

米国のDIPファイナンス制度と現状

松尾 順介

はじめに

最近、破綻企業に対するDIPファイナンスが、企業再生との関連で急速に注目されるようになってきている。とくに、公的機関が積極的な取り組みを進め、環境整備を行ってきたことが、その背景になっている。たとえば、日本政策投資銀行など政府系金融機関が中心となって積極的にDIPファイナンスを行ってきたこと、経済産業省中小企業庁事業環境部が「DIPファイナンス研究会」を主催し、二〇〇一年には「DIPファイナンス研究会報告書」を発表するなど、意欲的な姿勢を示したこと、商工中金による事業再生支援貸付制度および中小企業金融公庫による事業再生支援特別貸付制度が創設されたこと、中小企業庁によって事業再生保証制度要綱が制定され、全国の信用保証協会が事業再生保証制度の取り扱いを開始されたこと、などが挙げられる。

このようなDIPファイナンスは、もともと米国の商業銀行によって開拓された融資業務であり、相当なノウハウの蓄積があるだけでなく、米国の企業再生手続においては、DIPファイナンスは不可欠なものと位置づけられているといえるだろう。そこで、本稿では、米国のDIPファイナンスの制度的概要を示した上で、その現状を概観する。なお、米国の制度や状況を踏まえて、日本でのDIPファイナンス市場拡大の可能性についても簡単に言及する。

1 DIIPの規定

まず、DIIPとは、周知の通り、"debtor in possession"の略であるが、米国連邦倒産法では、"debt"は、"liability on claim"と定義され、同じく"claim"は、金銭債権のみならず、金銭債権となりうるエクイティ上の救済を求める権利を含むものと解されているので、通常は確定金銭債権に限定されない広い意味での債務を含んでいる。したがって、"debtor"も、このような債務を負うものであり、倒産手続係争中の債務者に関して使われている⁽¹⁾。ところで、英米法主要国の倒産法では、倒産手続に入ると、財産管理处権や業務遂行権は管財人等の管理機関に移行し、債務者自身は倒産手続を積極的に進める主体ではなくなり、管理機関の指示に従い、それに協力すべき立場となる。しかし、現行の米国連邦倒産法（いわゆる七八年法）の第一章では、債務者に財産管理处権や業務遂行権が残されており、本来の意味での"debtor"ではない。この趣旨から、"debtor in possession"（いわゆる「占有債務者」）とされている⁽²⁾。米国倒産法では、DIIPは誠実に合理的に判断し事業を行っている限りは、裁判所は特段の事情がない限り、事業判断に介入することを避けるのが相当とされており（いわゆる「事業判断の原則」⁽³⁾）、幅広い権限が与えられている。したがって、日本では、DIIPという旧経営陣が単に経営を継続する制度と早合点されているが、倒産手続に入って、かりに旧経営陣が交代したとしても、債務者が財産管理处権や業務遂行権を有すればDIIPである。

2 DIIPファイナンスの規定

このような権限を持った債務者DIIPに対して、新たに融資を行うのがDIIPファイナンスである。米国倒産法では、DIIPの与信獲得に関して、次の権限が与えられている。

裁判所の許可なしに、DIEPは通常の事業の範囲に属する無担保債務を負担できる。そして、これら無担保債務に関しては優先的に支払われる管理（管財）費用（administrative expenses）として取り扱われる。この管理費用とは、日本での財団債権または公益債権に相当し、第一順位の優先的地位を付与され、裁判所の許可を得て随時弁済されるものと規定されている。ただし、第一章倒産においては、遅くとも計画認可時点においては、その全額を現金で支払わなければならない。また、計画案で延払いを定めるときは、利息を付さなければならない。この場合の債務負担は、一般的に原材料や納入商品代金などの商取引債務であり、貸付金債務などは必ずしも当然に管理費用とはならないので、裁判所の許可を得る必要がある（次の を参照）。なお、このようなファイナンスは、債権の優先性が高いので資金提供者にとっては回収可能性が高いとされている。そこで、米国の場合、納入業者は、倒産のうわさが広がると納入を見合わせるが、当該企業が第一章申請を行うと、優先性が高くなるので、納入が再開され、業況が安定するという現象が見られるという。そこで、企業は倒産のうわさが広がると、速やかに第一章申請に踏み切らざるを得なくなることも多いといわれている。⁴⁾

裁判所の許可の下で、DIEPは通常の事業の範囲外の無担保債務を負担できる。この場合も 同様の扱いとなる。ただし、裁判所の許可なしに負担した債務は、優先権のない一般の無担保債権となる。なお、やむを得ない事情により、事前の許可を受けられなかった場合でも、その資金があらかじめ許可を得た事業目的に使われ、その資金が事業継続のため不可欠であり、その結果が全債権者の利益となっていることが認められる場合は、濫及的許可により管理費用とすることができる。ここで、裁判所の許可は、通知と審問によって行われ、通知は債権者委員会または債権者に対して行われ、異議の申立がないときは改めて裁判所の許可を得る必要は

ない（ただし、後日の紛争回避のために許可書を取得するのが適当とされている）。意義の申立があった場合は、一五日経過後に最終審問を開いた上で、許否が決定される。特に、緊急を要する場合は、一五日経過前に審問を実施し、必要な範囲で債務負担が許可されることとなっている。

管理費用とするだけでは与信が受けられない場合、通知と審問の手続によって裁判所の許可を得て、すべての他の管理費用に優先する地位（超優先債権：super priority）を付与することにより、または既存の担保の対象となっていない財産について新たな担保権を設定することにより、債務負担することができる。ただし、超優先債権とすると同時に担保権を設定することもでき、一般に「DIEPファイナンス」というときは、このような担保付かつ超優先の債権を指す場合が多いといわれているが、超優先性さえ確保されれば、担保の有無はあまり問題ではないといわれている。清算された場合、担保付債権は担保の売却代金をもって回収でき、無担保債権も債務者の資産から優先的に返済されるからである。⁽⁵⁾

なお、倒産手続開始前の債権者が、申立後も融資を継続する際に、申立開始前の担保不足を申立後に設定した担保権で補おうとすることがあり、これは新旧債務担保権相互乗り入れ条項（cross-collateralization）といわれている。このような合意書を融資の認可申立書に添付し、裁判所の許可を求めるわけであるが、これによって当該債権者は、担保不足の旧債権を、十分な担保のある新債権に包含させることができ、倒産申立以前の債権を有する他の債権者よりも有利な立場となる。このような条項を認めるかどうかについては、論議があり、判例も認めるものと認めないものがある。ただし、このような旧債務をも担保するという条項を認めないと資金調達ができない場合があるのは事実であり、それゆえにこれを認める判決が出されたのであるが、たとえこのような条項を認めるにせよ、すべての与信獲得の最終手段としてのみ認められるべきだといわれている。⁽⁶⁾

超優先性を確保しても与信が受けられない場合、裁判所の許可を得て、担保権の設定されていない財産に担保権を設定することによって、または担保権の設定されている財産に後順位の担保権を設定することによって、債務負担することができる。

このようなあらゆる方法で与信が受けられない場合、裁判所の許可を得て、担保の対象となっている財産に先順位または同順位の担保権を設定することによって、債務負担することができる。具体的には、進行中のプロジェクトを完成させるための資金が必要であり、それなくしてはプロジェクト自体が塵芥に帰してしまい、既存債権者の担保物権が無価値になるような場合である。ただし、これが認められるためには、他の方法によっては資金が調達できないという要件と、既存債務者の「適切な保護」が必要とされている。さらに、DIPはこれについての立証責任を有している。また、ここでいう「適切な保護」とは、動産物件などの担保目的物をDIPが継続使用し、それによって経済的減価が生じる場合は、定期的現金支払いを行うことが考えられる。また、製品や仕掛品等に対して浮動担保が設定されている場合などは、担保価値は不安定であり、またその売却代金も分離特定できるとは限らないため、他の財産を担保として提供することも考えられる。そのほか、「疑いなく等しい価値を実現させる方法」であればよいとされ、具体的には、営業継続に関する種々の制限の提供、保険の増額、担保物の調査機会の提供、などがあげられる。また、担保目的物に被担保債権額を超える価値（余剰価値：cushion）があれば、担保権者は裁判所に救済を求めることはできないとされているが、これについては担保目的物の価値評価の問題が生じるため、かなり事情は複雑である。担保付債権者も、担保額の確定手続や計画案作成過程では、担保価値が高いほうが返済額も高まるため、できるだけ高い評価額を主張するインセンティブを有するが、逆に担保評価額が高くなると、余剰価値があるとされ、救済を求めにくくなる

というデメリットも生じる。

なお、この場合、実際には既存債権者（担保権者）が新融資者となることが多いといわれており、このようなDIPファイナンスを、受動的DIPファイナンスとよぶ場合もある。すなわち、既存の債権者が倒産手続申立後も引き続き、信用を供与するものである。商業銀行がこのような信用供与を行うインセンティブとしては、申立後に新資金を提供することで、引き続き債務者企業の業容把握を行い、既存債権回収の不透明さをできるだけ排除することがあげられる。その際、前述の新旧債務担保権相互乗り入れ条項を融資条件に入れることもある。他方、能動的DIPファイナンスは、既存の債権者以外が新たに信用を供与するもので、その要因としては、高い収益性と高い債権回収の可能性である。⁽⁷⁾

3 米国のDIPファイナンスの現状

米国でのDIPファイナンスは、現行の一九七八年連邦倒産法が施行され、DIP制度や超優先性が導入されたこと⁽⁸⁾によって確立した業務となった。とくに、この業務に積極的に進出したのは、当時のケミカル銀行（現在、チエース・マンハッタン銀行）であり、同行のダーラ・ムーア率いる専門部署であったといわれている。その後、この業務が高収益であることが認識され、他行もこれに追随した模様である。

近年のDIPファイナンスの市場規模は、表1の通りであり、年々市場規模が拡大していることがわかる。American Bankruptcy Instituteのデータでは、同じ一九九八年から二〇〇二年の企業倒産件数は、それぞれ四四、一九六件、三七、五六四件、三五、四七二件、

表1 DIPファイナンスの市場規模

(単位：億ドル)

年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
市場規模	21.6	22.7	34.6	34.1	98.7

(資料) Loan Pricing Corporation

(出所) James G. Connolly, 'Breathing New Life into Ailing Companies', The Secured Lender, May/June 2003, vol.59 Issue 3, p18.

四〇、〇九九件、三八、五四〇件とそれほど増加しておらず、むしろ二〇〇一年から二〇〇二年にかけては減少となっているにもかかわらず、市場規模は三倍近くに拡大している。これは、倒産企業上位一五社の資産合計が、この間急激に拡大していることによるものと推測される。Bankruptcydata.comによると、同じ一九九八年から二〇〇二年の合計額は、それぞれ二、〇〇〇万ドル、三、五六〇万ドル、五、四五〇万ドル、一七、〇三〇万ドル、三一、一七〇万ドルと拡大しており、倒産が大型化しているからである。

また、DIPファイナンスを供与している銀行の上位は、表2の通りである。これによると、JPMorganやシティグループなどの金融機関が上位を占めていることがわかるが、GEなどもこの業務に参入しており、非金融機関も参入していることがわかる。実際、報道によると、

表2 FIPファイナンス上位行

2001年上半期					2000年上半期				
	金額 (百万ドル)	順位	市場シェア	件数	金額 (百万ドル)	順位	市場シェア	件数	
JP Morgan	2206.9	1	41.7	8	675.0	2	19.6	5	
Citigroup/Salomon Smith Barney	675.0	2	12.8	3	1650.0	1	47.9	5	
Wachovia Corp	457.5	3	8.6	2					
FleetBoston Financial Corp	361.0	4	6.8	3	302.5	3	8.8	4	
Credit Suisse First Boston	300.0	5	5.7	1					
Goldman Sachs & Co.	257.5	6	4.9	1					
Mizuho Financial Group	235.0	7	4.4	2	60.0	8	1.7	1	
Banc of America Securities LLC	205.0	8	3.9	2					
Deutsche Bank AG	200.0	9	3.8	3	90.0	7	2.6	1	
Comerica Inc.	100.0	10	1.9	1					
Ableco Finance LLC	100.0	10	1.9	1					
Wells Fargo Bank NA	85.0	12	1.6	1	175.0	5	5.1	1	
Bank of New York	85.0	12	1.6	1					
General Electric Co.	27.0	14	0.5	1	22.5	11	0.7	1	
Mellon Bank Corp.					250.0	4	7.3	1	
ABN AMRO					124.8	6	3.6	1	
Societe Generale					36.0	9	1.1	1	
PNC Financial Services Group					35.0	10	1.0	1	
KeyCorp/McDonald Investments					20.9	12	0.6	1	
計	5294.9		100	25	3441.7		100.0	22	

(データ) Tomson Financial

最近は機関投資家の参入も増えていると伝えられている。その背景には、商業銀行などの従来の貸し手に対して、テレコムやエネルギー関連業界の不良債権の重圧がかかっていることがあるといわれている。⁽⁹⁾ただし、DIPファイナンスのリターンは、魅力的であることには変わりなく、たとえば表3のようにLIBORスプレッドが四〇〇を超えるような案件もある。さらに金利以外の各種手数料も指摘されている。⁽¹⁰⁾

また、DIPファイナンスは、融資段階によって分類されることがある。つまり、手続申立から計画の認可決定までの段階で融資を実行する場合と、計画認可決定以降計画完了までの段階で融資を行う場合である。前者は、申立直後の運転資金調達が主流であり、売買代金等のキャッシュフローに基づいて貸し出されるが、後者になると、企業再生プロジェクトに対する融資の性格が強くなってくる。とくに、後者のなかでも、倒産手続を終結させるための融資はイグジット・ファイナンスExit Financeとよばれている。これは、倒産企業が新規の事業プランを遂行するための資金調達であり、運転資金目的のDIPファイナンスよりもリスクが高いとされる。運転資金目的のDIPファイナンスは、前述のように短期的なキャッシュフローの安定性だけを審査すれば、法的な保護の下で審査が実行できるが、後者はプロジェクトの長期的な収益性や成長性を判断せねばならないからである。

表3 DIPファイナンスの例

貸し手	借り手	融資額	融資実行額	契約時期	LIBORスプレッド	満期
Bear Stearns/BNP Paribas	Vitamin Shoppe Inc.	120	100	2002/12/2	475	
JPM/BankAmerica	Marathon Oil Co.	573.8	573.8	2002/11/27	40	2003/11/26
BankAmerica/JPM	Gallo Wine Distributors	71.5	70	2002/11/27	225	2005/11/27
Citibank	Honeywell International	1000	1000	2002/11/27	24	2002/11/28
TD Securities	Western Oil Sands Inc	31.73	50	2002/11/27	200	2004/11/27

(出所) 'DIP Roundup: Will Institute Get a Large Slice of the Pie', Bank Loan Report, Vol.17, No.49, December 16, 2002, p.4.

近年の報道では、貸し手はイグジット・ファイナンスに対して、従来ほどに積極的ではなくなってきたており、むしろ回収にむかっている。景気後退によって、リスクが高まったためであるが、それとともに通貨監督官の債権分類に関する検査も厳しくなってきた。これによって、企業再建型投資を行っている機関投資家やプライベート・エクイティ投資家は、イグジット・ファイナンスが受けられず、追加的な投資を余儀なくされている。ただし、多くの貸し手がイグジット・ファイナンスに慎重になっている反面、その間隙を狙って融資機会を模索する貸し手もある。たとえば、GEキャピタル、サーベラス・ファンド、フットヒル・キャピタルなど、商業銀行以外の貸し手である。したがって、再生可能性の高い大企業はイグジット・ファイナンスを受けられるが、安定的な固定資産にもキャッシュフローにも乏しい中堅企業は受けにくくなっている。⁽¹⁾

まとめ

以上、米国のDIPファイナンスの制度と現状を考察したが、米国においてDIPファイナンスが普及した要因をまとめると、次のようになる。担保付融資が日本のように価値の安定した不動産担保ではなく、価値が劣化しやすい原材料、仕掛品、商品、売掛金、回収金などを対象とした浮動担保である場合が多いが、連邦倒産法では、浮動担保権者が異議をとなえた場合、「適切な保護」を与えない限り運転資金として使えず、資産価値の劣化や運転資金の枯渇が引き起こされる可能性が高くなる。したがって、これら既存の担保に優先する地位を与えて資金繰りを付ける必要性があった。また、貸し手側も、超優先性などの規定で保護され、かつ高収益が見込まれただけでなく、場合によっては既存債権の保護も図ることができた。そこで、DIPファイナンスをめぐる需給が一致し、大規模な市場を形成していったと考えられる。

他方、日本では、冒頭に述べたように、公的機関がこの業務に積極的に取り組んできたが、必ずしも市場が急速に拡大しているとはいえない。その理由は、需要側にも供給側にもあるものと考えられる。まず需要側には、浮動担保の制度がなく、売掛金や回収金を運転資金として利用できたために、米国のような需要が存在しなかったことが挙げられる。次に、倒産申立の際、担当弁護士は、手続開始申立直後の資金不足に備え、別の銀行口座開設し資金移動するなどの「秘策」を駆使し、運転資金確保に努めたことが挙げられる⁽¹²⁾。実際、会社更生手続申立の際には、裁判所の事前審査があり、資金繰りがつくことが受理の要件とされていたようである。第三に、いわゆるメインバンク制度があったことである。メインバンク関係が強固な場合は、法的手続に移行することが極力回避され、メインバンク関係の中で支援が行われたために、米国型のDIPファイナンスが供与される素地がなかったのである。他方、供給側には、まず金利設定の問題がある。DIPファイナンスは、相手先が倒産企業であるため、通常融資に比してハイリスクであるが、それに応じた金利を設定しにくいという銀行側の事情がある。しばしば指摘されるように、そもそも日本の銀行の金利設定は、価値の安定した不動産担保融資が主流であったために、信用リスクに対応していなかったからである。第二に、不良債権分類上の問題があった。貸出相手先が倒産企業であると、融資債権が不良債権に分類され、バランスシートを悪化させた。第三に、銀行としては倒産企業は、場合によっては債権カットを余儀なくされた相手先であることもしばしばであり、このような相手先への不信感も根強いといわれている。

ただし、今後はこれらの要因は変化する可能性がある。供給側というと、すでに不良債権分類に関しては、金融検査マニュアルが変更されている。また、銀行の担保貸付のあり方、リスクに応じた金利設定、さらにメインバンク関係などにそれぞれ変化が生じている。他方、需要側でも、倒産件数の増加のため、前述のような「秘策」

に精通した倒産弁護士は不足しているようである。したがって、今後は日本でもDIPファイナンスの市場が拡大する可能性は大きいと考えられる。

注

- (1) 中島弘雅・田頭章一『英米倒産法キーワード』、弘文堂、二〇〇三年、七八〜七九ページ、参照。
- (2) 同上、八〇ページ、参照。
- (3) 高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』、商事法務研究会、一九九六年、三二五ページ、参照。なお、本稿における米国連邦倒産法の諸規定の記述は、同書に負っている。
- (4) 田作朋雄「DIPファイナンスの意義 アメリカにおける現状」、『金融法務事情』、二〇〇〇年九月二五日、八ページ、参照。
- (5) 田作朋雄、前掲、八ページ、参照。
- (6) 渡邊光誠『アメリカ倒産法の実務』、商事法務研究会、一九九七年、六八ページ、参照。
- (7) ここでの受動的・能動的DIPファイナンスの説明は、田作朋雄『アメリカのワークアウト』、近代文芸社、一九九六年、七六〜八〇ページ、による。
- (8) ただし、七八年連邦倒産法施行以前にも、倒産手続き中の企業に対する融資は、商業銀行によって行われているようである。Sterling National Bank and Trust (ニューヨーク)の会長を長年務めたTheodore H. Silbertに対する一九九一年のインタビューによると、同行は「約三五年前、最初にDIPファイナンスを提供した銀行の一つであり、それ以来この市場を積極的に開拓してきた」とのことである。すなわち、同行は一九五六年ごろからこの業務を営んでいた

「安全と健全さ、最初にスターリング」、*ABA Banking Journal*, June 1991, p.20 参照。

- (9) "DIP Roundup: Will Institute Get a Large Slice of the Pie", *Bank Loan Report*, Vol.17, No.49, December 16, 2002, p.1246。
- (10) 岩谷賢伸「米国のDIEPファイナンスとわが国における普及への課題」、『資本市場クォーター』、二〇〇一年春号
によると、アップフロント・フィー、アドバイザー・フィー、未使用残高手数料、管理費（担保等の監視）、信用状
の費用などの手数料がある。
- (11) "While DIPs May Come Easy, Exit Financing Prove Hard to Get", *Bank Loan Report*, Vol.16, No.43, November 12, 2001, 1-9
による。
- (12) 高木新一郎「DIEPファイナンスとデット・エクイティ・スワップ」、『金融法務事情』、No. 一六二七、二〇〇一年
一月二十五日、一九〇二二ページ、参照。また、会社更生申立の際の予納金については、東西倒産実務研究会編『会
社更生・会社整理』、商事法務研究会、一九八九年、五九〇六八ページ、参照。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）