

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

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 米国ミシガン州のデトロイト市は 2013 年 7 月 18 日、地方公共団体の再生型破産手続である連邦破産法第 9 章を適用申請した。
2. デトロイト市の財政悪化は、約 60 年に渡って進んだ都市の衰退が背景であったが、レガシーコストが財政硬直化の大きな要因となったほか、財産税の税率も既に上限近くにまで引き上げられていたことから、債務再編策を検討せざるを得なくなる状況となっていた。
3. デトロイト市が今後、連邦破産法第 9 章の下で、償還財源の裏付けの無い一般財源保証債の取扱いを含めて債務調整計画をどのように策定するかが米国地方債市場の関係者から注目を集めている。
4. 日本と米国では異なる地方財政制度を有しており、日本の関係者がデトロイトと同様のケースに直面することは想定しがたいが、日本においても、地方公共団体はできる限り自主財源の涵養や財政健全化に努め、限られた財源で歳出・債務水準を適切に管理していくことを念頭に置いた財政運営を行う必要があると言える。

I デトロイト市の連邦破産法第 9 章適用申請—米地方公共団体最大の事例に

米国ミシガン州のデトロイト市は 2013 年 7 月 18 日、地方公共団体の再生型破産手続である連邦破産法第 9 章を適用申請した^{1, 2}。債務総額は 180 億ドルを超える水準に達しているとされ、米国の地方公共団体の財政破綻の事例としては最大規模になる可能性がある(図表 1 参照)。

本稿では、デトロイト市が財政破綻に至った経緯を分析した上で、連邦破産法第 9 章の下の今後の想定プロセスや、3 つの論点(デトロイト市債の取扱い、他の米国の地方公共団体への影響、米国地方債市場への影響)について考察する。

¹ United States of Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *City of Detroit Bankruptcy Filing*, 18 July 2013.

² 連邦破産法第 9 章の仕組みについては、巻末の参考資料を参照されたい。

図表1 デトロイト市の債務内訳

項目	残高
未積立年金債務 (直近の数理分析に基づく)	35億ドル
その他の退職後給付 (Other Post-Employment Benefit、OPEB)	57億ドル (将来給付の現在価値に基づく)と 64億ドル
一般財源保証債 (General Obligation Bonds、GO)	11.3億ドル うち 償還財源の裏付けの無い一般財源保証債 6.507億ドル 償還財源の裏付けの有る一般財源保証債 4.793億ドル
年金関連のリース購入契約参加証書 (Certificate of Participation、COPs)	14.3億ドル
COPs 関連スワップ債務	3.436億ドル
公営企業収益を償還財源とした債務若しくは償還財源の裏付けの有る債務	約 64億ドル
その他の債務	3億ドル
合計	180億ドル超

(出所) City of Detroit Emergency Manager Office, *Recommendation Pursuant to Section 18(1) of PA436*, 16 July 2013, pp.2-3.
(http://www.michigan.gov/documents/snyder/Detroit_EM_Kevyn_Orr_Chapter_9_Recommendation_427831_7.pdf?20130719093004)

II デトロイト市が財政破綻に至った経緯

1. 約60年に渡って衰退が進んだ自動車産業都市

米国中西部に位置するデトロイト市は、自動車産業を抱える代表的な都市として発展してきたものの、自動車産業の衰退が長期化する中、1950年のピーク時に180万人を超えていた人口は、2012年末には70万人未満と大きく減少し、税収も大幅に落ち込んでいる。特に、財産税は、土地の評価額の低下や徴収率の低下(76.6%〔2008会計年度〕→68.3%〔2011会計年度〕)を背景に、2012会計年度までの過去5年間に19.7%減少した。また、所得税も、失業率の上昇や住民等の課税所得の低下を背景に、2012会計年度までの過去10年間に約3割減少した。

このような中、デトロイト市は、人件費等の歳出削減に努めたものの、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)の負担が重くのしかかり、2013会計年度までの6年間連続で財政赤字(資金調達を除く)を計上した(図表2参照)。

2. 財政非常事態宣言と債務再編策の提示へ

デトロイト市が位置するミシガン州においては、州法である地方公共団体財政責任法(Local Government Fiscal Responsibility Act、Public Act 72 of 1990)に基づく財政再建制度

図表2 デトロイト市 一般基金会計の推移 (百万ドル)

会計年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総歳入	1,397.7	1,363.3	1,291.0	1,316.8	1,196.9	1,121.9
行政関連歳出	(1,111.1)	(1,025.3)	(964.7)	(887.5)	(857.1)	(692.0)
レガシーコスト	(414.6)	(462.0)	(397.9)	(486.1)	(461.6)	(477.3)
財政赤字 (資金調達を除く)	(127.9)	(124.1)	(71.7)	(56.9)	(121.8)	(47.4)
資金調達	75.0	-	250.0	-	-	137.0
財政収支 (赤字)	(52.9)	(124.1)	178.3	(56.9)	(121.8)	89.6
累積非制限的一般基金会計財政赤字	(219.2)	(331.9)	(155.7)	(196.6)	(326.6)	(237.0)

(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。2013年会計年度は、暫定数値。

(出所) City of Detroit, *Proposal for Creditors*, 14 June 2013, p.43、より野村資本市場研究所作成
(<http://www.detroitmi.gov/Portals/0/docs/EM/Reports/City%20of%20Detroit%20Proposal%20for%20Creditors1.pdf>)

がある³。ミシガン州は、同法に基づき、デトロイトの財政状況について調査を行い、リック・スナイダー (Rick Snyder) 州知事が2013年3月1日にデトロイト市の財政非常事態宣言を行った⁴。そして、ミシガン州に任命された緊急財政担当官 (emergency manager) のケビン・オール (Kevyn Orr) 氏を中心に、デトロイト市の財政再建の道筋を模索していた。

緊急財政担当官は2013年6月14日、債権者に対して、今後10年の財政見通しに基づく債務再編策を提案した⁵。その中では、償還財源の裏付けの有る債権と償還財源の裏付けが無い (課税権を含めた発行体の信用力が裏付けとなっている) 債権に大別された取扱いが示された (図表3参照)。

債務再編策の中で示された地方債に関する取扱いに焦点を当てると、償還原資に裏付けの有る債権のうち、レベニュー債 (残高は53.4億ドル) を含めたデトロイト上下水道局 (DWSD) の債務については、2つのクラスに分別され、(1) デトロイト市の包括再建計画の発効日前に償還が到来する一定の要件を満たした債券については、クラスA債務として、発効日までの元利未払い分の満額を現金で償還 (若しくはそれに準じた措置)、(2) クラスA以外の債務は、クラスB債務として、新設される都市圏上下水道公社 (MAWSA) が発行するシリーズB再構築債券と同じ元本額で交換 (若しくは双方が合意した措置)、といった内容が示された。一方、114.494億ドルに上ると推計されている償

³ 地方公共団体財政責任法の下では、(1) 地方公共団体自身やその債権者、職員等から要請があった場合や地方公共団体が財政上の州基準を満たせなかった場合に、州の財務長官が当該地方公共団体が財政問題を抱えているか否かを判断する予備調査を行い、州知事に30日以内に結果報告、(2) 地方公共団体が財政問題を抱えていると報告された場合や地方公共団体が支援要請を決議した場合、州知事は正式な調査団を発足し、調査団が調査を実施、(3) 調査団は任命から60日以内に調査結果を基に結論を州知事に報告、(4) 州知事が結果に基づき地方公共団体に深刻な財政危機が存在すると判断した場合、地方公共団体緊急財政支援融資委員会に財政緊急対策業務を任命し、同委員会は緊急財政担当官を任命、(5) 緊急財政担当官は地方公共団体と協議の下、財政計画を策定・文書化、といったプロセスをとる。(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、34-35頁)

⁴ State of Michigan, *Governor determines Detroit in financial emergency*, 1 March 2013.

⁵ City of Detroit, *Proposal for Creditors*, 14 June 2013.

還財源の裏付けの無い債権（うち 5.301 億ドルは一般財源保証債）については、比例配分方式で新証券となるリミテッド・リコース参加債券（20 億ドル）に交換することなどが打ち出されていた。

図表 3 債権者に対して提案された債務再編策

<p>償還財源の裏付けの有る債権</p> <p><u>デトロイト上下水道局（Detroit Water and Sewer Department、DWSD）関連債務</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 上下水道関連のレベニュー債の残高は、53.4 億ドル。関連する州政府回転ローンの残高は、4.94 億ドル（2013 会計年度末、推計） DWSD クラス A 債務：市の包括再建計画の発効日以前に重大なプレミアムやペナルティが発生せずに償還が行われるものは、発効日までの元利未払い分の満額が現金で支払われる（若しくはそれに準じた措置が講じられる）。この償還に係る原資は、新設される都市圏上下水道公社（Metropolitan Area Water and Sewer Authority、MAWSA）が発行する新シリーズ A 債券（New Series A Bond）によって調達 DWSD クラス B 債務：DWSD クラス A 債務以外の DWSD 債務。新設される都市圏上下水道公社（Metropolitan Area Water and Sewer Authority、MAWSA）が発行するシリーズ B 再構築債券（Series B Restructuring Bond）と包括再建計画の発効日に交換。若しくは双方が合意した措置が講じられる <ul style="list-style-type: none"> ✓ シリーズ B 再構築債券：DWSD クラス B 債務と同じ元本額で交換されるほか、未払金利も考慮される。当債券の MAWSA の資産に対する先取特権は、既存の DWSD クラス B 債務と同じ優先順位となる。当債券の金利設定は、同様の長期債の発行時の市場に普及している水準とする。償還日は、既存の DWSD クラス B 債務と同じとする <p><u>償還財源の裏付けの有る一般財源保証債（GO）</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 償還財源の裏付けの有る一般財源保証債には、6 つの種類（配分可能州援助第二順位担保権付債券〔制限の無い徴税権が裏付けとなった一般財源保証債〕等）が存在（合計残高は、4.7931 億ドル）。債権者との交渉により、取扱いを決定 <p><u>その他の償還財源の裏付けの有る債務</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 分割払い約束手形関連債権、COP 関連金利スワップに関するサービス契約に基づく債権、駐車場基金債権に関しては、債権者との交渉により、取扱いを決定 <p><u>償還財源の裏付けの無い債権</u></p> <p><u>償還財源の裏付けの無い一般財源保証債、一般退職制度及び警察消防退職制度に基づくサービス会社及び関連トラストに対する COP 関連債権、未積立 OPEB 債務、未積立年金債務及びその他の償還財源の裏付けの無い債務</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 償還財源の裏付けの無い債権の合計（推計）では、114.494 億ドル（以下、内訳） <ul style="list-style-type: none"> ✓ 償還財源の裏付けの無い債務：制限付徴税権に裏付けられた一般財源保証債（1.61 億ドル）、制限の無い徴税能力に裏付けられた一般財源保証債（3.691 億ドル）、年金債務証券元本（14.288 億ドル）、支払手形・借入金（0.336 億ドル） ✓ 償還財源の裏付けの無い年金及び OPEB：OPEB 関連債務（57.183 億ドル）、未積立年金債務（34.74 億ドル） ✓ その他の償還財源の裏付けの無い債権（2.646 億ドル） 比例配分方式で新証券となるリミテッド・リコース参加債券（Limited Recourse Participation Notes）と交換 <ul style="list-style-type: none"> ✓ リミテッド・リコース参加債券：当初元本（20 億ドル）、金利は 1.5%（利払いは年 2 回）、当初参加年（発効日から 2 通年後）から 20 年後に償還 <p>（出所）City of Detroit, <i>Proposal for Creditors</i>, 14 June 2013, pp.25, 98, 101-109、より野村資本市場研究所作成 http://www.detroitmi.gov/Portals/0/docs/EM/Reports/City%20of%20Detroit%20Proposal%20for%20Creditors1.pdf</p>
--

3. 債権者との債務再編策の合意に至らず、連邦破産法第 9 章の適用申請へ

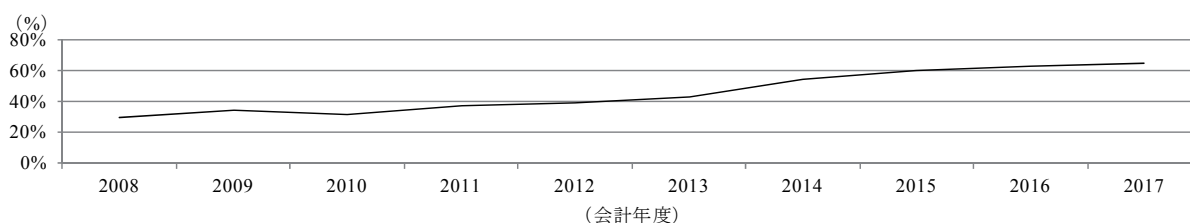
オール緊急財政担当官は債務再編策の発表後、債券保有者や金融保証保険会社（モノライン保険会社）を含めた各債権者とその内容を協議した。しかし、（1）流動性危機を改善するほどの十分な内容の合意を主要債権者との間で得られなかったこと、（2）財政状況を再構築するほどの十分な契約変更ができなかったこと、を背景に債務再編策が合意に至ることはなかった⁶。

⁶ City of Detroit Emergency Manager Office, *Recommendation Pursuant to Section 18(1) of PA436*, 16 July 2013, p.8.

一方、デトロイト市は債務再編策が公表された同日の2013年6月14日に到来した年金関連のリース購入契約参加証書（Certificate of Participation、COPs、3,970万ドル）の履行を実施しなかった⁷。さらに、一般退職制度（General Retirement System、GRS）及び警察消防退職制度（Police and Fire Retirement System、PFRS）の年金財源拠出（合計で約1.06億ドル、2013年6月30日時点）も支払いを繰り延べている⁸。これは、前月時点で、デトロイト市が既に支払い不能（insolvent）に陥っていたことを意味している。

その後、オール緊急財政担当官は2013年7月16日、債務再編策が合意に至らなかったことやその他の選択肢を検討した結果、デトロイト市が連邦破産法第9章の適用申請を行うことが妥当とした見解をまとめた書簡をスナイダー州知事に届け、知事もこれを承認した（2013年7月18日）⁹。スナイダー州知事は、結論に至った背景の1つとして、デトロイト市の税率は法定上限近くにまで達しているにも関わらず、住民や債権者に対して基礎的な義務を果たすのに必要な歳入を確保できていないことを指摘した¹⁰。加えて、デトロイト市において公債費等のレガシーコストが歳入に占める割合はすでに約38%に達しており、債務再編を行わなければ2017年には約65%にも上昇すると見込まれることを踏まえると、債務残高の水準は維持可能ではない、と述べた¹¹（図表4参照）。

図表4 デトロイト市：レガシーコストが歳入に占める割合



(注) 1. デトロイト市は、レガシーコストを公債費、年金債務証書、年金拠出、医療給付としている。
2. 2012会計年度までは実績。2013会計年度以降はデトロイト市による暫定推計。

(出所) City of Detroit, *Proposal for Creditors*, 14 June 2013, p.34、より野村資本市場研究所作成
(<http://www.detroitmi.gov/Portals/0/docs/EM/Reports/City%20of%20Detroit%20Proposal%20for%20Creditors1.pdf>)

⁷ City of Detroit Emergency Manager Office, *Recommendation Pursuant to Section 18(1) of PA436*, 16 July 2013, p.4.

⁸ City of Detroit Emergency Manager Office, *Recommendation Pursuant to Section 18(1) of PA436*, 16 July 2013, p.4.

⁹ City of Detroit Emergency Manager Office, *Recommendation Pursuant to Section 18(1) of PA436*, 16 July 2013; State of Michigan Executive Office, *Authorization to Commence Chapter 9 Bankruptcy Proceeding*, 18 July 2013.

¹⁰ State of Michigan Executive Office, *Authorization to Commence Chapter 9 Bankruptcy Proceeding*, 18 July 2013, p.3.

¹¹ State of Michigan, *Governor Snyder Authorizes Detroit Bankruptcy Filing*, 18 July 2013.

III 今後の焦点

1. 連邦破産法第9章の下の地方債に関する今後の想定プロセス

オール緊急財政担当官は2013年7月18日、デーブ・ビング（Dave Bing）市長とともに記者会見をし、2014年夏遅くから秋までに破産処理を完了し、第9章手続きから脱却したいとの意思を示したと報じられている¹²。

デトロイト市は2013年10月現在、連邦破産法第9章の下で、債務調整計画を策定している。債務調整計画においては、一般的に、地方公共団体の資産売却や事業契約の中止や変更、償還期日の延長や既発債券の金利や条件変更、新債券発行の保証などが盛り込まれる。また、裏付けとなる償還財源の裏付けの有無に関わらず、債権の種類や支払い要求の内容が低減されることもある。

地方公共団体が連邦破産法第9章の手続きに入った場合の地方債の取扱いであるが、基本的には、一般財源保証債は一般債権として取り扱われ、地方公共団体は破産手続中に元利金を返済する必要はなく、策定された債務調整計画に従って返済を行うこととなる。一方、レベニュー債に関しては、連邦破産法第928条（a）を通じて、投資家に一般債権者に対する先取特権が与えられており、対象となるプロジェクトより担保される歳入を原資に、破産手続の係属中でも元利金の返済を受けることとなる。このため、2013年10月1日に償還期日を迎えたデトロイト市の一般財源保証債の履行は行われず、債務不履行（デフォルト）した¹³。

2. 地方債市場の反応と今後の焦点

1) 地方債市場の反応

米国地方債市場においては、デトロイト市の連邦破産法第9章の適用申請が全般的には織り込み済みであったこともあり、混乱は特に観察されていない。これは、（1）デトロイト市がすでに2013年6月14日にCOPsに関するデフォルトを起こしていたこと、（2）デトロイト市の格付けも既に大幅に引き下げられていたこと、（3）デトロイト市債の約79%（残高ベース）は、モノライン保険会社による保証が付与されていること¹⁴、などが背景とみられる（図表5参照）。ただし、米国では、米連邦準備制度理事会（FRB）のベン・バーナンキ議長が2013年6月19日に米国経済の改善を前提に年内にも債券購入の縮小に着手する可能性を示唆したこと等を受けて、地方

¹² Bloomberg, *Detroit Goes From Car Supremacy to Bankruptcy After Long Slide*, 18 July 2013.

¹³ Fitch, *Fitch Downgrades Detroit, MI ULTGOs and LTGOs to 'D'*, 30 September 2013; S&P, *Detroit Limited And Unlimited Tax GO Bond Rating Lowered To 'D' From 'C' On Missed Payment*, 2 October 2013; Moody's, *Risk Remain for Future Payment of Detroit Water and Sewage Debt, Despite October 1 Full Payment*, 2 October 2013.

¹⁴ ブルームバーグより、デトロイト市関連の発行体（City of Detroit MI, City of Detroit MI Sewage Disposal System, City of Detroit MI Water Supply System）のデータを抽出し、野村資本市場研究所算出。

債を含めた債券の投資信託から資金流出が続いていた。そのような中、デトロイト市の財政破綻に加え、ほぼ同じタイミングでのムーディーズによるイリノイ州のシカゴ市の一般財源保証債の格付けの3ノッチ引き下げやプエルトリコの財政悪化といったヘッドラインもあったことから、米国地方債のパフォーマンスは悪化する傾向が見られた。

図表5 デトロイト市 保証無し一般財源保証債の格付推移

会計年度末	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013年7月19日	2013年10月23日
ムーディーズ	Baa1	Baa1	Baa1	Baa2	Baa2	Baa2	Ba2	Ba3	Ba3	B3	Caa3	Caa3	Caa3
S&P	A-	A-	BBB+	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	B	CC	C	D
フィッチ	A	A	BBB+	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB-	CCC	C	C	D

(注) 1. 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。

2. ムーディーズは、無限責任一般財源保証債の格付け。

(出所) City of Detroit, *Proposal for Creditors*, 14 June 2013, p.8 及びブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

(<http://www.detroitmi.gov/Portals/0/docs/EM/Reports/City%20of%20Detroit%20Proposal%20for%20Creditors1.pdf>)

2) 今後の焦点

(1) 債務調整計画における償還財源の裏付けの無い一般財源保証債の取扱い

2013年6月14日公表の債務再編策に示された償還財源の裏付けの無い一般財源保証債に関する取扱い(元本を約11分の2に換算して新証券と交換する案)が今後策定予定の債務調整計画において変更される可能性があるのかは、米国地方債市場における最も大きな注目点と想定される。

一般的には、一般財源保証債の場合、レベニュー債に比してデフォルト事例の数も少ない上、回収率も高い傾向にある(図表6参照)。これは、一般財源保証債は、課税権を有する発行体の全信用力を背景として発行されるため、仮に危機的財政状況になっても、税率を引き上げるなど発行体が一般財源保証債の償還に十分な地方税を確保することが可能であることが主因である¹⁵。例えば、1994年12月に連邦破産法第9章を適用申請したカリフォルニア州オレンジ郡のケースでも、何年もの係争期間を経たものの、一般財源保証債は全額回収されている¹⁶。

しかし、デトロイト市の場合、財産税の税率を法定上限近くにまで既に引き上げてしまっているため、資産売却や使用料引上げ等の他の歳入確保手段を模索する必要がある。また、歳出側でも、既にレガシーコストの負担が重く財政が硬直化している中では、削ることの可能な裁量的経費を新たに見出すのも相当困難な可能性がある。加えて、米国の場合、日本とは異なり、国が財政危機に陥った地方公共団体に対して財

¹⁵ Moody's, *Moody's US Municipal Bond Rating Scale*, November 2002, p.4.

¹⁶ ムーディーズが格付けを付与している地方公共団体の一般財源保証債が1970年以降にデフォルトしたケースでは、1987年4月にデフォルトしたベルフィールド市(最終回収率は元本の55%)以外は全て全額回収されている。(Moody's, *Detroit Bankruptcy May Change How Other Distressed Cities Approach Their Pension and Debt Obligations*, 26 July 2013, p.7)

図表6 ムーディーズ：米国地方公共団体セクターのデフォルト時の平均損失比率

セクター	債務の分類	デフォルト時の損失比率
州・地方公共団体及び公営企業の一般財源保証、上下水道事業	州政府の一般財源保証	5～10%に分布
	地方公共団体（経済的手段、領土、連邦を含む）の一般財源保証、上下水道事業、州政府回転基金	5%
州・地方公共団体及び公営企業のその他の債務		10～30%に分布
	州のリース債務 ^(注1) 及び特別税	10%
	地方公共団体（経済的手段、領土、連邦を含む）のリース債務 ^(注1) 及び特別税、大量輸送システム、高等教育（公立）、空港・港湾一般レベニュー、有料道路及び橋（設立済）、住宅（関連・積極管理）、電力・ガス（送電のみ）	15%
	電力・ガス（発電、共同電力機構）、固形廃棄物・資源回収、駐車場事業、宝くじ収入、特別評価・将来の税収増を償還財源とする資金調達（設立済）、政府関連事業 ^(注2)	30%
非営利団体		45～55%に分布
	高等教育（私立）、複数州立病院制度を含めた非営利医療施設、その他の非営利団体	45%
	長期療養・高齢者福祉施設	55%
リミテッドリコース・プロジェクト・ファイナンス		45～55%に分布
	軍用住宅	45%
	有料道路及び橋（開始時）、特別評価・将来の税収増を償還財源とする資金調達（開始時）、チャーター・スクール、住宅（コンドミニアム・非積極管理）、空港・港湾特別施設、ホテル及びコンベンション・センター、球場及びその他の施設	55%

- (注) 1. 基幹目的事業の標準的な資金調達手法に基づくリースを含める。その他のリースは、セクター毎に資金調達の必要性などに鑑みて、適切なセクターに分類している。
2. コンベンション・センターや球場に対する資金調達で、政府資金が提供されるなど政府の関与・監督が強いものを含めている。

(出所) Moody's, *The U.S. Municipal Bond Rating Scale: Mapping to the Global Rating Scale And Assigning Global Scale Ratings to Municipal Obligations*, March 2007, p.11.

政支援等の配慮を行うような仕組みは存在せず、デトロイト市に対して緊急的な財政移転が実施される可能性は極めて低いと言える¹⁷。

さらに、債務再編策で示された償還財源の裏付けの無い債権の推計残高（114.494億ドル）を、財政再建シナリオの下での今後10年間（2014～2023会計年度）分の償還財源の裏付けの無い債権に充当可能な基金の予測額（8.033億ドル）で除すると、約14.3となる¹⁸。この数値の概念は、キャッシュフローをもって何年で債務を償還できるかというものであり、債務再編や資産売却等の臨時歳入の計上等を行わなければ、債務償還に約14.3年も要することを意味する。

参考までに、日本の地方公共団体の財政分析では、同様の概念で、債務償還可能年数（地方債残高／経常的収支額〔地方債発行額及び基金取崩額を除く〕）といった指

¹⁷ ニューヨーク市が1975年に財政危機に陥った際、フォード政権（当時）の下、「一時的資金調達法（Seasonal Financing Act of 1975）」が可決され、ニューヨーク市に対して3年間に渡って連邦融資の信用枠（年23億ドル）が提供されたという事例は存在するが、類似のケースは存在しないとみられる。

¹⁸ City of Detroit, *Proposal for Creditors*, 14 June 2013, p.98.

標が活用されることがあり、当該指標の平均的な水準は 3~9 年とされている¹⁹。日米の地方公会計基準は異なる上、指標が捉える債権等の範囲も異なるものの、デトロイト市の約 14.3 年という数値は、債務償還に要する期間が長く、財政の持続可能性を維持する上で困難になる可能性が否めないことを示唆していると考えられ、債務再編を選択せざるを得ない事情が浮き彫りになる。

一方、債務再編策では償還財源の裏付けの無い一般財源保証債が他の償還財源の裏付けの無い債権と同じ取扱いとされている。とはいえ、償還財源の裏付けの無い債権の推計残高（114.494 億ドル）のうち、償還財源の裏付けの無い一般財源保証債の推計残高は、5.301 億ドルと、全体の約 4.6%に過ぎず、償還財源の裏付けの無い年金及び OPEB 関連負債が大部分を占めている構造となっている。デトロイト市が将来的にも資本市場へのアクセスを確保する必要があるとみられることを踏まえると、場合によっては、償還財源の裏付けの無い一般財源保証債を優先的に償還させるといった選択肢もあり得ると考えられる。

確かに、デトロイト市債は大部分がモノライン保険会社によって保証されているため、投資家にとっては多くのデトロイト市債が少なくとも理論的には全額回収可能と言える。しかし、一般財源保証債は、米国地方債市場の約 3 割を占める重要な金融商品である²⁰。デトロイト市の償還財源の裏付けの無い一般財源保証債の取扱いは、投資家にとっても、一般財源保証債を発行体自身の全信用力に基づく（full faith and credit）安全投資として今後もみなすことができるか否かを再考させる契機になる可能性がある。

（2）債務調整計画における償還財源の裏付けの無い一般財源保証債の取扱い

ミシガン州は、関連団体を通じて公表したデトロイト市の連邦破産法第 9 章適用申請に関する想定問答集において、デトロイト市の事例は特異なケースであることから、デトロイト市の破産法適用申請がミシガン州や傘下の地方公共団体に影響を及ぼすことはないとの見方を明らかにした²¹。一方、ホワイトハウスのカーニー報道官は 2013 年 7 月 19 日の会見で、デトロイト市の連邦破産法第 9 章の適用申請を受けた米国経済全体への影響について、デトロイト市のような事例は極めて珍しく、他の都市に波及する可能性は低いとの見解を示した²²。事実、米国商務省国勢調査局がまとめた米国の大都市の格付一覧によると、格付けが投機的等級になっているのはデトロイト市のみで、殆どどの大都市の格付けがシングル A 格以上と比較的安定した信用力を有しており、デトロイト市の事例が米国の大都市の中でも特殊なケースと言える（図表 7

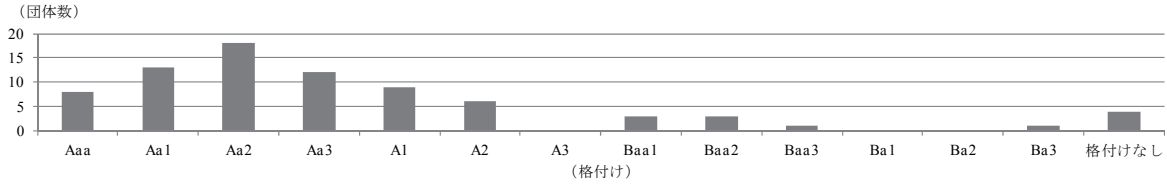
¹⁹ 債務償還可能年数は、他の算出方法も存在する。（監査法人トーマツ パブリックセクターグループ『新地方公会計制度の徹底解説—「総務省方式改訂モデル」作成・活用のポイント』ぎょうせい、2008 年、238 頁）

²⁰ 2012 年のレベニュー債と一般財源保証債の発行額は、7:3 であった。（Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Bond Issuance*）

²¹ Michigan Economic Development Corporation, *Get the Facts: 27 FAQ's About Detroit's Bankruptcy*, 19 July 2013.

²² White House Office, *Press Briefing by Press Secretary Jay Carney*, 7/19/2013, 19 July 2013.

図表7 米国の大都市の格付分布



(注) 2000年時点の人口に基づく大都市(78都市)のムーディーズによる一般財源保証債格付け(2010年時点)

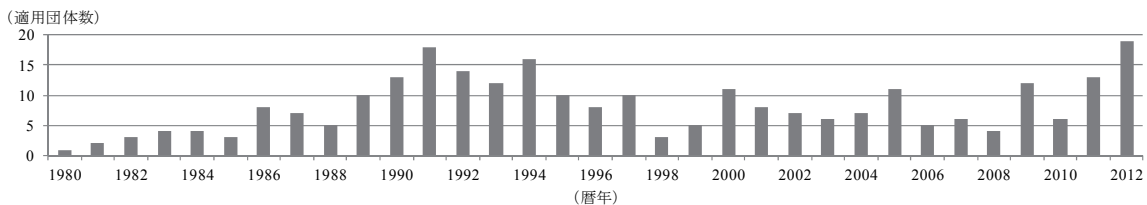
(出所) United States Census Bureau, *The 2012 Statistical Abstract*, p.283、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.census.gov/compendia/statab/2012/tables/12s0446.pdf>)

参照)。ちなみに、ムーディーズは、格付けを付与している7,500団体以上の米国地方公共団体の中で投機的等級の格付水準となっているのは34団体のみであり、セクター全体への影響は限定的との見解を公表している²³。

ただし、連邦破産法第9章の適用事例は足元で増加傾向にあるようだ。連邦破産法第9章に関しては、1937年から2012年半ばまでで約640の地方公共団体が適用している²⁴。近年においては、1990年代前半頃に比較的適用事例が多かったほか、昨今の金融危機等を背景とした景気悪化を受け、2010年以降に再び増加傾向にあり、2012年には19団体が連邦破産法第9章を適用申請している(図表8参照)。とはいえ、全米の地方公共団体数が89,526にのぼることを踏まえると、連邦破産法第9章の適用団体数はそれほど多くないとも考えられる²⁵。

連邦破産法第9章の適用事例のほとんどは、学校区、公営企業区、その他の徴税能力を持った特別区などで、普通地方公共団体の例は少ない。しかし、近年においては、金融危機を背景とした景気悪化等の影響を受け、アラバマ州のジェファーソン郡

図表8 連邦破産法第9章適用状況



(出所) American Bankruptcy Institute, *Chapter 9 Quarterly Filings (1980-2011)*; American Bankruptcy Institute, *Chapter 9s, Nonprofits and Other Nontraditional Restructuring Processes*, p.715、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.abiworld.org/statcharts/Ch9Filings1980-Current.pdf>、<http://materials.abi.org/sites/default/files/2013/Apr/Chapter9sNonprofitsNontraditional.pdf>)

²³ Moody's, *Detroit Bankruptcy May Change How Other Distressed Cities Approach Their Pension and Debt Obligations*, 26 July 2013, p.7.

Michigan Economic Development Corporation, *Get the Facts: 27 FAQ's About Detroit's Bankruptcy*, 19 July 2013.

²⁴ Associated Press, *Stockton bankruptcy is hard hit for city retirees*, 27 June 2012.

²⁵ 地方公共団体数は、米国勢調査局による2007年時点の統計に基づく。(United States Census Bureau, *The 2012 Statistical Abstract*, p.267)

(2011年11月)、カリフォルニア州ストックトン市(2012年6月)、同州マンモスレイク市(2012年7月)、同州サンベルナディーノ市(2012年8月)、といった普通地方公共団体による適用事例も散見されている。

米国では最近、足元で景気回復傾向が見られている。しかし、州の傘下の地方公共団体の場合、財産税が税収の中核となることから、景気変動に遅行してその影響を受けることになると考えられる。そのため、市をはじめとした州の傘下の地方公共団体によっては、引き続き厳しい財政状況に晒され、場合によっては、デトロイト市のように連邦破産法第9章の適用申請を余儀なくされるケースが続く可能性もあると言える。

なお、米国破産協会(ABI)によると、地方公共団体が危機的な財政状況に陥る典型的な要因として、(1)不動産価格の下落に伴う財産税の低迷、(2)連邦政府及び州政府による財政移転の縮小、(3)予想外の歳出及び超過歳出、(4)人件費及び諸手当に関する負担、(5)未積立年金及びOPEB関連債務、(6)一般財源保証債や短期資金調達への高い依存度、が挙げられる²⁶。デトロイト市の場合、財産税の低迷や未積立年金及びOPEB関連債務といった点が財政悪化に大きく影響していると考えられる。

3. 米国地方債市場への影響

米国の地方債市場においては、過去最大の米国地方公共団体の財政破綻事例となると思われるデトロイト市に大きな注目が集まっている。前述のとおり、デトロイト市の連邦破産法第9章の適用申請は、市場では織り込み済みであったが、今後の展開によっては、地方債市場のモメンタムが変化する可能性も否めない。

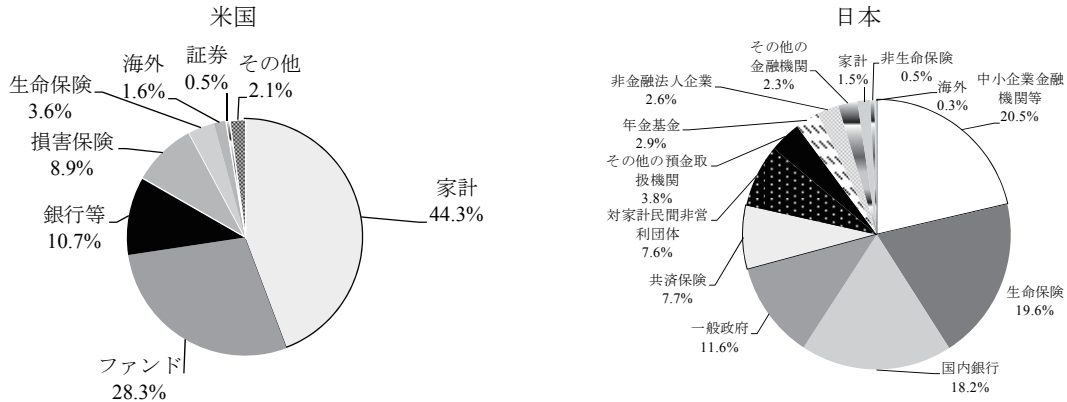
デトロイト市が今後策定予定の債務調整計画において、地方債の取扱いが過去のケースに比して投資家に大きな負担を強いるような状況や、債権者との合意に至るまで長期間かつ複雑な道筋を経るような状況になれば、地方債の資産クラスとしての魅力が低下する可能性もある。また、仮に連邦破産法第9章を適用申請する地方公共団体が続くなど、米国地方財政の厳しさを露呈するようなヘッドラインが散見されるようなことも、投資家の地方債への投資意欲を減退させる要因になる可能性がある。

特に、米国地方債市場においては、税制上のメリットが存在すること等を背景に、個人が4割超を保有する構造になっている²⁷(図表9参照)。また、個人は投資家層の3割弱を占めるファンドを通じて、地方債に投資しているケースもある。個人投資家は、基本的には安全投資を意識する傾向にあるが、場合によっては、米国債や株式

²⁶ American Bankruptcy Institute, *Chapter 9s, Nonprofits and Other Nontraditional Restructuring Processes*, p.716.

²⁷ 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の免除に加えて、州税や地方税も免除されるケースもある。米国の税制では、債券の利子所得は、他の所得と合算して総合課税されるため、所得税率が高い階層になるほど、免税措置による地方債購入のメリットが発揮されることもあり、個人投資家、特に高額所得者層にとって免税債が重要な投資対象になっている。

図表9 米国と日本の地方債保有者構成の比較 (2013年6月末)



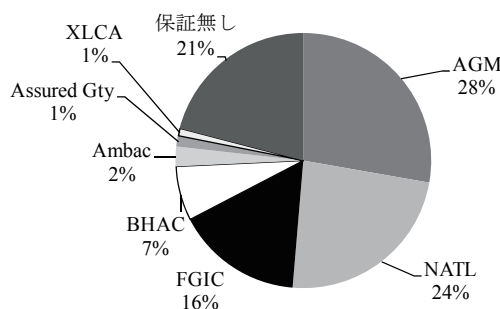
(注) 日本のデータは、速報ベース。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings (Second Quarter 2013)*, 25 September 2013、日本銀行「資金循環統計」2013年9月19日、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current/z1.pdf>, <http://www.boj.or.jp/statistics/sj/>)

などといった他の資産クラスへ資金をシフトすることを検討する可能性もあると考えられる。

さらに、デトロイト市の場合、地方債の約8割がモノライン保険会社によって保証されている。ブルームバーグのデータによると、デトロイト市への保証額が最も多いのは、Assured Guaranty Mutual Corp. (AGM) であるが、AGMの場合、デトロイト市への保証額が支払余力 (claims-paying resources) の約3割に達する規模になっている²⁸ (図表10参照)。モノライン保険会社をめぐっては、昨今の金融危機において、証

図表10 デトロイト市債 保証内訳



(注) 1. 地方債の一覧は、ブルームバーグより、デトロイト市関連の発行体 (City of Detroit MI, City of Detroit MI Sewage Disposal System, City of Detroit MI Water Supply System) のデータを抽出。

2. 2社以上が保証している銘柄は保証を行っている会社の数で按分して換算。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

²⁸ 地方債の一覧は、ブルームバーグにより、デトロイト市関連の発行体 (City of Detroit MI, City of Detroit MI Sewage Disposal System, City of Detroit MI Water Supply System) のデータを抽出したほか、2社以上が保証している銘柄は保証を行っている会社の数で按分して換算した。AGMのデトロイト市債の保証残高は19.03億ドル。AGMの2013年3月末現在の支払余力は、63.59億ドル。(Assured Guaranty Municipal Corp., *Financial Supplement*, 31 March 2013, p.1)

券化商品に対する保証に伴い財務状況が大きく悪化したことは記憶に新しい。デトロイト市が策定している債務調整計画において、デトロイト市債の回収率が低水準なものになるようであれば、モノライン保険各社の財務状況への懸念が再び生まれる可能性も想定される。

IV むすびに代えて

デトロイト市による連邦破産法第9章適用申請は、米国における過去最大の地方公共団体の財政破綻事例として、米国のみならず海外でも大きく注目を集めている。

本稿では、デトロイト市の財政悪化は、約60年に渡って進んだ都市の衰退が背景であったが、レガシーコストが財政硬直化の大きな要因となったほか、財産税の税率も既に上限近くにまで引き上げられていたことから、債務再編策を検討せざるを得なくなったことが明らかになった。そして、デトロイト市が今後連邦破産法第9章の下で、償還財源の裏付けの無い一般財源保証債の取扱いを含めて債務調整計画をどのように策定するかによって、投資家が引き続き一般財源保証債を安全投資の一環としてみなすことができるか否かを再考する契機になることを指摘した。

日本の地方財政の観点からは、危機的財政状況に陥ったデトロイト市と2007年3月に財政再建団体（当時、現・財政再生団体）に指定された夕張市の事例は、産業構造の転換に伴う人口動態や行政需要の変化に柔軟に対応できなかった点で共通していると言える。ただし、日本の場合、現行制度においては、破綻法制も存在しないほか、財政危機に陥った地方公共団体に対して国等から財政面の配慮が存在する。一方、米国においては破綻法制もあるほか、財政危機に陥った地方公共団体に対する国による財政面の配慮も制度としては存在しない。このような状況下、米国の地方債市場は、日本の様相とは異なり、地方債の信用力や金利水準も銘柄によって大きく異なる。

日本の地方債市場がデトロイト市と同様のケースに直面することは想定しがたい。とはいえ、日本の場合、米国に比して地方債残高がGDPに占める割合が2倍以上と大きい²⁹。仮に、日本の国家財政の悪化が今後も継続し、国による地方公共団体への財政面の配慮を講じる能力が著しく毀損されるようなことがあれば、米国地方債市場のように、銘柄間の信用力や金利水準の格差が顕在化する可能性がある。そのため、日本においても、地方公共団体はできる限り自主財源の涵養や財政健全化に努め、限られた財源で歳出・債務水準を適切に管理していくことを念頭に置いた財政運営を行う必要があると言える。

²⁹ 日本の場合、2013年度末の地方債務残高は201兆円程度（対GDP比で41%）に達する見込みである。米国の場合、2008年末の地方債残高は、約2.6兆ドル（対GDP比で約18%）である。（財務省「日本の財政関係資料—平成25年度予算案 補足資料—」2013年4月、15頁、United States Census Bureau, *The 2012 Statistical Abstract*, p.273, p.435.）

【参考資料：米国の連邦破産法第9章の仕組み】

米国の地方財政制度には連邦破産法第9章が存在し、地方債のデフォルト事例もある。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る（図表11参照）。連邦破産法第9章の規定は、大恐慌のさなかの1934年に立法化された。

連邦破産法は、連邦政府の専管であるものの、州政府は連邦政府に対して独立した強い権限を有していることに加え、連邦憲法には、地方公共団体に関する規定は置かれていない。さらに、州内の地方制度について定めることは各州の権限として留保されており、地方公共団体は州の創造物（creature of the states）と解されている。そのため、連邦破産法による処理と州法による債務整理が共存するケースや、連邦破産法の申請を認めない州も存在する（図表12参照）。なお、州によっては、危機的な財政状況に陥った地方公共団体に対して州政府が介入する場合もあるほか、財政危機対応に関して法制度が整備されている場合もある³⁰（図表13参照）。

図表11 米国の地方公共団体の破産制度（連邦破産法第9章）

項目	詳細
対象	地方公共団体（州の下にある行政区域、公的機関または団体）。市、郡、郡区（郡の下位区分）、学区、公共事業行政区域等が含まれる
目的	財政破綻に陥った地方公共団体の債務調整等を実施
申立者	地方公共団体（債権者からの申立を認めず）
適格要件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地方公共団体は、第9章によって債務者になることを州政府から具体的に承認されていなければならない ・ 地方公共団体は債務超過による支払不能（insolvent）でなければならない <ul style="list-style-type: none"> ✓ 支払不能とみなされるには、予定通りに債務の返済ができずにいる、またはできる見込みがないことを示さなければならない ・ 地方公共団体は債務を調整するための計画を実行する意思を持ち、かつ以下のいずれかの場合 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 第9章に基づく債務調整計画に反対する債権者がいる種類の債権において、債権者の少なくとも過半数の賛成を得ている ✓ 債権者と誠意を持って交渉したが、第9章に基づく債務調整計画に反対する債権者がいる種類の債権において過半数の賛成を得られずにいる ✓ 債権者との交渉は実行不可能な状況である ✓ 合理的にみて、一人の債権者が有利な条件を得ると考えられる
手続	<債務調整計画に基づく債務調整> <ul style="list-style-type: none"> ・ 破産裁判所による救済命令 ・ 債権者委員会を組織して破産裁判所の監督の下で債務調整（債務圧縮、支払繰延べ等）の手続を進行
債務調整	あり
地方公共団体の機能	行政サービスは継続

（出所）総務省「諸外国の地方財政制度」第2回地方分権21世紀ビジョン懇談会資料、2006年1月30日、Fitch, *To Default or Not to Default – A Choice for Subnational Governments*, 6 September 2002, p.3、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 NUMBER321、2008年2月22日、17頁、より野村資本市場研究所作成（http://www.clair.or.jp/j/forum/c_report/pdf/321.pdf）

³⁰ 州政府による介入には、（1）財政的介入（地方公共団体への交付金の調整、財政監督委員会の発足、州内の裁判所が任命する管財人による管理下で財政再建〔管財人管理、receivership〕、（2）技術的介入（技術的支援や政策転換の支援を提供）、がある。（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 NUMBER321、2008年2月22日、25-27頁）

図表 12 連邦破産法第 9 章への対応に関する類型

類型	連邦破産法への対応	州数	該当州
第 1 類型 無条件許容型	無条件で連邦破産法申請可能	13	アラバマ、アリゾナ、アーカンソー、コロラド、フロリダ、アイダホ、ミズーリ、モンタナ、ネブラスカ、オクラホマ、サウスカロライナ、テキサス、ワシントン
第 2 類型 条件付許容型	条件付で連邦破産法申請可能	7	カリフォルニア、コネチカット、アイオワ、ケンタッキー、ルイジアナ、ノースカロライナ、オハイオ
第 3 類型 州法代替型	州法で連邦破産法に相当する制度を規定 連邦破産法申請も可能	6	イリノイ、ミシガン、ネブラスカ、ニュージャージー、ニューヨーク、ペンシルバニア
第 4 類型 破産禁止型	地方公共団体の債務整理を防止する厳重な規制 連邦破産法申請を禁止	3	ジョージア、カンザス、マサチューセッツ
第 5 類型 無規定型	連邦破産法申請についての特別規制なし	21	アラスカ、デラウェア、ハワイ、インディアナ、メイン、メリーランド、ミネソタ、ミシシッピ、ニューハンプシャー、ニューメキシコ、ノースダコタ、オレゴン、ロードアイランド、サウスダコタ、テネシー、ユタ、バーモント、バージニア、ウェストバージニア、ウィスコンシン、ワイオミング

(注) カリフォルニア州においては、議会法 506 条 (Assembly Bill (AB) 506 [Wieckowski]) が 2011 年に成立している。AB506 は、(1) 当該地方公共団体が定義された利害関係者との中立評価プロセスに参加すること、(2) 当該地方公共団体が誠実な参加の認証を受けていること、若しくは (3) 評価の結果に関して、(i) 債務調整の合意に至るか、(ii) 中立評価者が書面にて中立評価プロセスの継続が関係者の議論に一定の環境下で貢献しないと認証するか、のどちらかであること、以外の場合、連邦破産法第 9 章の適用申請を基本的に禁じるという内容となっている。

(出所) 土居丈朗・林法子・鈴木伸幸「地方債と地方財政規律—諸外国の教訓—」ESRI Discussion Paper Series No. 155、内閣府経済社会総合研究所、2005 年 9 月、58 頁、より野村資本市場研究所作成 (http://www.esri.com/jp/archive/e_dis/e_dis155/e_dis155.pdf)

図表 13 各州による地方公共団体の財政危機に関する法制度

項目	州数	該当州
法制度を整備している	10	アラスカ、フロリダ、ミシガン、ニュージャージー、ニューメキシコ、オハイオ、ペンシルバニア、ロードアイランド、テネシー、ウェストバージニア
法制度はないが、財政危機に関する何らかの定義や「目安」、「危険信号」はある	14	カリフォルニア、コロラド、ハワイ、アイオワ、ケンタッキー、メリーランド、マサチューセッツ、ミネソタ、ミシシッピ、ネブラスカ、ニューハンプシャー、ニューメキシコ、ロードアイランド、ワシントン
地方公共団体の判断に任せる	8	アリゾナ、アーカンソー、コネチカット、デラウェア、ハワイ、アイダホ、ニューヨーク、テキサス
なし	21	アラバマ、ジョージア、イリノイ、インディアナ、カンザス、ルイジアナ、メイン、ミズーリ、モンタナ、ネバダ、ノースカロライナ、ノースダコタ、オクラホマ、オレゴン、サウスカロライナ、サウスダコタ、ユタ、バーモント、バージニア、ウィスコンシン、ワイオミング

(注) 重複している州もある (Beth Walter Honadle, *The States' Role in U.S. Local Government Fiscal Crises: A Theoretical Model and Results of a National Survey*, International Journal of Public Administration Vol.26, No.13, 2003, pp.1431-1472、を基にワシントンコアにて作成)。

(出所) 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 NUMBER321、2008 年 2 月 22 日、32 頁 (http://www.clair.or.jp/j/forum/c_report/pdf/321.pdf)

連邦破産法第 9 章の最大の特徴は、再生型であり、「清算することが目的ではなく、破産法による介入により、地方公共団体が機能して必要な公共サービスを提供し、社会的・財政的混乱を回避すること」³¹を主眼としている。連邦破産法第 9 章においては、債権者手続きが開始されても、管財人は任命されず、債務者である地方公共団体が財産を占有し、首長などはそのまま事務を担当し役務提供を継続する。この概念は、連邦破産法第 11 章

³¹ Fitch, *To Default or Not to Default — A Choice for Subnational Governments*, 6 September 2002, p.3.

や日本の民事再生法に類似している。

連邦破産法第9章の最終目的は、倒産者たる地方公共団体が事務を継続した上で、債務調整計画（財政再建計画）を策定することである。地方公共団体が連邦破産法第9章を適用申請すると、債権回収手続きが停止（自動的停止、automatic stay）され、破産裁判所と利害関係者の関与の下、債務調整手続きが実施される。自動的停止の下では、地方公共団体及び保有する財産に対する全ての債権回収手続きが停止される。ただし、レベニュー債などの特定の歳入が償還財源になっている債権に関しては、手続自動停止の対象から除外され、履行を継続することが可能である。なお、地方公務員年金に関しては、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³²。

地方公共団体は、債務調整計画を破産裁判所が定める期間内に提出する。破産裁判所は、法の適合性や履行主体の適格性、債権者の利害などを踏まえて、確定するか否かを決定する。そして、債務調整計画が確定し、債務者が裁判所に任命された支出担当官に債務調整計画に基づく分配金の対価を預け、裁判所がその対価が法的に有効であると判断すると、連邦破産法第9章の適用を解除される。

³² 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, pp.16-17）