

## DIP ファイナンス

尹 秀超

### 一 中国倒産法における DIP ファイナンス制度

企業が財務的な窮地に陥る特徴として、資金不足、弁済期が到来する債務の支払不能、債権者による生産設備の差押え、銀行信用の喪失、信用売買での原材料入荷の停止、労働者賃金及び社会保険企業負担分の滞納、生産活動の停滞などが挙げられる。しかし、会社更生が企業にとって救い手になるかもしれないが、時間の経過が余儀なくされるものでもある。会社更生が最終するまえ、債務者は各種の倒産手続費用だけでなく、共益費用、特に生産を維持するための人件費、原材料代金なども支払わなければならない。私がいま携わっている某建築材料メーカーの倒産事件を例にすれば、生産ラインが 24 時間運転をしなければならず、たとえ設備修理の場合でも運転したまま作業をする必要がある。生産ラインの運転を維持するため、いつも原料の供給を続けるほか、前もって原材料の在庫を確保するほかない。さらに、人件費・販売費・一般管理費などを加えたら、膨大な資金需要が生じている。ところが、建築材料市場は経済の行先と密接に関連し、売掛金の回収も時間がかかる。

このようにして、企業はジレンマに落ちている。一方、運転停止をすれば、生産ライン全体を廃棄処理にしなければならず、会社も会社更生を通して経営をやり直す原点を失うことになる。もう一方、生産を維持しようとしたら、大量の資金需要が生じるほか、周期的な赤字運営を我慢しなければならない。そのため、会社更生手続に入ったとしても、企業にとって、真っ先の急務も資金を調達して、会社管理体制と生産の維持に充てることである。ところが、問題は信用を失って財務的な窮地に陥った企業に融資をする金融機関または企業は存在するであろうか。それで、DIP ファイナンスは倒産法で規律する特別な優先権制度として、倒産企業の再生手続期間内における資金調達に制度的な保障を与え、会社更生の成否に係わるコア条項になっている。

中国企業破産法(以下は「企業破産法」と称する)第 41 条は破産手続費用を、第 42 条は共益債務を、それぞれ規定した。第 42 条によれば、共益債務とは、「一、管財人または債務者が双方未履行の双務契約について履行を選択した場合の相手方の請求権(中略)四、労働債権、社会保険費用その他債務者の経営維持のため生じた債務」。第 43 条によれば、「倒産手続費用と共益債務は債務者の財産から随時弁済をうけることができる。」とする。第 75 条によれば、「会社更生手続中に、債務者が特定の財産に対する担保権の行使は中止する。会社更生手続中に、債務者または管財人が営業を維持するため、融資をする場合、当該融資のため担保を設定することができる。」とする。法律の条文は、DIP 型の会社更生手続中に行った融資のため担保を設定する権利を与えた。DIP ファイナンス制度におけるつ

なぎ融資の担保権は、それ以前に存在した各種の担保権に優先する。

以上は中国倒産法における DIP ファイナンスに関する主な条項である。

実際には、DIP ファイナンスは資金の調達でもいいし、資産の調達でもいい。新しい債権者からの融資でもいいし、既存の債権者または株主からの融資でもいい。また、デット型ファイナンスでもいいし、エクイティ型融ファイナンスでもいい。さらに、エクイティ型ファイナンスとしては、発行済株の譲渡を取ってもいいし、新株を発行する手段を取ってもいい。

## 二 中国上場企業が会社更生における DIP ファイナンスの実例

DIP ファイナンスは DIP 融資とも言われ、国家のマクロな経済情勢及び貸出市場の動向に密接に関連している。2008 年に、世界的な景気後退と金融危機に襲われ、またインフレの重圧により、中国政府はマクロ・コントロール政策に乗り出さなければならない状態に追い込まれた。その中、中央銀行は預金準備率を高くし、貸出市場の資金供給が緊迫になり、貸出高が厳しく制限されたため、企業の金融機関からの融資はかなり困難なものになった。この政策は、客観的に中国で新しく施行された企業破産法による DIP 融資の実践を制限した効果をもたらした。現時点まで、中国における上場企業の会社更生事件では、その大半が倒産手続に入る前、すでに生産停止をして、空っぽの状態になり、正常な収入源も失い、地方政府の補助金または支配株主の利益供給により、ぎりぎりの限度で上場資格を維持するようになった。この場合の会社更生はすでに債務を削減したあと、主たる営業活動を変更して、資産の再配置を通じて上場資格の主体を守り、新しいスポンサーのテクニカル上場を実現する。生産活動が倒産手続開始前にすでに停止したので、倒産手続期間中に外部から融資をする需要もなくなり、裁判所が DIP ファイナンスを許可した実例及び主たる債権者と債権者委員会への報告した実例はまだいない。多くの場合は再生会社が生産停止前の手続で業務を執行することで、DIP ファイナンスの性格を多少有する事案は滄化股份、秦嶺水泥(水泥はセメントの意味)、深信泰豊の会社更生事案だけである。

以下は滄化股份、秦嶺水泥の事案を例にし、その他 DIP ファイナンスではないものの経験になれる会社更生の事案を合わせ、中国上場企業の会社更生における DIP ファイナンスの方法を検討する。

「滄州化学工業股份有限公司(股份有限公司は日本法の株式会社に相当する。以下同じ)」

略称は滄化股份、銘柄コードは 600722、中国河北省に位置する上場企業で、上場時期は 1996 年である。主たる営業活動は化学用原料の生産と販売であり、支社 1 社と子会社 6 社を持ち、その支配株主は国有企業である。資金供給が切れたので、計画上の年産 40 万トン PVC(ポリ塩化ビニル)プロジェクトと液体物用埠頭の建設が中断に追

い込まれ、子会社が運営する年産 23 万トン PVC プロジェクトも運転停止の状態になり、本社工場の年産 6 万トン PVC 事業だけはぎりぎりまで運転を継続している。以上のように、会社更生前の生産・経営活動はほぼすべて停滞した状態にある。当該会社は 2007 年 11 月 16 日に、倒産手続を開始し、評価の結果、会社の有効資産が 8.6 億元であり、確認された負債が 54.43 億元である。

「陝西秦嶺水泥股份有限公司」

略称は秦嶺水泥、銘柄コードは 600217、中国陝西省に位置する上場企業であり、上場時期は 1999 年 12 月である。主たる営業活動はセメントの生産と販売であり、発行済株式は 6.7 億株で、その中、支配株主・東輝県水泥廠が 1.6 億株を所有し、持株率が 24.8% である。秦嶺水泥は子会社 8 社を持ち、評価の結果、会社の資産総額は 8.7 億元であり、確認された負債が 13.6 億元である。また、倒産手続を開始したとき、生産活動はまだ継続中である。

DIP 融資の方法：

#### 1. 政府の倒産企業に対する融資

倒産に追い込まれた企業は、過大の債務負担を抱えて弁済期にある債務の支払不能のため、銀行信用を失い、新しい融資ができなくなり、さらなる支払不能に陥る悪循環に落ちている。しかし、成熟した資本市場と金融システムを築いた先進国と異なり、中国においては、銀行などの金融機関への依存度が非常に高い。さらに、中国の金融機関の貸付に際する審査基準が相対的に厳格で、銀行内部の意思決定システムと責任追及制度も債務超過に陥った企業への融資を妨げている。そのため、滄化股份の会社更生事件においては、現地政府は河北省の財政基金から 1.6 億元を借金をし、滄化股份の運営を維持するために、支援を行った。

政府が倒産企業の救済に乗り出すかどうかの決断は単に経済自由主義またはケインズ主義などの経済学理論で解釈すべきではない。確かに、政府が市場原理に基づき企業の救済に動くのは一般的なことである。例えば、2008 年の金融危機に際して、オバマ政権は 301 億ドルの貸付金及び 75 億ドルの与信枠をもって、GM の再生に使い、代わりに新会社 60% の株式を所得した。そして、中国では、倒産手続に入る上場企業の中、実際支配人が国有資産管理委員会（通称は「国資委」）である国有企業が大半を占めていて、政府の救済活動は実に以下で論ずる株主の自己救済にあたる。そのため、滄州市政府が企業を救済するとき、無担保債権による融資の方法を取った。新しく融資した部分は無担保債権なので、担保債権者の利益を害することないため、債権者の事前許可を取る必要はない。それに、会社の日常運営に充てる資金であることから、裁判所の許可を取る必要もない。ただし、融資の安全からみれば、やはり DIP ファイナンスを通して、裁判所の許可及び債務者への告知義務等の手続を事前に行い、優先権

を取得することを勧める。

## 2. 新しいスポンサーによる立て替え

元経営陣の責任追及、会社の多角化経営及び過度の事業展開で求められる資金供給が現存株主の力で賄うのが既に困難になる事案は少なくなく、新しいスポンサーを導入する必要が生じる。スポンサーの倒産企業への資本参加が倒産手続の終結後に行われることは一般的であるが、双方の接触と交渉はすでに開始されている。倒産企業の倒産手続進行中における経営を維持するため、予定のスポンサーが維持費用を立て替えるのも、DIP 融資の一つの方法である。情報によると、アメリカでは、投資者が DIP 融資資金の提供者として倒産事件に介入するのも潮流にもなっている。

秦嶺水泥の会社更生においては、スポンサーの唐山冀東水泥股份有限公司(以下は「冀東水泥」という)は DIP 融資の資金提供者として秦嶺水泥が生産活動に必要な流動資金と設備維持費を供給し、秦嶺水泥の事業活動を守った。そして、秦嶺水泥が政府から日産 4500 トン生産ラインの新設許可をもらったものの、資金不足のため建設中止になったことに鑑み、スポンサーの冀東水泥は秦嶺水泥の持続的経営力と収益力を上げるため、当該生産ラインの建設に 5 億元の資金援助を出した。このように、秦嶺水泥が DIP 融資の活用により生産ラインの持続的な事業活動を維持し、スポンサー側も同行間合併を通して産業集中度の向上を図った。

ただし、秦嶺水泥の会社更生手続期間中には、冀東水泥による融資について裁判所の許可を得ておらず、債権者への告知もなかった。債権者の立場から見れば、当該融資が通常業務範囲内のことであり、会社の営業力の維持・改善に寄与するので、反対しないであろう。ところが、スポンサー側から見れば、裁判所の許可及び債権者の議論を経っていない DIP 融資は自動的に優先権が付与されるかについて不透明な点も残っているので、今後の融資実務で注意しなければならない。

華竜公司(銘柄コード 600242)の事案には、スポンサーは直接に倒産企業に運営維持費を贈与したうえ、一部の債務を肩代わりに弁済した。上海華源発展(銘柄コード 600757)の事案には、スポンサーは倒産会社に 400 万元の運営維持費を提供した。

## 3. 現存株主からの融資

倒産実務では、倒産企業の株主も資金調達の問題に直面する事案が多い。しかし、現存株主が会社更生の成功可能性及び持続的経営力と収益力に自信があれば、みずから資金を調達して倒産企業への投資を増加する可能性もある。つまり、現存株主からの融資も DIP 融資の重要な方法と挙げられる。今現在、中国の上場企業倒産事件においては、まだ現存株主からの融資による実例がない。新太科技(銘柄コード 600728)は非 DIP 型の会社更生であるが、筆頭株主の佳都集団と準筆頭株主の番禺通信は融資の形で会社更生を支援したいと約束した。参考になる事例である。

#### 4. 既存債権者による追加融資

既存債権者が追加融資を提供することは債権者と債務者の間に何か内部的な関係があることが想定される。そうではないと、その融資は債権者にとって、賢明なことではない。ところが、実際に中国企業破産法第 42 条と第 43 条は、債権者の倒産手続期間中に提供した追加融資に優先弁済権を付与した。例えば、企業破産法第 75 条によれば、企業は会社更生期間内に営業を維持するため借金をすることができ、当該貸付のため担保を設定することもできる。この規定は事実上で既存債権者に追加融資を通じて新しい優先的な地位を取得するチャンスを与えた。そして、債権者が取得したスーパープライオリティーの地位は既存債権を被担保債権とすることができ、全体的に自分の弁済率を高める効果がある。すなわち、混合担保 (Cross collateralization) である。ここでいうスーパープライオリティーの地位はいままで担保権者に優先することだけでなく、倒産手続開始後の倒産手続費用と共益債務の債権者にも優先する。その他、DIP 融資での借金は、担保目的物を使って既存抵当権と違う新しい担保を設定することができ、企業の買掛金債権に質権を設定することもできる。この手法も「物権法」、「担保法」、「中国人民銀行が買掛金債権に対する質権設定の登記方法に関する規定」などの法規定に沿うものである。

担保権者に対して、DIP 融資で被った損失、例えば担保目的物が時間の経過に伴った減損について、分割的な現金補償を提供し、若しくは担保権者のため追加的な担保を設定することができる。もし上記の 2 つの方法も採用しないと、かかる担保権者の損失を共益債務にすべきである。

中国・吉林紙業がかつて旧企業破産法の下に会社更生手続を適用し、中国工商銀行に DIP 融資に類似した融資を賄った。ところが、当該融資は現地政府の斡旋の下に実現した事案でもあり、現時点において中国の金融機関がそのときよりもっと厳しい審査基準を採用しているため、企業破産法第 75 条により倒産企業の債権者に弁済率を高める機会が与えられたにもかかわらず、リスクを抱えて債務超過・信用喪失に陥った企業に対する新規貸付を認める金融機関はほとんど存在しない。そして、アメリカの倒産実務に関する研究によれば、倒産事件の担当裁判官も混合担保を好ましくないようである。

#### 5. 現地政府は土地使用類型の変更を約束し、企業は将来収益を担保にして融資する

企業の会社更生には現地政府の支持が欠かせないことである。政府が握っている最大の資源は土地である。もし政府は土地に関する政策支援をすれば、上場企業会社更生の実現も希望が見えるようになる。滄化股份の事案には、年間 6 万トン生産ラインが所在する工場は都市の市街地に位置し、経済の発展に伴い、その所在地域の土地価格は大幅に上昇した。それで、滄化股份が生産ラインの移転を同意し、現地政府も生産移転後の土地について工業用地から商業・住宅用地への使用類型の変更を約束した。そのため、政府は土地の増加収益を取得したあと、当該収益を滄化股份に還元し

て、その債務弁済能力の向上及び年間 23 万トン PVC プロジェクト建設の再開などの持続的な経営に充てる。こうした予見可能の将来収益を担保にしたうえ、滄化股份はすぐ更生のために必要な融資を調達することができた。

## 6. 支配株主が権益の調整を承諾して DIP 融資に便利を与える

会社更生においては、債務超過企業の株主にとって、その出資者としての有する価値がゼロになる。しかし、当該企業が更生する可能性があるかぎり、株式も一定の価値を有する。特に、上場企業が有する上場資格の価値である。もし、会社更生手続を用いて債権者の債権を大幅に削減したにもかかわらず、株主の権益をすこしも削減しないとなると、衡平を失うことになる。それで、DIP 型会社更生における債権者と株主など多方面の利益関係者の利益を平等に扱うため、企業破産法第 85 条は、「再生計画には出資者の権益調整に関する事項がある場合、出資者組を設け、その事項に関して議決をする。」とする。秦嶺水泥(セメント製造会社)の会社更生には、支配株主・東輝県水泥廠が所持している陝西秦嶺水泥股份有限公司の 43%の株式を無償で譲渡し、その 7000 万株をスポンサーの冀東水泥が、秦嶺水泥に融資及び生産活動維持のための支援を与える対価として引き受けた。

北生薬業の会社更生では、資本準備金を資本金に転換し、当該新規資本金を債務の弁済に充てた。これも会社更生における融資の新しい方法である。

深信泰豊の会社更生では、一部の親会社株式を使い、深信泰豊の倒産手続費用、共益債務及び一般債権を弁済するだけでなく、主要子会社の経営資産を保持するため、子会社の債権も一部で弁済し、代わりに子会社の株式を取得するシステムが作られた。

潜在的なスポンサーに対する支配株主の権益調整の約束があればこそ、スポンサーの融資を得られるポイントとなっている。

## 7. 一部の資産を処分し、資本構成を調整する

会社が債務超過に陥る要因として、過度な多角化戦略が挙げられる。会社更生においては、企業の実情に沿い、収益力が弱く質が低い部分或いは主たる営業活動とは関連性が低い資産または営業を整理整頓して、譲渡或いは賃貸の形で、現金を作り出すほか、負担も払拭して、資本構成を適正化させることができる。会社更生とは、手続を通じた弁済率が現在の弁済率より向上することを意味し、すべての資産を換価して弁済に充てることではない。そのため、会社更生には、資産を譲渡・賃貸できるが、全資産を処分することではない。もし再生計画はすべての資産と営業を譲渡し、代金を弁済に充て、法人格と株主だけを残るとしたら、それはすでに会社更生のカテゴリーを超え、企業買収である。さらに、会社更生とはスポンサーに対して資産を譲渡することでもなく、逆に増資の方法でスポンサーの資産を購入する形で行うことができる。譲渡の対象は資産でもいいし、営業でもいい。浙江海納が会社更生をしたと

き、潜在的なスポンサー・深セン市大地投資発展有限公司に 1,227.26 万元相当の買掛金を譲渡し、同額の現金をもらって、倒産手続費用と共益債務の支払に充てるほか、一部の債務も弁済した。今現在、中国の DIP 融資にはまだ営業譲渡の実例が少ないが、証券会社の行政的整理に際して、実例が多い。

#### 8. 取引債権者の債権を共益債権化して、企業の継続的な経営を維持する。

企業破産法第 42 条は共益債務の規定を置き、取引先が双方未履行の契約を履行するため生じた債務を DIP 融資の中で弁済することを認めた。さらに、第 43 条は倒産手続中に共益債務を随時かつ優先的に弁済することを認めた。中国の倒産実務では、倒産企業が手続開始するときには、ほとんど経営停止の状態になっているが、秦嶺水泥の事案では確かに経営が継続されている。それに、新太科技の事案は DIP 型ではないが、営業も続いている。二つの会社は、取引先に取引の継続を請求し、経営の持続を図ろうとした。商慣習によれば、こういう取引先が一年毎に包括的な契約を結び、期中には断続的に決済をする。もし、「会社更生期間中の買掛金が手続開始前の債権と異なる優先権をもつ共益債務である」と、取引先に丁寧に説明すれば、取引先も取引の継続を望むはずである。

### 三 DIP 融資における問題点

中国上場企業の会社更生の実例を詳しく分析すればわかるように、企業破産法が倒産手続費用と共益債務について随時かつ優先的に弁済を受けると規定しているものの、大半の実例において、倒産手続費用と共益債務が会社更生手続終了後に弁済されることになっている。場合によって、更生計画で定める弁済期間の終結後に、出資者が約束した株式をめぐる権益調整を通じて資金を調達して上記費用を弁済する事案も出ている。その原因として、会社更生における DIP 融資制度を十分に活かしていないことが挙げられるが、根本的な原因はやはり中国の金融機関が DIP 融資に対する理解・認識・運用の未熟で、DIP 融資の優先権機能を活用してさらなる金融商品を作り出せないことにある。なお、DIP ファイナンスで用いられる融資方法と手段はまだ単純なもので、買収ファンド、サブプライムローンなどの証券化が進まねば、エクイティ型ファイナンスはもっと珍しい。

企業破産法第 75 条は再生債務者の手続期間中で行う追加融資、当該融資への新規担保設定に関する許可権限を裁判所に与えたが、具体的な審査手続を設けていない。会社更生手続期間中の追加融資が日常業務の範囲内と位置づけられ、債権者への告知義務を履行しなければならない。もし金額が一定の限度を超え、または新規に担保を設定して、現存の担保権者の利益に影響しうる場合には、債権者の意見を聴く場も設け、債務者から債権者に融資の必要性と補償方法を説明する考慮もするべきであると、筆者は主張する。このようにして、DIP ファイナンスの審査を健全化させる。

中国証券監督管理委員会(通称は「中国証監会」)は 2011 年 8 月 5 日に「上場企業の重大な

資産再編と関連する融資に関する規定を修正する決定」を發布し、上場企業が増資によって資産の購入・融資の獲得を一体的に行うことを認め、いままでこれらを分けて行うべきとした規制を緩和し、会社更生企業が手続終結後に融資を受ける困難さを緩和した。このようにして、潜在的なスポンサーが会社更生期間中に DIP 融資を提供した場合、手続終結後に当該上場企業の債務弁済及び生産活動で必要とされる費用の調達に関する不安を抑え、客観的に上場企業の会社更生期間中における DIP 融資の道を広めた。

しかし、会社更生手続に入った上場企業に営業の継続を認めた先進国の規定と異なり、中国証監会は企業が社債を発行することの前提を収益水準を保つことと定めたばかりでなく、上場企業の手続期間中における営業活動の中止も要求した。これらの規定は一定程度で DIP 融資を制限する効果をもたらしたので、中国証監会には、窮地に陥りながらも会社更生価値がある会社に関する証券発行及び取引についての特別な制度を作って欲しいと考える。

総じて言えば、中国における会社更生に関する経験の積み重ね、中国資本市場の健康的な発展、それに中国の貸出市場の健全化につれ、DIP 融資も大きく発展することを、われわれは信じている。

会社略称	銘柄コード	業界	再生公表	再生終結	時間	倒産手続費用と 共益債務 (万元)
浙江海納	000925. SZ	製造業	2007-09-19	2007-11-26	67	799
滄化股份	600722. SH	化学工業	2007-11-21	2008-01-02	41	3037+1615
華竜股份	600242. SH	養殖業	2008-03-12	2008-04-26	44	1452+230
北生股份	600556. SH	薬品	2008-11-28	2009-02-23	85	1905+516
新太科技	600728. SH	IT	2009-03-18	2009-11-03	225	482
秦嶺水泥	600217. SH	セメント	2009-08-25	2009-12-17	112	1586
深信泰豊	000034. SZ	総合類	2009-11-12	2010-05-08	176	1098+1280
上海源発	600757. SH	繊維	2010-08-31	2010-12-04	94	5210