

米国の DIP ファイナンスとわが国における普及への課題

法的倒産手続きを申請して再建を目指す企業が運転資金を確保するための新たな手段として、DIP ファイナンスがわが国でも注目を集めている。2001年4月6日に発表された政府・与党の緊急経済対策に、長引く金融機関の不良債権問題と企業の過剰債務問題の早期解決のための具体的施策の1つとして、「企業の再建計画策定中の融資（DIP ファイナンス等）の円滑化」が盛り込まれた。本稿では、米国の DIP ファイナンスについて詳しく述べると共に、わが国で今後普及していく上での課題を整理する。

1. 民事再生手続きの利用拡大と DIP ファイナンスへの期待

DIP ファイナンス¹とは、銀行やノンバンクなどの金融機関²が、再建型の倒産手続き³を裁判所に申し立てた破綻企業に対し、裁判所の許可を得て、主に事業継続のための運転資金を融資することである。米国では、企業再建ビジネスにおけるファイナンスの一形態として普及している。破綻企業は、法的手続きに則って再生計画が決定されるまでの運転資金を確保しながら事業を継続することにより、収支を改善し、再建に向けて努力する。

一方、わが国では、「倒産＝企業の死」と位置付ける風潮が強く、金融機関が破綻企業に積極的に融資を行うことは一般的ではない。したがって、再建型の倒産手続きを申し立てた破綻企業は、支援企業を探して資金繰りをつけることが多いと言われる。大企業向けの会社更生手続きにおいては、親会社や関連会社、破綻企業の同業他社、大口の取引先などが支援企業（スポンサー）として事業管財人に就任し、破綻企業の経営を引き継ぐ。当面の運転資金は、かつてのメインバンク等が手形の割引に応じるなどの形態で供与するケースもあるが、支援企業が貸付、手形割引、第三者割当増資の引受けといったかたちで手当てすることが多い。一方、中堅以下の企業を主に対象とした和議手続きにおいては、管財人が選任されず、破綻企業の現経営陣が事業を継続する。そのため、支援企業を探すのが会社更生よりも通常困難であった。また、和議法の借財に関する規定が不明確で、結局運転資金を調達できず、再建に失敗するケースも見られた。

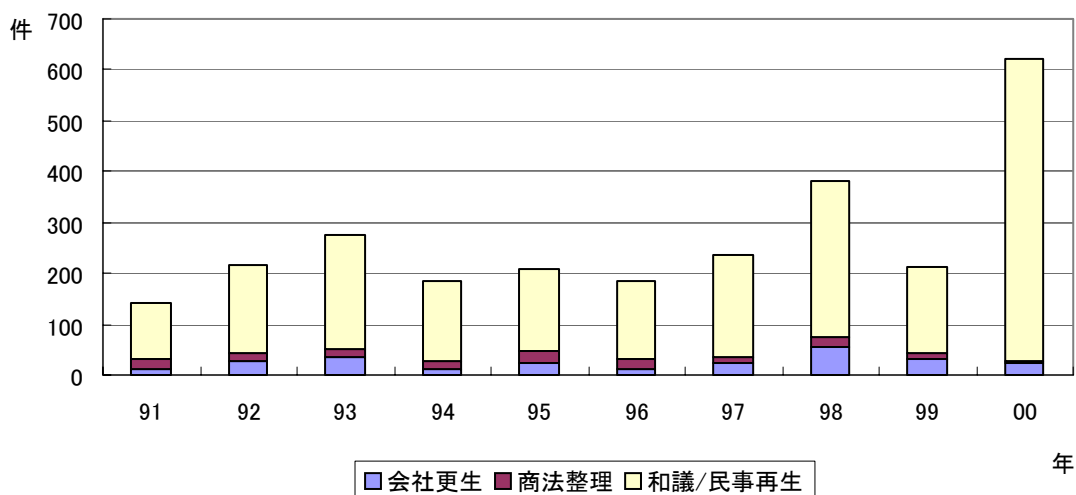
¹ DIP ファイナンスの DIP とは、debtor-in-possession（占有を継続する債務者）の略である。米国連邦倒産法では、チャプター・イレブンと呼ばれる再建型倒産手続きを申し立てた後も、基本的には現経営陣が業務を継続して行い、財産の管理や処分も司る。この点は、わが国の民事再生法においても同様である。

² 金融機関以外の事業法人が手がける場合もある。

³ わが国の制度では、会社更生、民事再生、商法上の会社整理の3つが該当する。

2000年4月に民事再生法が施行され、以前より様々な問題が指摘されていた和議法が廃止された⁴。民事再生手続きは、手続きが簡素かつ迅速であるのに加え、申立ての要件も緩和されたことなどから、2000年4月から12月の9ヶ月間に、申立て件数は550件に達した。99年の和議の申立てが年間で171件だったのに比べ、大幅な増加と言える。その結果、再建型倒産手続き全体の申立て件数も2000年は過去10年で最多の622件を記録した(図1)。

図1 法形態別再建型倒産件数



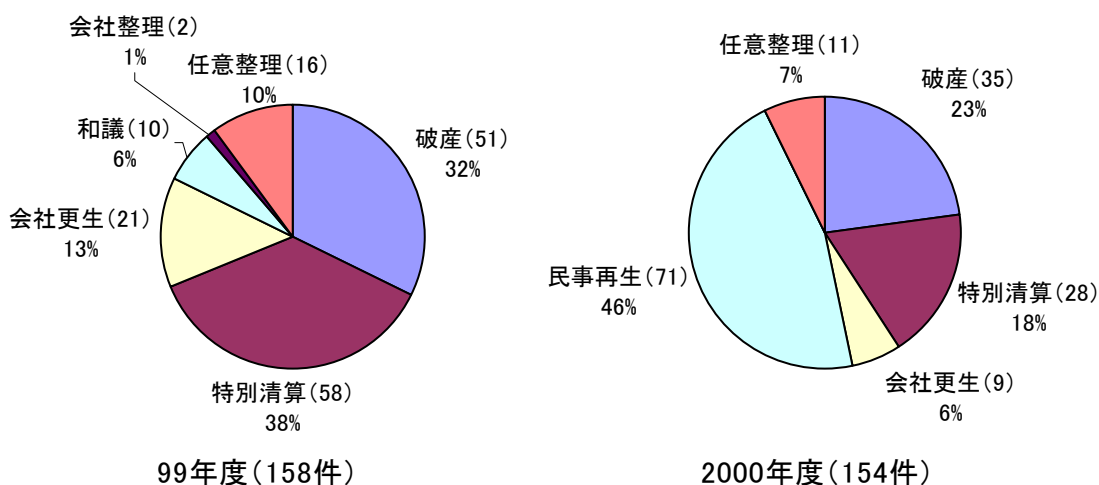
(注) 2000年の計数は、和議(1~3月)と民事再生(4~12月)の合算。

(出所) 帝国データバンク「全国企業倒産集計」より野村総合研究所作成

また、民事再生法が施行されてから、大型倒産(負債総額100億円以上)についても、民事再生手続きによって処理される場合が多くなっている。大型倒産の処理態様に関して、99年度と2000年度を比較してみると(図2)、99年度は、いわゆる清算型処理である破産、特別清算、任意整理の3類型が、件数ベースで全体の8割を占めていたが、2000年度は民事再生手続きにより、およそ5割に当たる71件が処理された。清算型の処理が、全体の半数近くまで減少したのに加え、会社更生手続きによる処理件数も前年度のおよそ半分に減少した。99年度と2000年度で大型倒産全体の件数はそれほど変わらないことから、従来やむを得ず清算を選択したり、もしくは、手続きが煩雑で時間やコストのかかる会社更生手続きを選択していた中堅・大企業が、簡易で使い勝手のよい民事再生手続きにシフトしたという推測ができよう。

⁴ 民事再生法について詳しくは、岩谷賢伸「民事再生法の成立と再建型倒産手続きにおけるファイナンス」『資本市場クォーター』2000年冬号参照。

図 2 大型倒産（負債総額 100 億円以上）の処理態様



(注) 1. 2000 年度は、2001 年 2 月までのデータを元に作成。括弧内の数字は、件数。

2. 2000 年度の民事再生 71 件のうち、23 件はそごうグループ。

(出所) 帝国データバンク「全国企業倒産集計」より野村総合研究所作成

民事再生手続き全体の申請件数が増加し、また大型の案件も増えてくると、民事再生手続きでは、和議手続きと同様に、原則的に管財人が選任されず、現経営者が事業を継続するため、支援企業が見つからずに運転資金の調達に支障をきたす破綻企業が増加する可能性がある。その結果として、金融機関に対する DIP ファイナンスへの期待、要請は今後高まっていくことが予想される。ただ、借り手側の要請が高まっても、貸し手側である金融機関が DIP ファイナンスを提供することにビジネス上のインセンティブを感じなければ、普及は見込めないであろう。その点で、米国の状況が参考になる。

2. 米国の DIP ファイナンス

1) 発展の経緯

米国では、1978 年に現行の連邦倒産法が施行された。新法は、旧法である 1898 年連邦破産法から大幅に内容を刷新し、債権者よりもむしろ破綻企業に手厚いものとなった。DIP ファイナンスに関しては、再建型倒産手続き（チャプター・イレブン）を申請した破綻企業の運転資金等の調達を容易にする規定、すなわち破綻企業への運転資金の貸し手（以下 DIP レンダー）に貸出のインセンティブを与える規定が設けられた。

しかしながら、法律施行当時、金融機関側には、破綻企業への新規融資に対する抵抗感

がまだ強く残っていた。倒産手続きを申立てる以前から破綻企業と関係の深かった金融機関が、破綻後もニューマネーを注入して支援するケースはあったようだが、積極的に破綻企業に貸し付けるといったタイプの DIP ファイナンスはしばらく行われなかった。

最初に事業としての DIP ファイナンスに着目し、専門の部署を設けたのはケミカル・バンク（現 J.P.モルガン・チェース）で、84 年のことであった。ケミカル・バンクがいくつかの大型案件を実施して成功させ、実績を積み上げていくと、複数の金融機関⁵が追随して DIP ファイナンスを開始した。

90 年代に入るとケミカル・バンクを中心に金融機関が本格的に事業の拡大に取り組み、案件の数、金額共に膨らんでいった。この頃から、シンジケート・ローンの形態で DIP ファイナンスが供与されるケースも現れ始めた。その際に、主幹事行が、共同で融資を行う金融機関を募る目的で、格付け機関から DIP ファイナンスに対する格付けを取得する動きもみられるようになった。

事業規模の拡大と共に懸案事項として浮上したのが、破綻企業に対する新規貸付債権の金融検査上の取扱いであった。金融機関は、金融規制当局から DIP ファイナンスを非常に危険な取引（Highly Leveraged Transaction：以下 HLT）であるとみなされて監督を強化されたり、債権の分類上も回収が不能となる危険性の高い債権に分類されることを恐れた。そこで、DIP ファイナンスに従事する大手銀行が中心となって、規制当局に DIP ファイナンスのストラクチャーやリスク・パラメータを説明し、理解を求めた。その結果、91 年に規制当局から DIP ファイナンスを HLT とみなさないとするガイダンスが発表された。また、大手金融機関によれば、債権の分類上も非分類（Pass）とされているようである。

以上のように、DIP ファイナンスにおける懸案事項が解消されていったのに伴い、DIP ファイナンスに取り組む金融機関の数も増加していった。

2) 2つの類型

DIP ファイナンスには、オフエンシブ型とディフェンシブ型の 2 類型がある。

オフエンシブ型とは、過去には取引のなかった破綻企業に対し、金融機関が新規の貸し手として積極的に運転資金等を供与する場合を指す。このタイプの DIP ファイナンスに注力する金融機関の例として、チェース・マンハッタン銀行（現 J.P.モルガン・チェース）、GE キャピタル・コマーシャル・ファイナンス、バンク・ボストンなどがある。

一方、ディフェンシブ型とは、破綻企業への影響力を維持し、債権の回収を少しでも確実にするために、申立て前の債権者が融資を行う場合を指す。いわゆるメインバンクが単独で行う場合と、債権者である複数の銀行がシンジケート団を組んで行う場合がある。一見、わが国でメインバンクが貸付先の経営不振企業支援のために行う追加融資に近いよう

⁵ メロン・バンク、ウェルズ・ファーゴ、バンカース・トラスト、バンク・オブ・ニューヨークなどが含まれる。

にも思えるが、法的倒産処理手続きという透明なプロセスの下で行われる融資である点で異なる。2 種類の件数を比べると、ディフェンシブ型の方がはるかに多いといわれている。

3) 件数と規模

DIP ファイナンスの件数に関して正確な統計はなく、特に未公開企業の DIP ファイナンスの実態の把握は、不可能に近い。ただ、公開企業の DIP ファイナンスの件数は、年間およそ 30~50 件程度と言われている⁶。

全体の市場規模は、景気や倒産件数に影響され、年によって異なるが、20~60 億ドルくらいである。個々の案件を見ると、公開企業向けの DIP ファイナンスに関して言えば、破綻企業の規模や取得可能な担保の評価額等によって、100 万ドル程度の比較的小規模な案件から、1 億ドルを超える大規模な案件まで多岐に渡る（表 1）。10 億ドルを超える案件もある。DIP レンダー側も、中小規模の案件を主に扱うところ（GE キャピタル・クレジット・ファイナンス等）や大規模な案件を主に扱うところ（チェース・マンハッタン・コーポレーション等）に分かれる。加えて、同じグループの金融機関でも、例えばバンク・ボストン（現フリート・ボストン）本体が大きな案件を担当し、その関係会社のバンク・ボストン・リテール・ファイナンスが中小規模の案件を扱うといった棲み分けもあるようである。

表 1 最近の主な DIP ファイナンス

破綻企業(DIP)	チャプター・イレブンの申立て日	金額 (単位: 百万ドル)	DIPレンダー
APS Holding Corp.	2/3/98	100	Chase Manhattan Bank
Acme Metals, Inc.	9/29/98	100	BankAmerica Business Credit, Inc
Caldor Corp.	9/18/95	450	BankBoston N.A.
Cityspace Financial Corp.	10/6/98	250	Greenwich Capital Financial Products, Inc.
County Seat Stores, Inc.	1/22/99	75	BankBoston Retail Finance, Inc.
Crown Books Corp.	7/14/98	40	Paragon Capital LLC他
Farm Fresh, Inc.	1/7/98	50	Fleet Capital Corp.他
Golden Books Family Entertainment, Inc.	2/26/99	30	The CIT Group/Business Credit, Inc.
Grand Union Co.	6/24/98	172	Swiss Bank, Lehman Commercial Paper, Inc.
Harvard Industries, Inc.	5/12/97	120	GE Capital Commercial Finance他

⁶ ちなみに、98、99、2000 年の公開会社によるチャプター・イレブン申立て件数は、それぞれ 120 件、149 件、176 件であった。

Hayes Corporation	10/9/98	6.7	NationsCredit
JumboSports, Inc	12/27/98	135	Foothill Capital Corp.
Laclede Steel Company	11/30/98	85	BankAmerica Business Credit, Inc
Livent, Inc.	11/18/98	25	Angelo, Golden & Co. L.P.
Nu-Kote Holding, Inc.	11/6/98	7.5	Norwest Business Credit, Inc.
Oneita Industries, Inc.	1/23/98	10	Foothill Capital Corp.
Reliance Acceptance Group, Inc.	2/9/98	8	BankAmerica Business Credit, Inc
River Oaks Furniture, Inc.	3/3/98	32.9	BNY Financial Corporation
Salant Corporation	12/29/98	85	The CIT Group/Commercial Services, Inc.
SmarTalk TeleServices, Inc.	1/19/99	10	AT&T
Southern Pacific Funding Corp.	10/1/98	40	Bear Stearns International Ltd.
Sun Television & Appliances, Inc.	9/16/98	60	BankBoston Retail Finance, Inc.
SyQuest Technology, Inc.	11/17/98	0.4	Iomega Corp.
Unison Healthcare Corp.	5/28/98	5.5	HCFP Funding Inc.
U.S. Leather, Inc.	5/11/98	52.5	BankAmerica Business Credit, Inc
Venture Stores, Inc.	1/20/98	190	BT Commercial Corp

(出所) New Generation Research “The Bankruptcy Yearbook & Almanac1999”より野村総合研究所作成

4) DIP ファイナンスのプロセス

(1) 貸付機関へのアクセス

破綻企業は、チャプター・イレブンの申立て後、DIP ファイナンスを受けながら事業を継続することを想定している場合、申立てをする1~3ヶ月位前からDIP レンダーとなる金融機関と交渉し、申立て後のDIP ファイナンスの言質を取っておくのが一般的である。その際の破綻企業の交渉相手としては、大きく2つの選択肢がある。1つは、現に当企業への貸し手となっている金融機関である。複数の債権者銀行が、破綻企業の今後の再建について話し合い、シンジケート・ローンのかたちでDIP ファイナンスを出すこともあるようだ。もう1つは、オフENSIB型DIP ファイナンス事業を営む、過去には取引関係のなかった金融機関である。この場合、直接交渉してもよいし、また破綻企業を支援するファイナンシャル・アドバイザー等を介する方法もある。米国では、会計士やコンサルタント⁷などの間の私的な情報交換により、ファイナンシャル・アドバイザーや、DIP レンダーとなる金融機関の紹介、DIP ファイナンスの供与に関するDIP レンダーとの交渉などがなされることがある。

いずれにせよ、通常は、チャプター・イレブンの申立てとほぼ同時にDIP ファイナンス

⁷ 元銀行員などがなっている場合が多い。

の許可申請が裁判所に出されるように準備が進められる。

(2) 審査

破綻企業から案件が持ち込まれると、まず金融機関は、その企業が倒産に陥った原因を徹底的に究明する。次に、破綻企業の①特徴や属する業界の動向、②経営者の能力、③保有資産の担保価値、④財務状況や将来的なキャッシュ・フロー等を、SEC の 10-Q や 10-K といった公開情報や、民間企業のデータ・ベースからの情報を元に詳細に分析する。その上で、破綻企業自身から様々な情報の提供を受けたり、インタビューなどを通して定性的な審査を行う。審査の結果、DIP ファイナンスの要請を断ることもしばしばある。要請に応じる場合でも、DIP レンダーは、資金の用途について破綻企業との協議の上、あらかじめ細かい条件や制限をつけておくのが一般的である。また、DIP レンダーは運転資金の供与にとどまらず、ファイナンシャル・アドバイザーとして再建のサポートを行い、フィーを得ることもある。

(3) 貸出条件

貸出条件を決める際に特に重要な項目となるのは、貸出金利／金額／期間の設定、及び連邦倒産法第 364 条に明記された与信条件のうちどの条項を適用するかである。

まず、貸出金利の設定は、市場環境や破綻企業の信用、貸出金額、担保等の条件により当然異なるが、LIBOR+150~350 ベーシス・ポイント程度に定められることが多い。貸出の形態としては、リボルビング・クレジット⁸、ターム・ローン⁹、レター・オブ・クレジット (L/C)¹⁰の 3 つが一般的に用いられる。貸出金利以外にも、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 (Unused Line Fee)、管理費 (担保等の監視)、信用状の費用といった様々なフィーが発生する。

貸出期間は通常 1~2 年であるが、超短期 (60~120 日程度) の DIP ファイナンスを供与するケースもある。以上の諸条件は、倒産手続き中の状況の変化に応じて随時変更されることがある。

次に、与信条件の決定であるが、連邦倒産法では第 364 条 (Obtaining credit : 与信の獲得) の規定により、破綻企業への貸付債権の弁済可能性を高めることで、DIP レンダーに与信のインセンティブを与え、破綻企業が比較的容易に信用の供与を受けられるようにしている。具体的には、破綻企業の信用力に応じて、段階的に 4 つの与信条件が用意されている (表 2)。

表2 連邦倒産法第364条の与信条件

⁸ 一定期間にあらかじめ定めた一定金額まで自由に借入をすることが出来る。

⁹ リボルビング・クレジットよりも長めに期間を固定して、担保付で借入を行う。

¹⁰ 通常の事業過程における破綻企業の取引先への支払いを、金融機関が信用状に明記された金額まで保証する。

- ① 通常の事業の範囲内においては、DIPは裁判所の許可なく無担保で信用の供与を受けることができる。そして、その債務は申立て後の管理費用¹¹ (administrative cost) として認識され、優先的に随時弁済される。(364条 (a))
- ② 通常の事業の範囲外のものでも、DIPは裁判所の許可を得て、管理費用として認められる無担保信用を得ることができる。(364条 (b))
- ③ ①、②の条件で、つまり管理費用として認められるだけでは与信の獲得が困難な場合は、DIPは裁判所の許可を得て、全ての管理費用に優先する (super priority) 債権として認められることを条件に与信を受けることができる (364条 (c) (1))。また、裁判所の許可を得て、DIPレンダーに対して担保のついていない財産に抵当権を設定するもしくは、既に抵当権が設定されている財産に後順位の抵当権を設定することにより、DIPは信用の供与を受けることも出来る。(364条 (c) (2)(3))
- ④ それでも与信が獲得できない場合は、裁判所の許可を得て、DIPレンダーに対して、既に抵当権の設定されている財産について、設定されている抵当権と同順位が先順位の抵当権を設定することにより、DIPは信用の供与を受けることができる。但し、申立て前の担保権者が適切に保護されること (adequate protection) をDIPは証明しなければならない。(364条 (d))

(出所) 野村総合研究所作成

これら 4 つの与信条件の中で、実際最も頻繁に選択されるのは、③のスーパー・プライオリティ条項である。この条項を適用すると、DIP レンダーは、全ての管理費用 (共益債権) に先立って弁済を受けることができるので、弁済可能性は比較的高くなる。これに加えて、④の条項も選択され、申立て前の債権者に優先する担保権が DIP ファイナンスに設定されることもある。この③と④の内どちらか、もしくは両方の条件が選択されるのが一般的であり、裏を返して言えば、どちらの条件も得ることが出来なければ、DIP レンダーが DIP ファイナンスに応じる可能性は低い。

DIP ファイナンスの勃興から 90 年代の前半頃までは、申立て前の債権者に優先する担保権の設定許可に破産裁判所が消極的だったため、スーパー・プライオリティ条項がもっぱら採用されていたようだが、それ以降は④の条項の適用も認められるようになってきた。

DIP レンダーが担保を取得する際、まずは売掛債権や棚卸資産等の流動資産に設定¹²することが多いと言われる。これには、米銀の貸出審査では、企業自体の信用よりも事業から生じるキャッシュ・フローを重視するので、担保の設定に関しても不動産担保中心のわが国とは異なり、換金性の高い流動資産にむしろ担保を設定する傾向が強いという背景がある。また、破綻企業の資産全てに担保設定が行われることもあるようだ。その上で、まだ貸付債権に対して未保全分がある場合には、不動産等の固定資産に担保を設定する。

¹¹ わが国の会社更生法における「共益債権」に類する。共益債権とは、債権者の共同の利益のためになされた行為にかかった費用の請求権のことであり、更生手続きに付随して生じる弁護士への報酬や従業員への給与などもこの中に含まれ、更生手続き開始前の原因に基づいて生じた更生会社に対する債権に先立って、更生手続きによらず随時弁済される (会更法 209 条)。

¹² 浮動担保 (floating lien) という。

申立て前の債権者の抵当権に優越する担保権を設定する場合は、債務者である破綻企業により既存債権者の「適切な保護」がなされなければならない。実際には、追加担保の設定といった措置や、担保価値の十分性の確認が行われて初めて裁判所が DIP ファイナンスを許可するようである。ただし、適切な保護にあたる措置がほとんど講じられなくても、既存の債権者が、清算もしくは担保資産の売却をするより、DIP ファイナンスの供与により再建が成功して企業価値が高まる可能性の方が高いと判断すれば、自らの抵当権に優越する担保権の設定に異議を唱えない場合がある。そうしたケースは、既存債権者が DIP ファイナンスを提供するディフェンシブ型の DIP ファイナンスに多い。ちなみに、破産裁判所が DIP ファイナンスを許可した際は、その条件を文書で公表する。

(4) 継続的なファイナンス

DIP ファイナンスが弁済されると、DIP レンダーはそこでビジネスを終了する場合もあるが、破綻企業との関係を継続し、新たなビジネスにつなげていくケースも見受けられる。

例えば、破綻企業が十分再建していけるという判断をした場合、単独で再融資したり、またその時点で破綻企業に関するインフォメーション・ブックを作成し、他の金融機関等を集めてシンジケート・ローンを組み、新たな融資を行ったりする。シンジケート・ローンを組むのは信用リスクの分散のためで、その際、元々の DIP レンダーが主幹事行となる場合が多い。再建がなし遂げられた暁には、メインバンク的な地位に就き、その後のビジネスにつながる。

(5) DIP ファイナンスの具体事例

【事例1】

- ◆ 破綻企業：Axiohm Transaction Solution（印刷機的设计・製造の会社）
- ◆ DIP レンダー：Lehman Brothers Commercial Paper を主幹事とするシンジケート
- ◆ チャプター・イレブンの申立て日：99年11月8日（デラウェア州）
- ◆ 99年11月8日、両者で合意された2,000万ドルのDIPファイナンスのうち、破産裁判所は当初1,050万ドルの貸付を認めた。金利はプライムレート+2.5%、未使用残高手数料は貸付金の未使用分×0.5%、ローンの弁済期限は2000年6月30日と定められた。DIP レンダーにはスーパー・プライオリティ条項が適用された。

【事例2】

- ◆ 破綻企業：Just for Feet（靴の小売業を営む会社、申立て当時の資産7億6,420万ドル、負債5億720億ドル）
- ◆ DIP レンダー：バンク・オブ・アメリカ
- ◆ チャプター・イレブンの申立て日：99年11月4日
- ◆ 99年11月8日、Just for Feet社は、バンク・オブ・アメリカとの合意に基づいたDIPファイ

ナンスの申請を破産裁判所に提出した。同社が未返済の優先債務1億5,500万ドルの返済をするために、既存の債権者であるバンク・オブ・アメリカから、2億ドルの融資を受けるとというのがその内容で、貸出条件は、年率でプライムレート+1.25%もしくはLIBOR+2.75%と定められた。11月10日に破産裁判所が仮処分として当初6,000万ドルの融資を認めた。

5) DIP ファイナンスが活発化した要因

(1) 相対的に高い弁済可能性と高い収益率

連邦倒産法第364条の規定により、DIP レンダーの貸付債権の弁済順位は高く、また場合によっては担保を設定することも出来るので、DIP ファイナンスは比較的弁済可能性の高い貸出であると言える。

一方、貸出利率は一般的に通常の貸出よりも高めに設定されるので、貸付金融機関にとって、DIP ファイナンスへのインセンティブは高い。ただ、貸し手間の競争は徐々に激しくなってきたおり、貸出金利は低下傾向にあると言われる。

(2) 金融監督上の取扱い

先程も少し触れたが、91年にFRB(連邦準備制度理事会)、FDIC(連邦預金保険公社)、OCC(通貨監督庁)の金融規制当局合同によるHLT(Highly Leveraged Transaction)の定義の見直しが行われ、裁判所が許可したDIPファイナンスはHLTとみなさないことが明確になった。

HLTとは、規制当局が金融検査において、金融機関のハイ・レバレッジでリスクの高い取引を監督するために用いられる統一概念で、連邦の3金融規制当局(FRB、FDIC、OCC)が合同でその定義を定めている¹³。HLTに当たる貸付債権の金額が多いと、当局の監督が強化される可能性がある上に、アナリストや投資家の評価の目も厳しくなるため、金融機関は通常なるべくその額を抑えるよう努める¹⁴。

DIPファイナンスも当初はHLTであるという見方が大勢であったが、DIPファイナンスの金額を増大させている大手銀行等が粘り強く規制当局に働きかけた結果、HLTの指定をまぬがれた。

また、規則や検査マニュアル等にその取扱いが明示されているわけではないが、貸付債

¹³ HLTに該当するのは、借入の目的が、バイアウト、買収、事業の再資本化のいずれかで、かつ、①取引の結果、借り手の負債比率が75%を超える、②取引の結果、借り手の負債額が少なくとも以前の倍になり、かつ負債比率が50%を超える、③取引が、シンジケーションのエージェントや規制当局からHLTであるとされる、のうちいずれかの条件を満たしていた場合である。ひとたびある企業への貸出がHLTに指定されると、当該企業との取引は全てHLTとみなされる。

¹⁴ ただし、HLTに該当する債権がそのまま金融検査の債権分類上、Substandard、Doubtful、Lossといった回収不能の危険性のある分類に当てはめられるわけではない。債権の分類は、貸出先の財務状況や担保、保証の有無など様々な要因を勘案した上でなされる。

権の金融検査上の分類においても、DIP に対する新規の貸付債権は非分類（Pass）扱いになっているようである。

以上のように、DIP ファイナンスの金融監督上の取扱いがある程度明確になり、取引の相対的なリスクの低さが規制当局に認められた結果、金融機関が積極的に DIP ファイナンスを供与することが可能となった。

（３）破産裁判所による DIP ファイナンスの許可

旧法である 1898 年連邦破産法の下では、破産裁判所の破産裁判官が、司法的な側面に加えて、管財人の監督者として再建手続きの進行の監視を行うなど運営管理的側面も同時に担っていた。しかし、1978 年の連邦倒産法で、新たに法務省の一機関である連邦管財官（United States Trustee）が設置され、倒産事件の運営管理的側面を担うこととなった。これによって、破産裁判所は純粋に司法的な役割のみを果たせばよくなり、以前に比べ倒産手続きへの介入に受動的となった。その結果、破綻企業と DIP レンダー、債権者委員会等の間で合意がなされていれば、DIP ファイナンスの申請も大抵は許可が降りるようになったと言われている。破綻企業はチャプター・イレブンの申立てと同時にしくは直後に、破産裁判所に対し、DIP ファイナンスの許可仮処分を求め、およそ 15 日後に許可決定が下される。

米国では、国土全体を 94 の地区に分け、地区ごとに破産裁判所を置いている。破綻企業がいずれの破産裁判所の管轄になるかは、当該企業の本社・本店の所在地等によって決まる。

3. わが国における DIP ファイナンス普及への課題

わが国では近年、バブルの崩壊以後過剰債務に苦しむ企業セクターが、バランス・シートを調整し、事業を再構築するための金融手法や、それを可能にするための制度上の課題について、官民を挙げて議論がなされてきた。DIP ファイナンスもその中の金融手法の 1 つであり、政府・与党の緊急経済対策でも、会社分割法制の活用や、産業再生法の活用などと並んで、その円滑化が掲げられた。また、具体的な動きとして、日本政策投資銀行が新たに「事業再生融資制度」を設け、経済社会的に有用性が高く、今後の発展が見込まれる事業を営んでいることなどを要件に、法的手続きを申請した破綻企業に DIP ファイナンスを供与する事業に取り組み始めた。

このように DIP ファイナンスに対する取り組みは、徐々に広がっていきこうとしているが、今後本格的な普及をはかる上での課題を以下にいくつか列挙する。

1) 貸し手へのインセンティブの付与

再建型倒産手続きを申し立てた破綻企業が運転資金の融資を受ける際、わが国の現行の法制度では、会社更生手続きと民事再生手続きのどちらにおいても、裁判所の許可が必要となる。破綻企業に対する貸付債権は、通常、共益債権となり¹⁵、法的倒産手続き開始前の原因に基づいて生じた破綻企業への債権（一般債権）に先立って、再建手続きによらずに随時弁済される。このように、債権の弁済は一定程度担保されているが、米国の連邦倒産法第 364 条のように、破綻企業への貸出にインセンティブを与えるような規定はない。

この点につき、緊急経済対策の中でも、企業再建の円滑化のために会社更生法、民事再生法を改善する、という文脈で、「民事再生法についても、…再建計画策定中の融資（DIP ファイナンス）における優先性の向上なども含めて検討し、平成 15 年度を目途に必要な見直しを行う」と述べられている。

DIP ファイナンスの普及のために、共益債権として扱われるだけでは足りないということであれば、追加的な貸し手へのインセンティブの付与が検討されるべきであろう。ただその際、倒産手続き申請前の債権者との調整が十分必要となるのに加え、裁判所による DIP ファイナンスの許可基準の明示などが新たに求められよう。

2) 金融検査マニュアルによる債権分類の明確化

わが国でも、米国の場合と同様に、金融検査上、DIP ファイナンスが金融検査マニュアルにおける自己査定 of 債権分類区分でどのように取り扱われるかが問題となると思われる。DIP ファイナンスが、Ⅲ分類（回収に重大な懸念のある債権）やⅣ分類（回収不能債権）に分類されてしまうとすれば、金融機関が DIP レンダーとして破綻企業に貸し付けるインセンティブは大いに減殺されよう。この点についても、緊急経済対策では「金融検査マニュアルの明確化」が掲げられ、DIP ファイナンスが非分類（正常債権）もしくはⅡ分類（回収に注意を要する債権）に分類されることを明らかにするなど、必要な措置を検討する、としている。

3) 手遅れになる前の倒産手続きの申立て

わが国では、債務超過や支払い不能となる寸前、もしくはそういった状態にならない限り、破綻企業が法的倒産手続きを申し立てないのが一般的である。その結果、申立て時には既に資産等がひどく毀損していて、手遅れになっているケースも多いと言われる。この背景には、様々な要因が考えられるが、倒産に対する社会的イメージの悪さ、申立て企業側の心理的抵抗感の強さといった事情も大きい。民事再生手続きでは、この点について改

¹⁵ ただし、民事再生手続きにおいて、再生手続きの申立て後再生手続きの開始決定までの貸付債権を共益債権とするには、裁判所の許可が必要となる。裁判所は、監督委員に対し、この許可に代わる承認をする権限を付与することができる。（民事再生法第 120 条）

善するために、申立て要件を緩和する等、“早期申請、早期再建”を目指しているが、今のところ目立った変化はみられないようだ。

DIP ファイナンスが、米国で比較的貸し倒れリスクの低い融資であるのは、制度上、債権が手厚く保護されているからという面の他に、金融機関が破綻企業のキャッシュ・フローなどを厳しく審査し、再建可能性の高い企業にのみ供与しているからという面もある。企業の体力が著しく低下してしまった後で、法的倒産手続きを申請しても、再建の可能性は低く、このような場合、DIP ファイナンスを供与する意義も低い。長年の社会通念や行動様式を一朝一夕で変えていくのは難しいが、わが国においても、金融機関側が DIP ファイナンスの体制を整えるとともに、早期の倒産手続き申請による積極的な企業再建への取り組みが望まれる。

(岩谷 賢伸)