

# PFIの資金調達における社債の利用に関する会社法的考察

水島 治<sup>a</sup>

## 要 旨

現在、我が国のPFI (Private Fund Initiative) における資金調達は、金融機関からの借入を典型とする間接金融が主流であり、社債その他の債券の発行による直接金融はほとんど利用されていないとされる。本論文は、PFIにおいて特別目的会社 (Special Purpose Company, SPC) が社債を発行して資金調達する場合を対象として、その会社法上の問題について整理及び検討するものである。

キーワード：PFI, 資金調達, 特別目的会社 (SPC), プロジェクト・ボンド, 社債

## 1. はじめに

### 1.1 PFIの基本的枠組み

公共施設等の建設を伴うPFI (Private Fund Initiative) においては、公共施設等を建設する能力を有する者と管理・運営する能力を有する者とが異なるため、複数の企業がコンソーシアムを組織して案件に共同応札することが多い (柏木監修 (2004) 10, 53-54 頁)。案件を落札したコンソーシアム (以下、単に「コンソーシアム」という。) は、国や地方公共団体 (以下、単に「公共」という。) との間で基本協定<sup>1</sup> を締結して、選定事業の遂行のみを目的とする特別目的会社 (Special Purpose Company, 以下、「SPC」という。)<sup>2</sup> を設立する。そして、設立されたSPCが公共と事業契約を締結するという枠組みが一般的である (民間資金等活用事業推進委員会『契約に関するガイドライン—PFI事業契約における留意事項について—』 (以下、「契約ガイドライン」という。) 1-2 頁, 西村あさひ法律事務所編 (2015) 35 頁, 【図1】参照。)<sup>3</sup>。

PFIの事業遂行のための資金調達は、SPCの責任において行われるものとされ (契約ガイドライン 17 頁, 西村あさひ法律事務所編 (2015) 33 頁), この結果、当該資金

調達の問題はSPCの資金調達の問題に収斂される。SPCの資金調達手段の選択肢としては、一般事業会社と同様、コンソーシアムによる出資と金融機関等による融資 (以下、このような融資を「ローン」、融資債権者のことを「レンダー」という。) があるが、後者が主流とされる (柏木監修 (2004) 93 頁)<sup>4</sup>。また、SPCが社債 (会社法2条23号) の発行によって資金調達をする余地もあり、これが本論文における検討対象である (以上をまとめたのが【図2】である。).

### 1.2 プロジェクト・ボンド

#### 1.2.1 意義

特定のプロジェクトの一部又は全部の資金調達を目的として資本市場において (公募又は私募で) 発行される債券 (Vinter et al. (2013) at 249), あるいはプロジェクトファイナンス<sup>5</sup>のうち、その資金調達を目的として発行される債券 (福島・中内 (2012) 94 頁) のことをプロジェクト・ボンド (project bond) という。プロジェクト・ボンドは既存の法令上の社債を「特定のプロジェクトから生ずるキャッシュフローにリコースが制限される (Vinter

a 武蔵大学経済学部 教授 〒176-8534 東京都練馬区豊玉上 1-26-1

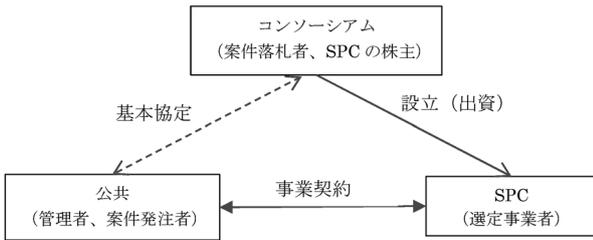
<sup>1</sup> 基本協定では、SPCの設立義務、コンソーシアム構成企業の出資義務、出資割合、株式の譲渡制限等が定められる (柏木監修 (2004) 91-92 頁, 杉本監修 (2012) 110 頁)。

<sup>2</sup> なお、本論文ではSPCが株式会社の場合を念頭において議論する。

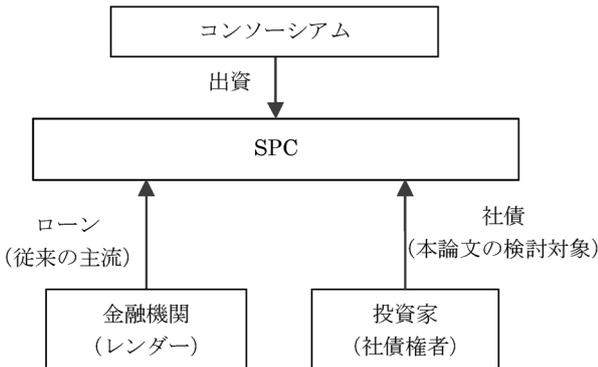
<sup>3</sup> ほとんどのPFIでは、公共から提示される条件等の形でSPCの設立が要求されている (内閣府民間資金等活用事業推進室『PFI事業導入の手引き』実務編 59 頁)。

<sup>4</sup> SPCの資金調達において株式が主流とならないのは、SPCの株式はコンソーシアムがSPCを支配する手段としての性格が相対的に強いこと及びSPCの株主には持株比率の維持義務や譲渡制限義務が課されることが多いことによるものと思われる。

<sup>5</sup> プロジェクトファイナンスとは、二次証券 (secondary security) 又は担保権設定されたプロジェクトの資産、権利及び利益と併せて、返済の大部分をプロジェクトのキャッシュフローによって行うローン構造のこと (Delmon (2005) at 494), プロジェクトのみから生ずるキャッシュフローに対する融資を基礎とする金融技術を通じて大型プロジェクトに対するデットファイナンスを行う資金調達手法 (Yescombe (2007) at 345-346) と定義される。



【図 1】



【図 2】

et al. (2013) at 249) 債券として組成したものであり、利率や償還の方法及び期限等が同じ社債であっても、プロジェクト・ボンドに該当する場合と該当しない場合がある。たとえば、一般事業会社が発行する社債は、その償還が特定のプロジェクトから生ずるキャッシュフローにのみ依拠しているわけではないのでプロジェクト・ボンドには該当しない。他方、SPCが発行する社債は、その償還がSPCの事業（つまり、PFI事業）から生ずるキャッシュフローのみに依拠しているためプロジェクト・ボンドに該当する<sup>6</sup>。

プロジェクト・ボンドの歴史が古いのはアメリカであり、その起源は1800年代の鉄道敷設プロジェクトに伴う債券発行にまで遡るとされる（Dewar ed. (2015) at 375-376）。ただ、民間セクターにおけるプロジェクト・ボンドの発行は、1980年代後半から1990年代初頭に始

まったものであり、私募債市場の流動性が格段に向上したのを契機としてプロジェクトの資金調達手法として認知されるようになった（Dewar ed. (2015) at 375-376 参照<sup>7</sup>）。その後、プロジェクト・ボンドは主として独立発電事業者の資金調達手法として利用が拡大し、今日ではアフリカや中東地域における石油や天然ガス関連のプロジェクトで利用されている（Dewar ed. (2015) at 376）。

### 1.2.2 資金調達上のメリット

2017年のプロジェクトファイナンス調達額をみると、ローンによる調達額が約2296億ドルであるのに対して、プロジェクト・ボンドによる調達額は約637億ドルであり、プロジェクトファイナンス全体に占める割合は約27%である（富田（2018）35頁）。ローンによる調達額が前年度比で約68億ドル減少しているのに対して、プロジェクト・ボンドによる調達額は約201億ドルと大幅に増加しており、プロジェクト・ボンド市場は活況のようである<sup>8</sup>。プロジェクト・ボンドはローンほどには一般的な資金調達手法ではないとされるが（Dewar ed. (2015) at 374）、以下のような資金調達上のメリットがあるとされる。

#### (1) 資本市場への直接的なアクセス

SPCは、プロジェクト・ボンドによって資本市場への直接的なアクセスが可能となり、そのメリットを享受することができる。たとえば、プロジェクト・ボンドの場合には、SPCは大規模な資金を比較的短期間で調達ことができ、資金調達コストの低減も期待できる（Vinter et al. (2013) at 249）。また、プロジェクト・ボンドの場合には、固定金利だけではなくインデックス連動型金利等の多様な金利構造を利用することができる（Vinter et al. (2013) at 249）。こうした資本市場への直接的なアクセスは潜在的な投資家の需要を喚起するという観点からも一定の意義を有する。一般にプロジェクトファイナンス業務は通常の融資業務とは異なる知識や経験等が必要とされ、恒常的に当該業務をすることができる金融機関はおのずと限定される（福島・中内（2012）94頁）。これ

<sup>6</sup> SPCの行うプロジェクトがどの程度特定しているかは、プロジェクト・ボンドのリスクにも重要な影響を与える。最も厳格には、1つのSPCが1つのPFI事業のみを遂行し、それ以外の一切の事業はしないというものである。この場合には、本文で指摘したように、SPCのキャッシュフロー、PFIのキャッシュフロー、プロジェクト・ボンドの償還原資が完全に一致する状態となる。しかし、実際のPFIにおいては、複数の地方公共団体が共同で事業を発注するケースもある（丹生谷ほか（2010）50頁参照）。この場合には、SPCのキャッシュフロー、PFIのキャッシュフロー、プロジェクト・ボンドの償還原資が必ずしも一致しない。

<sup>7</sup> イギリスにおけるプロジェクト・ボンドの具体的な事例については、赤羽・加畑（2005a）31-35頁参照。

<sup>8</sup> なお、我が国の場合には、地方銀行を含めて銀行勢のプロジェクトファイナンスへの融資意欲が旺盛であり、海外の場合には、インドや中国の銀行が積極的にプロジェクトファイナンスに参入していることもあり、プロジェクト・ボンドの伸び率は予想よりも緩やかなものにとどまっているとされる（富田（2018）35頁）。

に対して、プロジェクト・ボンドは債券という定型化された金融商品として発行されるため、恒常的にプロジェクトファイナンス業務をすることのない金融機関やプロジェクト関係者以外の投資家もプロジェクト・ボンドへの投資が可能となる (Vinter et al. (2013) at 249). たとえば、保険会社や年金基金等の機関投資家は、恒常的にプロジェクトファイナンス業務をするわけではないが、債券投資あるいはポートフォリオ分散の一環としてプロジェクト・ボンドを需要する可能性がある (Dewar ed. (2015) at 67 参照)<sup>9,10</sup>. 資金調達先の多様化による投資家間の競争は、SPCの資金調達コストの低減といったメリットを生み出す可能性もある。

## (2) ロングテナー (long tenor) の活用

ローン場合、設定可能なテナーには制限はないが、主たるレンダーが銀行であることからすると、銀行規制によって設定可能なテナーは事実上制約される。たとえば、アメリカの場合には、資本規制の厳格化や金融危機によって伝統的なプロジェクトファイナンスの担い手である商業銀行による融資は減少傾向にあり、バーセルⅢ以降、30年超のテナーの設定は難しく、15年から20年程度にまで短期化しているとされる (Dewar ed. (2015) at 376). 銀行規制等の外部的な要因によって設定可能なテナーが制約される場合には、SPCはローン以外のロングテナーの資金調達手法を模索しなければならず、その選択肢の1つがプロジェクト・ボンドである。プロジェクト・ボンドの場合には、テナーは、通常30年、長いものだと100年というものもあるとされる (Dewar ed. (2015) at 377). 長期のテナーを利用することができるということは、SPCがPFI事業の全部又は大部分をカバーするプロジェクト・ボンドを組成することが可能となることを意味しており、キャッシュフローの構造に応じた資金調達が可能となる。

## (3) 緩やかなコベナンツの利用

ローンの場合には、その返済がPFI事業から生ずるキャッシュフローのみに依拠しているため、レンダーとSPCとの間で詳細なコベナンツが定められるのが一般的である (赤羽・加畑 (2005a) 30頁). プロジェクト・

ボンドの場合にも、社債契約においてコベナンツが定められるが<sup>11</sup>、当該コベナンツはローンのコベナンツほどの重い義務負担 (onerous) を伴わず簡潔なものとなることが多いとされる (Dewar ed. (2015) at 377). これは、過度に詳細なコベナンツを定めると、プロジェクト・ボンドの流動性にネガティブな影響を及ぼすものと考えられていることによるものである (赤羽・加畑 (2005a) 30頁).

## 2. ネガティブ・キャリー

### 2.1 総説

公共施設等の建設を伴うPFIの場合には、完工前にSPCが工事代金の一部をコンストラクターに支払うことが多い。たとえば、0期に着工してT期に完工する公共施設等の建設を伴うPFI事業の場合には、SPCはT期に工事代金の全額を支払うのではなく、0期からT期までの一定の時期 (これを、 $t_1$ ,  $t_2$ 期とする.) に代金の一部を支払い、T期に代金の残額を支払う (【図3】参照). SPCは、T期以降でない限りキャッシュインがないため、T期までに生じた資金需要を満たすためには、何らかの方法で別途資金調達をする必要に迫られる<sup>12</sup>.

ローンの場合には、SPCはレンダーとの間でコミットメントラインを設定して、現実の資金需要が生じた都度、必要な額の融資を受けて支払いに充てる。他方、プロジェクト・ボンドの場合には、SPCは、ファイナンスクローズ (financial close) の時点でプロジェクトに必要な資金全額を1回の社債発行で調達し、それを資金管理口座 (エスクロー口座) に預託した上で、現実の資金需要が生じた都度、預託資金を取り崩して支払いに充てるのが一般的とされる (Vinter et al. (2013) at 250,



【図3】

<sup>9</sup> プロジェクト・ボンドは、ストラクチャー構築により安全度の高い商品となる可能性があり、事業期間の全部又は大部分をカバーするものとして組成された場合には、30年を超えるようなきわめて長期の年限を有する債券となることから、安定的かつ長期の運用先を必要としている生命保険会社等の投資家の具体的需要を満たすことができる (赤羽・加畑 (2005a) 31頁).

<sup>10</sup> シンジケート団に加わるにはハードルが高い投資家にとっても、プロジェクト・ボンドであれば、格付けが参照可能であるため、取り組みやすいとされる (富田 (2018) 35頁).

<sup>11</sup> コベナンツの具体例については、赤羽・加畑 (2005a) 33頁参照.

<sup>12</sup> この点については、公共施設等の建設を伴わないコンセッション型PFIとは状況が異なる。なお、コンセッション型PFIにおけるファイナンスの特徴としては、勝山 (2017) 21頁以下参照.

Dewar ed. (2015) at 68)<sup>13</sup>. つまり、【図3】でいうと、ローンの場合には、SPCは、0期でコミットメントラインを設定し、 $t_1$ 、 $t_2$ 期、T期の各期ごとに必要額のみを小分けに調達するのに対して、プロジェクト・ボンドの場合には、SPCは $t_1$ 、 $t_2$ 期、T期の各期の必要額の総額を0期に社債を発行して資金を調達して、資金管理口座に預託し、それを $t_1$ 、 $t_2$ 期、T期に取り崩して支払いに充てる。

このため、プロジェクト・ボンドの場合には、SPCは社債の利息（支払利息）と資金管理口座の利息（受取利息）の2つの利息に直面することとなり、前者が後者より高い場合には、SPCにある種の「無駄な支出」が生ずる。これをネガティブ・キャリー（negative carry, negative arbitrage）といい（Vinter et al. (2013) at 250, Dewar ed. (2015) at 68）、特に長い工期を伴うPFI事業の場合には、SPCの資金調達コストを相対的に増加させる方向に作用する。ネガティブ・キャリーは、SPCが現実の資金需要が生じていない時に社債を発行することによって生ずるものであるから、SPCに現実の資金需要が生じた時に必要額のみ社債発行ができるならば問題は一応解決する。このような機動的な社債の発行手法としては、シリーズ発行<sup>14</sup>やMTN（Midium-Term Note）プログラム<sup>15</sup>のようなものが考えられる<sup>16</sup>。いずれの手法によっても、会社法との関係では、社債の募集に関する事項の決定の委任との関係が問題となる。

## 2.2 社債発行の機動性の向上：募集事項の委任

### 2.2.1 委任可能な事項の範囲

会社は、その発行する社債を引き受ける者の募集をしようとするときは、その都度、当該募集に応じて当該社

債の引受けの申込みをした者に対して割り当てる社債（募集社債）について、募集社債の総額、各募集社債の金額、募集社債の利率、募集社債の償還の方法及び期限等の事項（以下、「募集事項」という。）を定めなければならない（会社法676条）。募集事項の決定機関については、取締役会非設置会社の場合には、会社法348条1項に基づき、取締役が決定すると解されている（伊東・本柳（2005）28頁）<sup>17</sup>。

他方、取締役会設置会社の場合には、募集事項の決定は、募集社債の総額（会社法676条1号）その他の社債を引き受ける者の募集に関する重要な事項として法務省令（会社法施行規則99条）で定める事項については、取締役会は取締役に委任することができず（会社法362条4項5号）、取締役会の決議によらなければならない（伊東・本柳（2005）28頁）。委任の範囲が限定されているのは、社債の発行が一般公衆に対するものであって（対公衆性）、かつ償還金額は多額で償還期間も長期（大量性・長期性）であるのが通常であることから、社債の発行には慎重な手続が要求されるとの考え方に基づくものである（江頭（1997）3頁）。社債を引き受ける者の募集に関する重要な事項以外の募集事項については、取締役会は取締役に委任することができる（相澤ほか編著（2006）624頁）<sup>18</sup>。また、取締役会が取締役に委任した趣旨が再委任を認めることを前提とするものであるときには、委任された取締役は再委任することもできると解されている（相澤ほか編著（2006）626頁）。

会社法362条4項5号にいう「社債を引き受ける者の募集に関する重要な事項」としては、以下のようなものがある。

(1) 二以上の募集に係る会社法676条各号に掲げる事

<sup>13</sup> プロジェクト・ボンドの場合に1回限りの社債発行でプロジェクトのすべての資金調達をするのは、①社債の発行は、原則として、その都度、発行手続の履践が要求されていること、②社債は市場環境の影響を受けやすいため（福島・中内（2012）94頁）、社債が完全消化されないリスクがあることによるものと推測される。

<sup>14</sup> シリーズ発行とは、発行する社債の総額を定めて、具体的な発行内容については複数回に分けて代表取締役等が決定する社債の発行方法のことである（伊東・本柳（2005）29頁）。

<sup>15</sup> MTN（Midium-Term Note）プログラムとは、社債発行により資金調達を予定している発行体が、引受証券会社等との間で社債（当該社債のことをMTNという。）の発行に関する基本契約を締結し、当該契約で定められた発行枠の範囲内で条件の異なる社債を反復継続して発行するプログラムのことである（江頭（1997）2頁、伊東・本柳（2005）29頁）。

<sup>16</sup> MTNプログラムに基づく社債の発行は、一定期間中の償還されていない社債の総額の限度額を決議する点で、発行総額を決議するシリーズ発行とは異なる（伊東・本柳（2005）29頁）。

<sup>17</sup> 取締役が2人以上ある場合には、募集事項は取締役の過半数をもって決定するが、特定の取締役に当該決定を委任することもできると解される（会社法348条3項参照）。

<sup>18</sup> 社債のコバナンツについては、その内容によっては、株主の利益にも影響することを理由として、社債の内容に関する重要な事項の1つとして、取締役会においてある程度の枠を定めて、その範囲内において、募集事項の決定を委任された取締役が具体的な内容を決定することが必要であると解されている（江頭（1997）6頁）。委任の方法としては、取締役会の決議で許容されるコバナンツをいくつか定めて、個別の社債発行時において、委任された取締役が適当なコバナンツを選択することで許されるとする（江頭（1997）7頁）。コバナンツがSPCの財務状態（ひいてはPFI事業の遂行）に及ぼす影響という点からすれば、取締役に對する委任も上記のような一定の制約を受けるものと解するべきである。

項の決定を委任するときは、その旨（会社法施行規則99条1項1号）

1種類の社債について1回のみ募集をするか、1種類又は2種類以上の社債について複数回の募集をするかは取締役会で定めなければならないが、2以上の募集をする場合において、何種類の社債を発行するか、何回の募集をするかは取締役会で定める必要はない（相澤ほか編著（2006）624頁）。これは、募集社債の発行が資金調達の手段の1つであり、臨機応変に条件を変更することができるようにすることが望ましいという価値判断によるものとされる（弥永（2015）490頁）。SPCが社債を発行する場合には、その取締役会において1種類又は2種類以上の社債について複数回の募集をすることが決定されて、何種類の社債を発行するか、何回の募集をするかについては取締役に委任することとなる。

(2) 募集社債の総額の上限（会社法施行規則99条1項2号）

募集社債の総額の上限について委任が制限されるのは、募集社債の総額は、ある時点において、会社が負担する社債の元本債務の上限を画するものであり、会社にとって重要性を有することによる（弥永（2015）490-491頁）。取締役会が二以上の募集に係る募集事項の決定を委任するときは（会社法施行規則99条1項1号）、各募集に係る募集社債の総額の上限の合計額を定めれば足り（会社法施行規則99条1項2号かっこ書き）、社債の種類ごと又は募集ごとの募集社債の総額を定める必要はない（相澤ほか編著（2006）624頁）。これは、募集ごとに募集社債の総額の上限を定めなくとも、全体として、会社が、ある一時点において、社債債務（元本債務）をどれだけ負う可能性があるかを取締役会にコントロールさせれば十分であると考えられるからである（弥永（2015）491頁）。

SPCが社債を発行する場合において、会社法施行規則99条1項2号にいう「募集社債の総額の上限」として許容される金額がどの程度の額なのかという点は解釈上問題となり得る。①会社法施行規則の文言上、当該上限を事業規模等によって特に限定していないこと、②委任された取締役に募集社債の総額の上限まで使い切る義務は負わないこと、③SPCの株主は事実上コンソーシアムのみであるから株主の利益を特に考慮する必要はないといった点からすると、上限を特に制限する必要はないと解する余地もある。しかし、社債の償還及び利息支払

の確保やPFI事業の安定的な遂行という観点からすれば、SPCの財務的な健全性の確保は不可欠であるといえ、事実上の「青天井」的な上限の設定は認められないと解するべきであろう（江頭（1997）5頁参照）。このように解する場合には、合理的な募集社債の総額の上限がどの程度の額かという問題が生ずるが、伝統的なPFIの対象プロジェクトにおいては収入源及び支払先が確定しているものが多いとされていること（勝山（2017）24頁）を踏まえると、これらを目安として募集社債の総額の上限を定めている限りは、一応の合理的があるとみてよいと思われる。

(3) 募集社債の利率の上限その他の利率に関する事項の要綱（会社法施行規則99条1項3号）

募集社債の利率の上限その他の利率に関する事項についての委任が制限されるのは、当該事項は、ある時点において、会社が負担する利息債務の上限を画するものであり、会社にとって重要性を有することによるものと考えられる。「要綱」で足りるとされているのは、社債の商品性を魅力的なものとし、会社の資金調達を円滑かつ有利に行うためには、利率の上限を定めることによって委任の範囲を画する方が適当な場合があり得ることによるものである（相澤・郡谷（2006）13-14頁、弥永（2015）491-492頁）。会社法施行規則99条1項2号にいう「要綱」とは、取締役に対する白紙委任又はそれと同視し得るような内容のものであってはならず、利率に関する事項としてどのような条件が定められるかが取締役にあって予測可能な程度には特定していなければならないとされる（弥永（2015）492頁）<sup>19</sup>。

(4) 募集社債の払込金額の総額の最低金額その他の払込金額に関する事項の要綱（会社法施行規則99条1項4号）

取締役会は、募集社債の総額を定めた場合に、払込金額の総額の最低額を定めることによって割引発行の限度額を定めることや、募集社債の総額の一定割合以上の金額を払込金額の総額とする等、払込金額に関する事項の要綱を定めなければならない（相澤ほか編著（2006）625頁）。

## 2.2.2 委任の期間

会社法及び会社法施行規則は取締役に対して募集事項の決定を委任する期間について特に制限しておらず、委任の期間に制限があるのかが特に取締役会設置会社の場

<sup>19</sup>たとえば、「募集社債の利率は5%以内とする」といった定め方だけではなく、「募集社債の利率は基準金利+3%以内とする」といった形でプライムレートやLIBOR等を基準金利として、それとの関係で社債の利率を実質的に定める方法もある（相澤ほか編著（2006）624頁、弥永（2015）492頁）。

合に問題となる<sup>20</sup>。これについては、取締役会の取締役に対する募集事項の決定に係る委任の期間については、特に制限はないとする立場がある（相澤ほか編著（2006）625頁、大江（2013）287頁）。この立場は、委員会等設置会社以外の取締役会設置会社において、取締役会が募集事項の決定を取締役に委任できることが明文化されながら、当該委任の期間について特に規定を設けていない点を理由とする（大江（2013）287頁、弥永（2008）127頁参照）。募集事項の決定の委任が市場環境に応じた機動的な資金調達を図るという観点から認められたものであるとすれば、市場環境への対応をどれだけの期間にわたり取締役に委ねるかは取締役会が専門の見地から判断すべき問題であり、外形的・客観的に一律に定まる性質のものではないという理解もあろう。

他方、会社法676条が社債を引き受ける者の募集をしようとするときは、「その都度」募集事項の決定を要求しているという趣旨に鑑みて、委任の期間には一定の限度があるとする立場がある。この立場による場合には、許容される委任の期間がどのくらいかという問題が生ずるが、これについては取締役会における資金計画を立てる期間及び取締役の交代可能性等を考慮して最長でも1年程度とする見解が平成17年改正前商法における学説としても有力であり（江頭（1997）7頁、河本・今井（2005）141頁）、会社法下においてもそれを支持する見解がある（伊東・本柳（2005）29頁<sup>21</sup>）。PFIの場合には、事業の当初段階（あるいは応札段階）において資金計画はある程度確定しているものと思われ、資金計画を立てる期間との関係で委任の期間が制限されることを説明するのは難しいが、SPCの取締役の交代可能性<sup>22</sup>との関係で委任の期間が制限されると解する余地はある。

PFIの多くは事業期間が15年以上とされる（丹生谷ほか（2010）47頁）。委任の期間を制限しない場合には、PFIの事業期間全体を1つの委任の期間として募集事項

の決定を委任することも解釈上許容されることとなる。これに対して、委任の期間を制限する場合には、PFIの事業期間全体を1つの委任の期間として募集事項の決定を委任することは難しいと考えられ<sup>23</sup>、PFIの事業期間をいくつかに分けて委任せざるを得ないこととなる。

### 2.2.3 委任することができる取締役の範囲

募集事項の決定を委任することができる取締役の範囲については、募集事項の決定が会社の意思決定である以上、会社の機関である代表取締役にのみ委任することができるかと解するのが理論的でないかとする見解もある（弥永（2008）128頁<sup>24</sup>）。

他方、取締役会は募集事項の決定を代表取締役以外の取締役に委任することができるかと解する見解もある（江頭（1997）7頁、伊東・本柳（2005）30頁）。会社法362条4項は、同項各号に定める事項を「取締役に委任することができない」とするにとどまり、それ以外の事項について代表取締役以外の取締役に委任することを禁止しているわけではない。このため、取締役に委任することができない事項以外の事項については、代表取締役以外の取締役に委任することができるかと解するべきであろう（相澤ほか編著（2006）624頁参照）。

## 3. 社債の管理

### 3.1 社債管理者の設置

#### 3.1.1 総説

プロジェクト・ボンドの償還はSPCの遂行するPFI事業から生じるキャッシュフローのみに依拠しているため、償還の確保という観点からも、SPCに対する継続的かつ詳細なモニタリングは不可欠となる。SPCに対するモニタリングは、ローンの場合には、レンダーが主体となって行う。これに対して、社債の場合には、会社は、

<sup>20</sup> 取締役会非設置会社の場合についても、取締役会設置会社の議論が基本的にはあてはまるものと考えられる。

<sup>21</sup> また具体的な期間を示さないものの、一定の制約があると解する方が穏当であるとの指摘もある（弥永（2008）127-128頁）。

<sup>22</sup> SPCの株主はPFIの案件落札者兼PFI事業の業務受託者であることから、SPCの取締役が交代する可能性は基本的には低い。ステップ・イン（step-in）が行使される場合にはSPCの取締役が交代する可能性がある。

<sup>23</sup> なお、石塚ほか（2005）26頁（脚注18）は、「仮に新会社法において授權期間の上限が明文化されなくとも、当該授權期間が合理的なものである限り、三カ月を超える期間であっても有効であると解すべきであろう」としている。「授權期間が合理的なものである」というのが、取締役の任期との関係ではなく、事業期間との関係での合理性を有していれば足りるとするならば、PFIの場合には委任の期間が長期となることも許容されると解する余地もある。

<sup>24</sup> もっとも、この立場も、代表取締役が業務執行取締役や執行役員に再委任することは認められると解するべきであるとし（石塚ほか（2005）21頁、弥永（2008）128頁）、再委任された取締役や執行役員が不適切な決定をした場合には、代表取締役も会社に対する任務懈怠責任を負うと解するのが筋ではないかとする（弥永（2008）131頁（脚注17））。

社債管理者を定め、社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債の管理<sup>25</sup>を行うことを委託しなければならない(会社法702条本文)、プロジェクト・ボンドの場合には、SPCに対するモニタリングは社債管理者がすることが想定されている(赤羽・加畑(2005b)30頁)。社債管理者の設置が原則として強制されるのは、①社債の発行から償還までの期間は一般に長期であり、債務不履行のリスクもあること、②社債が多数の社債権者により保有される場合には、各社債権者がその有する社債の管理をみずからするときにはコスト倒れとなりかねないことに鑑みて、社債管理者に社債の管理を一括して委託することで、その効率化を図ろうとしたものとされる(江頭・中村編著(2012)86頁、大江(2013)356頁)。

会社法上、社債管理者は、社債権者のために社債に係る債権の弁済を受け、又は社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限(法定権限)を有するほか(会社法705条)、社債管理委託契約において、一定の権限を約定に基づく社債管理者の権限(約定権限)として定めることができる(会社法施行規則162条4号参照、相澤ほか編著(2006)643頁)。社債の管理には法定権限及び約定権限の行使が含まれることを前提されており(相澤ほか編著(2006)643頁参照)、換言すれば、社債管理者がなすべき社債の管理の範囲は両権限によって画される。社債管理者にSPCに対する継続的かつ詳細なモニタリングをさせる場合には、それに必要な権限<sup>26</sup>を約定権限として定めることによって社債の管理の内容とするという建て付けとなろう。もっとも、コベナントの遵守状況のモニタリングや期限の利益喪失条項への抵触の有無の判断権限を約定権限とすることは格別、ステップ・インの行使権限を約定権限として定めるのは、社債の管理というよりも、SPCの支配それ自体の管理ともいえる、会社法の想定する「社債の管理」との関係については整理の必要があるようにも思われる。

会社法上、社債管理者の資格は、銀行、信託会社又はこれらに準ずるものとして法務省令(会社法施行規則170条)で定める者に限定されている(会社法703条)。銀行等がSPCに対するモニタリングを実質的に担うという観点からすると、ローンとプロジェクト・ボンドと

の間において大きな差異はないとみる余地もある。しかし、社債管理者の法的地位が社債権者全体の法定代理人であると解されていることを前提とすると(江頭編(2010)141頁、江頭・中村編著(2012)88-89頁、大江(2013)356頁、橋本(2015)257頁)、社債管理者が最終的なリスク負担者としてSPCをモニタリングしているわけではないという点において、レンダーによるモニタリングとは異なる。

### 3.1.2 課題

社債管理者を設置する場合における第1の問題点としては、モニタリングの実効性という点がある。社債管理者制度の前身である社債管理会社制度は、社債の管理が社債権者による自治的管理で十分な効果が得られるかが疑問されて平成5年商法改正で導入されたものであるが、導入後も社債管理会社が社債発行会社に対するモニタリング機能や債権保全機能を十分に果たし得ていないという指摘がなされている(赤羽・加畑(2005b)30頁)。同様の問題は基本的には社債管理者にもあてはまる可能性があり、特にプロジェクト・ボンドの場合において、継続的かつ詳細なモニタリングや債務不履行等の問題発生時における能動的な役割を社債管理者にどこまで期待することができるかは問題となる。

また、ローンとプロジェクト・ボンドでは、モニタリング主体のリスク負担の態様が異なるため、社債管理者のモニタリングのインセンティブはレンダーほど高まらない可能性がある。もちろん、社債管理者は、法定権限だけではなく約定権限の行使についても、社債権者に対して公平誠実義務(会社法704条1項)及び善管注意義務(会社法704条2項)を負うと解されていることからすれば(江頭編(2010)138-139頁、橋本(2015)266頁)、これらの義務を通じて、一定の水準のモニタリングが確保されるとみる余地もないではない。しかし、これらの義務を通じて必要なモニタリングの水準が確保されるというのは、理想的にはともかく、現実的には難しいようにも思われる。

第2の問題点としては社債管理者のコストの増加という点がある。先述した社債管理者によるモニタリングのインセンティブの問題は、モノライン・インシュアラー

<sup>25</sup> 会社法は「社債の管理」についての定義規定を設けておらず、その意義は必ずしも明確ではない(むしろ後述するように、法定権限と約定権限から逆算的に社債の管理が定まるという関係になっている)。社債の管理の意義については、「元利払いを確保するため、社債権者またはその代理人(トラスティ、社債管理会社、社債権者集会の代表者等、制度は各国まちまちである)が発行会社の財務内容等を監視し、債務不履行の危険が生ずると、期限の利益を喪失させたり、契約条件の変更の措置(和解)をとったりすること」とするものもある(江頭(2011)471頁(脚注5)参照)。

<sup>26</sup> たとえば、コベナントの遵守状況のモニタリング、期限の利益喪失条項への抵触の有無の判断、ステップインの行使権限等が考えられる。

(金融保証専門保険会社)等にプロジェクト・ボンドを保証させることによって<sup>27, 28</sup>, PFI事業の最終的なリスク負担者とし、彼らにSPCに対するモニタリング等をコントロールさせるという建て付けによって対応するのが現実的であるという指摘もある(赤羽・加畑(2005b)30頁)。しかし、この場合には、社債管理者の設置コストに加えて、保証人の設置コストも生ずる<sup>29</sup>。

社債管理者に対して与えるべき報酬、その事務処理のために要する費用及びその支出の日以後における利息並びにその事務処理のために自己の過失なくして受けた損害の賠償額は、社債発行会社との契約に定めがある場合を除き、裁判所の許可を得て、社債発行会社の負担とすることができる(会社法741条1項)。このため、プロジェクト・ボンドの場合における社債管理者の報酬等は原則としてSPCが負担する。これは、社債管理者の活動は、社債発行会社の利益になることが多く、当該活動が社債権者の利益のためだけになされる場合には、社債発行会社の債務不履行に起因することが多いことによるものとされる(大江(2013)449頁)。しかし、社債管理者によるモニタリングの要求水準を上げるとモニタリングの負担も増加するため、結果的に報酬等も増加する可能性が高い。ローンの場合には、融資契約にさまざまなモニタリング条項等が規定されることもあって、レン

ダーの融資管理上の負担は重いとされる(大矢ほか(2011)55頁)。プロジェクト・ボンドの場合には、ローンに比べてコベナンツが簡素である分、社債管理者のモニタリング負担は相対的に軽くなるとはいえ、普通社債と比べると相応の水準の負担となることは否めない。またモニタリングの実効性を確保しようと思えば、(モノライン・インシュアラー等による保証その他の補完的措置をとらない限り)PFIやプロジェクトファイナンスにある程度精通した者を社債管理者とすることが必要となり、これも報酬等を増加させる方向に作用しよう<sup>30</sup>。

## 3.2 社債管理者の不設置

### 3.2.1 総説

各社債の金額が1億円以上である場合その他社債権者の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令(会社法施行規則169条)で定める場合には、社債管理者を設置しないことができる(会社法702条ただし書き)<sup>31</sup>。社債管理者不設置債の場合には、基本的には社債権者がみずから社債発行会社をモニタリングすることとなり、債務不履行等の問題発生時において権利の保全が十分になされないリスクは社債権者が負うこととなる(大江(2013)357頁)。社債管理者不設置債が許容されるのは、

① 当該社債の場合には社債権者の数が少数であること

<sup>27</sup> 会社法は社債に対する人的保証に関する規定を設けていないが、肯定的に解されている(橋本(2015)77頁)。保証人の資格等については、会社法上特段の制限はないことから、モノライン・インシュアラー等だけではなく、公的機関による保証の余地もあるとされる(赤羽・加畑(2005b)27頁参照)。

なお、会社法上、SPCの株主がプロジェクト・ボンドを保証することも直ちに排除されるものではない。ただし、SPCの株主に出資金等の拠出その他特定の項目以外の責任を徴求することは、事業者のPFIへの参加意欲を削ぐ効果をもたらすことから、一般的には好ましくないものとされている(柏木監修(2004)56頁(脚注50)、HM Treasury, Standardisation of PF2 Contracts § 8.1.4 (2012))。

<sup>28</sup> 保証付きのプロジェクト・ボンドは、投資家にとっては、複雑なプロジェクトを裏付けとする社債というよりも、むしろ高格付けを有する保証人自身によって発行された債券に近い性質のものととらえられることから、プロジェクト・ボンドの流動性向上にも資するものであり、SPCからしても、高格付けの取得により資金調達コストが削減されることや調達期間の長期化が可能となるといったメリットがあり、我が国においてプロジェクト・ボンドを発行する場合にも有力な選択肢となるとされる(赤羽・加畑(2005b)27頁)。

<sup>29</sup> なお、保証を利用せず、プロジェクト・ボンドとローンとを併用することによって、社債管理者によるモニタリングをレンダーによるモニタリングで代替・補完するという余地も選択肢としてはないではない。たとえば、PFI貸付債権の証券化の文脈ではあるが、PFI貸付債権の当初のレンダーが最も専門的知識を有しており、プロジェクトについての理解も深いことを理由として、当該レンダーを受益者(劣後受益者)又は受益者代理人(信託法138条)とするスキームを提案するものもあるが(大矢ほか(2011)56頁)、これは受益者によるモニタリングをレンダーによるモニタリングで代替・補完する発想ともいえる。ただし、プロジェクト・ボンドとローンとを併用する場合には、社債権者とレンダーとの間の利害調整という問題が生ずる可能性がある。

<sup>30</sup> なお、社債管理者は、報酬等に関して、社債権者のために社債に係る債権の弁済を受けた額について、社債権者に先立って弁済を受ける権利を有するものとされ(会社法741条3項)、当該権利は先取特権と解されている(大江(2013)450頁)。この結果、社債管理者の報酬等は社債権者が実質的に負担することとなる可能性があり、社債権者がこのリスクを利率を通じてSPCに実質的に転嫁する場合にはSPCの資金調達コストを増加させる方向に作用する。

<sup>31</sup> なお、社債管理者の設置が義務付けられていない社債であっても、社債発行会社は任意に社債管理者を設置することができ、設置された社債管理者は社債管理者の設置が義務付けられている社債における社債管理者と同様の権限を有し、義務を負うと解されている(相澤ほか編著(2006)640, 642頁、橋本(2015)262-263頁)。

及び②社債権者が社債発行会社と直接的に交渉する能力がある場合が多いことによるものとされる（大江（2013）357頁）。

なお、平成30年2月に取りまとめられた「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案」<sup>32</sup>（以下、「中間試案」という。）では、会社は、社債を発行する場合において、社債管理者を定めることを要しないときは、社債管理補助者を定め、社債権者のために、社債の管理の補助を行うことを委託することができるものとしている（中間試案第三部・第一・1・（1））。社債管理補助者と社債管理者は、共に社債発行会社が第三者に対して一定の事務を行うことを委託することによって設置される点において共通する。しかし、社債管理補助者制度は、第三者である社債管理補助者が、社債権者の破産債権の届出や社債権者からの請求を受けて社債権者集会の招集等を行うことにより、社債権者による社債権者集会の決議等を通じた社債の管理が円滑に行われるように補助する制度であると位置付けられており、社債管理補助者は、社債管理者よりも裁量の余地の限定された権限のみを有するものとしている点で社債管理者とは異なるものとされている（法務省民事局参事官室「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案の補足説明」<sup>33</sup>（以下、「補足説明」という。）第三部・第一・1・（1）<sup>34</sup>）。

### 3.2.2 課題

社債管理者不設置債の場合における第1の問題点としては、モニタリングの実効性という点がある。プロジェクト・ボンドが社債管理者不設置債である場合には、SPCに対するモニタリングは社債権者がみずからすることが基本となる。しかし、先述したようにSPCに対するモニタリングの実効性の確保という観点からすると、PFIやプロジェクトファイナンスに関する知識や経験等を有しない社債権者がSPCを実効的にモニタリングすることは難しい。また、そうした知識や経験等を有する社債権者と有しない社債権者が併存する場合には、

後者が前者にタダ乗りする現象を生ずる可能性がある。このため、理想的には社債権者みずからがSPCをモニタリングするとしても、現実問題としては、社債権者は社債管理者を任意に設置する等してSPCをモニタリングさせることを選択することにならう<sup>35</sup>。

第2の問題点としては、資金調達コストの低減の実効性という点である。プロジェクト・ボンドが社債管理者不設置債である場合には、社債管理者に係る設置コストが生じないという点ではSPCの資金調達コストは低減するようにも見える。しかし、社債管理者不設置債は債務不履行等の問題発生時において迅速な権利保全措置がなされず、一部の債権者によって偏頗的な回収行為がなされるリスクがあり<sup>36</sup>、その分だけ応募利回りが高くなるともいわれる（大江（2013）357頁）。このため、社債管理者の設置に係るコストは減少しても、利息負担は増加することとなり、全体としてみると、社債管理者の不設置がSPCの資金調達コストの低減に直結するものではない。

## 4. 社債権者の合意形成

### 4.1 異なる種類の社債が発行されない場合

#### 4.1.1 総説

プロジェクト・ボンドの償還はSPCの遂行するPFI事業から生じるキャッシュフローのみに依拠しているため、PFI事業に想定外の問題が生じて、SPCのキャッシュフローが変化する場合には、プロジェクト・ボンドの償還にも影響する<sup>37</sup>。たとえば、公共施設等の建設を伴うPFIの場合には、コントラクターの破綻、アンダーパフォーマンス、タイムオーバーラン、コストオーバーラン等の形で問題が顕在化しやすく、建設リスクはプロジェクト・ボンドが資本市場で広く利用されるための最大の障壁ともされる（Dewar ed. (2015) at 379）<sup>38</sup>。また、完工後においても、事業当初の需要予測からの下振れや維持管理コストの上振れ等によって同様の問題が生ずる。

<sup>32</sup> <http://www.moj.go.jp/content/001252001.pdf>

<sup>33</sup> <http://www.moj.go.jp/content/001252001.pdf>

<sup>34</sup> 社債管理者と社債管理補助者との比較については、太田ほか編著（2018）50-51頁、田村（2018）19頁以下参照。

<sup>35</sup> なお、一般的な社債の場合において、社債権者みずからが社債発行会社に対するモニタリングをすることは稀であり、社債管理者が会社法及び社債管理委託契約の規定に基づいてモニタリングをするのが通例とされる（赤羽・加畑（2005a）30頁）。

<sup>36</sup> 社債管理者不設置債に債務不履行が生じて社債権者に損失や損害が生ずる事例もみられる（神作（2016）2-3頁、太田ほか編著（2018）49頁参照）。

<sup>37</sup> 我が国においてもPFI事業が破綻するケースは散見される。具体的な事例とその分析については、岩田（2011）66頁以下参照。

<sup>38</sup> なお、こうした問題については、建設期間中はプロジェクト・ボンドではなく、ローンで資金調達し、完工が近づき建設に係るリスクが相当程度低減されたらと評価できる時期が到来した時にプロジェクト・ボンドによってリファイナンスするという方法（いわゆるブリッジ・ローン）により対応するのが現実的な選択であるともされる（赤羽・加畑（2005b）29頁）。

こうした問題が生じたとき、ローンの場合には、SPCはレンダーと協議して、元金の一部又は全部の支払猶予やより厳格なコベナントを盛り込む旨の契約条件の変更等の対応を受けることが想定される。ローンの場合には、利害関係人であるレンダーの数は比較的少数であることもあり、対応の決定は相対的に迅速かつ容易であるとされる（赤羽・加畑（2005a）30頁）。

他方、プロジェクト・ボンドが社債管理者設置債である場合には、SPCは社債管理者と協議して必要な調整をすることが想定される。しかし、社債管理者は、社債権者集会の決議によらなければ、①社債の全部についてその支払の猶予、その債務の不履行によって生じた責任の免除又は和解（会社法706条1項1号）及び②社債の全部についてする訴訟行為又は破産手続、再生手続、更生手続若しくは特別清算に関する手続に属する行為（会社法706条1項2号）をすることができず（会社法706条1項本文）<sup>39</sup>、当該決議は、裁判所の認可を受けなければ、その効力を生じない（会社法734条1項）。このため、社債管理者が単独で決定できる対応には限界があり、支払猶予等の対応を必要とする場合には社債権者集会の決議等の手続が必要となる。

#### 4.1.2 課題

社債の支払猶予等は、社債権者全体の利益にも合致する場合があるが、社債権の処分（契約条件の改定）行為を含むため、その都度、社債権者集会の決議が必要であると解されている（大江（2013）371頁）。このため、SPCからすると、意思決定のための時間的・経済的コストがかさみやすい<sup>40</sup>。このような問題の対応策としては2つの方法が考えられる。第1の方法は、社債契約や社債管理委託契約で支払猶予等の決定権限を約定権限として定めて、社債管理者が社債権者集会の決議を経なくとも支払猶予等を決定することができる余地を認めることが考えられる。しかし、会社法706条1項1号は強行規

定であり、社債契約や社債管理委託契約でこれと異なる特約をしても無効であると解されており（大江（2013）371頁）、これを前提とする限り、この方法をとることはできない。他方、会社法706条1項2号所定の行為については、社債管理者が社債権者集会の決議によらずに当該行為をすることができることとする旨を募集事項において定めた場合には、社債権者集会の決議は不要とされている（会社法706条1項ただし書き、会社法676条8号）。しかし、社債権者集会の決議を経ることによって、社債管理者が善管注意義務違反となるリスクを低減させようとするインセンティブもあり、実務上、会社法706条1項ただし書きは利用されていないといわれる（大江（2013）373頁）。

第2の方法は、社債権者集会の決議を当該社債権者集会を構成する種類の社債を有するすべての社債権者の同意で代替する余地を認めることが考えられる。支払猶予等の法定付議事項以外の事項については、社債権者集会の決議はすべての社債権者の同意をもって代えることができると解されている（橋本（2015）46頁）。これは、会社法上、法定付議事項以外の事項については社債権者集会の利用が強制されていないことによるものである。他方、法定付議事項については、社債権者集会の決議をすべての社債権者の同意をもって代えることができるかは解釈が分かれる。社債権者集会制度は、債権の一部放棄等、社債契約の内容の変更につき、すべての社債権者の同意を得ることは困難なので、多数決によってそれを可能とするものとされる（江頭（2017）822頁）。すべての社債権者の同意を得ることが本来であるが、それが困難であることに鑑みて、便宜的に社債権者集会という会議体における多数決によって意思決定することを許容したという点を強調するならば、法定付議事項について、社債権者集会の決議をすべての社債権者の同意をもって代えることは本来の決定方法に戻るものであるから可能であると解する余地もある。他方、会社法706条

<sup>39</sup> 社債権者集会は、会社法に規定する事項及び社債権者の利害に関する事項について決議をすることができるが（会社法716条）、社債権者集会の決議によって社債の償還額を減額することができるかについては解釈上争いがあり、判例の中には当該決議を認可するものがある（東京地決平成18年7月7日判タ1232号341頁）。大口の社債権者とそれ以外の社債権者との利益相反の可能性から減額を認めることに消極的な立場もあるが、具体的な利益相反に対する対応は裁判所による不認可事由（会社法733条）の認定を通じて図られる設計となっており、利益相反の問題と付議事項とすることができるかの問題は関連付けて議論するべきではないとする指摘もある（橋本（2015）328頁）。

中間試案においては、会社法706条1項に掲げる行為として、当該社債の全部についてその債務の全部又は一部の免除を加えるものとされている（中間試案中間試案第三部・第一・2・(1)）。

<sup>40</sup> 社債権者集会に関する費用は社債発行会社の負担とされ（会社法742条1項）、当該費用負担は、社債権者集会の決議によっても当該社債権者集会を招集した社債権者の負担とすることはできないと解されている（橋本（2015）373頁）。なお、社債権者集会の決議の認可（会社法732条）に関する費用は社債発行会社の負担とされるが、裁判所は、その全部又は一部について別に負担者を定めることができる（会社法724条2項）。

1項1号等の法定付議事項に関する会社法の規定は強行規定であるという点を重視するならば、法定付議事項について、社債権者集会の決議をすべての社債権者の同意をもって代えることができないと解することとなる<sup>41</sup>。

なお、中間試案においては、社債権者集会を招集する者が社債権者集会の目的である事項について提案をした場合において、当該提案につき社債権者（議決権を行使することができるものに限る。）の全員が書面又は電磁的記録により同意の意思表示をしたときは、当該提案を可決する旨の社債権者集会の決議があったものとみなし、この場合には裁判所の認可に関する会社法732条から734条1項<sup>42</sup>まで及び735条の規定を適用しないものとしている（中間試案第三部・第一・2・(2)）<sup>43</sup>。この見直しを前提とすると、法定付議事項についてすべての社債権者の同意をもって社債権者集会の決議に代えることができるかについていずれの解釈をとるとしても、決議の省略の要件を満たしている限り、迅速に支払猶予等を決定することができる。しかし、プロジェクト・ボンドが広範囲に流通している場合には社債権者を特定する作業が必要となり<sup>44</sup>、仮に社債権者が特定できたとしても、（保有するプロジェクト・ボンドの額にかかわらず）その1人でも同意しなければ省略は認められない。中間試案に沿った会社法改正がなされた場合でも、社債権者集会の決議の省略制度が実効的な解決手段となりうるかは慎重な検討が必要であろう。

## 4.2 異なる種類の社債が発行される場合

### 4.2.1 総説

SPCが複数回にわたり社債を発行する場合には、発行する社債の利率、償還及び利息支払の方法及び期限等が別異に定められて、SPCに異なる種類の社債が出現することが想定される。この場合における支払猶予等も1種類の社債のみが発行される場合と基本的に異ならない。しかし、会社法上、社債権者集会は社債の種類ごとに組織されるものとされており（会社法715条）、異なる種類

の社債が発行されている場合には各種類ごとに社債権者集会の決議を経て当該種類の社債の支払猶予等を決定することとなる。

会社法上、異なる種類の社債が発行される場合における種類間の意思決定を調整する包括的な規定は設けられていない。ただし、ある種類の社債に係る社債契約の変更が他の種類の社債に影響を及ぼす場合には、社債契約を変更しようとする種類の社債の社債権者により組織される社債権者集会の決議のみならず、当該他の種類の社債の社債権者により組織される社債権者集会の決議を要するものと解されている（橋本（2015）46頁）。逆にいえば、そのような場合を除くと、ある種類の社債の社債権者により構成される社債権者集会は単独で当該種類の社債について支払猶予等を決議することができ、当該決議が他の種類の社債の社債権者により構成される社債権者集会の決議を拘束することもない。

### 4.2.2 課題

SPCに支払猶予等が必要とされる場合には、特定の種類の社債についてのみ支払猶予等をするだけでは足りず、複数の種類の社債について一体的に支払猶予等をする必要があることも想定される。このため、SPCは社債の種類の数だけ社債権者集会を開催する必要がある、ただでさえかさむ意思決定のための時間的・経済的コストがさらにかさむことになる。また、社債権者集会は種類ごとに原則として独立しているから、異なる種類の社債の社債権者間において利害が対立する場合には、社債権者の合意形成が難航する可能性がある。

こうした異なる種類の社債権者の調整としては、2つの方法が考えられる。第1の方法は社債の設計としての対応である。たとえば、トランチング・ボンド（シーケンシャル・ボンド）のように異なる種類の社債間における優先劣後関係をあらかじめ定め、上位トランシェ（tranche）の償還が終了してから、下位トランシェの償還をするという枠組みを利用することが考えられる。しかし、この枠組みの場合には、上位トランシェはともか

<sup>41</sup> なお、社債発行会社と社債権者との間における社債の償還期限の延長に係る合意の成立を認めず、社債権者による社債償還請求を認容した事例として東京地判平成28年4月11日金判1501号48頁がある。ただ、この事例は社債が株式譲渡代金の支払猶予手段として利用されている点で特殊性があり、社債権者集会の決議をすべての社債権者の同意をもって代えることができるかも言及されていない。

<sup>42</sup> 会社法734条2項を適用するものとしているのは、議決権を行使することができない社債権者（会社法723条2項参照）がいる場合であっても、全ての社債権者に対してみなし決議の効力を有することによる（中間試案補足説明第三部・第一・2・(2)イ）。

<sup>43</sup> 社債権者の全員が社債権者集会の目的である事項に同意している場合には、社債権者の保護に欠けることはないで、裁判所による認可を不要としてもよいと考えられるためとされる（中間試案補足説明第三部・第一・2・(2)イ）。

<sup>44</sup> 無記名社債や振替社債（社債、株式等の振替に関する法律66条）の場合には、社債発行会社が短期間で社債権者の数及びその属性等を把握することは難しいとされる（太田ほか編著（2018）375頁）。

く、下位トランシェを引き受ける投資家が実際に出現するのかという問題は残り<sup>45</sup>、仮に下位トランシェをSPCの株主に引き受けさせるとすると、彼らがPFI事業に拠出すべき金額が増加する(赤羽・加畑(2005b)27頁)。また、下位トランシェによって調達された資金は上位トランシェの償還の事実上の引当てとなっているとみるならば、SPCの株主は下位トランシェの引受けを通じて上位トランシェを実質的に保証しているかのような状態となる<sup>46</sup>。

第2の方法は、権限分配の枠組みとしての対応である。たとえば、下位トランシェにスポンサー以外の投資家が投資しているような案件については、保証人が債務不履行等の問題発生時の対応をすべてコントロールするというわけにはいなくなるため、一定の重要事項については各クラスの債権者の代表者による多数決によって対応することが示唆されている(赤羽・加畑(2005b)31頁)。また一定の事項の決定については支配的な債権者に社債権者を拘束する権限を付与し、それ以外の事項の決定権限については社債権者が保持するような権限分配を図ることもいわれる(Vinter et al. (2013) at 258)。しかし、このような枠組みについては、付議事項の特定、決議要件の設定、意思決定手続に参加しない社債権者がいる場合の処理といった問題が生じ(赤羽・加畑(2005b)31頁参照)、手続の透明性が低いと債権者間の緊張を高める可能性もある。また、社債の償還の方法及び期限だけではなく、利率や利息支払の方法等について異なる種類の社債が発行される場合には、すべての種類の社債権者の利益を迅速かつ合理的に調整することは現実にはかなり難しいようにも思われる。

## 5. 結語

ネガティブキャリアについては、社債発行の機動性や柔軟性が高い会社法の下では、ある程度の対応は可能であろうと思われる。ただし、社債の機動的な発行が可能であることと発行される社債の消化とは別の問題であり、社債の引受けがコミットされる枠組みを別途構築する必要がある。コミットする期間が長期化すればコミットする側のリスクも増加するため、委任の期間に制限を認めない立場によるとしても、委任の期間は事実上制限される可能性がある。

SPCに対するモニタリングや社債権者間の合意形成の問題については、会社法の枠組みだけでは調整が難し

い部分が少なくない。先述したように、プロジェクト・ボンドにおける社債の管理は、継続的かつ詳細なモニタリングという意味において、SPCの事業それ自体の管理に近い側面がある。会社法の制度的な枠組みの観点からすると、会社の事業に対する継続的かつ詳細なモニタリングは、社債権者や社債管理者ではなく、株主の役割として基本的に予定されているものといえる。このため、プロジェクト・ボンドは(継続的かつ詳細なモニタリングを求めるという意味において)社債権者や社債管理者に株主的機能を期待するかのような設計をしているとみることができ、こうしたことも会社法の枠組みに馴染みにくい要因といえるかも知れない。また、PFIの場合には、レンダーによるSPCに対するモニタリングは、PFIの事業期間を通じてサービスの提供が確実に遂行されるための手段として役立つ得るともされ(民間資金等活用事業推進室『モニタリングに関するガイドライン』24頁)、レンダーのモニタリングは公共のモニタリングの代替・補完機能を果たすものとして位置付けられている。このような機能はレンダーのモニタリングが継続的かつ詳細なものであるという点から導かれるものであるが、社債権者や社債管理者に同様の機能を期待できるのかは検討の余地がある。

Dewarは、プロジェクト・ボンドが利用できるのは、資金調達コストが民間債券市場の水準よりも十分に低いか又は可能な限り広範囲の潜在的な投資家から資金調達する必要がある場合に限られとするが(Dewar ed.(2015) at 67)、現状ではプロジェクト・ボンドのローンに対する資金調達手法としての優位性が認められる範囲はおのずと限定される(赤羽・加畑(2005b)26頁参照)。立法論的な手当ても含めて工夫が必要な部分が少なくない。

## 【参考文献】

- 相澤哲・郡谷大輔(2006)「新会社法関係法務省令の解説(2) 株式・新株予約権・社債」旬刊商事法務1760号4-16頁  
相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔編著(2006)『論点解説 新・会社法』(商事法務)  
赤羽貴・加畑直之(2005a)「プロジェクト・ボンドによるPFI事業資金の調達〔上〕—わが国への導入可能性と法的諸問題の検討」旬刊商事法務1734号29-36頁  
赤羽貴・加畑直之(2005b)「プロジェクト・ボンドによるPFI事業資金の調達〔下〕—わが国への導入可能性と法的諸問題の検討」旬刊商事法務1735号26-33頁  
石塚洋之・犬島伸能・門田正行(2005)「新会社法の実務上の要点(5) 資金調達・財務(2) —新株予約権、新株予約権付社債、社債—」旬刊商事法務1722号16-26頁

<sup>45</sup> アレンジャーがシーケンシャルボンドの発行計画のアレンジに同意した場合でも、それはアレンジャーが引受けをコミットしないこと前提としたものとなるといわれる(Dewar ed. (2015) at 68)。

<sup>46</sup> SPCの株主に出資金等の拠出その他特定の項目以外の責任を徴求することの問題点については、脚注27参照。

- 伊東啓・本柳祐介(2005)「多様化する社債の発行手続」ビジネス法務 5巻9号 28-32頁
- 岩田智(2011)「PFI事業における失敗事例の類型化の試み—最近の失敗事例から—」経営会計研究 14号 63-71頁
- 江頭憲治郎(1997)「MTNの発行と商法の関係」公社債月報 488号 2-8頁
- 江頭憲治郎編(2010)『会社法コンメンタール 16—社債』(有斐閣)
- 江頭憲治郎(2011)「商法規定の国際的適用関係」同『会社法の基本問題』(有斐閣) 469-486頁
- 江頭憲治郎・中村直人編著(2012)『論点体系 会社法 5 社債, 組織再編 I』(第一法規)
- 江頭憲治郎(2017)『株式会社法〔第7版〕』(有斐閣)
- 大江忠(2013)『要件事実会社法(3)』(商事法務)
- 太田洋・濃川耕平・有吉尚哉編著(2018)『社債ハンドブック』(商事法務)
- 大矢一郎・福田政之・柳川元宏・月岡崇(2011)「震災復興・日本再生のための証券化取引の可能性—レベニュー債, 事業証券化, 中小企業向け貸付債権・PFI貸付債権の証券化—」旬刊商事法務 1939号 45-58頁
- 柏木昇監修(2004)『PFI実務のエッセンス』(有斐閣)
- 勝山輝一(2017)「コンセッション型PFIファイナンスの特徴—伝統的なプロジェクトファイナンスとの相違点を中心に—」金融法務事情 65巻19号 20-27頁
- 河本一郎・今井宏(2005)『鑑定意見, 会社法・証券取引法』(商事法務)
- 神作裕之(2016)「社債管理者非設置債における社債の管理(上)」法曹時報 68巻8号 1-27頁
- 杉本幸孝監修(2012)『PFIの法務と実務〔第2版〕』(金融財政事情研究会)
- 田村篤(2018)「中間試案で提案される『社債管理補助者』の制度設計—社債管理者の権限および義務・責任との対比を中心に—」金融法務事情 66巻6号 17-25頁
- 富田秀夫(2018)「多様化が着々と進むプロジェクトファイナンス市場の現状と課題—新たな貸手, 事業者, 手法の登場で次のステージへ—」金融財政事情 69巻13号 34-36頁
- 西村あさひ法律事務所編(2015)『新しいファイナンス手法〔第2版〕』(金融財政事情研究会)
- 丹生谷美穂・濱須伸太郎・吉沢園子(2010)「PFI事業をめぐる今日的課題(下)」NBL933号 46-50頁
- 橋本円(2015)『社債法』(商事法務)
- 福島隆則・中内康浩(2012)「PPPにおける資金調達ストラクチャー」ARES不動産証券化ジャーナル 5号 90-96頁
- 弥永真生(2008)「クロスワード会社法第19回 MTN」法学セミナー 640号 126-131頁
- 弥永真生(2015)『コンメンタール会社法施行規則・電子公告規則〔第2版〕』(商事法務)
- E.R. Yescombe(2007), *Public-Private Partnerships (First Edition)*, Butterworth-Heinemann
- Graham Vinter, Gareth Price & David Lee(2013), *Project Finance (Fourth Edition)*, Sweet & Maxwell
- Jeffrey Delmon(2005), *Project Finance, BOT Projects and Risk*, Kluwer Law International
- John Dewar ed.(2015), *International Project Finance (Second Edition)*, Oxford University Press

#### 【付記】

本研究は、JSPS 科研費 16H03673、平成 30 年度総研プロジェクト研究助成を受けたものである。