

PFI事業のための事業再生手続

京都大学大学院 大西 正光^{*1}

NPO法人ジャパン・コミュニティ・フォーラム 坂東 弘^{*2}

京都大学大学院 小林 潔司^{*3}

By Masamitsu ONISHI, Hiroshi BANDO, Kiyoshi KOBAYASHI

PFI (Private Finance Initiative) は公共サービスを民間事業者が供給する手法であり、事業者が破綻した場合でも、必要な事業に関しては安定したサービス提供が図られなければならない。そのため、事業者が破綻した場合に、迅速かつ効率的な事業再生が実現できるメカニズムを有した事業再生の手続きを事業着手以前に予め構築する必要がある。PFI事業のための再生手続の構築は、民間事業で用いられるものをそのまま援用するのではなく、PFI事業の有する特性及び制約を考慮した手続でなければならない。本研究では、まず会社法の経済学において民営会社の効率的な再生手続を実現するための効率的な手法として評価されている Bebchuk-Aghion-Hart-Moore モデル (BAHM モデルと略す) の概要を説明し、同モデルの PFI 事業への適用可能性について考察する。さらに、PFI 事業の特殊性について考察し、PFI 事業の再生手続において考慮されるべき点について明らかにする。最後に、BAHM モデルを拡張し、PFI 事業のための望ましい事業再生手続モデルを提案する。

【キーワード】PFI, 破綻処理, 事業再生, BAHM モデル

1. はじめに

民営会社が財務的に破綻した場合、その会社は清算されるか、あるいは再生手続きを経て事業が継続されるかのいずれかが選択される。会社法の経済学における一般的な見解¹⁾によれば、会社の清算／再生の決定は会社の継続価値に基づいて判断すべきであるとされる。すなわち、会社の継続価値が清算価値を上回っていれば継続されるべきであり、その逆であれば清算されるべきである。民営会社が破綻すれば、債権者が事業を清算するか、あるいは継続するかを決定する。債権者の視点から見た会社の継続価値とは、運営を継続した場合に会社が将来に生み出す収益の現在価値を意味する。会社の継続価値が、会社が将来生み出す収益の現在価値（すなわち、発行株の総価値）と一致している場合、債権者の意思決定により事業の効率的な破綻処理が実施される。

一方、PFI (Private Finance Initiative) 事業では、民間資金によって設立された企業体（以下、PFI 事

業者と称す）が施設の整備及び運営を行い、サービス提供の対価によって資金を回収する。PFI 事業者が民間資金によって設立され、収益による資金回収を行うという仕組みにおいては、通常の民営会社と相違はない。しかし、対象となる事業の内容が国民の生活基盤となるようなインフラストラクチャ（以下、インフラと略す）の整備及び運営である場合には、仮に日々の生活に不可欠なインフラサービスの提供が中断に追い込まれるような事態に至れば、甚大な社会的損失が発生する可能性がある。インフラ施設の利用者にとって最も重大なリスクは、事業者が財務的に破綻に陥り、サービスが安定的に供給できなくなるという事態に陥ることであり、その安定的な供給は通常の民営会社よりも強く要求される。その反面、社会的観点から観た場合、過度なサービス内容の提供や非効率な事業については、確実に事業を停止できるような仕組みも当然必要である。

わが国でも、不良債権処理と関連して、破綻した民営会社の効率的な事業再生が不可欠となり、倒産

*1 工学研究科都市社会工学専攻後期博士課程／日本学術振興会特別研究員 075-753-5073

*2 理事長 03-3518-8144

*3 工学研究科都市社会工学専攻 教授 075-753-5071

法制の整備が急速に進展している。既往の事業再生制度の下では、破綻後の事業再生が必ずしも効率的に行われないことが指摘されている。さらに、破綻した民営会社の清算、あるいは事業再生制度のあり方は、破綻前の会社のリスクマネジメント行動にも影響を及ぼすことになる。したがって、民営会社における破綻前の企業行動と破綻後の事業再生の双方の効率化に資するような事業再生制度の整備が求められている。このような民営会社の事業再生の効率性の問題は、PFI事業においても無縁ではない。

以上の問題意識の下に、本研究では、民営会社が提供するサービスとPFI事業者が提供するサービスの特徴が本質的に異なることに着目し、PFI事業が財務的な困難に直面したときの効率的な事業再生手続きに関して考察する。その際、民営会社のための効率的な事業再生手続きとしてBebchuk-Aghion-Hart-Moore^{2),3)}が提案したモデル（以下、BAHMモデルと呼ぶ）を拡張し、PFI事業のための効率的な事業再生手続きを提案する。

2. 本研究の基本的考え方

(1) 我が国の倒産法制

現行の倒産法制の下では、会社が財務的な困難に陥り、負債契約の債務不履行が発生した場合、会社の所有権が株主から債権者に移転する。この場合、債権者が複数存在すれば、債権者による会社の残余価値を巡る取り付けが生じ、継続価値が清算価値を上回る会社であっても、その価値が散逸する事態に陥る危険性がある。また、債権者が担保の獲得を巡り競い合ったり、担保設定をしていない債権者が企業資産を売却する許可を得るために訴訟を起こす可能性もある。倒産法制は、以上のような事態を防止し、会社の所有権及び経営決定権の公正な分配を実現することを目的とする¹⁾。

わが国における会社の再生を前提とした主な倒産法制として、1) 会社更正法、2) 民事再生法がある。これらのほかにも「商法の会社整理」があるが、民事再生法に対して優位性が存在しないため、現在ではほとんど適用事例がない⁴⁾。戦後、わが国では長らく会社の倒産や事業再生が深刻な社会的問題にならなかつたため、倒産法制に関して抜本的な改正

は実施されなかった。しかし、近年の会社倒産数の増大や不良債権問題を背景として、事業再生の効率化を促進するための倒産法制の整備が重要な課題となつた。特に、破綻した会社を迅速に再建するためには、公正かつ効率的な再生手続を整備することが必要となる⁵⁾。そのため、平成8年に倒産法制の見直しが検討され、旧和議法に代わり、平成12年に新しく民事再生法が施行された。その結果、1) 再生申し立ての手続きの迅速化、2) 担保権消滅請求制度の導入、3) 債務者である経営者がみずから再生手続きを申請でき、かつ申請後にもその地位にとどまり続けることができるようになった。一方、事業再生に会社更生法を適用する場合、会社更生において担保権は別除権として取り扱われず、担保権者も更生計画に中に取り込まれる。そのため、資産に担保権が設定されていることより、法的な保護により資産の流出を防ぐことが可能となる。その反面、再生手続きに時間を要するため機動性に難があつた。このことを背景として、平成14年に会社更生法も全面的に改正され、再生手続きの合理化が図られた。

(2) 事業再生に関する既往の研究概要

わが国の再建型倒産法制は米連邦破産法第11章（以下、Chapter 11）の流れを汲んでおり、請求順位の異なる債権者が交渉によって、会社の清算・継続に関する決定、および、企業価値の分配を行うことを前提としている。しかし、交渉による合意形成を基本とする破綻処理プロセスでは、再建手続きにかなり時間を要するために、この間に経営者のモラルハザードが発生したり、会社が供給する財やサービスに対する需要が減退することにより、多大な経済的損失が発生する可能性がある⁶⁾。その結果、最終的に合意された再建計画が、再建後の企業価値の最大化を達成できない事例も多々起こりうる。近年のわが国における倒産法制の改正は、倒産法制の機動性を増すことに重点が置かれており、Chapter 11が抱える構造上の問題点が克服されたわけではない。

近年、Bebchukはこのような米国の交渉型倒産法制が抱える本質的な問題点を経済学的な視点から分析し、利害対立を克服するための再生手続きモデルを提示した²⁾。その後、Aghion, Hart, MooreがBebchukモデルを拡張した破綻処理手続きモデル

ル^{3),7)}を提案している。これら2つの研究は破綻処理に関する基本的モデルとして評価され、BAHMモデルと呼ばれるようになった。一方、わが国においても民営会社のより望ましい破綻処理手続きに関する研究が進展しつつあり^{1),8)}、BAHMモデルをわが国の倒産法制に導入する検討も為されている⁵⁾。また、コーポレートガバナンスの観点から事業破綻処理手続きのあり方に関する研究が着目されており⁹⁾、わが国におけるメインバンクによる破綻処理手続きがBAHMモデルと同様の効果を有していることが明らかにされた^{10),11)}。しかし、メインバンクシステムは事業破綻処理を本来的な目的とするものではなく、またメインバンクシステム自体が有する問題点も指摘されている。このことから、わが国でもメインバンクシステムに代わる事業破綻処理手続きが検討されるようになった。このようにBAHMモデルは事業破綻処理の基本的シナリオを提供するものではあるが、企業価値が当該会社が発行する株価総額に一致するような純粋な民営会社の効率的な再生手続きを提示している。しかし、PFI事業では、事業者は公共的サービスを提供していることから、BAHMモデルの再生手続きをそのまま適用することはできない。本研究では、インフラの整備及び運営を対象としたPFI事業特有の性質を考慮した事業再生手続きを提案することを目的とする。

(3) 倒産法制における非効率の発生構造

負債契約の債務不履行は、経営決定権が株主から債権者へ移転する契機となる¹²⁾。債務不履行が発生した場合、債権者は次の2つの決定を行う。1つは、「誰がどれだけの債権を放棄すべきか」といった企業価値の分配の決定と、もう1つは、「会社を清算するか継続するか」、「継続するのであれば誰が経営するのか」、あるいは「どのような再建計画を立てるべきか」といった将来の方針に関する決定である。このような事業破綻処理に関する意思決定問題において非効率が発生する理由は、請求順位の異なる債権者が、以上の2つの破綻処理に関する基本方針に対して合意を形成するという手続きの問題に帰着する。すなわち、請求権の優先順位が高い優先債権者は、自らの債権をできるだけ確実に回収することを目的とするため、収益のアップサイドリスク（より大き

な収益を獲得できる、しかしリスクの大きい再建計画）に興味を示さない。むしろ、優先債権者は、リスクができるだけ小さい再建計画を選好する可能性が大きい。一方、請求権の優先順位が低い劣後債権者は、収益が大幅に増加する再建計画ほど、債権を回収できる可能性が生まれる。このことより、劣後債権者は、収益のアップサイドリスクを求めて、よりリスクの大きい再建計画を選好するであろう。このように、債権者間における優先劣後構造は、請求権の優先順位が異なる債権者間で再建計画に関する選好の相違を生み出す。このように、現行の破綻処理手続きでは、企業価値の分配の問題と将来の会社のアクションに関する債権者間のコンフリクトが顕在化する可能性が高い。Bebchuk and Chang¹³⁾は、交渉型破綻処手手続きでは、優先債権者への支払いが完済されていないときでさえ、劣後債権者に企業価値の一部が帰属する可能性があることを示した。

会社の継続価値を客観的に評価できない場合には、事業再生過程における債権者間のコンフリクトがさらに増幅する可能性がある。わが国の会社更生法では、管財人が同法177条に基づき、会社財産の価額の評定を行い、同法124条の2に基づき更生担保権にかかる担保物の評定を行う。管財人の評価価額は継続会社の価値として評定される。しかし、客観的根拠に基づいた会社の継続価値を算出することは事実上不可能であり、債権者間で再建計画の合意を形成するために多大な時間を要する場合が少なくない。再建期間中は経営方針も明確でなく、抜本的な再建政策が講じられるわけではないので、合意形成が遅れれば重大な経済損失が発生することになる。また、合意形成に到達するために、契約上の相当程度に優先順位が低いクラスの債権者に対しても企業価値の分配を行ったり、再建計画が望ましいものから歪められ、本来あるべき企業価値が毀損される場合が少なくない。さらに、弁済の優先順位が厳密に守られない場合には、金融機関が貸付を躊躇したり、不正手段によって倒産を働きかけたり、逆に倒産を回避しようとする機会主義的な行動が生じる危険性も発生する¹⁴⁾。このような観点から、Hartは望ましい事業再生手続きが満足すべき効率性条件として、以下の3つを指摘している。

- 再建会社の価値を最大化し、既存の請求権者

の受取額を最大化する効率的な再建計画を実現する。

- 破綻した状況において既往の経営者が適切なペナルティーを受けることによって、負債の経営者に対する自己規律 (bonding) 機能を維持する。しかし、如何なる手段を用いてもこれを避けることができないような厳しいペナルティーを有してはならない。
- 優先順位の高い者が弁済を受けた後に、次に優先度が高い者が弁済を受けるという絶対優先の原則が遵守される。

3. で紹介するBAHMモデルは、以上の条件をすべて満足することが保証される。この意味で、現在提案されている破綻処理手続きの中では最も効率的な方法であることが理論的に証明されている。

(4) プロジェクトファイナンスによる資金調達

倒産した会社の事業再生にどのようなステークホルダーが関与するかは、その会社がどのような方法で資金調達を行ったかによって決まる。PFI事業の資金調達ではプロジェクトファイナンス方式が採用される場合が多い。プロジェクトファイナンス方式は特定の事業のみを行うことにコミットメントした特別目的会社 (Special Purpose Company) を立ち上げ、借入金の返済原資はプロジェクトから生まれるキャッシュフローのみに依存する。したがって、仮に事業が失敗した場合にも、債権者はスポンサーである親会社に返済を求めることがない (Non-Recourse : 不遡及と呼ぶ)。ただし、実際には、スポンサーが事業に精通している場合が多く、建設あるいは運営面で何らかの財務的支援を行う Limited Recourse (限定遡及) の場合が少なくない¹⁵⁾。

インフラサービスの供給を目的としたPFI事業における物的資産は、当該の事業を継続しない限り、価値を生み出さないため、物的資産のみを担保としたとしてもその清算価値はほぼゼロに等しい。さらに、プロジェクトファイナンス方式を採用する場合には、プロジェクトから生まれるキャッシュフローのみが返済原資である。したがって、プロジェクトファイナンス方式の場合、事業の当初から破綻後においても会社を継続することを想定し、債権者がプロジェクトのキャッシュフローの構成要素である資

産（土地・建物・工場等の不動産、借地権、動産）、諸契約上の権利、プロジェクト関係口座ならびに株式に担保権を設定するのが通常である¹⁶⁾。

現在までに行われているPFI事業においては、その資金調達手段として複数の金融機関による協調融資（シンジケートローン）が採用される場合が多い。シンジケートローンを採用する場合、破綻時の処理は案件ごとに異なるものの、リスクが貸付額に応じた按分配分原則によってシェアされるため、少なくとも優先劣後構造に伴うリスク選好の相違による利害対立は生じないと考えられる。また、ボンドによる資金調達を行うためには、格付の取得が必要であるが、特に、既存の事業運営ではなく、新しく不動産の開発や都市再開発を行うような開発型PFI事業の場合、格付の技術はまだ発展段階であり、現状ではローンによる資金調達が主流である。しかし、近年、メザニン・ファンド (Mezzanine Fund) のように、債券と株式の中間的な証券（中リスク中リターンの金融商品）の市場が発展しつつあり、PFI事業においても資金調達手段の多様化が図られるようになってきた¹⁸⁾。メザニン・ファンドを導入した場合、債権者間の優先劣後構造が存在するため、(3)で説明したような問題が発生する可能性があり、適切な事業再生手続きを検討する必要がある。

前述したように、プロジェクトファイナンスでは破綻後における事業の継続を前提する場合が多い。このため、担保権の設定は事業破綻後における会社の換価価値を事前に獲得しておくことを目的とするのではなく、むしろ第三者による会社の構成要素の差押さえ等の権利行使を排除し、会社の事業継続を容易にすることを目的としている。このようなプロジェクトファイナンスの趣旨を生かすためには、担保権保有者が事業破綻処理において常に第1位の優先順位を確保していることが重要である¹⁶⁾。仮に、第2位以下の担保権を設定する場合には、融資契約において否定的誓約 (Negative Covenants)，すなわち本件事業以外の事業遂行の禁止、事業内容の変更の禁止等の規定を設け、担保権の実行に関して後順位担保権者の干渉を排除することが不可欠である。このような担保権設定が実現すれば、仮に事業が破綻した場合でも、優先順位が高い債権者が会社の全ての資産及び債権質を保有する (100%株主になる)

ことが可能となる。また、以下で検討するBAHMモデルの手続きと親和性が高く、プロジェクトファイナンスによる事業にBAHMモデルの手続きを導入する抵抗はそれほど大きくない。

(5) PFI事業者の破綻処理の特徴

PFI事業会社が民間資金によって設立され、収益によって資金回収を行う仕組みは民営会社と相違ない。しかし、多くのPFI事業はインフラの整備及び運営を目的とする。したがって、PFI事業の破綻処理においては、通常の倒産法制が想定する民営会社の破綻処理とは重大な相違点が存在する。倒産法制では、債権者の意思により事業の継続の有無が決定されるが、そこにはキャッシュフローから算定される企業価値と会社がもたらす社会的な価値が一致するという基本的な前提が存在する。一方、PFI事業では、PFI事業者が回収できない外部経済が発生するという市場の失敗が生じる。したがって、効率的資源配分を達成するためには、公共主体による補助金の給付や規制等の市場介入が不可欠となる場合が多い。さらに、PFI事業権契約が事業者間の競争を通じて締結されることを考えると、事業の社会的経済価値は、PFI事業者が受け取るキャッシュフローを上回っていると考えるのが自然である。

PFI事業では公共主体による直接的な支払いや金銭的支援が前提となっており、PFI事業者の企業価値は事業権契約で規定されるサービス対価や補助金の額に大きく左右される。仮に公共主体が事業権契約の締結後に事業権契約におけるサービス対価や補助金の額の変更を認めれば、その時点でPFI事業者の企業価値は変化する。換言すれば、PFI事業が破綻した場合においても、公共主体の意思によりPFI事業者の事業価値を変化させることが可能である。一方、多数のステークホルダーと取引を行っている民営会社の場合、事業破綻後に個別のステークホルダーと取引契約に関して再交渉することは実質上不可能である。このように、PFI事業では、取引相手である公共主体との契約の再交渉が可能であり、この点で民営会社を対象とした事業再生手続きと異なった再生手続きを設計することが必要となる。のちに、4.において、民営会社とPFI事業者の再生手続きの相違点をより詳細に検討し、PFI事業者を

考慮した事業再生手続きを提案する。

3. BAHMモデルによる事業再生手続き

(1) Bebchukモデルの重要性

交渉型手続きと呼ばれる米国のChapter 11による破綻処理は、2.(3)で言及したような非効率性を有しており、わが国の倒産法制も同様の問題を抱えている。この問題に対して、Bebchukは1つの有力な再生手続きモデル²⁾を提案した。Bebchukは「事業再生」のメカニズムについて、「会社を既存の参加者（会社債権者及び株主）に対して売却することに他ならない」と解釈する。すなわち、事業再生とは、既存の参加者である債権者及び株主が、既存の請求権及び持分権を会社に支払うことと引き替えに、再生後の会社のチケット（再生後の会社への請求権または株式）を受け取ることと同義である。Bebchukが提案した再生手続き（以下、Bebchukモデルと呼ぶ）は、再生後の企業価値の分配問題を最優先課題として位置づけ、その解決方策を見い出すことを主要な目的としている。Bebchukモデルでは、債権者及び株主が、自己が有する請求権あるいは持分権を再生後の会社に形式的に譲与するとともに、その優先順位に応じて再生後の会社の請求権または株式を得ることになる。実際には、債権者の優先順位を確定する作業に時間を要することもあるが、各債権者における請求権の額及び優先順位が確定している限り、効率的な事業再生が可能となる。Bebchukモデルの詳細は参考文献²⁾に譲るが、以下では単純な例を用いてその基本的な考え方を説明する。

(2) Bebchukモデルの概要

図-1に示すように、会社の請求権者には3つのクラスである優先債権者（クラスA）、一般債権者（クラスB）、株主（クラスC）が存在し、それぞれ100人で構成されていると考える。クラスA及びBの債権者は、1人あたり1ドルの請求権を有し、クラスA全体で100ドル、クラスB全体で100ドルの請求権を有している。クラスCの株主は1人1株を保有している。再生後の会社（RC: Reorganization Corporate）の資本は全体で100ユニットで構成されているとする。1ユニット当りの価値をVドルとす

る。再生後の会社の価値は $100V$ ドルとなり、事業再生手続きにおける分配は、新会社の価値 $100V$ ドルをどのように各クラスの債権者と株主の間で分配するかという問題に帰結する。新会社の価値を請求権者の優先順位に従って分配すれば、 $V \leq 1$ の場合、100ユニットの価値全てがクラスAの債権者に分配され、他のクラスには全く分配されない。 $1 < V \leq 2$ の場合、クラスAは100ドルが分配され、残余の $(100V - 100)$ ドルがクラスBに分配される。 $V > 2$ の場合、クラスA及びクラスBにはそれぞれ100ドルずつ分配され、クラスCには残余の $(100V - 200)$ ドルが分配される。以上は V の値を客観的に評価でき、かつ新会社の価値を優先順位に従って公正に分配した結果である。しかし、現行法の下では V を客観的に評価できず、しばしば優先順位に忠実に従わない価値分配が行われている。

Bebchukは各クラスに価値そのものを分配するのではなく、各参加者が上記のように分配される価値を得ることができるコール・オプションを付与することにより、会社の価値 $100V$ ドルの客観的評価の問題を回避できる方法を示した。すなわち、クラスAの優先債権者の権利とは、1ドルの弁済を受けることにより償還されるものであり、償還されない場合には、1ユニットを受取り V ドル相当の価値を受け取る。クラスBの債権者は、各1ドルの弁済を受けることにより償還されるものであり、償還されない場合には、1ドル支払うことによって1ユニットを取得するコール・オプション行使することができ、 $(V-1)$ ドル相当の価値を受け取ることになる。クラスCの株主は、更生会社の株式1ユニットを2ドルで取得できるコール・オプションを得ることと同義であり、コール・オプション行使すれば、 $(V-2)$ ドルの価値を受け取ることになる。コール・オプションを用いれば、客観的に V を評価することなしに、各クラスの債権者の判断のみによって価値分配が決定されるため、各参加者が客観的に企業価値を計測できないことで見解の相違が生じたり、戦略的に用いたりすることによる遅延が解消できる。ところが、債権者が正しく企業価値を評価できない場合には、実際に企業価値が高い場合にも、会社が清算される可能性がある。このように Bebchuk が提案したモデルにおいては、「企業価値を正しく評価するために

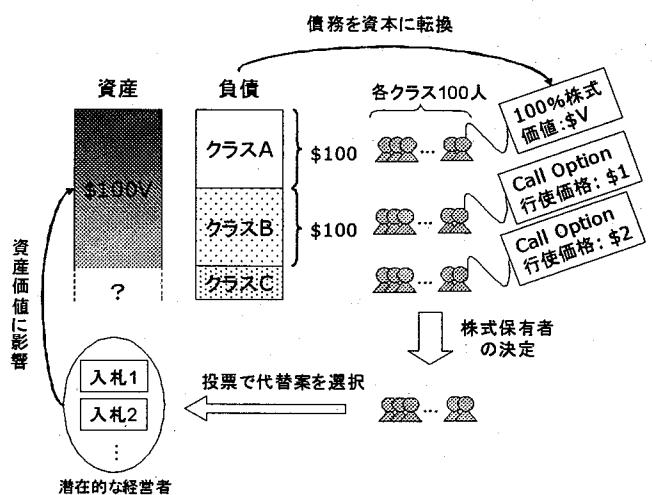


図-1 BAHM モデルの概略図

は、会社に関する十分な情報が必要となる」という情報制約を緩和するための方策が含まれていない。

(3) BAHM モデルによる再生手続き

3.(2) で示した Bebchuk モデルは、事業再生の交渉過程における利害対立によって発生する非効率を緩和することに成功している。しかし、請求権者が破綻した会社の将来価値を判断するためには、再建のための将来の代替案等に関して十分な情報を保有しなければならない。そこで、Aghion, Hart, Moore³⁾は、以上のような債権者が正しい企業価値を判断するための情報制約の問題を緩和するため、再建計画の過程に入札という制度を導入した。このモデルが BAHM モデルと呼ばれているものである。BAHM モデルでは、以下に示す手続きで事業再生が行われる。概略図を図-1 に示す。

第1段階: 全ての負債が資本に転換され、資本割合が 100% の会社 (New all-equity company) となる。本会社は、裁判所等により監理される。

第2段階: 会社の資産に対する入札が勧誘されると同時に、劣後債権者へのコールオプションの割当て作業を進める。

第3段階: 募られた入札の内容が公開され、請求権者が審査するために一定の期間をおき、コール・オプションの行使が行われる。

第4段階: 決定したシェアホルダーが入札で募られた再建計画についての投票を行い、承認された入札の再建計画に従って運営が継続される。一方、最終

的に清算が議決されれば、清算手続きに入る。請求権者が破綻した会社の将来価値を判断するためには、再建のための将来の代替案等に関する十分な情報を保有しなければならない。BAHMモデルの価値は、再建計画を決定するために、入札で提案された代替案から投票で決めるという手続きを導入したことにあるのではない。もし、このような手続きがなくとも、新しい経営者を決定する際に投票が行われるからである。むしろ、BAHMモデルの意義は、債権者がオプション行使する第3段階より以前の第2段階において企業価値を決定するために入札を行う点にある。これにより、債権者がオプション行使する第3段階において、会社の価値を正しく判断するための情報が提供され、情報制約の問題が緩和される¹⁷⁾。したがって、BAHMモデルは、客観的な企業価値判断という問題を避け、かつ、事後的に事業価値を最大化する再建計画が選択される。また、絶対優先原則も厳密に遵守される。さらに、企業が破綻した場合には、経営者を置き換えるための入札が行われるもの、既存の経営者も参加できるので、経営者には適度なインセンティブを付与することにも成功している。この意味で、BAHMモデルはHartが指摘する効率性基準を全て満足する。

(4) プロジェクトファイナンスとBAHM手続き

BAHMモデルの考え方をプロジェクトファイナンスにおける事業破綻処理に適用できる。現行のプロジェクトファイナンスにおける担保権の考え方においては、事業が破綻したとき、優先債権者は事業経営に関わる意志決定権に関して優先債権者以外の第三者の権利行使を完全に排除することを想定している。このため、優先債権者が担保権行使すれば、優先債権者が事業の経営権について100%の権限を有することになる。しかし、一方、劣後債権者も新しい会社の価値を享受する権利を有しており、現行の担保権の考え方では劣後債権者の経営決定に関する権利を十分に保証しているとは言えない。そこで、プロジェクトファイナンスにおける事業再生手続きにBAHMモデルを適用すれば、この問題を解決することが可能となる。すなわち、優先債権者の負債を資本に変換し、劣後債権者には優先債権者の負債残高に一致する行使価格のコールオプションを

付与すれば、絶対優先の原則を維持しつつ、劣後債権者の権利も保証することが可能となる。このように、BAHMモデルはプロジェクトファイナンスにおける担保権設定の考え方と整合性を確保することが可能であり、プロジェクトファイナンスとの親和性が高い破綻処理手続きである。

4. PFI事業のための事業再生手続

(1) PFI事業の効率的な再生過程

インフラ資産は、ある特定の目的に供されて初めて価値を生み出すという性質を有している。例えば、道路施設をそれ以外の目的に利用しても価値はほとんどないであろう。事業を中止し、清算することによる価値は極めて小さい。インフラ資産が有するこのような性質は資産特殊性と呼ばれる。したがって、資産特殊的なインフラ資産の運用に関わるPFI事業の破綻処理における選択肢としては、1) インフラの維持管理を行い事業運営を継続するか、2) 維持管理を行わずインフラを破棄するか、の2通りしかない。PFI事業の維持管理運営段階においては、建設投資額がすでに埋没しており（すでに執行されており）、維持管理運営に要する費用が事業運営の継続による社会的便益を上回る場合には、事業運営を中止することが社会的にも効率的となる。

民営会社を対象とした会社再建手続きの目的は、「民営会社の社会的価値は、その会社が将来にわたり生み出すキャッシュフローの現在価値と等しい」という前提の下で、会社の再生に関する効率的な意思決定を実現するところにある。ところが、PFI事業が生産するインフラサービスは、PFI事業者に帰属しない外部経済性をもたらしており、事業の社会的価値は事業者が獲得する将来キャッシュフローの現在価値とは必ずしも一致しない。さらに、PFI事業者は潜在的な事業者間の競争を得て事業権を獲得するものであり、公共主体のサービス対価としての支払額は、事業が生み出す価値をベースとして決まるのではなく、むしろサービス提供に必要な費用を勘案した結果として決まる。換言すれば、PFI事業者が得る収益は競争を経た事業権契約によって規定されるのであり、PFI事業者が受け取るキャッシュフローは、事業が生み出す社会的な価値よりも小さい

場合が多い。そのため、民営会社の事業再生手続きのように、会社が得るキャッシュフローのみに依存した事業の清算および継続の意思決定は、社会的に非効率的な結果を招く可能性がある。PFI事業の継続・清算に関する意思決定は、むしろ外部経済性等も考慮した事業の社会的価値に基づくべきである。

本来、インフラは個人あるいは法人が保有するものではなく、人々の集合的利用に供せられる集合的資本である。公共主体は国民（または、住民）の代表者として、インフラの建設・運営に関わる最終的な意思決定権限を保持すべきである。そのため、PFI事業の執行において、公共主体との交渉や相対取引が重要となる。この点が、サービスの対価を市場における無数の消費者から得るという通常の民営会社とは異なる。会社が無数の消費者に対して財やサービスを供給している場合には、いずれの市場環境であろうと民営会社は利潤を最大化するために価格を設定し、消費者はその財やサービスを購入するか否かを決定すれば十分である。したがって、民営会社が破綻した場合にも、財やサービスの取引相手である消費者と再交渉することは実質的に不可能である上に、市場が完全であれば再交渉が可能であっても継続価値が正でない民営会社は継続できない。

一方、サービス購入型あるいはジョイントベンチャー型のPFI事業では、サービス取引が通常の民営会社とは異なり相対取引となるために、事業が破綻した場合にも、事業権契約で規定されるサービス対価や補助金の額を変更することにより、PFI事業者にとっての企業価値を変化させることができることが可能である。PFI事業者が受け取るサービス対価が事業の社会的価値を下回る場合には、公共直轄運営よりも民間運営が効率的である限り、事業権契約を変更することによる継続が正当化される。この点は、民営会社の破綻処理を想定した場合と大きく異なる。PFI事業が継続される場合にも、VFMの観点からも事業スキームの見直しがされるべきであろう。すなわち、代替の事業者が見つからない場合や、公共が直轄で運営する方が効率的な場合にはPFIによる運営を中止し、公共主体が直轄で運営する方式に切り替えることも考えられる¹⁹⁾。

一般に、PFI事業者が破綻した後の再生シナリオは、図-2のようにまとめられる。まず、インフラ

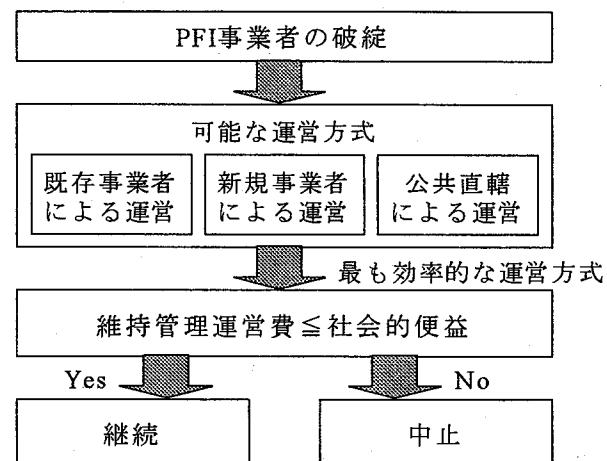


図-2 PFI事業の再生シナリオ

資産の特殊性のために、何らかの方式で事業の運営を継続することによる社会的便益が維持管理運営費用を上回るのであれば、事業は継続されるべきである。そのとき、VFMの観点からPFI事業による運営を維持するのか、あるいは公共直轄方式に切り替えるかの選択が行われる。一方、事業を継続することによる社会的便益が維持管理運営費用を下回るのであれば、その事業は中止されるべきである。ただし、本研究では、事業を継続する場合に、効率的な事業スキームを再設計する問題（すなわち、PFI事業の継続か公共直轄方式かを選択する問題）については言及しないこととする。

(2) 介入権と解除権の役割

現行のPFI事業の事業破綻処理に関しては、「契約に関するガイドライン²⁰⁾」において次のように規定されている。「選定事業者（すなわち、PFI事業者）の破産、会社更生、民事再生、会社整理もしくは特別清算の手続きの開始またはこれに類似する手続きについて選定事業者の取締役会でその申立てを決議したとき、または第三者によってその申立てがなされたときは、選定事業者が選定事業を継続することが不可能な程度に経済的に破綻しており、かつ選定事業者による選定事業の修復が不可能であるため、管理者等（すなわち、公共主体）により解除事由となる。」PFI事業者が財務的に困難な状況に陥れば、事業権契約で規定されるサービス水準を満たす運営がいざれ不可能になると考えられ、サービス提供の安定性が著しく脅かされる。そのため、安定的なサービス提供を行うために、公共主体が既存の事業

者との契約を解除し、新たな事業者に事業を引き継がせるための意思決定を速やかに行うことが必要となる。したがって、PFI事業者が財務的に行き詰まり、安定したサービス提供ができない場合には、ガイドラインに規定されるように公共主体が事業権契約の解除権を取得することになる。事業権契約が解除されれば、PFI事業者は結果的にリターンを得ることができなくなるというペナルティを負う。このことより、解除権には、事業が破綻する前段階において、事業者に事業の効率性を高めるための努力をするインセンティブを与える効果も含んでいる。

一方、2.(3)で述べたように、優先債権者が保有する担保権は、債権者が事業を継続させる意思を持つ場合に、その意思をより効率的に実現させる役割を果たす。したがって、解除権と担保権が同時に主張された場合、どちらの権利を優先すべきかという問題が発生する。PFI事業では、公共主体と金融機関の間に直接協定(Direct Agreement)が締結され、公共主体が解除権を一定期間留保し、金融機関に第三者による事業継続を試みる機会を与えることを可能にする介入権(Step-in Right)が与えられる。つまり、金融機関の担保権が公共主体の解除権より優先され、公共主体による事業再生に関する意思決定が行われる前に、「既存の事業権契約の枠組みの中で」金融機関による事業再生に関する意思決定が行われる機会が保証されている。

PFI事業者が財務的に破綻する可能性として、1)既存の事業者とは別の第三者が継続する場合には事業が成立しうるケース、すなわち既存の事業者のノウハウあるいは努力不足で破綻するケースと、2)別の第三者でさえも事業が成立し得ないケースの2通りが考えられる。1)のように、別の第三者によって事業が成立するのであれば、その継続の権利を優先債権者に保証する。金融機関が事業を継続することができると判断し、さらに公共主体もサービスが安定的に供給されることを確認すれば、公共主体は解除権の行使を留保し、公共主体と融資金融機関等の当事者双方が認める第三者に事業を継承することが考えられる。介入権は既存のPFIスキームを維持し、民間事業者によって当該サービスを提供することができるかどうかを事後的に確認するための役割を果たしている。言い換えれば、介入権

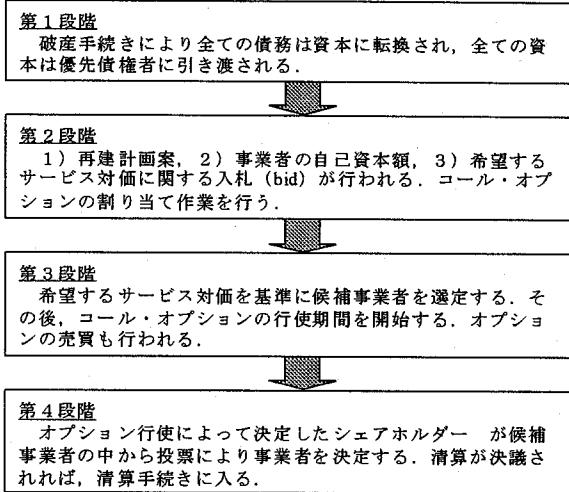


図-3 PFI事業の効率的再生手続き

は市場テストとしての役割を果たしている解釈できる。公共主体とPFI事業者の契約が相対契約であるために、このような市場テストのためのシステムが必要となる。さらに、介入権を規定することにより、金融機関にとっては、投資回収の機会が保証されるので、借入による資金調達がより容易になる。

ただし、ガイドライン²⁰⁾における検討では、事業が破綻した後に、公共主体と債権者(金融機関等)が直接交渉することが望ましいケースがあることに触れてはいるものの、4.(1)で述べたような事業権契約を変更することにより、事業の継続を図ることが正当化されるといった具体的なシナリオについて十分に検討していない。以下では、ここで述べた介入権及び解除権の役割を維持しながら、4.(1)で述べたような、PFI事業のための効率的な事業再生過程を実現する事業再生モデルを提案する。

(3) PFI事業の効率的再生手続き

本研究ではPFI事業の特殊性を踏まえ、BAHMモデルの考え方を踏襲することにより、図-3に示すようなPFI事業の再生手続きを提案する。

第1段階: 事業権契約の内容を維持し、すべての債務を100%資本に変換するDES(Debt Equity Swap)を行い、株式をすべて優先債権者に引き渡す。

第2段階: 当該事業を引き継ぐことが可能な第三者及び既存の事業者を対象とした競争入札を実施する。入札に参加する入札参加者は、1)再建計画案、2)事業者の自己資本額、3)希望するサービス対価を提出する。また、請求権が第2順位以下の債権

者には、コール・オプションを割り当てる。

第3段階：競争入札の結果、希望するサービス対価が最も小さい者が、新規事業者候補として選ばれる。ただし、再建計画の内容の審査の結果、安定的な事業運営が確保されることが確認できない場合、当該候補者を新規事業者候補から外し、次善の候補者の再建計画を審査する。新規事業者が選択されれば、オプションの行使期間が開始する。なお、競争入札の結果、サービス対価が、事業の社会的経済便益を上回る場合、当該事業は中止される。

第4段階：オプションの行使によって確定したシェアホルダーにより、競争入札によって選ばれた事業者が提案した再建計画に対して投票を行い、承認されれば再建計画に従って運営が継続される。一方、最終的に清算が議決されれば、清算手続に入る。

なお、第3段階ではオプション行使期間を経て、最終的な株式の保有者が入札で提案された再建計画の審査を行うが、このとき、インフラ施設の維持管理運営計画に関わる効率性を評価するうえで、専門的なアドバイザーが必要になる。

（4）本研究で提案した再生手続きの利点

現行のPFI事業に関わるガイドラインにおいては、民事再生法や会社更生法等の法的処理に基づいて事業再生の手続きが進められることが想定されている。しかし、債権者の請求権に優先劣後関係が存在すれば、PFI事業の事業再生においても2.(3)で述べたような非効率性が発生する可能性がある。本研究で提案した手続きは、この非効率を解消するために提案されたBAHMモデルをベースとしており、請求権の優先順位の異なる債権者間の利害対立による非効率性の発生を防ぐことができる。さらに、PFI事業の特殊性を考慮し、かつ2.(3)で言及した事業再生の効率性条件を満足している。

インフラの整備・運営を目的とするPFI事業においては、初期の事業権契約で規定されるサービス対価がPFI事業がもたらす社会的便益と乖離するために、契約を変更しサービス対価を増額しても事業を継続することが正当化される場合がある。ただし、サービス対価は税から支払われるため、税の死荷重損失（税を徴収することにより、社会的に効率的な資源配分が実現することができないために発生す

る損失）を考慮すれば、社会的観点からは、できるだけ契約変更によるサービス対価の増額は小さいことが望ましい。提案した手続きの第2段階で、事業者が希望するサービス対価の増額に関して競争入札することにより、サービス対価の増額を可能な限り抑制することが可能となる。仮に、初期の事業権契約のままで、事業の継続が可能であれば、入札においてサービス対価の増額はゼロの提案が採用されることになる。ただし、総合評価入札方式のように、事業提案の質を考慮した入札形式も当然考え得るが、ここで提案している入札方式では、所与のサービス水準を、最小の費用で満たすことができる事業者が選抜される。特に、事業再生が議論される段階では、すでにインフラ自体が整備されており、既存の事業者による事業が破綻に至った経緯が把握されている。このため、新規事業権契約の場合と比較して、事業内容に関する自由度が少なく、総合評価入札制度を導入する必然性はそれほど大きくない。このように、本研究で提案したPFI事業のための事業再生手続きでは、1) 競争入札を通じて初期の事業権契約が変更され、2) 事業が継続されることが効率的な場合には、それを効率的に実現するためのメカニズムを提供することが可能となる。

また、4.(2)で考察したように、介入権を規定することの意義は事業再生過程で市場テストの機能を導入することにある。本研究で提案した手続きでは、介入権は明示的には規定されていないが、再生手続きの第2段階で新規事業者及び既存事業者の双方が入札に勧誘されることになる。競争入札を実施することにより市場テストの機能を果たすことができ、提案した再生手続きは既存手続きにおいて介入権が果たしている役割を同時に満足することができる。また、入札が結果的に不調に終わった場合、事業の継続を中止できるという点で、公共主体の解除権の効果も維持できる。ただし、事業が継続される場合も、VFM最大化の観点から、公共主体が直轄で運営する方が効率的であるようなケースがあるかもしれない。すなわち、サービス対価の増額がある一定の値を超えた場合には、公共主体が自ら運営した方がよいと判断することがあり得る。しかし、今回提案した手続きは、VFMの観点から公共主体が解除権を行使し公共直轄事業に移行させるべきか

どうかを判断するメカニズムを含んでいない。公共直轄事業へ移行し運営を継続する際には、公共主体が金融機関にいくら補償すべきかという問題について、より詳細な検討が必要となる。

なお、インフラの本質的な性質上、その整備及び運営の最終的な責任は、公共主体が負うことになる。したがって、公共主体が再建計画の技術的内容を十分に精査し、安定的な事業運営が確保できるかどうかのチェックを行わなければならない。インフラ施設の運営に関わる再建計画の評価を行うためには、工学的な専門知識を必要とする。そのため、運営は民間事業者が行うとしても、公共主体側のインハウス・エンジニアの存在が不可欠である。

(5) その他の課題とDIPファイナンスの活用

BAHMモデルで十分に検討されていない問題として、事業再生時における短期流動性の調達の問題がある。BAHMモデルによる手続きでも、再建計画の検討や事業価値の検討等には少なからず一定の期間が必要となる。事業再生過程においては、新しい事業者が運営するにせよ、公共主体が運営するにせよ、インフラサービスの提供を継続することが前提になるため、事業価値を維持するための短期的な資金調達が重要な課題となる⁴⁾。このような「つなぎ」のための運転資金に対するファイナンスは「DIP (Debtor In Possession : 占有継続債務者) ファイナンス」と呼ばれる。実際には、黒字倒産といった、一時的な流動性不足のために、破綻する例もある。Holmström and Tiroleは、会社が通常、常に一定の流動性資産を保有するという行動を説明する理論モデルを構築した²¹⁾。最終的な収益が経営者の観察不可能な努力に依存するというモラルハザードの構造が存在し、初期投資後に契約に記述できないような不測の事態によって追加融資が必要になる場合を考えよう。このとき、経営者の努力インセンティブを引き出すために、一定の準レント（資源を経常的に利用し続けるために必要とする最小収益の超過分）を経営者に帰属させなければならない。そのため、継続価値が正であるような会社であっても、準レントが大きければ金融機関がつなぎ融資をしない可能性がある。このため、経営者に対するモニタリングが強化されれば、つなぎ融資が実現される可能

性は高くなろう。このように効率的なつなぎ融資を担保するための制度の構築は、事業の安定性が要求される事業にとって重要な課題である。

5. おわりに

本研究では、民営会社のための効率的な事業再生手続きであるBAHMモデルを基礎として、PFI事業における効率的な事業再生手法を提案した。インフラの整備及び運営を対象としたPFI事業を想定した場合、その事業再生過程で事業権契約の変更等による継続が社会的効率性の観点から正当化されるようなケースが存在することを指摘し、契約変更を考慮に入れた事業再生手続きを提案した。ただし、BAHMモデルに基づいた事業再生手続きは、いくつかの先進諸国において導入が検討されているものの、法制度として確立した事例は存在しない。しかし、BAHMモデルの考え方を導入することにより、事業再生過程の効率性は大幅に改善されることが保証される。BAHMモデルによる事業再生が法制度として確立されていなくとも、PFI事業の私的整理のためのガイドラインとして検討していくことも可能であろう。なお、本研究の第1著者は、本研究を遂行するにあたり日本学術振興会科学研究費補助金、特別研究員奨励費（課題番号15005522-00）の助成を賜っている。

【参考文献】

- 1) 三輪芳朗、神田秀樹、柳川範之編：会社法の経済学、東京大学出版会、1998.
- 2) Bebchuk, L.: A new approach to corporate reorganizations, *Harvard Law Review*, Vol.101, pp.775-804, 1988.
- 3) Aghion, P., Hart, O. and J. Moore: The economics of bankruptcy reform, *The Journal of Law, Economics & Organization*, Vol.8, No.3, pp.523-546, 1992.
- 4) 企業再生実務研究会：企業再生の実務、きんざい、2002.
- 5) 平成8年度経済企画庁調査委託：M&A活性化の観点から見た倒産法制の在り方に関する調査、商事法務研究会、1997.

- 6) Gilson, S., K. John and L. Lang: Troubled debt restructurings: an empirical study of private reorganization of firms in default, *Journal of Financial Economics*, Vol.26, pp.315-353, 1990.
- 7) Aghion, P., Hart, O. and J. Moore : Insolvency reform in the UK: a revised proposal, *Insolvency Law and Practice*, No.11(3), pp.4-11, 1992.
- 8) 瀬下博之, 山崎福寿: 民事再生法の経済分析, *日本経済研究*, No.44, 2002.
- 9) Detragiache, E.: Public versus private borrowing: A theory with implications for bankruptcy reform, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 3, pp. 327-354, 1994.
- 10) Sheard, P.: Main Banks and the Governance of Financial Distress in : Aoki, M. and H. Patrick, (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, pp.188-230, 1994.
- 11) Osano, H.: Default and renegotiation in financial distress in the multiple bank model: an analysis of the main bank system, *Japanese Economic Review*, Vol.49, No.2, 1998.
- 12) Aghion, P. and P. Bolton: An incomplete contracts approach to financial contracting, *Review of Economic Studies*, Vol.59, pp.473-494, 1992.
- 13) Bebchuk, L. and H. Chang: Bargaining and the division of value in corporate reorganization, *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol.8 pp.253-279, 1992.
- 14) Hart, O.: *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, 1995.
- 15) 第一勧業銀行国際金融部編: PFIとプロジェクトファイナンス, 東洋経済新報社, 1999.
- 16) 江口直明, 豊原直治, 塚谷昭子: 日本におけるプロジェクトファイナンスの法律的側面(下), *金融法務事情*, No.1567, 2000.
- 17) Bebchuk, L.: Using options to divide value in corporate bankruptcy, *European Economic Review*, Vol.44, pp.829-843, 2000.
- 18) 西村総合法律事務所編: ファイナンス法大全, 商事法務, 2003.
- 19) 西野文雄監修, 有岡正樹, 有村彰男, 大島邦彦, 野田由美子, 宮本和明: 完全網羅日本版PFI; 基礎からプロジェクト実現まで, 山海堂, 2001.
- 20) 内閣府PFI推進委員会: 契約に関するガイドライン—PFI事業権契約における留意事項について(案) —, 2003.
- 21) Holmström, B. and J. Tirole: Private and public supply of liquidity, *Journal of Political Economy*, Vol.106, No.1, pp.1-40, 1998.

The Recovery Procedure for PFI Projects

By Masamitsu ONISHI, Hiroshi BANDO, Kiyoshi KOBAYASHI

PFI is a means to procure public services by private investments. In this paper, the recovery procedure for PFI projects is proposed to secure the stable supply of necessary public services. The recovery procedure for PFI projects must include mechanisms to achieve the efficient recovery of projects. In order to establish the bankruptcy procedure for PFI projects, its inherent characteristics and constraints should also be considered. This paper firstly explains the desirable goals of bankruptcy procedures and the BAHM model, which has been proposed to solve substantial problems in the bankruptcy reform of private companies. Secondly, the characteristics and constraints of PFI projects, different from those in private projects are clarified. Finally, the recovery procedures for PFI projects are proposed by applying the BAHM model and the particularities of PFI projects.