事業再生と銀行(2)

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 加藤, 峰弘 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/17767

事業再生と銀行(2)

加　藤　峰　弘

目　次

Ⅰ　はじめに
Ⅱ　事業再生と銀行の情報生産機能
　1．不良債権問題と融資先企業の再建支援
　2．経済発展と銀行の情報生産機能
　3．「新しい金融仲介理論」と銀行の情報生産機能
　4．銀行の情報生産機能と融資先企業の再建支援
（以上，第24巻第1号）
Ⅲ　事業再生と金融
　1．事業再生を支援する金融的手法
（以上，本号）
　2．事業再生を支援する諸制度
　3．銀行以外で事業再生を手掛けている主体
　4．事業再生と銀行業の変革
　5．政策的対応
Ⅳ　おわりに

Ⅲ　事業再生と金融

本章では，まず第1節で邦銀が具体的にどのような手法を用いて企業を金融面から支援しているのかについて考察する。対象となるのは，債権放棄，デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化），およびDIPファイナンスである。第2節では，事業再生にかかわる現行の諸制度について概観する。対象となるのは，私的整理ガイドライン，再建型の法的整理手続（民事再生法と会社更生法），および産業再生法（正式名称は産業活力再生緊急措置法）

である。第3節では，銀行以外で事業再生を手掛けている主体について概観する。対象となるのは，企業再生ファンド，整理回収機構，産業再生機構，および中小企業再生支援協議会である。第4節では，以上の議論を踏まえて，事業再生を支援する現行の諸制度の下で，またさまざまな主体が事業再生を手掛ける中で，銀行は事業再生にどのように取り組むことが求められているのかについて検討する。とくに，メインバンク制に立脚した融資形態からどのような融資形態に移行するのが望まれるのか，さらに事業再生を銀行業の本質である情報生産機能にどのように組み込んでいくことが望まれるのかに重点を置いて議論を展開する。第5節では，政府には行政面，税制面，および財政面でどのように事業再生を支援していくことが求められるのかについて考察する。

1．事業再生を支援する金融的手法

(1) 債権放棄

債権放棄とは，過剰債務を抱えて経営困難に陥った融資先企業に対して，銀行が貸出債権の一部（稀に全額）を放棄することと定義される。企業側からすると債務免除となる。銀行の目的は支援対象企業の有利子負債を軽減することで金融面から経営再建を促し，残った貸出債権の回収確実性を高めることにある。債権放棄は他の金融支援の手段（追加融資の実施，融資の返済猶予，利息の減免，デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）など）とともに実施され，これによって支援対象企業の債務再構築が成し遂げられることになる。

銀行にとって，債権放棄は支援対象企業の過剰債務を軽減する上でもっとも有効な方法であるものの，モラルハザード（債務の規律づけが損なわれること）と密接不可分であり，ゆえに「究極の」金融支援の手段ともいえる。したがって，債権放棄を実施するには，次の三つの条件を満たすことで有効性が確保されなければならない。まず，支援対象企業のコアコンピタンスが損なわれていないと確認されることである。次に，モラルハザードを排除する確固たる仕組みが再建計画に盛り込まれることである。つまり，再建計画の中に利害関係者（取締役，株主など）に対して法的措置を講じることなど

によって責任を追及する仕組みが含まれていなければならないのである。最後に，銀行の公共性という見地から，支援対象企業の規模が大きくて清算型の法的整理に移行した場合，連鎖倒産と失業率の大幅な上昇を招くなど国民経済・地域経済に与える影響が甚大なものとなると判断されることである。地域経済を存立基盤とする地域銀行や協同組織金融機関にとって，地域経済の空洞化は回避しなければならず，このことはとくに重要となろう。もちろん，銀行側も再建支援業務の一環として，支援対象企業について再生プロセスの進捗状況を常時，チェックすることが不可欠である。なお，事業再生の国民経済上の重要性にかんがみ，公的に債権放棄の有効性を確保することを目的に設定されたのが「私的整理ガイドライン」であるが，これについては次節で詳しく考察する。

さて，金融論の見地からは，債権放棄はとくにデット・オーバーハングを解消させる上でもっとも有効な方法と位置づけられている。デット・オーバーハングとは，たとえば債務超過に陥った企業が正の純収益を十分に期待できる投資案件を持っていた場合，将来時にその投資が成果を収めて正の純収益を実現させたとしても，その収益に対する請求権のプライオリティは法律上，既存の債権者のほうが高いため，新規資金の提供者にとっては採算が合わず，結局，その企業は融資を受けられず，その投資案件が実行に移されなくなってしまう現象のことをいう。池尾（1996）によると，デット・オーバーハングを解消させる方法は次の三つであるという。第一に，既存の債権者が引き続き新規資金の提供も行うというものである。第二に，債権放棄である。第三に，新規の投資機会にかかわる資金調達だけを，企業のバランスシートから完全に分離（オフバランス化）して行うことである。つまり，企業単位のファイナンス（企業金融）を行うのではなく，資産単位のファイナンス（資産金融）を行うということである。資産金融を可能にする金融技術がいわゆる証券化である。第一の方法は，当該企業に与える恩恵の程度が低いため，債権放棄とは異なり，通常，経営構造の刷新と利害関係者の法的責任追及を柱とする再建計画の作成・実施を要請できないという欠点を持つ。つまり，たとえ当該企業が十分に採算の見込める新規投資プロジェクトを抱えていたとしても，経営構造が旧態依然のままであれば，それから得られる収益はり

ストラクチャリングが実施されている場合に比べて低くならざるを得ないのである。第三の方法は，第一の方法と同様に，当該企業がリストラクチャリングを実施することが担保されていないという欠点と，資金調達が証券化市場の成熟度と市場環境に左右されて機動性に欠けるという欠点を持つ。他方、第二の方法である債権放棄は，再建計画によってリストラクチャリングの実施が担保されている限り，新規投資プロジェクトから得られる収益を最大化させることができる。したがって，債権放棄はデット・オーバーハングに対するもっとも有効な処方箋とみなすことができる。ただし，債権放棄については（上述の第一の方法も同様であるが），既存の債権者が単一の主体であれば，比較的容易に実施されるといえるが，既存の債権者が複数の主体から構成されている場合には，相互の利害対立から，債権者全体としては明らかに有利であるにもかかわらず，負担額や損失分担を巡って合意が形成されず，実施されない恐れがある。

では，以上の議論を踏まえて，ここでメインバンク制が敷かれている日本では融資銀行団において債権放棄はどのように実施されがちであるのかについて考察しよう。日本には，いったん企業が経営困難に陥ると迅速に再建に着手できず，著しい過剰債務，すなわち債務超過に陥りやすいメカニズムが存在する(1)。同時に，1990年代初頭のバブル経済崩壊とその後の深刻な不況に伴って多額の不良債権が発生し，邦銀は全般的に経営基盤が著しく脆弱化した。このような状況の下で，債権放棄を実施する際，融資銀行団の中で損失分担や負担額を巡る交渉が難航してしまいがちである(2)。その一方で，メインバンクが企業救済を一手に引き受けるという慣例が根強く存在していることもまた事実であり，結局のところいわゆる「メインバンク寄せ」が生じ，メインバンクが過度の負担を引き受けることになる。こうしてメインバンクの経営基盤が磨耗することは，システミック・リスクが顕現化する蓋然性を高めることにほかならず，ともすれば金融危機を引き起こしかねない。なお，このようなメインバンク寄せを回避することを主眼として設置されたのが産業再生機構であるが，同機構については第3節で詳しく考察する。

(2) デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）

デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化；以下，DES）とは，銀行からの借入金など債務の一部を株式に切り替えて企業の再建を支援する手法のことである。過剰債務を抱える融資先企業の負債を圧縮する効果だけでなく，株主資本を増やす効果もある。株式を受け取る銀行も，再建が軌道に乗ればアップサイド・リターン（将来の収益の配分）を期待できる。また，DES は債権放棄とともに支援対象企業の債務再構築において柱となる金融支援の手段と位置づけられる。具体的な方法としては，次の四つがある。

(a) 債権者が債権を債務者企業に現物出資する。
(b) 債権者が現金を払い込んで債務者企業から第三者割当増資を受け，企業は払い込まれた現金により債務を弁済する。
(c) 債権者が債務者に対する債権を現物出資して新会社を設立し，当該会社に対し債務者が営業譲渡をして解散する。
(d) 債務者が保有している自己株式（2001年10月に施行された改正商法によって解禁されたいわゆる金庫株）を債権者に代物弁済する。

(a)の方法がもっとも簡便ではあるものの，商法上の現物出資であるため，いわゆる「資本充実の原則」に基づいて，裁判所が選任した検査役の調査を要し，時間がかかっていた。したがって，これまでは(b)〜(d)の方法が活用されてきた。しかしながら，2000年夏に東京地裁商事部が現物出資について「券面額説」の採用を容認して以来，それが実務として定着するようになった。つまり，現物出資の実施に際して資産や債権の価値が券面額未満であったとしても，券面額相当の価値があるものとし，DES についても検査役を選任するものの，調査内容は対象債権の「存在」と「額」（券面額）を確認することに限られ，時価を評価しなくてもよくなったのである[3]。このように手続が迅速・低廉化されたのに伴って，(a)の方法が採用されやすくなった。さらに，2003年４月に施行された改正商法によって現物出資の手続がいっそう簡素化され，公認会計士などの証明を得れば，検査役の調査を受けなくても，現物出資を行うことができるようになった[4]。なお，産業再生法の適用

を認定された企業は，DES を実施する際に現物出資に伴う検査役調査の免除と増資に伴う登録免許税の減免（0.7%→0.15%）を受けられ，よりいっそう迅速かつ低廉に DES を実施することができる。

また，DES は通常，一方で普通株が大量に発行されるのに伴ってダイリュージョン（株式価値の希薄化）が生じ，株価が大幅に下落することを避けるため，他方で銀行法上の合算５％ルールと独占禁止法上の５％ルールの制約から，種類株の一形態である完全無議決権株（主に優先株）を用いて実施される[5]。ただし，銀行が事業再生を手掛ける他の主体（主に企業再生ファンド）に現物出資することを企図している場合には，普通株を用いて DES が実施されることになる[6]。加えて，産業再生法の適用を認定された企業に対しては，合算５％ルールと５％ルールは適用されないので，普通株を用いて DES を実施することもできる。いずれの場合も，ダイリュージョンに伴う株価の大幅な下落を避けられる見通しが立っていなければならない。

また，DES は名目 DES と実質 DES とに分けることができる。名目 DES とは，事業価値の裏づけのある部分は債権のまま保有し，事業価値の裏づけのない部分を株式に転換するものである。銀行にとっては，ただ単に債権を放棄するよりは，株式に転換したほうがアップサイド・リターンを期待できるというメリットがある。アメリカでは，このようなかたちの DES を Hope Certificate と呼んでいる。実質 DES とは，事業価値の裏づけのある部分にまで踏み込んで株式に転換することである（小山・田原，2003)。

次に，DES の利点と問題点について考察する。まず，DES の利点を債務者（企業）側のメリットと債権者（銀行）側のメリットとに分けて考察しよう。企業側のメリットは次の二つである。第一に，キャッシュフローに対応した返済能力を超える債務を軽減できることである。第二に，低いコストで自己資本を充実できることである。通常，経営支援を必要とする企業が自力で増資を行う場合，高いコストを要求される。銀行側のメリットは次の四つである。第一に，再建が軌道に乗れば，配当または capital gain というかたちでアップサイド・リターンを享受できることである。第二に，DES は債権放棄と同様に，支援対象企業の債務再構築において柱となる金融支援の手段であるが，債務再構築が成し遂げられることで再建の可能性が高まり，既

存債権の価値が増加する（すなわち，残った貸出債権の回収可能性が高まる）ことである。具体的には，支援対象企業の債務者区分を要注意先から正常先に引き上げ，それに伴って貸倒引当金を取り崩すことが可能になり，財務内容はその分，改善することとなる。第三に，事業価値（つまり返済金額）を巡って企業と銀行との間で軋轢が生じた場合，両者の対立を埋めるいわば調整弁として機能することである。第四に，債権放棄が法人税上，寄付金課税の対象となり，また税務上，損金算入もできないのに対し，DES は損益を発生させない資本等取引と解される可能性が高く，これらの問題が起こらないことである。ただし，債権放棄も私的整理ガイドラインに沿って実施される場合には，このような問題は回避できる。なお，両者に共通するメリットとしては，負債・資本構成の改変に伴い，事業再生に向けてモチベーションが高まることが挙げられる。

続いて，DES の問題点について考察する。ここでも債務者（企業）側のデメリットと債権者（銀行）側のデメリットとに分けて考察しよう。企業側のデメリットは，DES は上述のように，優先株を用いて実施されることが多いため，配当負担が増加することである。銀行側のデメリットは次の三つである。第一に，債権放棄と同様に，モラルハザードと密接不可分であることである。したがって，再建計画においてモラルハザードを排除する確固たる仕組みが盛り込まれなければならない。もちろん，銀行によるチェックも欠かせない。ただし，銀行側からすると，債権放棄は利益供与にすぎないが，DES の場合，種類株を適切に活用することで，すなわち議決権について工夫を凝らすことで経営介入の余地が生まれる。この点からも，モラルハザードを一定程度抑制できる。第二に，再建に失敗すれば，二次ロスが生じることである。銀行にとって，とくに実質 DES を実施していた場合，債権のまま保有していた場合に比べて，損失額が膨らみかねない。なぜなら，周知のように，企業に対する請求権間の優先・劣後関係は概ね，担保付き債権・優先債権，一般無担保債権，劣後債権，優先株式，普通株式，劣後株式という順序になるからである。第三に，バブル経済崩壊後の株価暴落に伴って銀行による株式保有の弊害が顕現化し，それが公的に規制される[7]中で，その流れに逆行することである。

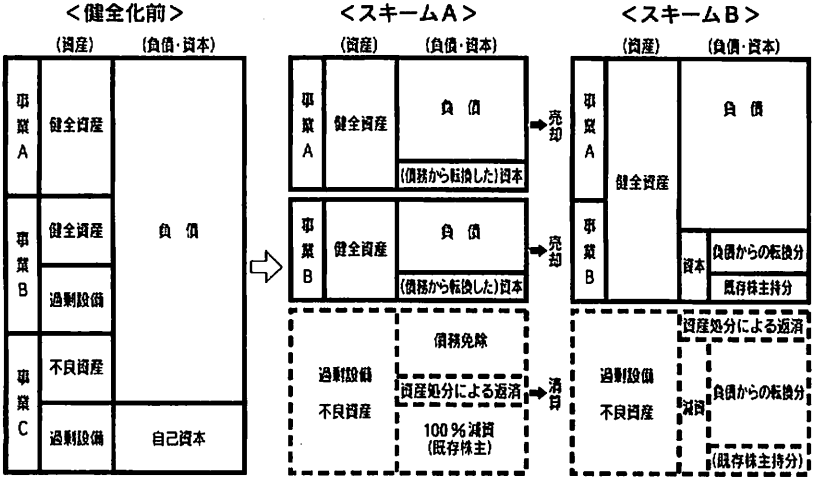
次に，DES の課題について考察する。それは次の二つである。第一に，日本における DES は主としてメインバンク主導の私的整理案件において積極的に活用されている一方で，民事再生法，会社更生法など再建型の法的整理手続においてはほとんど活用されていない。したがって，たとえば法的整理手続において DES の積極的な活用を促すには，再生債権や更生債権の一部を DES したのちに，スポンサー企業を公開入札で決めるという手法を用いることが必要となる（小山・田原，2003)。

第二に，DES がいっそう積極的に活用されるには，未公開株を取引する市場を整備・拡充することが必要となろう。そうなれば，銀行にとって出口戦略（Exit Strategy)[8] の選択肢が増すこととなり，DES を実施するモチベーションが高まることとなる。日本にも，グリーンシートなど未公開株を取引する市場が存在するが，流動性が低く，十分に機能していない[9]。

以上，本節ではここまで支援対象企業の債務再構築の柱となる金融支援の手段と位置づけられる債権放棄と DES について考察してきた。ここで留意しなければならないのは，債務再構築と事業再構築は一体であり，金融支援は経営支援を伴ってはじめて有効性が確保される点である。したがって，銀行は経営資源を継続的に十分な規模で投下し，再建支援業務のインフラを確固たるものにするように努めなければならない。もしも，銀行側に同業務に携わる行員数の不足などの事情で，十分に再建支援に取り組むことができないのであれば，他の主体に債権を売却する，とくに DES については現物出資するという判断が必要となろう。

なお，アップサイド・リターンが期待できるものの，債務再構築を過度に DES に依存したものとすることはできない。なぜなら，DES は通常，優先株を用いて実施されるが，商法によって完全無議決権株を含む議決権制限株式の発行限度は発行済み株式総数の１／２までと規定され，法制度上，優先株の発行について限界があるからである。また，債務再構築を DES に過度に依存してしまうと，バランスシートの負債・資本勘定においてエクイティ部分だけが膨れ上がり，M＆A などによって企業全体または事業を第三者に売却する際に，買手にとっては投資額が膨らみ，ともすればそれを妨げかね

図１　債権放棄と DES を駆使した債務再構築の具体例



出所：平成金融問題研究会（1999），41ページ。

ない。株式会社としてのもっとも基礎的な収益力を示すといわれる ROE (Return on Equity；株主資本利益率)についても，大きくマイナスに作用する。したがって，債務再構築は債権放棄と DES とが適切に組み合わされたものでなければならない。

ここで平成金融問題研究会（1999）に掲載された債権放棄と DES を駆使した債務再構築の具体例を紹介しよう。たとえば，図１のような事業構成の企業があり，それぞれの事業の収益性を点検すると，事業Ａは健全，事業Ｂは過剰設備を抱えているがそれを除去すれば健全化する，事業Ｃは不良資産で再生不能であったとしよう。負債・資本勘定は図１に示されるように債務超過である。そこでまず，図１スキームＡの点線内のように，過剰設備・不良資産を分離し，清算する。その原資には，当該資産処分による債務の返済と100％減資をまず充て，残りは債務免除とする。事業Ａ・Ｂについては，それぞれの収益性と照らし合わせて負荷しうる負債を割り当て，残りは DES によって賄う。その上で，それぞれのエクイティ部分をＭ＆Ａなどにより売却する。こうして，業界再編が進むと同時に，支援対象企業の経営資

源が解放され，それをより効率性，生産性の高い企業が吸収し有効に活用していくことになる。銀行にとっては，一部の債権は放棄したり株式に転換したりすることになるが，残りは正常な債権として収益を上げるようになる。また，株式に転換した部分は，価格変動リスクを伴うものの，売却により回収が期待できる。支援対象企業は事業ごとに再生を図るのが経営上，合理的と考えられるが，実際には経営者や従業員には企業組織全体を維持したいという願望が強いほか，株主が100%減資には強く低抗することが考えられる[10]。したがって，存続する事業は分割せず，かつ既存株主の権利も残すほうが現実的かもしれない。この場合は，スキームBのように，過剰設備・不良資産に見合う負債も，債務免除ではなく，資産処分による返済分を除いて全額，株式に転換し，既存株主の株式と併せて一定割合で減資するというのも一法である。なお，健全化した企業については，債務から転換した株主の権利を優先させることによって既存株主の負担を重くするなどの工夫が必要であろう。

(3) DIP ファイナンス

元来，DIP ファイナンスとは，アメリカ連邦倒産法第11章（チャプター・イレブン）手続に入った企業（Debtor in Possession；占有を継続する債務者）に対する融資のことを指す。アメリカでは，1978年に連邦倒産法の大幅な改正が行われ，このときに super priority や priming lien（後述）など DIP ファイナンスを保護する制度的枠組みが整った。これを受けて，80年代の前半にケミカル銀行（現チェース・マンハッタン銀行）やシティ・バンクがこの業務を手掛けて以降，90年代に入って普及し，事業再生において数多くの成功例を生み出している。なお，アメリカでは，チャプター・イレブン申立後，再建計画認可後までの事業継続に必要な運転資金などの融資を DIP ファイナンスと呼んでいる。これに対し，日本の場合，民事再生法や会社更生法などの再建型の法的整理に移行した企業にとどまらず，私的整理ガイドラインが適用された企業をも含めて再建途上の企業一般に対する融資のことを指す[11]。また，日本では，アメリカとは異なり，法的整理ないし私的整理手続申立から手続終結までの再生プロセス全般にわたる融資を DIP ファイナンスと呼

んでいる[12]。一般的には，事業再生融資や再生企業向け融資という訳語が用いられている。DIP ファイナンスの目的は，再建途上の企業に対して再生プロセス全般にわたって資金を供給し，事業価値を維持・向上させることにある。これまで日本では，ビジネスとして DIP ファイナンスを手掛ける銀行は少なかった。再建途上の企業に対する融資はメインバンクが限定的に金融支援の手段として行ってきたにすぎなかった。しかしながら，デフレ不況と不良債権問題を反映して，再建支援を必要とする企業が急増する一方で，メインバンクの経営基盤が脆弱化しリスクにも敏感にならざるを得ない現在，事業再生において DIP ファイナンス・マーケットを育成すること，言い換えると DIP ファイナンスの裾野を広げることが国民経済上，喫緊の課題になっている。

なお，本節で考察した債権放棄と DES が支援対象企業の債務再構築の柱となる金融支援の手段であるのに対し，DIP ファイナンスは再建型とはいえ法的整理に移行した企業が主たる対象となり，また必ずしもメインバンクなど既存取引銀行が実施するわけではなく邦銀一般にとって新しいビジネスであることから，債権放棄や DES とはやや趣の異なる金融支援の手段といえよう。

以下では，主として民事再生手続に入った企業を想定して DIP ファイナンスについて考察しよう。はじめに，DIP ファイナンスを，まず実施主体別に，次に再生プロセスのステージ別に区分する。DIP ファイナンスは実施する主体に応じてディフェンシブ型とオフェンシブ型とに区分される。前者は従来から取引関係のある銀行が行うもので，一行（通常はメインバンク）が単独で行う場合もあれば，融資銀行団が共同で行う場合もある。支援対象企業に対する影響力を保持し，債権の回収を少しでも確実にすることを主たる目的としている。後者はこれまで取引関係のない銀行が新たに行うものであり，そのような銀行は DIP ファイナンスをローリスク・ミドルリターンで高収益が期待できる新しいビジネスと捉えている（あさひ銀総合研究所調査部，2001）。具体的には，DIP ファイナンスは現在のところ，貸出金利が年３－６％程度と通常よりも高めで，コミットメント・ライン（融資枠）[13] であれば融資限度額に応じて手数料が支払われることになる（『日本経済新聞』

2003年8月5日付記事)。DIP ファイナンスがローリスクなのは次の理由による。経営不振企業に対する融資の場合，通常，回収不能に陥るリスクが高く，また担保の提供を受けたとしても，事後的に担保を取得した行為が否認権[14]によって取り消されてしまう恐れがある。しかし，債務者企業が法的整理手続に入った場合には，そのような問題を軽減する制度が設けられている。すなわち，後述のように，法的整理に移行した企業に融資を行う場合には，既存の債権に比べて優先的に返済を受けることが可能となり，また民事再生手続であれば，監督委員の承認を得て担保権が設定されるため，否認のリスクはないと考えられる。加えて，DIP ファイナンスについて，担保で保全されていれば，債務者企業が再建に失敗しても，法制度上，担保権の行使が制限されることはなく，ゆえに DIP レンダーは担保権を自由に行使することで融資を回収することが可能である[15]。しかも，DIP ファイナンス契約は，通常の融資とは異なり，詳細な誓約事項（covenants）を伴っており，債権管理の実効性はより高いといってよい。

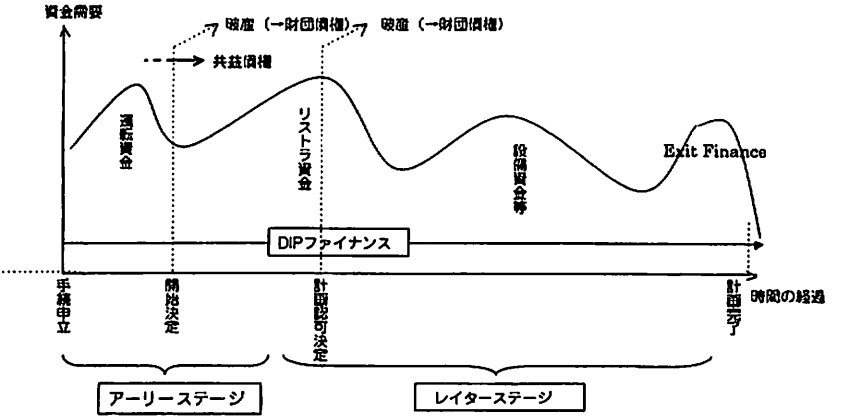
DIP ファイナンスがミドルリターンなのは次の理由による。貸出金利は一般に，資金調達コスト＋経費率＋必要収益率（マージン）＋リスク・プレミアムからなるとされる。以下では，貸出金利における，これらの構成要素の中から経費率，必要収益率，およびリスク・プレミアムと照らし合わせて DIP ファイナンスの金利がなぜやや高めに設定されているのかについて考察しよう。まず経費率については，DIP ファイナンスのそれは通常の融資よりも高い。熊谷（2004）によると，法的整理に至った企業は審査に必要な情報源が十分に整備されていないことが多く，融資契約や債権管理も個別の事情を反映したものとする必要があることなどから，情報生産活動について通常の融資に比べてより多くの労力とコストがかかるという。次に必要収益率については，市場参加者が現在のところ少数であることから，貸手側にレント（超過利潤）が生じて高くなっているかもしれない。最後にリスク・プレミアムについては，上述のように法的リスクは小さいものの，事業価値が劣化するリスクに見舞われることは避けられない。日本の場合，法的整理に移行すると，たとえ再建型ではあっても企業は経営破綻が公知のものとなって信用力が急速に失われ，資材の調達先や製品の納入先が取引に慎重になったり，

取引条件の不利益改定を迫られたり，さらには人的資源についても従業員のモラールが低下したり，優秀な人材が流出したり，有望な人材を新規に採用することも難しくなったりしがちである。したがって，場合によってはリスク・プレミアムをやや高く見積もらざるを得ない。これらの理由から，DIPファイナンスの金利はやや高めに設定されていると考えられる。

なお，日本では，現在のところディフェンシブ型よりもオフェンシブ型の比重のほうが高い。木下（2004）によると，メインバンクを筆頭に既存取引銀行のほうが第三者銀行よりも支援対象企業について質，量ともに圧倒的に優れたデータベースを有しているにもかかわらず，DIPファイナンスに消極的な理由として，もしも既存取引銀行のDIPファイナンスが回収できない事態に陥れば，法的整理に移行する前の債権に加えてさらに新たな不良債権を抱えてしまうことが挙げられるという[16]。そうなれば，株主から法的に責任を追及されかねない。つまり，「メイン銀行など既存取引銀行がDIPファイナンスを供与する場合，一つの銀行の中に『再生を推進する立場』と『過去債権を回収する立場』とが存在することになり，そこにコンフリクトが生じる」（木下，2004，71ページ）のである。したがって，現在のところ，メインバンクがDIPファイナンスを実施するのは，当該企業の存亡が社会的に注目され「名声」に直結する場合を除けば，スポンサー企業による出資を前提とした再建を目指す一定規模以上の企業で，しかもスポンサー企業の選定や十分な出資額の拠出が高い確率で見込まれる場合に限られている。それに対し，第三者銀行は「過去のしがらみ」がなく，当該企業のコアコンピタンスに裏づけられた収益性と再建可能性だけを審査して融資を行うか否か決定すればよい。ディフェンシブ型に比べてオフェンシブ型が伸びている理由はここにある。

続いて，DIPファイナンスをステージ別に区分する。再生プロセスにおいて手続中立から再建計画認可までに行われる融資はアーリーDIPファイナンス，再建計画認可後に行われる融資はレイターDIPファイナンスと呼ばれる。再生プロセスにおいて企業はステージごとに主だった資金使途が異なる。すなわち，①法的整理を申請してから再建計画が認可されるまで（私的整理ガイドラインの場合は，一時停止通知後，再建計画が成立するまで）＝

図2　ステージ別のDIPファイナンスの区分



注：1．アーリーステージに対応したDIPファイナンスがアーリーDIPファイナンスであり，レイターステージに対応したDIPファイナンスがレイターDIPファイナンスである。
2．財団債権とは，破産財団（破産者の債権者のために破産者の総資産をもって組成されるもの）から破産の手続によらず，他の破産債権者に優先して弁済を受けることができる請求権のことを指す。
3．共益債権とは，関係人の共同利益のため，再生手続や会社事業の経営および財産管理に必要な費用の請求権のことを指す。共益債権は再生債権に優先して，手続外で随時支払われることとなる。

出所：小山（2003a），13ページ。注は筆者作成。

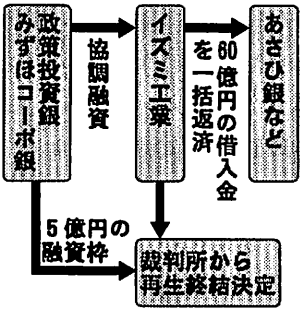
運転資金，②再建計画認可前後＝リストラ資金（退職金，閉鎖店舗の原状回復費用など），③再建計画認可後＝設備投資資金，④出口＝法的整理手続を早期に終結させるための返済資金（このステージでの融資を，とくにエグジット・ファイナンスと呼ぶ）である。アーリーDIPファイナンスは①のステージに対応し，レイターDIPファイナンスは②～④のステージに対応している（図2参照）。

アーリーDIPファイナンスは事業価値の劣化を防ぐことを主眼とし，なによりもスピードと機動性が求められる。ゆえに，キャッシュフローが一定程度見込まれ，当該企業が法的整理手続開始後に取得する売掛金や受取手形などを担保として設定できれば，迅速に融資を行うこととなる。つまり，事業の収益性と再建可能性を吟味することも，もちろん重要ではあるが，むし

ろセキュリティパック（融資の回収を保証する担保権の設定）を確保することのほうがより重要となるのである。なぜなら，アーリーステージでは，ごく短期間で融資を行うか否か判断しなければならない上に，再建計画が認可されるか否かが定かでないからである。このように，アーリーDIPファイナンスはアセット（担保）の価値を重視したアセット・ファイナンスとしての色彩が濃い。他方，レイターDIPファイナンスは設備投資資金の供給をも含むため，産業金融としての性格も帯びる。したがって，銀行は融資に際して当該企業の新規投資プロジェクトの収益性を事前に評価・選別することが必要となり，融資後も新規投資プロジェクトにかかわる活動状況と，事後的な資産・財務状況を監視してデフォルトが起こらないかを常時，チェックすることが必要となる。つまり，銀行にとっては情報生産能力が問われることになるのである。

ひるがえって，上述の4ステージの中でもっとも資金需要が大きいのが①である。なぜなら，法的整理を申請した直後は，手形や買掛金ではなく現金払いを要求されるなど取引先からの企業間信用を受けられなくなり，それに代わる運転資金が必要となるからである。また，最近では④のステージでのエグジット・ファイナンスが注目を集めている。日本の場合，上述のように，法的整理に移行すると，どうしても事業価値が劣化するリスクに見舞われてしまう。裁判所の監督下に入るため，投資などで制約も受ける。しかし，借入金を一括返済し，裁判所から早期に再建手続の終結決定が出れば，再生会社というレッテルが取り除かれることで信用力を回復し，また経営の自由度も増すことになる。つまり，エグジット・ファイナンスが実施されることで上記の問題はいっきょになくなり，再建が格段に容易になるのである。銀行側としてもDIPファイナンスは通常，金融再生法上は開示債権（不良債権）扱いとなるが，法的整理手続の終結に伴ってエグジット・ファイナンスを含めて当該企業向け債権はすべて非開示債権とすることができる。『日本経済新聞』2003年2月20日付記事によると，日本政策投資銀行とみずほコーポレート銀行は共同で，法的整理に移行した企業の中でコアコンピタンスが損なわれていないことが確認された企業について，過去の借入金を一括返済する資金を融資する業務に乗り出したという。これもエグジット・ファイナンスの

図３　新型 DIP ファイナンスの流れ（イズミ工業の場合）



出所：『日本経済新聞』2003年２月20日付記事。

表１　アメリカの DIP ファイナンス制度

条　文	優　先　度	担　　保	裁判所の許可	条　　件
364条(a)項	管理費用	な　し	不　要	通常業務過程での与信
364条(b)項	管理費用	な　し	必　要	通常業務過程外の与信でも可
364条(c)項	超優先権 (super priority)	可（既存担保権には劣後）	必　要	(a)項，(b)項の与信が得られなかったこと
364条(d)項	超優先権 (priming lien)	可（既存担保権にも優先，または同順位）	必　要	(a)項，(b)項，(c)項の与信が得られなかったこと 既存担保権者への「適切な保護」の付与

出所：DIP ファイナンス研究会・経済産業省中小企業庁事業環境部（2001），38ページ。

一種とみなしてよかろう。両行は第一弾として，自動車エンジンメーカーのイズミ工業（埼玉県桶川市）に融資を行った。同社は過剰投資で経営が悪化し，2002年２月に民事再生法の適用を申請した。それ以降，同社は不採算部門のエアコン部品から撤退して再建を進めてきた。政策投資銀，みずほコーポ銀ともこれまで取引はなかったが，同社が大型ディーゼルエンジンの最大手であることを評価し，新型 DIP ファイナンスを行うこととした。イズミ工業はこの融資と自己資金で約60億円あった借入金を一括返済した。これによって通常は５－10年かかる再生プロセスが１年に短縮されたという（図３

参照)。

次に，日本のDIPファイナンス制度の問題点について考察する。それは次の四つである。アメリカのDIPファイナンス制度と比較することでそれらを浮き彫りにしたい。第一に，日本のDIPファイナンス制度における法制度上の問題点について考察しよう。まず，アメリカのDIPファイナンス制度について概観する。アメリカにおけるDIPファイナンスは連邦倒産法第364条によって規定され，(a)項から(d)項まで詳細に区分されている。表1を見よう。

364条(a)項は，裁判所の許可なしにDIPは通常業務の過程で無担保の与信を受けることができ，この与信は「管理費用」（日本の共益債権に相当）として，申立前の一般無担保債権よりも優先することを規定している。(a)項は納入業者の債権（売掛金など）を想定しており，この規定によって納入業者は申立後であっても安心して納入を行うことができる。

364条(b)項は，DIPは裁判所の許可を得て，通常業務外であっても事業継続や企業価値保全のために必要な費用（訴訟費用など）を調達するために無担保の与信を受けることができることを規定している。この与信も管理費用となる。

364条(c)項は，(a)項，(b)項の与信を得られなかった場合，DIPは裁判所の許可を得て担保付与信を受けることができることを規定している。担保物件は他の担保権が付いていない資産か，付いている場合には既存担保の後順位となる。この与信は他のすべての管理費用に優先する地位（super priority）が認められる。アメリカでは，一般的にこの364条(c)項に基づく与信がDIPファイナンスと呼ばれる。

364条(d)項は，(a)項，(b)項，(c)項のいずれの与信も得られなかった場合，裁判所の許可を得て，既存担保権のついている担保物権に対し，先順位または同順位の担保権を設定することができること（priming lien）を規定している。ただし，既存担保権者に対して「適切な保護」（現金弁済，代替担保物の提供など）を与えなければならないとされる[17]。

また，日本と同様に，アメリカでも税金や労働債権（給与，退職金など）の優先度は非常に高いが，それらよりもDIPファイナンスの優先度は高い。

なぜなら，税金や労働債権を支払ったために企業が清算型の法的整理に移行するよりは，DIP ファイナンスを円滑に実施することで企業を再建するほうが政府や従業員にとっても利益が大きいと解されているからである。

また，アメリカの場合，既存取引銀行による DIP ファイナンス，すなわちディフェンシブ型の DIP ファイナンスが実施される割合が高いといわれている。その理由は次の四つである。第一に，DIP レンダーが super priority によって融資金額をほぼ確実に回収しうるのに対し，既存取引銀行は旧債権（既存債権）の回収に問題が生じかねない。第二に，DIP レンダーに債務者のコントロール権を奪われ，債務者と既存取引銀行との関係が希薄になる。第三に，第二の理由とも関連するが，債務者が再建した場合には，優良な取引先を失うこととなる。第四に，裁判所の許可を得て，債務者と DIP レンダーとの間に cross-collateralization（相互交錯担保），excess cash recapture などの特約が結ばれれば，既存取引銀行は旧債権の回収に支障が出かねない。cross-collateralization とは，事後取得財産を新規融資だけでなく旧債権の担保とすることを認める特約であり，excess cash recapture とは，企業に余剰資金が発生した場合に，それを旧債権の弁済に充てることを認める特約である。なお，高木（2003）によれば，アメリカで cross-collateralization や priming lien が認められているのは，原材料，仕掛品，製品，商品などの動産や，「受取勘定債権」（売掛金などの入金預金口座が指定され，売掛金の回収金まで担保の対象とされる）など，棚卸資産の全部を担保の対象とする「浮動担保」（floating charge）制度があることによるという。すなわち，動産や債権のほとんどすべてが担保に入っており，しかも再建手続開始後に取得した売掛金やその回収現金（これらは再建手続開始前の動産の化体物とみなされる）までも担保の対象とされているため，新規融資がないと債務者は途端に資金繰りに窮することになる。これらの担保動産や債権は，事業を継続することによってその価値を維持・増大させることができるので，事業継続に必要な新規融資を促すために優先する担保権を設定することには合理性がある，というわけである。

続いて，日本の DIP ファイナンス制度について概観する。表2を見よう。日本の場合，DIP ファイナンスは民事再生法上，表2のように規定され，共

表2　日本のDIPファイナンス制度

条　文	優先度	担　保	裁判所の許可	条　件
民事再生法（1）	共益債権（2）	可（既存担保権には劣後）（3）	必　要（4）	事業継続に不可欠な行為をする場合に必要な与信であること

注：(1) 民事再生法119条5項，120条，16条4項に規定がある。
(2) アメリカのような，他の共益債権に優先する地位（super priority）は認められていない。
(3) 入担されていない資産を担保に取るのが前提。他の担保権が付いている場合は後順位となる。ただし，担保を取ることについて裁判所の認可が得られるかどうかは，今後の運用にかかっている。
(4) 監督委員が選任されている場合は，その承認で代替されうる（120条2項）。
出所：あさひ銀総合研究所調査部（2001），4ページ。

益債権に属することとなっている（ただし，エグジット・ファイナンスは共益債権とはならない）。ここで共益債権とは，関係人の共同利益のため，再生手続や会社事業の経営および財産管理に必要な費用の請求権と定義される[18]。共益債権は再生債権に優先して，手続外で随時支払われることとなる。さらに詳しく見ていこう。DIPファイナンスは再生プロセスで法制度上，次のような取り扱いを受ける。手続申立から開始決定前までの時点で新規に発生した債権や新規貸出債権は，裁判所の許可またはそれに代わる監督委員の承認があれば共益債権とすることができる。この段階で共益債権として許可・承認されるのは，借入金，原材料の購入など再生債権者の事業継続に欠くことのできない取引債権に限られる。DIPファイナンスはもちろん，この範疇に含まれる。開始決定後には，DIPファイナンスは基本的に裁判所の許可や監督委員の承認を得なくても共益債権となる[19]。また，申立が棄却されたり，再建に失敗したりして牽連破産に移行した場合，DIPファイナンスは財団債権となり，一般債権よりも優先的に配当を受けられることになる[20]。以上の中で，DIPファイナンスは次のような問題点を指摘されている。それは，DIPファイナンスが，アメリカではsuper priorityやpriming lienに位置づけられ，清算型の法的整理に移行した場合も租税債権に優先する地位を与えられ，高い回収可能性を見込めるのに対し，日本では共益債権に位置づけられるものの，民事再生法上は担保権に優先せず，また他の共益債権と同順位と

表3　共益債権（DIPファイナンス）と一般優先債権との優劣

(1)再生手続継続中	共益債権　租税債権　労働債権	手続上優先劣後関係なし実体法的には(2)と同様
(2)再生手続終結後	共益債権＜租税債権　労働債権	一般優先債権が優先する
(3)牽連破産に移行後	労働債権＜共益債権＜租税債権	労働債権には優先するが，租税債権には劣後する
(4)再生手続廃止後（牽連破産に移行しない場合）	共益債権＜租税債権　労働債権	一般優先債権が優先する

出所：藤原（2002），51ページ。

され，牽連破産に移行した場合は租税債権に劣後し，アメリカに比べて回収可能性は低くならざるを得ないことである（表3参照）。

なお，高木（2003）は次のように日本におけるpriming lien導入の可能性について述べている。すなわち，銀行業においてはプロジェクト・ファイナンス[21]など事業の収益性を重視した融資が今後は主流になると予測されるが，そうなれば集合債権や集合動産の譲渡担保がこれまで以上に活用されることになり，さらに動産担保に関する公示制度が新設され，事業財団抵当制度などについて法改正がなされると，営業用財産を一括して担保に入れる包括的担保がより多く活用されることになると述べている。そうなれば，日本でも既存の担保物に付加価値を与えるDIPファイナンスのために，既存の担保権に優先する担保権を設定することが合理的になるというわけである。

ところで，法務省は借手が複数の債権者に同じ担保物を差し出すなどのトラブルを回避するために動産担保の公示制度を新設する予定であるという。この制度の下では，企業は融資を受ける際，担保とする原材料や機械設備，在庫の所有権を銀行などに譲渡する。同時に，譲渡したことを登記し，登記所は原材料などが担保になったことを公示することとなる。動産を担保に取る制度は，特別の法律により建設機械や航空機，自動車などで認められてはいるものの，建設機械などでは手続が煩雑なため，現在のところ年間100件程度の利用にとどまっている。他方，アメリカには，「ファイリングシステム」と呼ばれる動産担保などの公示制度が存在する。不動産以外の借手の資産を大まかに指定して公示さえすれば，公示した債権者は対象の動産などを

処分して返済を受けられる。このシステムを利用し，中小企業向け融資を専門的に手掛ける金融機関が外部の担保管理業者を活用し，活発な融資業務を行っている。

法務省が動産担保の公示制度の整備に乗り出すのは，まず不動産の担保価値が目減りする中で，中小企業の資金調達を支援することを目的としている。経済産業省によると，中小企業の持つ在庫や機械設備などの動産の総額は土地資産額の約２倍にも上るという。と同時に，これは事業の収益に着目した融資慣行の定着を側面支援することをも目的としている。ただし，この制度を定着させるには，動産を処分する専門業者を育成することも欠かせない。アメリカには，そのような業者が存在するが，日本にはまったく存在しない。たとえば，総合商社にその役割を果たすことが期待される。そして，この制度が導入されれば，中小企業の資金調達が円滑化されるとともに，事業の収益性を重視した融資を促進することで priming lien の導入にも道が開けることとなろう（『日本経済新聞』2003年７月２日および11月２日付記事）。

第二に，日本の DIP ファイナンス制度における金融行政上の問題点について考察しよう。まず，日本では DIP ファイナンスが金融行政上，金融検査マニュアルにおける債権分類については2001年７月以降，「原則非分類あるいはⅡ分類」とされ，これに伴い邦銀は貸倒引当金に捉われずに DIP ファイナンスを行うことが可能になったものの，金融再生法における債権区分については破産更生等債権として開示対象となっている。つまり，邦銀は現在のところ，金融再生法上は DIP ファイナンスを実施すればするほど不良債権が積み上がることとなってしまうのである。他方，アメリカでは DIP ファイナンスは金融行政上，むしろ回収可能性の高い債権とみなされ，開示対象とはなっていない。また，田作（2002）によると，アメリカの金融監督当局は開示対象とするか否か個別の貸出債権について詳しく検査し，日本ほど杓子定規な評価を下さないという。DIP ファイナンスに対する法的保護の充実度が上で考察したように，かなり異なることを考慮に入れても，日本の，金融再生法における DIP ファイナンスに対する債権区分は正当ではないとする意見がいまや経済界では主流を占めている。

第三に，アメリカでは，ローン転売市場が発達し，不良債権をも含めてロー

ンが市場で活発に取引されているのに対して，日本では，ローン転売市場が未発達でローンを市場で売却することが極めて難しいことである[22]。DIP ファイナンスにおいて，発達したローン転売市場が存在することのメリットは，銀行にとって出口戦略の選択肢が増すことである。銀行がなんらかの事情で DIP ファイナンスから撤退しなければならなくなった場合，市場が発達していればローンを売却して損切りを行うこと，または capital gain を獲得することが可能となる。ローンを引き継ぐ主体が再建支援に秀でていれば，債務者企業にとっても都合がよい。ローン転売市場が未発達な日本の場合，DIP ファイナンスを中途で回収しようにも往々にして売却先がみつからない。かりに売却先がみつかったとしても，ローン転売市場が未発達であれば，デュー・デリジェンス（due diligence；資産の適正評価手続）も市場価格を参考にできず，ともすれば恣意的になりかねず，売手は不当に安い価格でローンを売却せざるを得なくなるかもしれない。したがって，事実上，DIP ファイナンスの回収は債務者企業による弁済だけに依存せざるを得ない。アメリカのようにローン転売市場が発達することは，DIP ファイナンス・マーケットへ多くの銀行が参入するインセンティブとして働くと考えられる。

第四に，米銀と比べて邦銀が DIP ファイナンスに消極的な理由として，「倒産企業」への融資に対する心理的な抵抗が指摘できる。その背景として，「再建型」の法的整理に移行した企業に対してまで「事実上の倒産」という報道がなされ，経営破綻というレッテルを貼る懲罰的風潮の存在（田作，2002）や，それに伴う「評判」の低下を指摘できよう。他方，アメリカではこのような風潮は存在せず，「評判」が低下するリスクも日本より小さい。さらに，事業再生がビジネスとして定着し，法的整理も私的整理の延長線上で，すなわち法的整理は私的整理が不首尾に終わった場合の対応として捉えられている。このような環境の下で，米銀は軒並み DIP ファイナンスを収益性の高い投資機会と捉え，積極的に取り組んでいる。DIP ファイナンスが国民経済上，重要であるにもかかわらず，邦銀が全般的に消極的なことにかんがみ，現在，日本では政府の後押しの下に政府系金融機関がいわば「呼び水」となるべく DIP ファイナンスを精力的に行っている。嚆矢となったのは日本政策投資銀行で，2001年4月に決定された「緊急経済対策」を受けて

同時期に事業再生融資制度を創設し，それ以来，DIP ファイナンスに積極的に取り組んでいる[23]。日本で最初に DIP ファイナンスが実施された事例も，政策投資銀が2001年５月にフットワーク・エクスプレス（中堅運送会社。同年３月に民事再生法を申請）との間で20億円を融資限度額とするコミットメント・ライン契約を結んだものであった。続いて，商工組合中央金庫が2001年７月に事業再生支援貸付制度を設け[24]，中小企業金融公庫も2001年10月に決定された「改革先行プログラム」を受けて2002年１月に事業再生支援特別貸付制度を設けた[25]。さらには，国民生活金融公庫も2004年４月に零細企業向けに事業再生融資制度を創設する[26]。また，政府は中小企業に対する DIP ファイナンスを支援・拡充する諸施策を，2002年12月に経済対策閣僚会議によって決定された「改革加速プログラム」における「中小企業デフレ対策」に盛り込んでいる。それは次の三つである。

① 事業再生保証（DIP 保証）制度：民事再生法等において再生計画等の認可を受け，再建に取り組んでいる中小企業者に対して，金融機関が融資を行う際，信用保証協会が債務保証を行う制度である。
② 事業再生支援貸付制度（DIP ファイナンス）の拡充：政府系金融機関の事業再生支援貸付制度（DIP ファイナンス）を，今般のデフレ対策を踏まえ，貸付対象事業者の拡充等を行った。具体的には「私的整理ガイドラインにより再生を図る者」「整理回収機構に債権が譲渡された中小企業のうち再生可能な者」も対象に含める。
③ 売掛債権担保融資保証制度：売掛債権担保保証融資制度とは中小企業者が保有している売掛債権（売掛金債権，割賦販売代金債権，運送料債権，診療報酬債権，工事請負代金債権等）を担保として金融機関が融資を行う際，信用保証協会が債務保証を行う制度である。

このような政府の後押しの下で政府系金融機関は現在のところ，着実に融資額を伸長させている。企業再生問題研究会（2003）によると，2001年４月から2003年11月までの実績は約500億円に達するという。ただし，たとえば鹿野（2003）のように，民間銀行が DIP ファイナンスに消極的な理由とし

ては，むしろ上で考察した法制度上，金融行政上の問題やローン転売市場が未発達であることのほうが重要であり，これらの問題が取り除かれれば，民間銀行も積極的に乗り出すと考えられ，政府系金融機関がシェアを拡大させていくことは「呼び水」ではなく「民業圧迫」につながるという意見も存在する。

法的整理に移行した企業に対する懲罰的風潮を改めるには，事業再生の国民経済上の重要性にかんがみ，それを助長している制度上の歪みを是正することが先決となろう。その動きは，たとえば2003年4月に東京証券取引所が法的整理に移行した企業に上場維持の道を開く制度を導入したことからも分かるように一部で始まっている[27]。

以上，ここまで日本のDIPファイナンス制度の問題点について，アメリカの同制度と比較しながら考察してきた。ここまでの議論を踏まえて日米のDIPファイナンス制度の相違を示せば表4のようになるであろう。

邦銀がDIPファイナンスについてノウハウを蓄積し，また上で考察したさまざまな問題点が取り除かれれば，日本の場合は，オフェンシブ型以上にディフェンシブ型が増大しDIPファイナンス・マーケットの裾野が広がると予測される。さらに，DIPファイナンス・マーケットが活性化すれば，「プレパッケージ型事業再生」がこれまで以上に行いやすくなるというメリットも生まれる。プレパッケージ型事業再生とは，あらかじめ主要な債権者の間で債務再構築案について合意を得て，かつDIPファイナンスや出資者も手当てした上で法的整理に移行するものである（事業再構築についてもあらかじめ可能な範囲で具体的な計画を立てておく）。私的整理と法的整理の利点を組み合わせたものといえ，アメリカでは一般的に行われている。債権・債務関係が複雑で，法的手続によって債権者平等の原則の下，債権をプロラタ方式（債権額に応じた比例配分）で削減しなければならない場合などに用いられる（図4参照）。最近では，ユニゾン・キャピタル（企業再生ファンド）が手掛けた東ハト（2003年3月に民事再生法申請），MKSパートナーズ（企業再生ファンド）が手掛けた福助（2003年6月に民事再生法申請），および産業再生機構が手掛けたマツヤデンキ（2003年9月に民事再生法申請）の

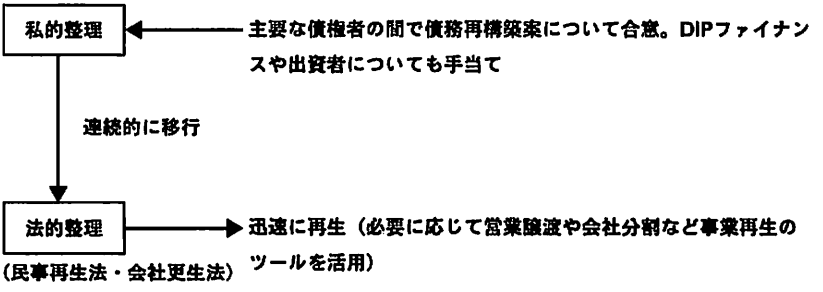
表4　日米のDIPファイナンス制度の相違

	アメリカ	日　本
債権優先度	他の管理費用に優先する地位が認められている（super priority）。	共益債権間での優劣はつけられず共益債権同士では原則平等（債権額按分）。
担保権	すでに担保権が設定されている資産について先順位または同順位の担保権を設定することが認められている（priming lien）。	民事再生法の担保権消滅請求制度(1)の活用によりアメリカと同等の効果が得られると考えられるが，裁判所の運用が課題である。
金融行政	DIPファイナンスは不良債権ではなく，回収可能性の高い債権として評価されている。	金融再生法上は破産更生等債権として開示対象となる。
ローン転売市場	ローンが市場で活発に取引され，銀行は出口戦略を描きやすい。	ローン転売市場が未発達で，銀行は出口戦略を描きにくい。
銀行の対応	DIPファイナンスは収益性の高い投資機会であると捉えられている。	DIPファイナンスを，倒産手続に入った企業への融資と捉え，一般的に消極的である。

注：(1)　担保権消滅請求制度とは，債務者が担保権者に対して事業継続に不可欠な財産について担保物の価値に相当する金額を支払うことによって，担保権を消滅させる制度のことをいう。担保物の価額について債務者と担保権者との間で見解の相違があるときには，裁判所が不動産鑑定士などの評価を参考にして価額を決定する。

出所：あさひ銀総合研究所調査部（2001），5ページを加筆・修正して作成した。

図4　プレパッケージ型事業再生の概要



出所：企業再生問題研究会（2003），⑧を加筆・修正して作成した。

事例が知られている。マツヤデンキの場合，多数の商品納入業者や個人顧客を抱えて債権・債務関係が複雑で，法的整理前に（全債権者を対象として）債務再構築を成し遂げるのは難しかった。上述のように，日本の場合，法的整理に移行すると，当該企業はともすれば信用力が急速に失われて事業継続に支障を来たしてしまう。しかし，プレパッケージ型を採用すれば，それに一定の歯止めを掛けることができる[28]。企業再生問題研究会（2003）によると，マツヤデンキの事例では，取引先との関係は9割以上維持されたという。

なお，日本のDIPファイナンス制度の問題点についてはもう一つ追加することができる。上述のように，日本の場合，再建型の法的整理に移行した企業に対する融資だけではなく，私的整理ガイドラインが適用された企業に対する融資もまたDIPファイナンスの範疇に含まれる。しかし，高木（2003）が指摘するように，前者とは異なり後者については，再建計画案に対象債権者の同意が得られないなど私的整理が失敗に終わって再建型，清算型を問わず法的整理に移行した場合には，DIPファイナンスが共益債権として取り扱われることはない。上述の，中小企業に対するDIPファイナンスを支援・拡充する諸施策の一つに事業再生支援貸付制度の拡充が掲げられ，貸付対象事業者に「私的整理ガイドラインにより再生を図る者」「整理回収機構に債権が譲渡された中小企業のうち再生可能な者」が含まれることになったが，このような措置とも齟齬を来たしている。DIPファイナンス・マーケットのインフラを整備・拡充する諸施策の一つとして，私的整理ガイドラインが適用された企業に対する融資についても，事後的に法的保護が及ぶような法改正が期待されている。

脚注

(1) このことについては第5節で詳しく考察する。

(2) ただし，交渉が決裂した場合，法的整理に移行するという脅威がこれをある程度，緩和している。なぜなら，法的整理手続に入れば，債権者平等の原則の下に，メインバンクも非メインバンクもプロラタ方式（債権額に応じた比例配分）で債権を削減されることになるからである。

(3) DESについて法学上，債務を時価で株式に振り替えることを主張する「時価評価説」と，額面で振り替えることを主張する「券面額説」とが存在する。上述の

ように，東京地裁商事部は2000年夏に券面額説に依拠しても資本充実の原則は維持されると判断し，さらにさまざまな角度から検討を加えて券面額説の採用を容認した。この点について詳しくは針塚（2001）を，また法学上の詳細な議論については，たとえば大杉（2003）を参照されたい。

(4) 2001年４月の緊急経済対策では，銀行の不良債権問題と企業の過剰債務問題の一体的解決を図る上でDESが有効な施策の一つであると表明された。2002年10月には，財団法人財務会計基準機構の企業会計基準委員会から「DESの実行時における債務者側の会計処理に関する実務上の取り扱い」が出され，債権者は上場株式については時価で，未公開株については「合理的に算定された価額」を計上しなければならないものとした（この点について詳しくは，たとえば森・濱田松本法律事務所・藤原編（2003）や湯本（2003）を参照されたい）。このように政府は現在，DESの国民経済上の重要性にかんがみ，DESが公正かつ円滑に実施できるようにインフラ整備を進めている。

(5) 周知のように，2002年４月施行の改正商法によって種類株が大きく多様化した。それに伴って議決権の取り扱いも複雑化した。種類株と，合算５％ルールおよび５％ルールとの関係について詳しくは，たとえば森・濱田松本法律事務所・藤原編（2003）を参照されたい。

(6) 合算５％ルールと５％ルールの下では，このようにやむを得ない事由があったとしても，５％超の株式を保有する場合には認可※が必要とされ，またその場合でも原則として１年以内に手離さなければならない。継続して保有する場合にはさらに認可が必要とされている。しかし，2002年に金融庁は内閣府令を改正して認可は事前ではなく事後に得ればよいこととし，一時的に制限枠を超えてしまった場合の手続を簡素化した。

※承認申請書を金融庁長官に提出し，同長官がそれを審査し，最終的には内閣総理大臣から承認を得るという手続を踏む（森・濱田松本法律事務所・藤原編，2003）。

(7) 株価の変動が銀行経営を過度に左右することを避けるために，2004年９月中間決算から銀行株式保有制限法に沿って銀行は株式保有額を中核自己資本（Tier Ⅰ）の範囲内に抑えることを義務づけられる。

(8) 代表的なものとして，新規上場・公開または再上場・公開を機に株式を売却することや，Ｍ＆Ａの実施に伴って株式を売却することが挙げられる。

(9) グリーンシートとは，日本証券業協会が1997年に開設した，未上場企業の株式を取引する証券市場のことを指す。未公開企業へ資金調達の道を開くと同時に，投資家に換金の場を提供することを目的としている。東京証券取引所などへの上場を目指す新興企業が対象の「エマージング」，上場廃止企業が対象の「フェニックス」，および地域密着型企業などが対象の「リージョナル」の３種類からなる。現在登録しているのは71社で，その約７割が「エマージング」に籍を置く。それ

ぞれの銘柄について取り扱い証券会社を決め，投資家はその証券会社と取引する。企業は登録時に利益などの数値基準はないものの，会社内容説明書を年1回提出することなどが義務づけられている（『日本経済新聞』2003年3月3日および7月5日付記事）。

(10) しかも，現行法上，法的整理に移行していない企業は全株主から同意を得ない限り，100%減資を行えないと解されている（森・濱田松本法律事務所・藤原編，2003）。

(11) アメリカでは，チャプター・イレブンの手続が開始されても，旧経営者は引き続き経営を担うことが可能であるが，日本では，会社更生手続に入った企業の旧経営者は原則として退任させられ，裁判所が選任する「管財人」が経営を担うことになる。したがって，厳密には，更生会社に対する融資にまで「DIP」ファイナンスという用語を当てはめるのは適切ではない。

(12) アメリカの倒産手続では計画認可決定をもって事件は終結したものとみなされ，以降の新規融資については連邦倒産法364条の優遇措置（後述）が与えられないのに対して，日本では会社更生法，民事再生法ともに計画認可決定から終結決定までの融資について優遇措置が与えられる。したがって，日米のDIPファイナンスの定義がこのように期間について異なっている。

(13) コミットメント・ライン（融資枠）とは，企業と銀行とが事前に融資限度枠と期間を設定し，この範囲で企業が随時，必要額を借りられる仕組みのことである。幹事行を中心に複数行と一括契約を結ぶ協調型と，企業が各行と個別に契約する方式がある。企業は融資限度枠に応じて固定手数料（コミットメント・フィー）を支払うことになるが，通常の融資とは異なり，その都度契約を結ぶ手間を省くことができる。同時に企業はこれによって普段から現預金など余分な手元流動性を減らすこともできる。資金繰りを保証する融資手法として金融危機が起こった1997年頃から需要が高まった。しかし，以前は銀行が徴収する手数料を金利とみなしていたため，実際の融資額が少ないと利息制限法や出資法の上限利息を超える恐れがあった。これを受けて1999年に特定融資枠契約法が施行され，契約手数料が利息制限法や出資法の上限金利規制から除外され，本格的な導入につながった。なお，コミットメント・ライン契約は当座貸越契約と似ているものの，当座貸越契約は契約締結だけでは手数料が支払われることはないが「金融情勢の変化等相当の事由があるときは，いつでも極度額を減額し，貸越を中止し，またはこの契約を解約することができる」と定めて，銀行側に広い裁量を与える内容になっている。

(14) 「否認権とは，債務者が財産的に危機的状況にあるときに，不法に財産を減少させる等の債権者を害する行為を行ったり，一部の債権者のみを有利に取り扱って債権者間の平等を害する行為を行ったりした場合に，後からこのような行為を取り消し，債務者から逸出した財産を回復して債権者間の公平を図るための制度で

ある（破産法72条から86条，民事再生法127条から141条，改正会社更生法86条から98条）。担保権の設定についても，否認権の対象として取り消しの対象となることもありうる」（早川事業再生研究会，2003，47－48ページ）。

(15) この点について詳しくは，たとえば藤原（2004）を参照されたい。

(16) 後述するように，金融再生法における債権区分では，貸し倒れにならなくとも，実施するだけでその分は開示債権（不良債権）扱いとなってしまう。

(17) ここでいう「適切な保護」の内容について，藤田（2004）は次のように詳細な説明を行っている。この「適切な保護」については，連邦倒産法361条が適切な保護を付与する「方法」を例示するものの，その実質的な基準に関する具体的な規定は存在しない。適切な保護の趣旨は，既存の担保権者が把握する担保価値を倒産手続中の減価リスクから保護することにあるといわれ，多数の判例はこのような観点から，担保評価額が被担保債務の金額を十分上回る場合には，既存の担保権者は適切に保護されており，DIP レンダーのために既存担保権に優先または同順位の担保権を設定することができるとしてきた。このように，裁判所は「適切な保護」とはいっても，実際には，既存の担保権者よりも DIP レンダーを優遇する運用を行っている。

(18) 民事再生法119条では，共益債権に属する請求権が次のように具体的に列挙されている。①再生債権者の共同の利益のためにする裁判上の費用の請求権，②再生手続開始後の再生債務者の業務，生活ならびに財産の管理および処分に関する費用の請求権，③再生計画の遂行に関する費用，ただし再生手続終了後に生じたものを除く，④管財人および代理債権者等に支払うべき費用，報酬および報奨金の請求権，⑤再生債務者財産に関し再生債務者等が再生手続開始後にした資金の借入その他の行為によって生じた請求権，⑥事務管理，不当利得により再生手続開始後に再生債務者に対して生じた請求権，⑦双方未履行の双務契約において債務者等が履行を選択した場合において，相手方が有する請求権，⑧再生債務者のために支出すべきやむを得ない費用の請求権で上記以外のもの，である（杉山・和田ほか，2000）。

(19) 開始決定後に裁判所の許可または監督委員の承認が必要か否かについては，裁判所によって運用が異なっている。すなわち，裁判所や監督委員は原則として関与しない運用と，DIP ファイナンスを受けるなど重要事項については裁判所が引き続き関与する運用とに分かれている。ただし，裁判所が関与する場合にも，再生債務者の裁量がかなり認められている。

(20) 牽連破産とは，申立の棄却，手続廃止，再生・更生計画の不認可，再生・更生計画の取り消し決定が確定した場合，裁判所が「職権」により破産宣告を行う場合をいう。牽連破産の場合，再生・更生手続における共益債権は破産手続において財団債権となる。財団債権については図２の注２を参照されたい。

(21) プロジェクト・ファイナンスとは，通常の融資が企業の信用力を基準に実施さ

れるのに対して，特定の事業（投資プロジェクト）の収益性や安定性を基準に実施される融資手法のことを指す。返済原資にも特定の事業から得られる収入だけを充てる。このため，企業は事業リスクが企業本体に及ぶのを避けることができる。銀行は事業計画の調査，立案段階から参画する。石油などの資源開発や発電所などのインフラ事業といった長期間にわたって多額の資金を必要する大型事業に活用されることが多く，したがってシンジケート・ローン（協調融資）※ の形態をとるのが一般的である。日本では，2001年3月に大阪市で開業したアメリカ映画のテーマパーク「ユニバーサル・スタジオ・ジャパン（USJ）」の事例が有名で，1250億円がプロジェクト・ファイナンスによって融資された。なお，プロジェクト・ファイナンスでは，特定事業用資産のすべてが担保の対象とされる。

※シンジケート・ローン（協調融資）とは，アレンジャー（幹事行）が複数の銀行が参加する協調融資団（シンジケート）を組成し，資金調達者と交渉して条件を取りまとめ，同一の条件・契約書に基づき実施する融資手法のことを指す。アレンジャーは手数料収入が期待でき，また信用リスクは協調融資団に参加する複数の銀行の間で分担される。資金調達者は巨額の資金でも機動的に，かつ同一手続で，つまり低い事務管理コストで調達できる。この融資手法は1970年代にユーロ市場で発達したもので，プロジェクト・ファイナンスなど各国政府・公共機関・大企業向けの巨額の融資に用いられている。

(22) ローン転売市場とは，銀行などが企業向けの貸出債権を満期が来る前に，他の銀行や機関投資家に売却する金融機関間市場のことを指す。債権市場の中では銀行が企業向けに貸し出す「一次市場」と区別して「二次市場」とも呼ばれる。市場参加者の信用力が高く，リスク評価能力も高いことから，ローン・オリジネーターからの倒産隔離※を厳密に行う必要性が低い。したがって，倒産隔離に伴う取引費用を節約しながら，買い戻し特約の付与など柔軟性のある売買契約を取り結ぶことができる。また，専門的な金融機関同士の取引であることから，ディーラーが介在しないダイレクト・ディールが一般的である。アメリカでは，1990年頃から取引が始まった。投資銀行がディーリングによる capital gain の獲得を目指して市場に参入し始めた97，98年頃から，日に何度も取引される銘柄が増え，2000年には年間取引量も推定1200億ドルと急拡大している。本来の貸手である銀行が転売市場にも参加しているため，転売市場での債権価格は，個別の貸出やシンジケート・ローンなど一次市場における金利条件に連動しながら動く。一次市場は個別相対が中心で貸出条件が外部に漏れにくいため，二次市場の債権価格が企業向け貸出市場全体の「指標」としても扱われている。日本では，2001年1月に「日本ローン債権市場協会」が設立され，取引契約書雛型・情報開示に関する行為規範の作成などインフラ整備が進められているものの，市場の発達はまだ緒についたばかりといえる（『日本経済新聞』2000年12月26日付記事および斎藤，2001）。

※倒産隔離とは，証券化スキームにおいて用いられる，ローンを，ローン・オリ

ジネーターの経営破綻から保全する仕組みのことを指す。特別目的会社方式と信託方式とがある。

(23) 政策投資銀が実施している事業再生融資制度の概要は次の通りである。同制度は民事再生法，会社更生法，および私的整理ガイドラインに基づく私的整理にしたがって事業価値保全などを実施するために必要となる資金を融資するものである。融資の内容は次の通りである。

(a) 事業価値保全資金：民事再生・会社更生手続の申立後，再生・更生計画が固まるまで，または私的整理の開始後，再建計画が固まるまでの間（アーリーステージ）に支援対象企業が必要とする運転資金。シンジケート・ローンを原則とし，政策投資銀の融資比率は20%を上限とするが，民間銀行による資金供給が十分に見込まれない場合は30%を上限とした弾力的な対応を実施することとなる。

(b) 事業基盤整備資金：再生・更生計画の認可決定，または再建計画の成立以降（レイターステージ），支援対象企業が必要とする運転資金および設備資金。再生・更生計画の認可，または再建計画の成立が確実に見込まれるなどこれらの再建計画の方向性が固まった段階における第三者による事業買取資金。運転資金については(a)と同様に政策投資銀の融資比率は20%を上限とし，設備資金と事業買取資金については50%としている。

適用金利は協調融資行の金利水準などを勘案して設定されることとし，また運転資金の融資については2004年度までの時限措置となる（日本政策投資銀行ホームページ）。

(24) 商工中金が実施している事業再生支援貸付制度の概要は次の通りである。融資の対象となるのは，民事再生法，会社更生法を申し立てた事業者（再生事業者），私的整理ガイドラインに基づく私的整理が成立した事業者，および再生事業者から営業譲渡などによって事業を継承する事業者である。融資の内容は次の通りである。

(a) 事業再生緊急支援資金：アーリーステージにおいて再生事業者が必要とする，商業手形や売掛金を担保とした短期運転資金。

(b) 事業再生安定化支援資金：レイターステージにおいて再生事業者と私的整理ガイドラインが成立した事業者が必要とする，短期運転資金，長期運転資金，および設備資金。

(c) 事業再生促進支援資金：再生事業者から営業譲渡などによって事業を継承する事業者が必要とする，事業に必要な設備等の買取資金。

適用金利については商工中金が所定の利率を適用することとした（商工組合中央金庫ホームページ）。

(25) 中小公庫が実施している事業再生支援特別貸付制度の概要は次の通りである。融資の対象となるのは，民事再生法に基づく再生計画の認可決定を受けた企業，

整理回収機構が再生の可能性を認定し，再建計画が策定され，原則として債権者全員の合意が得られた企業，および私的整理ガイドラインに沿って私的整理を行う企業で，かつ一定の要件を満たす企業である。ここでいう一定の要件とは，事業再生に際して民間銀行から金融支援が得られ，かつ事業の性質について地域経済の産業活力維持に資すること，地域社会に不可欠であること，先進性，新規性，または技術力に優れていることのいずれかに該当することである。融資内容は長期運転資金と設備資金，融資枠は7億2000万円（うち長期運転資金2億5000万円），融資期間は長期運転資金と設備資金についてそれぞれ5，10年以内（いずれも据置期間2年以内）で，担保と経営責任者の保証を必要とする。ただし，担保が不足する場合は，事業の見通しを考慮し，8000万円を限度に融資額の50%（民事再生法に基づく再生計画の認可決定を受けた企業については75%）を限度として担保徴求の一部免除が受けられる。また，以上とは別途に，この制度には，支援対象企業から事業を継承する企業に対して長期運転資金と設備資金を融資する仕組みも含まれている。適用金利については中小公庫が所定の利率を適用することとした（中小企業金融公庫ホームページ）。なお，『日本経済新聞』2004年1月10日付記事によると，中小公庫は2004年4月から長期運転資金について融資枠を4億8000万円にまで引き上げるという。

(26) 国民公庫が新たに設ける事業再生融資制度の概要は次の通りである。融資を受けるには，各都道府県に設置された中小企業再生支援協議会，整理回収機構などによる支援を受け，民間銀行とも再建計画について合意していることが条件となる。融資内容は運転資金と設備資金，融資枠は7200万円（うち運転資金4800万円），融資期間は運転資金と設備資金についてそれぞれ5，15年以内である。適用金利は，国民公庫が設定した基準金利に0.7%を加えた水準である。国民公庫は融資先の9割を従業員9人以下の小規模企業が占めており，この制度によって零細企業にも事業再生の道が大きく開かれることになる（『日本経済新聞』2004年1月10日付記事）。

(27) 東証の事例の内容は次の通りである。これまでの制度では民事再生法や会社更生法の適用を受けた再建型企業と，破産などの清算型企業の区別なく一律に上場廃止になっていた。しかし，新制度を導入してからは，再建型企業が早期再生を目指す場合には，一定条件の下で上場維持が認められる。その条件とは，①再建計画の開示，②債務超過でなく，かつ100%減資を計画していない，③主要債権者の合意などによる再建計画の認可見込みがある，④再建計画の開示日翌日から1ヵ月間の当該企業の月中平均株価と，1ヵ月後の株価で算出した時価総額がともに10億円以上，⑤投資家保護の観点などから上場維持が不適当と認める要因がない，である（『日本経済新聞』2003年4月11日付記事）。

(28) さらに，法的整理に移行することで，事業再生のツールとしての営業譲渡や会社分割を活用しやすくなり，事業再生が迅速かつ円滑に進むというメリットも生

まれる。詳しくは永石（2003）を参照されたい。また，本稿でもこのことについて永石（2003）を参照しながら次節で詳しく考察する。

参考文献

(1) 赤羽貴・永井和明・井上聡（2004）「DIP ファイナンスの基本構造と論点」『銀行法務21』1月号，経済法令研究会。

(2) あさひ銀総合研究所調査部（2001）「事業再生金融とは何か」http://www.rri.co.jp/chousa/pdfreport/20011023.pdf

(3) 中小企業金融公庫ホームページ　http://www.jfs.go.jp/

(4) DIP ファイナンス研究会・経済産業省中小企業庁事業環境部（2001）『DIP ファイナンス研究会報告書』

第1部 http://www.meti.go.jp/feedback/downloadfiles/i10524bj.pdf

第2部 http://www.meti.go.jp/feedback/downloadfiles/i10524cj.pdf

第3部 http://www.meti.go.jp/feedback/downloadfiles/i10524dj.pdf

(5) 藤田直介（2004）「米国 DIP ファイナンスの実務」『銀行法務21』1月号，経済法令研究会。

(6) 藤原総一郎（2002）『DIP ファイナンスの実務』㈳金融財政事情研究会。

(7) 藤原総一郎（2004）「DIP ファイナンスの法的リスクの分析」『銀行法務21』1月号，経済法令研究会。

(8) 深尾光洋編（1998）『金融用語辞典』日本経済新聞社。

(9) 針塚遵（2001）「東京地裁商事部における現物出資等検査役選任事件の現状」『商事法務』3月25日号，㈳商事法務研究会。

(10) 平成金融問題研究会（1999）「始まる過剰債務整理　債務株式転換の狙い」『金融ビジネス』5月号，東洋経済新報社。

(11) 穂刈俊彦（2003）「金融機関からみた不良債権処理策」『銀行法務21』3月増刊号，経済法令研究会。

(12) 池尾和人（1996）『現代の金融入門』ちくま新書。

(13) 企業再生問題研究会（2003）「企業再生の視点」『日本経済新聞』＜ゼミナール＞全16回，12月9日～31日連載。

(14) 木下信行編（1999）『［解説］改正銀行法』日本経済新聞社。

(15) 木下玲子（2004）「純新規の DIP は経済合理性に適う」『金融ビジネス』1月号，東洋経済新報社。

(16) 金融ジャーナル社編（2003）『金融時事用語集　2003年版』金融ジャーナル社。

(17) 腰塚和男・須賀一也（2003）「私的整理」『税務弘報』8月号，中央経済社。

(18) 小山潔人（2003a）「事例で学ぶ DIP ファイナンス＆事業再生ファンドの実務（上）」『銀行法務21』5月号，経済法令研究会。

(19) 小山潔人（2003b）「事例で学ぶ DIP ファイナンス＆事業再生ファンドの実務

（下）」『銀行法務21』６月号，経済法令研究会。
⑳　小山潔人・田原正人（2003）「事業再生の視点からみた企業再生手法の活用と課題」『銀行法務21』３月増刊号，経済法令研究会。
㉑　久保淳一（2004）「DIP ファイナンスの特徴とドキュメンテーション上の要点」『銀行法務21』１月号，経済法令研究会。
㉒　熊谷尚之（2004）「金融機関からみた DIP ファイナンスにおけるリスクと契約上の対応」『銀行法務21』１月号，経済法令研究会。
㉓　森・濱田松本法律事務所・藤原総一郎編（2003）『企業再生の法務』㈱金融財政事情研究会。
㉔　永石一郎（2003）「事業再生における法的倒産手続の活用とプライベート・エクイティ・ファンド」『一橋論叢』（一橋大学）第130巻第１号，日本評論社。
㉕　『日本経済新聞』関連記事。
㉖　日本経済新聞社編（2002）『経済新語辞典　2003年版』日本経済新聞社。
㉗　日本政策投資銀行ホームページ　http://www.dbj.go.jp/
㉘　大杉謙一（2003）「いわゆる不良債権問題とデット・エクイティ・スワップ」『ジュリスト』３月１日号，有斐閣。
㉙　太田達也（2002）『不良債権の法務・会計・税務』中央経済社。
㉚　斎藤誠（2001）「証券化の経済学：リスクの玉手箱？」岩本康志・斎藤誠・前多康男・渡辺努『金融機能と規制の経済学』東洋経済新報社。
㉛　斎藤誠（2003）「事業再生と金融」『日本経済新聞』＜やさしい経済学＞全７回，３月18日～26日連載。
㉜　佐鳥和郎・中根堅次郎・築田順子・森菜穂子（2003）「産業活力再生特別措置法」『税務弘報』８月号，中央経済社。
㉝　鹿野嘉昭（2003）「役目終えた産業再生機構」『日本経済新聞』11月26日付＜経済教室＞。
㉞　商工組合中央金庫ホームページ　http://www.shokochukin.go.jp/
㉟　早期事業再生研究会（2003）『早期事業再生研究会報告書』
http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g30213b01j.pdf
㊱　杉山典彦・和田一雄ほか（2000）『民事再生法の全条文と解説』日本法令。
㊲　髙木新二郎（2003）『企業再生の基礎知識』岩波アクティブ文庫。
㊳　田作朋雄（2002）「事業再生の手法　改革を」『日本経済新聞』10月28日付＜経済教室＞。
㊴　山中宏（2002）『メインバンク制の変容』税務経理協会。
㊵　湯本純久（2003）「企業再生の方法としての DES（デット・エクイティ・スワップ）の利用方法」『銀行法務21』８月号，経済法令研究会。