

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}
和島商業都市研究所 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調達する手法であり、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、まず望ましい事業再生手続のあり方及び一般的な民間事業でそれを実現するものとして提案されているBAHMモデルの有効性について検証する。次に、事業再生手続において考慮されるべきPFI事業の民間事業と異なる特性を明らかにする。最後にBAHMモデルのメカニズムを活用し、その特性を考慮した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, 事業再生, BAHMモデル

1. はじめに

PFI事業では民間事業者が公益的なサービスを提供する。そのため、公共主体及びサービスの享受者にとって最も重大なリスクは、事業者が財政的に破綻に陥り、サービスが安定的に供給できなくなるという事態である。サービス供給が社会的に必要である限り、事業が継続され、一方、必要のない事業については中止できる効率的な意思決定とその実行を実現できるメカニズムを事前に構築しておくことが重要である。また、事業破綻の際の対応は事後的な効率性に影響するだけでなく、事業者の事業破綻に至るまでの事前のインセンティブにも影響を与えることも考慮しなければならない。

PFI事業はサービスが公益性を持ち、そのノウハウには専門的知識を要するといったPFI事業の特徴および制約条件が存在するため、その破綻処理方法は通常の民間企業の破綻処理と同様には扱うことができない。近年の不良債権処理問題に関連して、わが国においても効率的な破綻処理プロセスに関する理論的研究の蓄積も進んできたが、PFI事業に関するこのような理論

的研究は、未だほとんど蓄積されていない。本研究では、民間事業で効率的な事業破綻を実現するBebchuk, Aghion, Hart, Moore^{1),2)}が提案する手続きモデル（以下、BAHMモデルと呼ぶ）に基づき、そのPFI事業への適用を試みる。以下、2. では、本研究における考え方を明らかにし、3. では、BAHMモデルの有用性についてそのポイントを整理する。4. では、PFI事業の破綻処理で考慮されるべき特有の条件及び制約条件を明らかにし、これらを考慮したPFI事業の再生手続モデルを提案する。5. では、本研究の成果及びこれからの研究の方向性について示す。

2. 本研究の基本的考え方

近年のわが国の倒産法制は大きく改正されたが、これら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いる。しかし、Bebchukが指摘したような、構造的に発生する債権者間の利害対立を解消するような抜本的な改正には至っていない。わが国の再建型倒産法制は米国のChapter 11の流れを汲むものであるが、いずれの倒産法制についても存在する問題点は、債権

*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 075-753-5072

*2 常務取締役 03-3866-3661

*3 工学研究科都市社会工学専攻 教授 075-753-5071

者間の利益相反と企業価値評価の問題である。現実では、債権者が単一のグループのみということではなく、請求権の優先順位が異なる複数の債権者が存在しており、企業のあらゆる資産を担保として設定されることが一般的である。債権者間に優先劣後構造が存在するとき、事業の再建計画の議決及び継続価値の分配を巡り、債権者間の利害対立が発生する。そのメカニズムは以下の通りである。

支払順位の高い債権者は自らの債権をできるだけ確実に回収することが目的であり、収益のアップサイドリスクに関しては全く利益を得ない。そのため、優先債権者にとっては、できるだけリスクの小さい再建計画が望ましいと。一方、支払順位の低い劣後債権者は優先債権者とは逆に、収益が大幅に増加するほど回収が容易になる。すなわち、劣後債権者は収益のアップサイドリスクに関してのみ興味があり、できるだけリスクの大きい再建計画が望ましいことになる。このように、債権者の優先劣後構造は、再建計画に関して債権者間で選好が異なるために、再建計画の合意に多大な時間を要するといった非効率を発生するメカニズムを内蔵している。また、会社の継続価値が客観的な評価が困難であることが原因で、債権者間の全クラスの合意を実現するために、厳密な優先順位に基づけば何も得られないようなクラスの債権者にも企業価値の配分を行ったり、再建計画が望ましいものから歪められるといったことが発生しやすい。

米国の Chapter 11 やその流れを汲んだわが国における再建型の倒産法制においても利害対立の問題は克服されておらず、このため事業の再建に合意がなかなか成立しないまま、企業価値が毀損するケースが多い。弁済の優先順位が厳密に守られない場合には、貸手が貸付を躊躇するようになる、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ものが現れる、適切な倒産手続の利用が妨げられる危険性が生じることが挙げられる。Hart³⁾は経済学的観点から見た場合、望ましい破綻処理手続きとは、以下の3つの条件を満たすとしている。

- 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 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であってはならない。

- 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絶対優先の原則が基本的に守られる。

BAHM モデルは以上の条件を全て満たしているという点で、現在提案されている破綻処理手続きでは最も効率的な方法であると考えられる。本研究の目的は BAHM モデルの基本的な考え方を利用して、PFI 事業の効率的な破綻処理手続きを構築することである。

3. BAHM モデルの破綻処理手続

Aghion, Hart, Moore²⁾は Bebchuk¹⁾のモデルに基づき、BAHM モデルと呼ばれるによる破綻手続きモデルを提案した。まず手続きの開始において、全ての債権が資本に転換される。債権者の優先順位を確定し、最も順位の高い債権者は更正会社の全株式を割り当てられる。第二順位以降の劣後債権者及び既存の株主は、それぞれの上位のクラスの債権者の債権額全額を満足させることで株式を購入するオプションを付与される。上位の債権者は下位の債権者がオプションを行使する場合には全額弁済を受けるため、株式を保持することが出来ない。

株式およびオプション権を債権者に割り当てる作業と同時に、裁判所は既存のステークホルダーのみならず、広く当該会社へのキャッシュ又はノンキャッシュによるビッドと企業の継続に関する提案を募る。ビッドでの提案は公開され、請求権者はそれを一定の時間をかけて審査し選択する。

BAHM モデルでは、手続き開始とともに全ての債権を資本化することにより、各債権者間における利害関係のない1つのクラスとし、当該会社の将来の再建計画を決定する。さらに、劣後債権者に上位の債権者の全債権額を行使価格とするコールオプションを付与することにより、絶対優先の原則が維持されることになる。また、裁判所が広くビッドを求めることにより、債権者や株主が企業の情報に関して不利な立場にあるという欠点が解消されるが、その反面、企業の内部情報が流出するという短所も持つ。ビッドでは既存の経営者が継続して経営を行うことも認められており、事前の bonding 効果は適切に機能していると言える。

4. PFI事業のための事業再生手続

(1) 民間事業とPFI事業の本質的相違点

PFI事業と民間事業の本質的な相違は、PFI事業の公益性の存在と再建計画策定時の工学的な専門知識の必要性である。PFI事業における公益的サービスを提供しているという点において公的企業組織であり、公共主体が直接サービスの対価を支払うケースや補助金を与えるケースが多い。この場合、SPCは収益は公共主体からの支払に依存することになり、サービスの対価を全て市場からの無数の消費者から得るという通常の民間企業とは大きく異なる。民間事業では収益の源泉である市場と交渉ができないが、PFI事業では収益の源泉である公共主体が交渉することができる。また、通常の民間企業では、将来に渡り企業が生み出すキャッシュフローの現在価値としての企業価値が社会的な価値と一致するが、PFI事業者であるSPCは投資家の観点から評価される企業価値と社会的な観点からの価値は一致しない。このため、SPCと金融機関のみで事業の継続か清算を決定することが必ずしも効率的ではなく、公共主体の介入が破綻処理プロセスに必要となる。

次に、PFI事業で扱われる事業の運営計画を策定するためには、当然のことながら経営の専門的知識のみならず、工学の専門的能力が要求される。PFI事業における債権者が自ら再建計画を策定することは不可能であり、技術力のある新しい事業者に株式を譲渡しなければならない。

(2) BAHMモデルを適用したPFI事業再生手続

上述のように、PFI事業と民間事業の違いとして公益性と工学的な専門的能力の必要性という2つの相違点が存在している。したがって、3.で示した民間事業の破綻処理手続をそのまま利用することはできない。まず、事業の運営には、専門的な能力を必要とするため、金融機関あるいは投資家が100%株主となることは運営上困難である。そのため、株主は専門的な能力を有する既存のスポンサーを含めた新たな第三者を勧誘しなければならない。BAHMモデルでは、破産手続開始後に、すべての債務は資本に転換され、優先債権者が100%株主の会社となる。BAHMモデルでは、金融機関あるいは債権者が株主として会社を完全に保有することが認められることになるが、PFI事

業の場合は、専門的な能力を有する主体がスポンサーとなることが望ましい。BAHMモデルでは、株式を購入する主体自身が株式の購入資金を準備しなければならない。しかし、スポンサーである事業者がSPC株式を100%一括で購入する資金を保有しているとは考えられない。スポンサーはその他の金融機関からの融資によって株式購入資金を調達することも可能であるが効率的ではない。コーポレートガバナンスの観点からは、新規事業者も一定の自己資金を準備することが望ましい。以上から、破綻処理開始によって、広く第三者からビッドを勧誘するが、事業者は1)再建計画、2)自己資本額、および3)希望する債権放棄額を提示する。新しい事業者に対して既存の債権者の請求権の優先順位は維持される。一方、債権放棄は優先順位の低い債権者から順番に行われる。ただし、BAHMモデルではビッドにおいてオファーされた再建計画は全てビッドの参加者に公開されることになっている。しかし、PFI事業の場合には、各事業者の専門的なノウハウを利用する。そのためもし、参加事業者の再建計画を公表すれば、参加事業者の企業秘密を保持することができない。したがって、PFI事業の破綻処理では再建計画を公開することができない。

ここで、公共主体のSPCに対する料金支払に関して、デフォルト後に契約変更されるべきであろうかという問題がある。この契約変更の有無は、事業が破綻した場合の損失に関する公共と債権者のリスク分担を規定することになる。破綻処理後の料金支払の変更は、すなわち既存債権者への支援を意味する。仮に事業権契約における料金支払あるいは補助金が増額されるとき、既存債権者の債権放棄額は減少する。債権者は事前に事業者のデフォルトリスクを精査し、そのリスクに対してリスクプレミアムを受け取っている。金融機関は、事業収支に関して事前に回収の可能性があるかに関して十分に検討する役割を果たすことが期待される。そのため、事後的に公共主体が事業権契約の契約変更で結果的に債権者の支援をすることは、金融機関が事前にリスクに関して十分な審査を行うインセンティブを阻害してしまう可能性がある。したがって、事前の効率性を考慮した場合には、契約変更によって料金支払を変更することは望ましくない。ただし、料金支払が建設資金の回収のみならず運営費用さえも下回っているような場合には、金融機関が全額債権放棄

をした場合でも、新規事業者も参入しない。民間事業であれば、当然事業を完全に清算することが効率的である場合でも、PFI事業の場合には提供されるサービスが公益性を有しているために、事業の中止を意味しない。既に設定されている料金支払を増額したとしても、料金支払が社会的便益を上回る場合であれば、当然、公共主体は契約変更に応じる。

一方、公共主体は、新規事業者による事業を継続するインセンティブを持たなくとも、事業を継続する必要がある場合には、事業権の解除を行い、公共が直轄で運営することも可能である。したがって、ここで両者が交渉に応じる条件は、1) 上記のビッドで新規事業者が参加しない、かつ2) 公共が直轄で運営するよりも民間事業者が運営した方が効率的であるときである。交渉によって決定する支払料金は、公共が直轄で運営する場合の費用を上限、新規事業者が運営する場合の運営費用を下限とした範囲となる。交渉の結果は交渉時点の当事者の交渉力に応じて決定する。

以上で提案した手続きは、BAHMモデルのコンセプトと整合が取れており、効率的な破綻処理手続きであると言える。また、公共主体が事業の継続か清算に関する決定権を維持しており、かつ再建計画についても公共主体が計画の承認を行うことによって、事後的に社会的に効率的な意思決定が実現できる。

5. おわりに

本研究では、民間事業の効率的な破綻処理手続きであるBAHMモデルを適用することによって、PFI事業の効率的な事業再生手法を提案した。公益性を有するサービス提供を目的としたPFI事業の事業価値は、将来のキャッシュフローの現在価値ではなく、外部経済便益を考慮に入れて評価されなければならない。そのため、事業再生過程において公共主体が介入することが求められる。本研究では、事業再生手続きにおける公共の役割を明確化した。今後、公共主体と民間事業者の戦略的行動に関する分析及び資金調達手法が多様化に対応しうる事業再生手続を構築する必要がある。

【参考文献】

- 1) Bebchuk, L.: A New approach to corporate reorganizations, *Harvard Law Review*, Vol.101, pp.775-804, 1988.
- 2) Aghion, P., Hart, O., Moore, J.: The Economics of Bankruptcy Reform, *The Journal of Law, Economics & Organization*, Vol.8, No.3, pp.523-546, 1992.
- 3) Hart, O.: Firms, contracts, and financial structure, Oxford University Press, 1995.

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.