroit Bankruptcy Judge Steven Rhodes*, November 7 2014; 犬丸淳「デトロイト市の破産申請とその波紋(5) ―債権者投票の結果と『債務調整計画案(第7版)』に至る経緯を中心に―」『地方財務』第725号、ぎょうせい、2014年11月、126頁、より野村資本市場研究所作成

その後、デトロイト市は2014年8月に入って債権者と合意に達し、レベニュー債を対象として公開買戻し提案(Tender Offer)を実施することとなった。当該提案では、銘柄毎に買戻価格が額面に対して72.5%～119.095%と示されたが、対象となるレベニュー債の3割弱にあたる約15億ドル分の応募があった⁶。

この提案では、対象債券の元利金を勘案した買戻し価格が提示された上、債券保有者が任意に応じる仕組みであった。応募されなかったレベニュー債については、元利金ともに

⁶ City of Detroit, Office of the Emergency Manager, *Notice of Acceptance of All Offered Bonds regarding the City of Detroit, Michigan's Invitation to Tender Detroit Water Sewerage Department Water Supply System Bonds*, August 22 2014.

通常通り償還されることになる。

ムーディーズ及びフィッチは、対象債券について格付け上でネガティブとみなされるディストレスト債務交換 (Distressed Debt Exchange) には該当しないとの見解を示し、格付けを引き上げた。一方、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は買戻価格が額面の 100% を下回った銘柄等について格付けを引き下げ、それ以外の銘柄については格付けを引き上げるという判断を下した⁷。

その後、2014年8月26日には、新たなレベニュー債 (合計約 17.9 億ドル) がミシガン州金融機構 (Michigan Finance Authority, MFA) によって発行された。ミシガン州金融機構は、ミシガン州の規定により設立された公的機関で、ミシガン州内の地方政府等に対して効率的かつ低利での資金調達を行うための支援を行っている。新たなレベニュー債は、ミシガン州金融機構が発行体となって発行を行い、ミシガン州金融機構の地方政府融資プログラムの下で調達資金をデトロイト市に転貸するという形で発行された。当該レベニュー債の一部は、金融保証保険会社 (モノライン保険会社) のアシュアード・ギャランティ・ミューチュアル (AGM) 若しくはナショナルによる保証が付与されているが、保証が付与されていない銘柄の発行時の格付けは、先取特権の順位に応じて BB~BBB 格となっている⁸。レベニュー債による調達額のうち、約 16.4 億ドルが公開買戻しに応じた既発債の償還に充当され、残りの約 1.5 億ドルが下水道施設の改良工事の事業費に充当される。

デトロイト市は 2014年9月4日、既発債の買戻しを実施した結果、レベニュー債の債権者からの異議申し立ては取り下げられた。これらの公開買戻し及び借換えをめぐる一連のプロセスを経て、デトロイト市は約 2.41 億ドル (27 年間) の金利負担の軽減を享受することとなった⁹。

ちなみに、デトロイト市上下水道局はこれまで、同市及び周辺地域に対して上下水道サービスを提供してきたが、同市の区域外に係る上下水道業務については、新たに五大湖水道公社 (Great Lakes Water Authority, GLWA) という独立した組織を設立し、サービスが提供さ

⁷ 例えば、ムーディーズは、財務が逼迫した発行体が額面以下の価格で債務交換を行い、破産法適用申請または支払い遅延を回避できる効果をもつ場合をディストレスト・エクステンジと定義している。スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は、債券の 1 銘柄若しくはそれ以上の銘柄について、額面未満で現金買取り若しくは債務交換が行われる場合をディストレスト・エクステンジと定義している。一方、フィッチは、想定される支払不履行を回避するために、既存条件と比較して構造的又は経済的条件が劣る証券が債権者に提示される債務交換をディストレスト債務交換と定義している。(Moody's, *Moody's Approach to Evaluating Distressed Exchanges*, March 24 2009; S&P, *Standard & Poor's Ratings Definition*, June 22 2012; Fitch, *Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion*, January 2014; Moody's, *Moody's Upgrades City of Detroit's (MI) Water Enterprise Senior and Second Lien Ratings to Ba2 and Ba3*, August 26 2014; Moody's, *Moody's Upgrades City of Detroit's (MI) Sewer Enterprise Senior and Second Lien Ratings to Ba2 and Ba3*, August 26 2014; S&P, *Detroit Water & Sewerage Department Bonds Undergo Various Rating Actions after Expiration of Tender Period*, August 28 2014; S&P, *Detroit Partially Tendered Water, Sewer Bond CUSIP Ratings Lowered To 'D' On Distressed Exchange*, September 4 2014; Fitch, *Detroit Water/Sewer Tender Would Not be a Distressed Debt Exchange*, August 21 2014; Fitch, *Fitch Rates Detroit, MI Water & Sewer Revis 'BBB-'/'BB+'; Outlook Stable*, September 3 2014)

⁸ 当該レベニュー債の発行時の格付けについて、ムーディーズは、Ba2~Ba3、S&P は BBB+、フィッチは BB+~BBB- を付与している。

⁹ City of Detroit, *DWSD Bond Refinancing to Net \$241 Million in Savings: Tender Offer Increases Funds for DWSD Which Can Go Toward System Improvements, Reducing Debt*, August 22 2014.

れることが決まった。この計画は、(1) デトロイト市が所有する上下水道施設をリースして、デトロイト市がリース収入（年 5,000 万ドルを 40 年間）を受け取ること、(2) リース収入は上下水道施設の修繕費に充当すること、(3) 同公社は必要に応じて修繕を加速させるために、最大 8 億ドルの起債を行うこと、(4) 水道料金を支払えない利用者向けに年間 450 万ドルの基金を造成すること、が柱となっている¹⁰。デトロイト市内では、水道管の老朽化が進み、漏水等による事故率が近年上昇していたが、デトロイト市が受け取ることとなった公社からのリース収入は老朽施設の更新費用の確保に寄与することが期待される。

2) 担保付一般財源保証債

一般財源保証債（General Obligation Bond）は、日本の地方債と同様に、起債を行う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となっている。担保付一般財源保証債（合計で約 4.9 億ドル）については、配分可能州政府交付金（Distributable State Aid）の先取特権（Lien）が付与されたもので、100%の回収率（Unimpaired）と当初計画案から想定されていたため、投票手続きは行われていない¹¹。なお、後述のとおり、無担保一般財源保証債は 100%未満の想定回収率が示されている。

3) 駐車場債券

上下水道局の債券と同様にレベニュー債だが、駐車場利用料等が償還原資となる駐車場債券（約 810 万ドル）については、100%の回収率（Unimpaired）が想定され、投票は行われていない。

4) スワップ債権

デトロイト市は、地方債ではないが、傘下の非営利サービス会社を介して、リース購入契約参加証書を通じた資金調達を行っていた。デトロイト市の場合、当該資金調達は積立不足に陥っていた 2 つの年金制度（警察・消防職員年金〔Police & Fire Retirement System、PFRS〕と一般職員年金〔General Retirement System、GRS〕）の支払いに充当すべく、2005 年及び 2006 年にリース購入契約参加証書を組成し、約 14 億ドルを調達した。リース購入契約参加証書は変動金利で調達されたが、固定金利に変換すべく、スワップが活用された。

リース購入契約参加証書に付随するスワップ債権の取扱いに関して、当初計画案上では未定とされていたが、2014 年 3 月 3 日に債権者との合意に達し、スワップ契約解約料の 3

¹⁰ City of Detroit, *The Great Lakes Regional Water Deal*.

¹¹ 配分可能州政府交付金は、州政府の売上税の一部をデトロイト市に配分するというミシガン州で法定されている仕組みである。配分可能州政府交付金債は、デトロイト市の財政赤字を埋めることを主眼に 2010 年より複数回に渡って発行されてきた。配分可能州政府交付金は、州の財務官がデトロイト市を介せずに当該債券の受託銀行に対して交付金（売上税の一部）を直接配分するというスキームとなっている。元利払いの決済プロセスでデトロイト市へのエクスポージャーが基本的に回避される仕組みであることもあり、格付けもデトロイト市の他の債券に比して高い水準を維持している。

割となった旨が公表され、連邦破産裁判所によって同年4月11日に認める決定が下された¹²。合意内容が反映された第4修正案に基づく投票では、当該債権に関しては全てが賛成票との結果になった。

2. 無担保債権

1) 無担保一般財源保証債

無担保債権のうち、無担保一般財源保証債として分類されたのは、制限付一般財源保証債(約1.6億ドル)と無制限一般財源保証債(Unlimited Tax General Obligation Bond, UTGO、約3.9億ドル)の合計約5.5億ドル分であった。

(1) 制限付一般財源保証債 (LTGO)

一般財源保証債は課税権が償還原資となるものであるが、制限付一般財源保証債とは税率の上限が設けてあるものである。制限付一般財源保証債は、対象税率が上限を大幅に下回っている場合には、無制限一般財源保証債と同様の信用力の水準になると考えられるが、上限にかなり近い場合には、償還原資に限られるという意味で無制限一般財源保証債よりも信用力が低くなるといった特徴がある¹³。デトロイト市の場合、財産税が既に法定上限税率に達している状況となっている。

制限付一般財源保証債の想定回収率については、当初計画案では20%とされたが、その後の交渉の結果、2014年6月13日に大口債権者と合意に至った。合意内容は、(1)元本の約34%に当たる5,500万ドル分の現金若しくは新たな制限付一般財源保証債を提供すること、(2)リース購入契約参加証書をめぐり訴訟に勝訴した場合には、敗訴に備えて積み立てた基金の一部を分配すること、が示された。

この内容は、2014年7月29日に提出された第5修正案に反映された。その後、リース購入契約参加証書の訴訟をめぐり設立された基金のうち、1,730万ドルが当該債権者に配分されることとされ、想定回収率は最終的に41%となった¹⁴。なお、合意内容1点目の5,500万ドル分については、後述のエグジット・ファイナンスにより調達されることとなった。

(2) 無制限一般財源保証債 (UTGO)

無制限一般財源保証債については、当初計画案では、20%の想定回収率とされていた。しかし、デトロイト市は債権者であるモノライン保険会社2社と交渉を進め、2014年4月

¹² United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan Southern Division, *Motion of Debtor for Entry of an Order, Pursuant to Section 105(a) of the Bankruptcy Code and Bankruptcy Rule 9019, Approving a Settlement and Plan Support Agreement and Granting Related Relief*, March 3 2014; Bloomberg, *Detroit Allowed to Pay UBS, BofA \$85 Million to End Swaps (2)*, April 11 2014.

¹³ フィッチの場合、制限付一般財源保証債の格付水準は、発行体の財政構造の柔軟性があまりない場合、無制限一般財源保証債に比して、通常1ノッチ下になるとしている。(Fitch, *U.S. Local Government Tax-Supported Rating Criteria*, August 14 2012, pp.2-3)

¹⁴ United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Oral Opinion the Record, In re City of Detroit Bankruptcy Judge Steven Rhodes*, November 7 2014, p.17.

9日に、(1) 無制限一般財源保証債について想定回収率を15%から74%に引き上げること、(2) 既発の一般財源保証債をミシガン金融公社の債券（無制限一般財源保証及び配分可能州政府交付金第4順位先取特権付）に交換すること、で合意に至った¹⁵。

この合意内容を反映した第4修正案に基づく投票では、大多数が賛成票を投じ、計画案への同意を得られた。

2) リース購入契約参加証書 (COP)

リース購入契約参加証書は、前述のとおり、年金支払いに充当すべく発行されたものであるが、デトロイト市は2014年1月31日、リース購入契約参加証書の発行は、固定資産評価額の10%以内という州法の起債制限を迂回するために別法人を通じて行われたものであり、そもそも違法であると主張した。そのため、第4修正案の段階でリース購入契約参加証書は、主張が認められた場合と認められなかった場合の両方の数値が示されることとなり、債権総額は0~14.73億ドル、想定回収率は0~10%とされた。そして、第4修正案に基づく投票では、全ての債権者が反対した。

デトロイト市はその後も調停人の下で債権者と交渉を進めた。2014年9月2日には連邦裁判所によるデトロイト市の債務調整計画案の審理が開始されたが、その時点では、主要債権者である2つのモノライン保険会社と合意に至っていなかった。しかし、シンコラ・ギャランティと2014年9月15日、(1) 想定回収率を約13%とすること、(2) デトロイト市が保有する特定の不動産に関して取得し開発するという5年間の権利を付与すること、(3) シンコラ・ギャランティの子会社を通じて、グラッド・サーカス・パーク駐車場の30年間のコンセッション契約を締結する1年間の権利を付与すること、(4) デトロイト市によるデトロイト・ウィンザー・トンネルに関するリース契約を2040年12月まで延長すること、といった内容で合意に達した。その後、デトロイト市は、もう1つの主要債権者であるファイナンシャル・ギャランティー・インシュアランス (FGIC) とも2014年10月16日に合意に達した。合意内容は、(1) 想定回収率を約13%とすること、(2) デトロイト市とジョー・ルイス・アリーナの開発計画の締結、が柱となっている。

2つのモノライン保険会社が約13%の想定回収率の他に複数の権利を得ることとなったのは、大口債権者かつ敵対的な立場を取っていたことが背景である。2社ともにデトロイト市の破産手続きを通じて大きな損失を被る可能性があり、シンコラ・ギャランティは債務調整のプロセスで何度も異議申し立てを行っていたほか、ファイナンシャル・ギャランティー・インシュアランスもデトロイト美術館の所蔵品を売却すべきとの主張を行っていた。2つのモノライン保険会社との合意を通じて、デトロイト市は各債権クラスの主要な債権者すべてから債務調整計画案に同意を得たこととなり、連邦破産裁判所の審理の終結に向けた足がかりとなった。

¹⁵ Bloomberg, *Detroit Bond Deal Shifts \$100 Million to Pension Funds*, April 9 2014; Bond Buyer, *Detroit Settlement A Breakthrough*, April 10 2014; Detroit Free Press, *Detroit Bankruptcy Bond Deal Frees up \$56M for Pensioners*, Orr Says, April 9 2014.

3) 年金債務

デトロイト市は、前述のとおり、2つの年金制度（警察・消防職員年金〔PFRS〕と一般職員年金〔GRS〕）を有しているが、多額の積立不足により年金基金がデトロイト市に対して有する債権総額は合計で約31.3億ドル（第4修正案ベース）に上っており、その規模の大きさからも取扱いに注目が集まっていた。米国の地方公務員年金に関しては、連邦制国家であることもあり、各州によってその取扱いが異なり、州憲法等によって削減の制限・禁止等の取扱いを定めているケースがある¹⁶。ミシガン州については、1964年1月1日に発効した州憲法を通じて、年金の削減が禁止されている¹⁷。しかし、連邦破産裁判所は2013年12月3日にデトロイト市について連邦破産法適用を認める決定を行った際、連邦破産法は契約上の条件を毀損することを伴うことと長らく解釈されており、地方公共団体の破産において、契約に基づく債務（Contractual Obligations）と解釈される年金債務を他の債務と区分するようなことはないとの判断を下した¹⁸。そのため、年金受給者、年金基金、労働者等が強く反発をしていた。

当初計画案において、年金債務に関する想定回収率は、警察・消防職員年金が20.8～29.8%、一般職員年金が27.5～33.3%、とされていた。その後、債権者との交渉が進められた結果、2014年4月15～16日に合意に至った旨が公表された。合意内容を反映した第4修正案では、警察・消防職員年金については39～59%、一般職員年金については48～60%に引き上げられた。引き上げが可能となった背景としては、(1) 過去1年半の株式市場の好況により、年金基金の財政状況が好転したこと、(2) 市と年金基金の交渉の結果、年金基金の運用利回りの将来見通しを6.75%へと上方修正したこと、が挙げられる¹⁹。

なお、想定回収率の上限は、デトロイト美術館と2つの年金制度の受給者の保護・救済を目的として、ミシガン州政府やフォード財団等の民間慈善団体による資金拠出やデトロイト美術館が集める寄付金で造成する基金（合計8.16億ドル）を年金受給者の救済に充当した場合のものとなっており、この仕組みは「グランド・バーゲン」と呼ばれる。ミシガン州は約1.95億ドルの一時金を基金に拠出することとなるが、拠出の根拠となる関連法案には、デトロイト市が財政破綻に再び陥ることを回避すべく、監視の仕組みを設けることも盛り込まれた。関連法案は、ミシガン州知事のスナイダー氏によって2014年6月20日

¹⁶ 各州における地方公務員年金の対応に関しては、(1) 特定の州憲法において削減を禁止、(2) 一般的な州憲法による契約の価値毀損に対する制限（年金に関して適用できるか否かは、裁判所が年金を契約とみなすか否かによる。また、州が独自の契約規定を有していない場合、多くのケースでは連邦憲法の規定に添う形になる）、(3) 州の規定若しくは判例法により地方公務員年金を削減することを禁止、といった類型がある。また、州によっては削減禁止規定を一定の条件下で変更することが可能な場合がある。（James E. Spiotto, *Unfunded Pension Obligations: Is Chapter 9 the Ultimate Remedy? Is There a Better Resolution Mechanism?*, Chapman and Cutler LLP, June 2011, p.16）

¹⁷ ミシガン州憲法（第9条第24節、公的年金計画及び退職制度の債務）においては、「州及び政治的下位組織における年金計画及び退職制度の発生給付は、契約に基づく債務であるため、消滅若しくは毀損させることができない」としている。

¹⁸ Bloomberg Law, *Judge Says Detroit Eligible for Bankruptcy Filing, Pension Impairment is Constitutional*, December 3 2013.

¹⁹ 犬丸淳「デトロイト市の破産申請とその波紋（4）—『債務調整計画（第5版）』と債権者投票開始に至る経緯を中心に—」『地方財務』第724号、ぎょうせい、2014年10月、149-150頁。

に署名が行われ、成立している。

これらの一連の流れを経て、第4修正案に基づく投票結果では、2つの年金制度ともに賛成票が大多数となり、同意に至った。

4) 退職者医療保険 (OPEB)

退職者医療保険 (Other Postemployment Benefits、OPEB) は、合計債権額が約43億ドル (第4修正案ベース) に上ることもあり、年金債務とともにその取扱いに注目が集まっていた。退職者医療保険をめぐるのは、連邦破産裁判所が創設したデトロイト市退職者委員会が交渉を行い、デトロイト市と2014年4月25日に条件面で合意に至ったことが公表された。合意は、(1) デトロイト市が2つの任意職員福利厚生基金 (Voluntary Employee Beneficiary Association、VEBA) を設立し、退職者に対して福利厚生サービスを提供し、デトロイト市は今後、退職者に対する福利厚生サービス提供義務を負わないこと、(2) デトロイト市が2つの任意職員福利厚生基金に合計額面4.5億ドルの債券を提供すること、(3) 想定回収率は10~13%になること、が柱とされている。

合意内容を反映した第4修正案に基づく投票では、賛成者が多数となり、同意に至った。

IV. デトロイト市の再生に向けた動き

デトロイト市が再生に向かって歩むに当たり、エグジット・ファイナンスの仕組みが活用されることとなった。行財政運営における持続可能性確保の仕組みと併せて、その内容を考察する。

1. エグジット・ファイナンス

デトロイト市が債務調整を経て、再生に向かうために、エグジット・ファイナンスの仕組みが債務調整計画の一環として承認されている。デトロイト市が活用するエグジット・ファイナンスは、米国で1990年代前半頃から、日本でも21世紀に入ってから普及が進みつつあるDIPファイナンスの仕組みに類似したものである²⁰。

デトロイト市のエグジット・ファイナンスは総額が最大3.25億ドル (当初は2.75億ドルだったものの、その後増額) に上るものであり、ミシガン州金融機関が発行体となって発行を実施し、調達する資金をデトロイト市に転貸する仕組みとなっている。最大2億ドルが利子所得に対する連邦所得税免除される免税債、残りが課税債となっているほか、所得税の一部に対する第一順位先取特権 (First Lien) が付与されている (図表3参照)。

²⁰ DIPファイナンスは、再建型破産法制下にある民間企業に対して与信を提供すること。もともとは、米国の連邦破産法第11章の適用を受け、破綻後も経営陣がとどまる形の企業 (debtor in possession) に対して、人件費や原材料費など運転資金を融資することを意味する。企業が破綻した際に急速に資金繰りが行き詰まることが多いが、当座の運転資金若しくは融資枠を提供し、資産価値の劣化を食い止めるのがDIPファイナンスの役割である。なお、日本の民事再生法におけるDIPファイナンスの場合、共益債権として位置付けられ、倒産以前の債権よりも優先的な弁済順位が与えられているが、デトロイト市のエグジット・ファイナンスにはそのような仕組みはない。

図表3 デトロイト市のエグジット・ファイナンスの仕組み

項目	詳細
発行体	ミシガン金融機構 (MFA) がデトロイト市に対する貸付を裏付けに債券を発行
発行額	3.25 億ドル
課税	最大 2 億ドルは免税債で発行
調達資金の用途	<ul style="list-style-type: none"> 連邦破産法適用申請後に借り入れた 1.2 億ドルの借入の返済 デトロイト市の再投資・再生計画の一部 デトロイト市の債務 (スワップ債権及び制限付一般財源保証債関連) に対する支払い
発行価格	<ul style="list-style-type: none"> 免税債: 米証券業金融市場協会 (SIFMA) スワップ・インデックス+4.25% 課税債: ドル建て 1 ヶ月物ロンドン銀行間取引金利 (LIBOR) +4.75%
市場への売却価格	<ul style="list-style-type: none"> 免税債: トムソン・ロイター・地方債市場データの AAA 格 15 年債インデックス金利+2014 年 9 月 7 日付コミットメント・レターに示されたベース・スプレッド及びマーケット・フレックス 課税債: 7 年米国債金利+2014 年 9 月 7 日付コミットメント・レターに示されたベース・スプレッド及びマーケット・フレックス
償還年限	免税債は 15 年以内、課税債は 8 年以内
先取特権	所得税の一部に対する第一順位先取特権 (First Lien)

(出所) United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Eighth Amended Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, October 22 2014, p.204; United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Oral Opinion the Record, In re City of Detroit Bankruptcy Judge Steven Rhodes*, November 7 2014, より野村資本市場研究所作成

エグジット・ファイナンスでデトロイト市が調達した資金は、連邦破産法第 9 章適用申請後に英国大手金融機関のバークレイズ・キャピタルから借り入れた 1.2 億ドルの返済、市の再投資・再生計画への活用、スワップ債権に係る支払い (4,500 万ドル) 及び制限付一般財源保証債に係る支払い (5,500 万ドル) 等に充当されることとなる。なお、エグジット・ファイナンスで発行される債券は、当初はバークレイズ・キャピタルが全額引き受け、150 日以内に金融市場に売却されることとなっている。

2. 行財政運営における持続可能性確保の仕組み

1) 財政構造の硬直化の解消

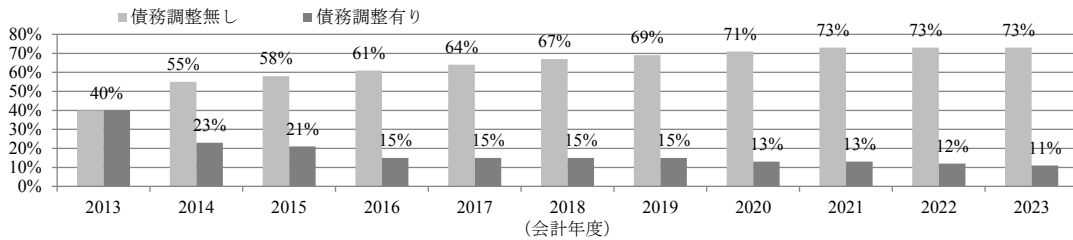
デトロイト市は人口減少等により税収減が続く中、人件費削減等に取り組んだものの、公債費、年金拠出及び医療給付等の過去にまつわる歳出 (いわゆるレガシーコスト) の増加分の財源を賄うことが困難となり、財政破綻に至っている。仮に、債務調整が行われなかった場合、レガシーコストが一般基金 (General Fund、日本の一般会計の概念に該当) の歳入に占める割合が 2020 会計年度には 7 割を超え、財政構造の硬直化に伴い行財政運営が相当困難になることが想定されていた (図表 4 参照)。しかし、連邦破産法第 9 章の下での債務調整のプロセスを通じて、この割合は 2023 会計年度には 11%程度に抑制されることとなり、歳入歳出均衡を維持し、行財政運営の柔軟性を享受することとなった。

2) 再投資・再生計画

債務調整のプロセスを通じて、デトロイト市の再投資・再生計画として、今後 10 年間で約 14 億ドルの財源が確保されることとなった。具体的には、住民にとって必要な行政サービス (警察、消防、緊急医療サービス、街路照明等) の改善などに活用される。なお、財政面での影響はほとんどないものの、行政サービスの見直しが行われた結果、廃棄物処理について、サービスの質の向上を目的に 2014 年 5~6 月より民間委託へ移行した²¹。

²¹ City of Detroit, *Solid Waste*; Detroit Free Press, *Detroit Privatizes Trash Collection, Adds Biweekly Bulk Pickup, Recycling*, February 18 2014.

図表4 レガシーコストが一般基金歳入に占める割合の見込み



(注) 会計年度は、7月1日～6月30日。例えば、2013会計年度は、2012年7月1日から2013年6月30日まで。デトロイト市による推計。

(出所) City of Detroit, *Plan for the Adjustment of Debts, Summary Discussion Document*, May 13 2014, p. 5.
(<http://www.detroitmi.gov/Portals/0/docs/EM/Announcements/POA%20summary-House%20presentation.pdf>)

3) 行財政運営における監視の仕組み

ミシガン州には、従来から傘下の地方政府等の財政運営を監視する法制が存在する²²。しかし、前述のとおり、ミシガン州では、デトロイト美術館と2つの年金制度の受給者の保護・救済を目的とした「グランド・バーゲン」の仕組みで資金を拠出することになっており、デトロイト市をめぐって破産法手続きが終了した後についても行財政運営に関して監視の仕組みを確保することを明らかにしている²³。具体的には、(1) 地方政府諮問委員会を設立し、専門家により、デトロイト市の予算、資金調達及び債務調整計画と比較した財政パフォーマンスを検証すること、(2) 連邦破産裁判所が権限を有し続け、状況に応じて独自の監視及び報告機能を設立し、デトロイト市が債務調整計画に沿った行財政運営を行っているかを確認すること、(3) 資本市場による監視を通じて、デトロイト市が格付水準の回復及び競争力ある金利水準での起債を可能とするため、慎重な財政運営を遵守することを義務付けること、が挙げられている。そして、デトロイト市は、これらの3つの監視の仕組みを通じて、(1) 長期的な将来に渡る財政の安定性、(2) 慎重でない財政に関する決定や不適切な運営の回避、(3) クレジット市場における市の将来に対する信認の維持、(4) 「グランド・バーゲン」の目的達成及び有効性の確保、といったメリットを享受することになると説明されている。

IV. 結びに代えて

デトロイト市の連邦破産法第9章の適用及び債務調整のプロセスでは、迅速かつ確実な再生を促すべく、いくつかの特筆すべき金融手法が用いられた。デトロイト市の場合、ミシガン州金融機構が発行体となって資金調達を行い、調達資金を同市に転貸する仕組みを

²² ミシガン州では、「地方財政の安定と選択に関する法律」(Local Financial Stability and Choice Act)が2013年3月28日に施行されている(旧法は、地方政府財政責任法[Local Government Fiscal Responsibility Act])。当該法律は、傘下の地方政府等が財政運営における説明責任を確保し、公衆衛生、安全及び福祉に係る必要な行政サービスを提供できる状況を確保すること等を目的としている。

²³ State of Michigan, *Putting Detroit on the Right Path: Ensuring Success after Bankruptcy*.

活用したことは、市が調達するよりも有利な条件で資金を手にするを可能とし、当面の流動性の確保を含めて財政運営の安定性に大きく寄与すると予想される。そして、デトロイト市上下水道局をめぐり、レベニュー債の公開買戻し及び借換えを通じて金利負担を軽減したことや、新たに設置予定の公社から市が受け取るリース収入の仕組みを通じて、市内の老朽化が進む施設の更新財源をある程度確保できる見込みとなったのも、財政面で大きなメリットを享受することとなったと言える。

デトロイト市は、債務調整のプロセスを通じて財政面の負担が軽減され、再生に向けて本格的に歩み始めることとなる。しかし、市のキャッシュフローの根幹を成す財産税の徴収率が7割に満たない水準であるなど厳しい財政状況を抱えていることには変わりはなく、投資家の信認を回復・確保するために努力を重ねることが必須であることは言うまでもない。米国では、ニューヨーク市やカリフォルニアのオレンジ郡といった財政破綻から脱却したものの年月を経て再び財政状況が厳しくなる事例も観察されていることもあり、デトロイト市は今後も財政運営の手綱を緩めることなく慎重な行財政運営を行う必要がある²⁴。

²⁴ ニューヨーク市は、製造業からサービス産業への産業構造の転換に伴う景気低迷に見舞われ、財政支出の管理がずさんだった上、短期債への依存度が高まるなど債券発行政策が不適切であったため、1975年に債務不履行（デフォルト）に陥った。その後、財政再建を進めた結果、1980年に均衡財政を達成した。しかし、米国内の景気悪化や連邦補助金の縮小等の影響を受け、1990年に再び約5億ドルの赤字に直面した。加えて、2001年9月に発生した同時多発テロ事件の影響で、2004年度予算まで厳しい財政運営を強いられ、増税及び行政サービス削減を通じた財政健全化を進めた。一方、カリフォルニア州オレンジ郡は、1990年前後からリスクの高い投資を行い、損失が膨らんだ結果、1994年12月に連邦破産法第9章を適用申請した。その後、1996年6月に連邦破産法第9章の適用を解除された。しかし、2003年に行政サービスの経費増大や約200の公的機関の損失被害の補填のために借り入れた資金の返済等を背景に再び財政難に陥り、職員の早期退職勧告などを通じてさらなる経費削減に取り組んでいる。（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 NUMBER 321、2008年2月22日）