

## デトロイト市の債務調整計画案と地方債の取扱い

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 2013年7月に財政破綻したデトロイト市をめぐって、2014年2月21日に債務調整計画案が連邦破産裁判所に提出された。その後も、2014年3月31日に計画案の修正（修正案）が提出されるなど債権者との調整が続いている。
2. デトロイト市をめぐるときの動きは、地方公共団体の財政破綻としては最大規模の債務を抱えている事例である上、無担保一般財源保証債の想定回収率が制限付が15%、無制限が74%と、米国地方債市場では稀に見る水準であったこともあり、米国内外の金融市場で大きく注目を集めている。
3. 米国地方債市場全体では、デトロイト市の債務調整計画案等をめぐって、金利等に対する反応は特段観察されていない。しかしながら、安全志向の高い家計が中核的な投資家層となっている米国地方債市場では、デトロイト市の事例を通じて、投資家が発行体の状況とともに個別銘柄の分析により注力するようになると予想される。
4. デトロイト市は、2014年10月15日までに連邦破産法第9章の適用解除を目指しているが、約17万人にも上る債権者を抱えており、債務調整計画案の同意や承認のプロセスがどの程度円滑に進むかが注目される。

### I. デトロイト市、債務調整計画案及び修正案を提出

2013年7月に財政破綻したデトロイト市をめぐって、2014年2月21日に債務調整計画案が連邦破産裁判所に提出された<sup>1</sup>。その後も、2014年3月31日に計画案の修正（修正案）が提出されるなど債権者との調整が続いており、米国地方公共団体の財政破綻としては最大規模の債務を抱えているデトロイト市の動向に引き続き注目が集まっている<sup>2</sup>。

デトロイト市は2013年7月18日、米国の地方公共団体の再生型破産手続である連邦破産法第9章を適用申請して以降、ミシガン州に任命された緊急財政担当官（Emergency

<sup>1</sup> United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, February 21 2014. デトロイト市の財政破綻については、江夏あかね「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」『野村資本市場クォーターリー』第17巻第2号（2013年秋号）、2013年、180-195頁、を参照されたい。

<sup>2</sup> United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Amended Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, March 31 2014.

Manager) のケビン・オー (Kevyn Orr) 氏を中心に、財政再建の道筋を模索していた<sup>3</sup>。2013年12月3日には、連邦破産裁判所によりデトロイト市の連邦破産法適用を認める決定が行われ、2014年2月21日のデトロイト市による債務調整計画案、その後の修正案の提出に至っている。

本稿では、債務調整計画案及び修正案の注目点を分析した上で、デトロイト市や米国地方債市場の今後の焦点を考察する。

## II. 債務調整計画案と修正案の注目点

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米国の仕組みである。債務調整計画は、債務者である地方公共団体が連邦破産裁判所に提出するものであり、連邦破産法第9章の中でも中核的な位置付けを有するものである。

デトロイト市が提出した債務調整計画案及び修正案においては、(1) 地方債の取扱い、(2) 年金債務の取扱い、(3) 市の再生に向けた投資計画、が注目される。

### 1. 地方債等の取扱い

債務調整計画案には、当該地方公共団体の行財政運営上の課題とその解決策が示されている。債務調整に係る部分では、債権者を債務調整計画案の影響を受けるグループと受けないグループに区分した上で、債務調整の具体的な内容（契約解除、債務の一部履行、償還期限の延長、利益減免等）が盛り込まれる。デトロイト市の債務調整計画案においては、連邦破産法第9章適用申請時（2013年7月18日）の債権（約179.76億ドル）を15のクラスに分けて提示している。

#### 1) 担保付債権

##### A) デトロイト上下水道局関連の債権及び駐車場債券

債務調整計画案（修正案ベース）で、デトロイト上下水道局（The Detroit Water and Sewerage Department、DWSD）関連の債権（レベニュー債を含む、合計で約57.8億ドル）について、基本的には、同額面の新たな上下水道債券（新たなDWSD債券若しくは上下水道局から分割して、近隣の3つの郡と設立することが検討されている五大湖水道公社〔Great Lakes Water Authority、GLWA〕の新債券）を受け取ることとされた。新債券は、金利変更及び早期償還オプションが付与される可能性があること以外は、既存の債券と同じ条件及び償還年限とされた<sup>4</sup>。そのため、想定回収率は元本に対しては100%であるが、金利等の変更の可能性に鑑みて、債権は毀損（Impaired）の取扱いと分類された。すなわち、当該債権者は債務調整計画案について投票を行うこととなる。なお、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は2014年3月25日、債務交換を通じて元の条件よりも悪化する可能性

<sup>3</sup> United States of Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *City of Detroit Bankruptcy Filing*, July 18 2013.

<sup>4</sup> United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan Southern Division, *Amended Disclosure Statement with Respect to Amended Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, March 31 2014, p.122.

等を背景に、DWSD 関連債券の格付けを BB- から CCC に引き下げた<sup>5</sup>。

一方、DWSD 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（合計で約 810 万ドル）については、100%の回収率（Unimpaired）が想定された。

## B) 担保付一般財源保証債

一般財源保証債（General Obligation Bond）とは、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。デトロイト市の債務調整計画案及び修正案の中で特徴的なのは、一般財源保証債に関して、担保付のものが 100%、無担保のものが 100%未満の想定回収率と、2種類の取扱いが提案されたことである。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）と想定された。

該当債券に付与されている先取特権には、優先順位から第 3 順位までである。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（図表 1 参照）。

図表 1 ムーディーズ：デトロイト市の各債券の格付け

債券	無制限一般財源保証債	制限付一般財源保証債	リース購入契約参加証書 (COP)	水道下水道優先先取特権	水道下水道第 2 順位先取特権	配分可能州政府交付金債 (優先先取特権)	配分可能州政府交付金債 (第 2 順位先取特権)	配分可能州政府交付金債 (第 3 順位先取特権)
格付け	Caa3	Ca	Ca	B1	B2	Aa3	A1	A3

(注) 格付けは、2014 年 4 月 15 日現在。ムーディーズによるミシガン州の一般財源保証債の格付けは、Aa2 となっている。

(出所) Moody's, *Moody's Confirms Ratings on Detroit's (MI) Distributable State Aid Backed Bonds; Outlook Negative*, November 19 2013; Moody's, *Moody's Confirms Detroit's (MI) Water Enterprise Revenue Ratings at B1 Senior Lien, B2 Second Lien; Outlook Negative*, November 19 2013、より野村資本市場研究所作成

## C) 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<sup>6</sup>（Certificate of Participation、COP）を通じた資金調達を行っている。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、債務調整計画案上は、継続審議中で未定とされたが、修正案での想定回収率は、スワップ契約解約料の 3 割とされた。

<sup>5</sup> S&P, *Detroit Water And Sewer Revenue Bond Ratings Lowered To 'CCC' On Vulnerability To Default; Remains On Watch Negative*, March 25 2014.

<sup>6</sup> 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。

デトロイト市の場合、当該資金調達には積立不足に陥っていた2つの年金制度（警察・消防職員を対象とした年金制度〔Police & Fire Retirement System、PFRS〕と一般退職制度〔General Retirement System、GRS〕）の支払いに充当すべく、2005年及び2006年にCOPを組成し、約14億ドルを調達した。COP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。スワップには、カウンターパーティからの要請に基づき、金融保証保険会社（モノライン保険会社）による保証が付与された。

デトロイト市のCOPの格付けが2009年に引き下げられた際、デトロイト市のカウンターパーティがスワップ契約を期限前解約（Early Termination）することが可能な条件に抵触した。しかし、期限前解約が実現すると3~4億ドルもの支払いが生じることが明らかになった。そのため、デトロイト市は、カジノ収益を担保にするといった条件変更に応じたほか、2010年7月からスワップの支払金利を10bp引き上げることを受け入れた。

デトロイト市の連邦破産法第9章適用が認められた2013年12月3日以降、連邦破産裁判所による調停プロセスを通じて、デトロイト市とスワップ・カウンターパーティとの解約料をめぐる交渉が続けられた。交渉は、債務調整計画案が提出された2014年2月21日までには合意に至らなかったものの、デトロイト市は2014年3月3日、連邦破産裁判所に、約2.88億ドルに上ると想定される解約料を0.85億ドルに削減することをスワップ・カウンターパーティとの間で合意した旨を示した申請書を提出し、連邦破産裁判所は2014年4月11日にこれを認める決定を下した<sup>7</sup>。デトロイト市は、申請書の中で7割引の解約料で合意に至ったことは、市にとってとても重要なカジノ収益税にもアクセス可能となるのみならず、時間・コストを要する訴訟を回避し、有効な債務調整計画を策定することが可能になったことを意味すると記している。

## 2) 無担保債権

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（Limited Tax General Obligation Bond、LTGO、約1.6億ドル）と無制限一般財源保証債（Unlimited Tax General Obligation Bond、UTGO、約3.7億ドル）の合計約5.4億ドル分であり、想定回収率は計画案で各々20%とされたが、修正案で各々15%に引き下げられた。毀損（Impaired）の取扱いの下、当該債権者は債務調整計画案について投票を行うこととなる。

一般財源保証債はそもそも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、財産税等の税が償還原資となるものの、無制限一般財源保証債と異なり、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、償還原資が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<sup>8</sup>。デトロイト市の場合、財産税が既に法定上限税率

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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)

に達している状況となっており、格付水準に差が設けられている<sup>9</sup> (図表 1 参照)。一方、米国では、1 つの地方公共団体が制限付一般財源保証債、無制限一般財源保証債ともに発行していることもあるが、制限付一般財源保証債のほうがより簡単な起債関連プロセスとなる傾向にあるため、地方公共団体に選好されやすい<sup>10</sup>。

債務調整計画案及び修正案の中では、制限付一般財源保証債と無制限一般財源保証債について基本的に同じ取扱いとされたが、無制限一般財源保証債の取扱いをめぐっては、地方債保証を付与していた 2 つのモノライン保険会社が 2013 年 11 月 8 日に連邦破産裁判所に共同で訴状を申請していた。2 社は、2013 年 10 月 1 日のデトロイト市債のデフォルトを通じて、937 万ドルの金利払いの大部分を履行することとなっていた<sup>11</sup>。そのため、2 社は連邦破産裁判所に対して、財産税は無制限一般財源保証債の償還のために課されており、デトロイト市が他の税と区分して取り扱うよう、宣言的判決及び命令を行うことを求めた。その後、2 社との交渉の結果、デトロイト市は 2014 年 4 月 9 日、(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<sup>12</sup>。

## 2. 年金債務の取扱い

デトロイト市は、2 つの年金制度を抱えているが、年金債務（合計約 38.9 億ドル）は、債権残高全体の 2 割強を占めることもあり、その取扱いに注目が集まった。債務調整計画案の中では、無担保債権として分類され、想定回収率は、修正案で約 3~5 割 (Impaired) とされた。すなわち、無担保一般財源保証債と同様に、債権者は債務調整計画案について投票を行うこととなる。

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<sup>13</sup>。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<sup>14</sup>。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

<sup>9</sup> Moody's, *Detroit Bankruptcy May Change How Other Distressed Cities Approach Their Pension and Debt Obligations*, July 26 2013, p.5.

<sup>10</sup> Sylvan G. Feldstein and Frank J. Fabozzi, *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley & Sons, Inc., 2008, p.202.

<sup>11</sup> Reuters, *Bond Insurers Sue Detroit over Oct. 1 Bond Default*, November 8 2013.

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> 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)

<sup>14</sup> 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。

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があった旨が説明された<sup>15</sup>。

債務調整計画案（修正案ベース）では、年金債務の基本的な取扱いに関して、(1) 警察・消防職員を対象とした年金制度の債権者は、生活費調整制度<sup>16</sup>（Cost of Living Allowances、COLA）を除外した後で推定 14%の削減率、(2) 一般退職制度の債権者は、COLA 除外後で推定 34%の削減率、となることが示された。一方、2つの年金制度の債権者が修正案に同意するのであれば、年金の原資として、美術館及び年金救済基金（合計で少なくとも 4.66 億ドル）及びミシガン州からの拠出金（3.5 億ドル）を活用することを通じて、推定削減率（COLA 除外後）は各々、14%→6%、34%→26%に低下することが示された<sup>17</sup>。

### 3. 市の再生に向けた投資計画

債務調整計画案に示された投資計画においては、(1) デトロイト市の 70 万人弱の住民に対して必要な行政サービスである警察、消防、緊急医療サービス、廃棄物処理及び街路照明といった分野を改善した上で提供すること、(2) 市の発展及び再開発を通じて、住民及び企業をデトロイト市に呼び込みかつ留まらせること、(3) 運営の効率性及びコスト削減を達成すべく、情報技術システムを改善すること、が主眼に置かれている<sup>18</sup>。

投資予定額（今後 10 年で 15 億ドル）には、(1) 荒廃施設への対処（約 5.2 億ドル）、(2) 警察・消防・救急関連（約 4.6 億ドル）、(3) 一般サービス（約 2.0 億ドル）、(4) 財務関連（約 1.4 億ドル）、などが含まれている<sup>19</sup>。

## Ⅲ. デトロイト市と米国地方債市場をめぐる今後の焦点

デトロイト市と米国地方債市場の今後を見据える上では、(1) デトロイト市の連邦破産法第 9 章関連のプロセス、(2) 米国地方債市場の反応と今後の見通し、(3) デトロイト市の資本市場への復帰、が焦点になる。

### 1. デトロイト市の連邦破産法第 9 章関連のプロセス

連邦破産法第 9 章においては、連邦破産裁判所より、債務調整計画を確定されることを

<sup>15</sup> Bloomberg Law, *Judge Says Detroit Eligible for Bankruptcy Filing, Pension Impairment is Constitutional*, December 3 2013.

<sup>16</sup> 生活費調整制度（COLA）は、支払金額決定の際に、物価上昇に伴う生活費の上昇分を予想して織り込むこと。物価スライド制と同様の概念である。

<sup>17</sup> 美術館及び年金救済基金は、デトロイト市が財政破綻した際に、傘下のデトロイト美術館（Detroit Institute of Arts、DIA）の美術品を売却して、債務返済をする可能性が謳われたことを受けて、複数の財団等やデトロイト美術館の資金拠出を通じて、デトロイト美術館の所蔵品の売却を回避すべく、退職した市の職員の年金に充当される予定となっている。

<sup>18</sup> City of Detroit, *Overview of Detroit's Plan of Adjustment*, February 21 2014, p.1.

<sup>19</sup> United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan Southern Division, *Amended Disclosure Statement with Respect to Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, March 31 2014, p.130.

通じて、連邦破産法第9章の適用を解除されることになる。裁判所で承認を受けるためには、連邦破産法第1126条に基づき、各債権クラスにおいて債権総額3分の2以上を保有する債権者から計画の承諾を得ることなどを含めた条件を満たす必要がある（図表2参照）。その上で、連邦破産裁判所は、公告を行い、反対意見がある場合は聴収を行った上で、債務調整計画の内容が妥当であり、形式的要件（第943条（b））及び実質的要件（第1129条）を満たしているかを判断し、破産申請を承認若しくは却下することになる。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（Disbursing Agent）に債務調整計画に基づく分配金の対価を預け、連邦破産裁判所がその対価が法的に有効であり、そのような法的責務の支払いや支払い保証に関して設定された条項が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。

図表2 連邦破産法第9章における債務調整計画の同意及び承認に関する規定

参照条文	詳細	
第1126条 （計画の同意）	1. 債務調整計画で影響を受ける個々の債務分類において、債務総額の3分の2以上を保有する債権者の同意を得ること 2. 影響を受ける債務分類のすべてについて同意が得られなくても、少なくとも1つの債務分類で、同意が得られること 3. 債務者の支払い額が開示されており、しかもその額が合理的であること 4. 州法を遵守していること 5. 債権者にとって最大の利益となる計画であり、実現可能であること	
形式的要件： 第943条（承認） （b）	1. 計画と連邦破産法との整合性	債務調整計画が（第103条（e）及び901条により準用可能とされる）連邦破産法の条文に適合すること
	2. 第9章との整合性	第9章地方政府破産の各条文に適合すること
	3. 返済総額	債務調整計画で返済される総額について全て情報開示され、かつ、合理的であること
	4. 履行団体	破産団体が、債務調整計画を履行するために必要な行為を行うことを禁止されていないこと
	5. 保有債権の種類ごとの扱い	債務調整計画が発行する日において、第507条（a）（1）により明記された各債権者が、それぞれの保有債権の性質に応じ、各合計債権額にしたがって返済を受けると予定されていること <sup>（注1）</sup>
	6. 手続規定の遵守	債務調整計画を履行するために、破産法以外に必要とされる手続規定を遵守し、あるいは住民投票による承認が得られていること
	7. 債権者の利害（Best of Interests of Creditor Test）	債権者の利益（返済時期、配当率等）に最も適う実現可能な計画となっていること
実質的要件： 第1129条 （計画の承認）	1. 一般要件	法を遵守し信義誠実に債務調整計画が作成されたこと等（第1129条（a）（2）（3）（6））
	2-1. 債権者の承認（原則）	請求債権の種類毎に債務調整計画に対する承認を得たか、権利を損なわれていないこと（第1129条（a）（8））
	2-2. 例外①	少なくとも1つの種類の債権者グループが計画を受け入れたこと（第1129条（a）（10））
	2-3. 例外② クラムダウン （Cram Down）条項 <sup>（注2）</sup>	仮に2-1及び2-2に基づいた承認が得られない場合には、それら以外の規定に適合し、公平かつ公正に反しないと認められること（第1129条（b））

（注）1. 特別の請求権の保持者が、異なった取り扱いを受けることに同意した場合を除く。

2. クラムダウン条項は、あるクラスの反対を押し切って債務調整計画を確定させるものである。

（出所）連邦破産法第9章、坂田和光「米国の自治体破綻と州の関与—連邦破産法第9章をめぐる—」『レファレンス』第57巻第1号、国立国会図書館調査及び立法考査局、2007年1月、83頁、稲生信男「自治体の再建・再生制度に関する研究—米国地方政府におけるスキームを例に—」『国際地域学研究』第7号、東洋大学国際地域学部、2004年3月、19頁、より野村資本市場研究所作成

（[http://www.ndl.go.jp/jp/data/publication/refer/200701\\_672/067205.pdf](http://www.ndl.go.jp/jp/data/publication/refer/200701_672/067205.pdf)、<http://id.nii.ac.jp/1060/00003818/>）

デトロイト市の場合、オー緊急財政担当官の下、2014年10月15日までに連邦破産法第9章の適用解除を目指している<sup>20</sup>。連邦破産裁判所が2014年3月6日に公表した債務調整計画案提出後のスケジュールによると、主に(1)情報開示書(Disclosure Statement)で未決となっている異議に関する審理及び債務調整計画案の承認プロセスに関する状況会議の開催(2014年4月14日)、(2)計画案承認に関する最終の公判前会議の開催(2014年7月14日)、(3)計画の承認に関する公判の開始(2014年7月16日)、(4)承認に関する追加の公判(2014年7月17~18日、同21~25日、同28~31日、同年8月1日)、といったプロセスが踏まれることが予定されている<sup>21</sup>。デトロイト市の場合、債権者が約17万人にも上るとされており、債務調整計画案の同意や承認のプロセスがどの程度円滑に進むかが注目される<sup>22</sup>。

## 2. 米国地方債市場の反応と今後の見通し

デトロイト市が発表した債務調整計画案に関して、米国地方債市場で最も注目されるのは、地方債の中でも無担保一般財源保証債の想定回収率について、制限付が15%、無制限が74%とされた点であろう。一般財源保証債は、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<sup>23</sup>。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<sup>24</sup>。例えば、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ノースダコタ州のベルフィールド市(City of Belfield、最終回収率は元本の55%)以外は全て全額回収されている<sup>25</sup>。

その意味で、デトロイト市の債務調整計画案等に示された無担保一般財源保証債の取扱いは、無制限・制限付ともに米国地方債市場でも前例が殆どない内容となっている。ただし、デトロイト市の債務調整をめぐる動きに伴う市場への影響は特段観察されていない。これは、(1)2013年6月14日にオー緊急財政担当官が示した債務再編策<sup>26</sup>で、無担保一般

<sup>20</sup> Detroit News, *Judge OKs \$85M Detroit Debt Deal with 2 Banks*, April 12 2014.

<sup>21</sup> United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan Southern Division, *Second Amended Order Establishing Procedures, Deadlines and Hearing Dates Relating to the Debtor's Plan of Adjustment*, March 6 2014.

<sup>22</sup> Detroit Free Press, *Detroit to Mail Ballots to 170,000 Creditors to Vote on Bankruptcy Plan*, February 28 2014.

<sup>23</sup> 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.

<sup>24</sup> Moody's, *Moody's US Municipal Bond Rating Scale*, November 2002, p.4.

<sup>25</sup> ベルフィールド市の場合、石油ブームで人口が1980年代初頭に増加したため、一般財源保証債で調達した資金で道路、上下水道等のインフラを整備した。しかし、石油業界の状況悪化を背景とした地域経済の停滞を受けて、人口が増加せず、償還原資としていた開発による新たな不動産を対象とした税収が予想通りには徴収できなかった。不足分を徴税等で賄おうとしたものの、不動産所有者は財産税の支払いを行えなくなったか、住居等を手放すケースが散見された。そのため、市議会は追加の税徴収を拒否し、1987年4月の一般財源保証債のデフォルトに至った。債券保有者は、1991年7月に元本の55%(金利分は免除)との決定を受け入れた。(Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2012*, May 7 2013, p.34)

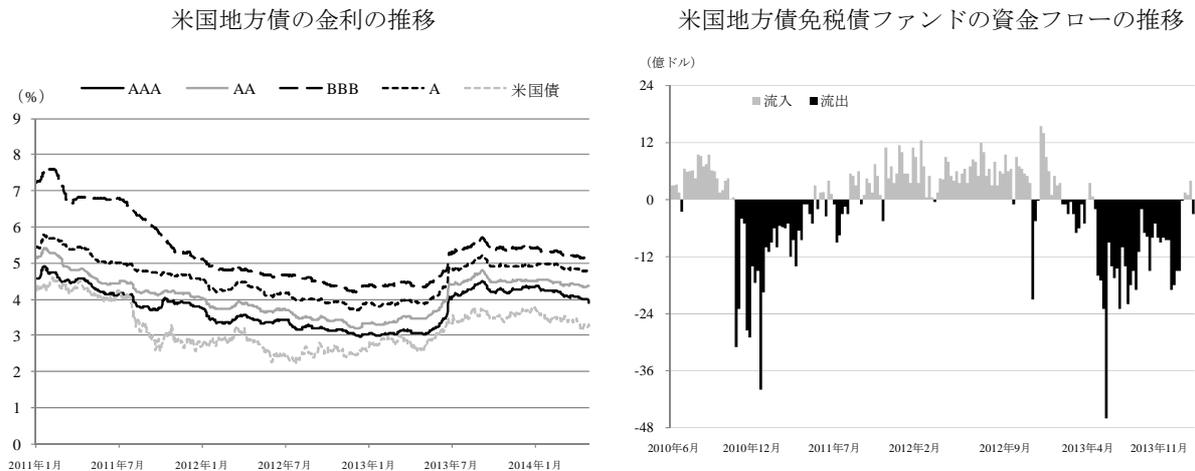
<sup>26</sup> City of Detroit, *Proposal for Creditors*, June 14 2013.

財源保証債について元本を約11分の2に換算して新証券と交換する案が示されていたこと、

(2) 連邦制国家である米国の場合、各州が主権を有していることもあり、州によって地方財政・地方債制度が異なること、が背景とみられる。加えて、米国地方債市場では、デトロイト市が財政破綻した2013年夏頃から金利が不安定に推移し、パフォーマンスが悪化していったことから明らかなように、デトロイト市に関するネガティブな情報は市場に既に織り込み済みの可能性が高い(図表3参照)。

2点目の州によって異なる地方財政・地方債制度に関して、例えば、フィッチは、デトロイト市が債務調整計画案で、無制限一般財源保証債を無担保債権と分類し、無担保債権の中でも年金債務について相対的に高い想定回収率が示されたことに対して懸念を表した上で、仮に債権者の優先劣後関係が最終的に変わらない場合、地方債保有者の権利を軽視することを意味するため、ミシガン州の他の地方公共団体の資金調達コストの上昇等の影響を及ぼしかねないとの見解を示している<sup>27</sup>。一方で、ムーディーズ及びS&Pは、デトロイト市の債務調整計画案自体が米国地方債市場全体に与える影響は限定的との見方を示している<sup>28</sup>。

図表3 米国地方債の金利及び米国地方債免税債ファンドの資金フローの推移



(注) 20年の利回り(ミッド・プライス)のインデックス・データ。地方債は、一般財源保証債のデータ。AAAは「049M20Y」、AAは「045M20Y」(AA+)と「104M20Y」(AA-)の平均、Aは「163M20Y」(A+)と「159M20Y」(A-)の平均、BBBは「631M20Y」、米国債は、「C08220Y」。

(出所) ブルームバーグ、AMG Data Services、より野村資本市場研究所作成

<sup>27</sup> Fitch, *Detroit Plan of Adjustment Hostile to Bondholders*, February 24 2014.

<sup>28</sup> ムーディーズは、デトロイト市の一般財源保証債をめぐる訴訟について全米における一般財源保証債の担保の意味に関する法的な示唆は殆どない見通しであると述べた。一方、S&Pは、債務調整計画が確定し、他の地方公共団体にどの程度影響が及ぶかが見極められるまで、ミシガン州若しくは全米の一般財源保証債に対する見方の大幅な変更は行わない予定であることを示した。(Moody's, *All GO Pledges Are Not Created Equal: Detroit Case Unlikely to Set National Precedent*, March 11 2014; S&P, *Detroit's Plan of Adjustment Has No Rating Impact for the City or the U.S. Municipal Bond Market*, February 27 2014)

米国地方債市場の今後を見据えた場合、デトロイト市の債務調整計画案等に示された一般財源保証債の取扱いを通じて、投資家が発行体の状況とともに個別銘柄の分析により注力するようになると予想される。これは、(1) 米国地方債市場が基本的に安全志向が強い家計が4割強を保有している構造となっている上、家計の資金が3割弱のシェアを有するファンドを通じて流入していること、(2) 昨今の金融危機を通じて、モノライン保険会社による保証があまり活用されなくなったこと、が背景である<sup>29</sup>。

一般財源保証債の信用分析では、一般的に、域内経済、債務、行財政運営の質、予算パフォーマンス及び柔軟性、流動性といった点に焦点が当てられる<sup>30</sup>。今回のデトロイト市のケースを踏まえると、債務の部分で、(1) 償還原資を十分に確保できるだけの税収を創出できるか、(2) 償還原資を確保するような仕組み（先取特権をはじめとした法的担保、償還原資となる税収等を分別管理する仕組みなど）の存在、といった点についてより注視される可能性がある。

特に、先取特権をめぐっては、全米のうち、32州において法的な先取特権(Statutory Lien)の仕組みが存在し、そのうち、ムーディーズは5州（カリフォルニア州、コロラド州、フロリダ州、ルイジアナ州及びロードアイランド州）については法的な先取特権が一般財源保証債の事実上の担保となっているとの解釈を示している<sup>31</sup>。その他の州について、一般財源保証債が担保付と取り扱われるか否かは、基本的には連邦破産裁判所の判断に委ねられることとなる。

このような地方債に関する各州の法的枠組みの違いは、場合によって、格付けに反映されることもあろう。そして、米国地方債は、日本の地方債のように開示免除ではなく、開示対象となっており、電子地方債市場情報アクセスシステム（Electric Municipal Market Access System、EMMA）を通じて目論見書（Official Statement）等を始めとした資料が容易に閲覧可能となっている<sup>32</sup>。そのため、投資家はデトロイト市の事例を通じて、格付関連情報や目論見書等に記載される発行体・銘柄情報をより注意深く分析し、銘柄選択を行うようになる可能性があると考えられる。

<sup>29</sup> 2013年は、地方債の新発債のうち、3.61%が保証付で発行されている。（Bond Buyer, *The Bond Buyer's 2013 in Statistics (Annual Review)*, February 24 2014, p.5A.）

<sup>30</sup> Moody's, *US Local Government General Obligation Debt*, January 15 2014; S&P, *U.S. Local Governments General Obligation Ratings: Methodology and Assumptions*, September 12 2013; Fitch, *U.S. Local Government Tax-Supported Rating Criteria*, August 14 2012.

<sup>31</sup> Janes E. Spiotto, *Credit Under Stress: Political Risk in Times of Austerity: How States and Investors Can Deal with the Willingness to Pay vs. Inability to Pay Problem*, Chapman and Cutler LLP, October 17 2012, p.63; Moody's, *Detroit Bankruptcy May Change How Other Distressed Cities Approach Their Pension and Debt Obligations*, July 26 2013, p.4.

<sup>32</sup> 日本の場合、金融商品取引法第2条第1項第2号及び同法第3条第1項を通じて、地方債は開示免除となっている。米国の場合、1989年に制定された1934年証券取引法規則15c2-12を通じて開示の仕組みが構築された。一方、米国では、2004年9月～2009年6月にかけて地方債に関する電子開示システムとして「ディスクロージャーUSA」(Disclosure USA)が稼働したほか、2009年7月からは、地方債規則制定審議会(Municipal Security Rule Making Board、MSRB)電子地方債市場情報アクセスシステム(EMMA)が2009年7月から稼働している。

### 3. デトロイト市の資本市場への復帰

米国では近年、昨今の金融危機等を背景とした景気悪化を受け、連邦破産法第9章を適用申請する地方公共団体が足元で増加している。しかし、連邦破産法第9章を適用しても、比較的早いタイミングで資本市場に復帰するケースも見られている。

例えば、下水道事業関連債務が膨らみ、2011年11月9日に連邦破産法第9章を適用申請したアラバマ州のジェファーソン郡 (Jefferson County) をめぐっては、2013年11月19日に合計で約17.9億ドルの下水道レベニュー・ワラントを発行した。調達資金の充当目的は、デフォルトしていたワラント (合計で約31億ドル) の償還で、債務の元本を大きく削減するという意味でも、ジェファーソン郡の債務調整計画において基軸となる起債であった<sup>33</sup>。下水道レベニュー・ワラントは、下水道料金の引上げ等を通じて40年で償還されることとなるが、一部の回号には銀行等からの信用状<sup>34</sup> (Letters of Credit, LOC) やモノライン保険会社による保証が付与されている。その後、ジェファーソン郡は、2013年11月22日に連邦破産裁判所に債務調整計画の承認を受け、2013年12月3日に連邦破産法第9章の適用を解除された<sup>35</sup>。

一方、地域経済の悪化や年金債務の拡大等に伴い一般基金 (General Fund、日本の一般会計の概念に該当) の財政赤字が膨らんだことにより、2012年6月28日に連邦破産法第9章を適用申請したカリフォルニア州のストックトン市 (City of Stockton) をめぐっては、連邦破産法第9章の適用解除前であるが、ストックトン公共金融公社 (Stockton Public Financing Authority) が2013年11月14日に合計で5,414万ドルの水道レベニュー債を発行した<sup>36</sup>。これは、従来は変動金利要求払い債<sup>37</sup> (Variable Rate Demand Obligation, VRDO) の形態であったものを固定利付債に転換する目的で発行された借換債で、転換を通じて信用枠を提供している銀行から早期に買い取りを請求されるようなリスクが削減されることとなった<sup>38</sup>。

米国では、ジェファーソン郡やストックトン市のように、連邦破産法第9章を適用しても比較的早期に資本市場に復帰する例もあれば、2008年5月23日に連邦破産法第9章を適用申請し、2011年11月1日に適用解除されたカリフォルニア州バレーホ市 (City of Vallejo) のようにすぐに資本市場に復帰せずに、内部留保や連邦政府や州からの財政移転等で財源

<sup>33</sup> Jefferson County, *Official Statement: \$1,785,486,521.65 Jefferson County, Alabama: Sewer Revenue Warrants, Series 2013-A to Series 2013-F*, November 20 2013, p.1; Moody's, *Jefferson County, Alabama's Debt Offering Has Non-Investment Grade Characteristics*, November 13, 2013, p.1.

<sup>34</sup> 信用状 (LOC) は、地方公共団体が銀行等に手数料を支払い、地方債の償還が出来なくなった場合に銀行等が代位弁済する旨を保証した証書。

<sup>35</sup> Bloomberg, "Alabama's Jefferson County Exits Bankruptcy Protection," *Bloomberg Brief: Bankruptcy & Restructuring*, December 4 2013, p.4.

<sup>36</sup> Stockton Public Financing Authority, *Official Statement: \$54,135,000 Stockton Public Financing Authority Water Revenue Bonds, Series 2010A (Delta Water Supply Project)*, November 15 2013.

<sup>37</sup> 変動金利要求払い債 (VRDO) は、長期債として発行されるものの、定期的に設定される時期に、発行体に額面価格に経過利子を上乘せした金額で発行体買い取りを請求する権限が付されている地方債。

<sup>38</sup> Moody's, *Moody's Removes Provisional Designation from Ba1 Rating on Stockton Public Financing Authority's (CA) 2010 Fixed Rate Revenue Bonds; Rating on Parity 2005 Series Upgraded*, December 16 2013.

を捻出するような事例もある<sup>39</sup>。ただし、最近の事例を踏まえると、仮に、デトロイト市が早期の資本市場復帰を目指す場合、情報開示を含めて市場と向き合う姿勢を維持するとともに、償還原資の不確実性ができる限り少ない形での発行体、商品形態等の選択が起債の成功につながる可能性があると考えられる。

#### IV. 今後の注目点

デトロイト市をめぐる動きは、地方公共団体の財政破綻としては最大規模の債務を抱えている事例である上、無担保一般財源保証債の想定回収率が制限付が 15%、無制限が 74%と、米国地方債市場では稀に見る低水準であったこともあり、米国内外の金融市場で大きく注目を集めている。

米国地方債市場全体では、デトロイト市の債務調整計画案等をめぐって、金利等に対する反応は特段観察されていない。しかしながら、安全志向の高い家計が中核的な投資家層となっている米国地方債市場では、デトロイト市の事例を通じて、投資家が発行体の状況とともに個別銘柄の分析により注力するようになると予想される。特に、今回のデトロイト市のケースを踏まえると、(1) 償還原資を十分に確保できるだけの税収を創出できるか、(2) 先取特権等の償還原資を確保するような仕組みの存在、といった点がより注視される可能性がある。

デトロイト市は、2014年10月15日までに連邦破産法第9章の適用解除を目指しているが、約17万人にも上る債権者を抱えており、債務調整計画案の同意や承認のプロセスがどの程度円滑に進むかが注目される。

<sup>39</sup> San Francisco Chronicle, *Vallejo's bankruptcy ends after 3 tough years*, November 1 2011.