

東アジア倒産再建シンポジウム
10月29日 15時25分～16時55分
「DIP ファイナンス」

日本における DIP ファイナンスの実例について

株式会社ゴードンブラザーズジャパン
Managing Director 堀池 篤

1. DIP ファイナンスの重要ポイントの概要

- DIP ファイナンスは短期間で、借入人の資金ニーズを充足する準備を DIP レンダーができるか？また、事業再生手続におけるファイナンスであるので DIP レンダーが事業再生手続を熟知していることが望ましい。
- 一方で昨今、自主再建型の民事再生手続が増加しているため、万が一民事再生手続がうまくいかず、再生債務者が牽連破産に陥った場合でも、DIP 債権を回収できるストラクチャーをどのように組むかも重要である。(担保、優先弁済を受けられる仕組み)
- また、再生債務者の業況悪化をいち早く察知して、債権者として適切なアクションがとれるように以下の報告義務を課し、モニタリングを密に行うことが必要である。
 - 担保価値
 - 資金繰り
 - 再生手続進捗(別除権交渉)返済原資がなくなる可能性
 - 共益債権(他の共益債権が増えるのをモニターする)

2. 実例について

1) A社の概要と倒産原因。

■ 債務者概要

業歴 80 年。地方に本社を置く家電等製造業。年商 200 億円程度。大手家電量販店等と取引を行う。香港と米国に販売子会社があり、香港にも生産拠点を保有していた。当時の社長は創業家の三代目オーナーであったが、社長の恐怖政治がしかれており、イエスマンばかりが残っている状況であった。

■ 倒産に陥った背景

社長の放漫経営が主な原因で、売上が大幅に減少(年商が 3 年間で 210 億

円から 125 億円に減少。)。また、結果として滞留在庫が増加した(在庫の約 50%を占めた。)。これが原因となり、営業黒字で債務超過に陥った。既存銀行はメイン銀行主導のもと既存債権のリスケジュール等を行ったり、また既存銀行団は私的整理手続等も検討したが、銀行団内の意見調整が不調に終わり、資金繰りがつかず、民事再生手続を申請した。

2) 資金ニーズ

以下の 4 つが資金ニーズであった。

- ① 民事再生手続申立後の運転資金。民事再生手続申立後、仕入が掛け払いから Cash On Delivery(現金払い)に変更されることを理由に増加する運転資金を賄う。
- ② A 社のビジネスに特有の季節性運転資金(A 社は期初に製造して、期末に向かって販売して資金回収を行うという独自の資金サイクルがあった。)A 社が民事再生手続申立を行った夏場は、手元資金が最小限になるタイミングであり、資金的なニーズが高かった。
- ③ 物流会社への留置権解除。民事再生申立時点で未払いとなっていた倉庫費用を物流会社が被担保債権として留置権を主張して、倉庫内の在庫の搬出がストップしてしまっていた。DIP ファイナンスの一部はこの物流会社向け未払の資金の支払いに充当された。
- ④ 仕入先を安心させるための見せ金目的としての資金。民事再生手続の下、現金払いで取引を行う A 社の仕入先は、商品を提供した場合に、A 社からの供給した商品の代金の支払いを受け取れるかどうか懸念事項としてあり、仕入先に手許資金が十分にあるということを見せる役割もあった。

3) スケジュール

結果として、申立から 3 週間で DIP ファイナンスを提供した。

8 月 24 日	A 社が地方裁判所に民事再生手続申立
9 月 1 日	A 社宛コミットメントレターの出状
9 月 7 日	民事再生手続の開始決定
9 月 9 日	監督委員に対し、DIP ファイナンス及びその担保設定について、同意申請
9 月 11 日	監督委員から、DIP ファイナンス及びその担保設定の同意を取得
9 月 15 日	DIP ファイナンス手続の実行

4) ファイナンス概要

期間	6 カ月(民事再生手続の延長に伴い、期間を延長)
融資形態	コミットメントライン(担保価値の金額の範囲で引出金額の増減が可能である。)
担保	在庫、売掛債権、手形
コビナンツ	① 融資金額<担保価値 ② 最低手元流動性>1 億円 (資金繰り管理)
報告義務	① 担保価値について(1 カ月に一度提出) ② 資金繰り ③ 他共益債権の報告
その他	➤ 第三者倉庫がある場合には、デフォルト後貸付人の指示により出荷を停止する旨の同意書

ご参考までに、本 DIP ファイナンスは他行と DIP ファイナンスを提供したレンダラーの協調融資(エグジットファイナンス)により返済された。

5) ストラクチャー上で留意した点

(1) 担保価値の評価について

(問題点) 融資のモニタリングの為に DIP ファイナンスの金額<担保評価金額というコビナンツがある。民事再生手続申立後在庫データの提出が人手不足により民事再生申立前(本民事再生手続に私的整理手続が先行していた。)と同程度には頻繁にできなくなった。(民事再生手続申立前は 15 日毎に在庫データ提出が可能、申立後は一カ月に一度程度)1 カ月に一度であると在庫評価に時間差があり、在庫評価金額に変動リスク(在庫評価金額の減少を 1 カ月経過後に知る)が出る。

(解決策) 在庫評価金額の際の掛目(Advance Rate)を通常よりも厳しくすることで対応した。)

(2) 最低手元流動性維持条項の設定

(課題) 民事再生手続が万が一破産手続に移行する場合にその動向をいち早く確認できるようにする。

(解決策) 最低手元流動性維持条項を設定。A 社より受領した資金繰

り表に売上減少等でストレスをかけて、でダウンサイドシナリオを作成して、最悪 50 百万円は維持できることを確認して、50 百万円の手許現金を常時保有することを義務付ける財務コビナントを設定。

(3) 第三者倉庫の同意書

(問 題) A 社は、第三者倉庫会社に自社商品を保管しており、その倉庫費用に民事再生申立時点で未払いがあった。万が一、民事再生手続が破産手続に至った場合等に備えて、倉庫会社から弊社から指示があった場合に在庫の出庫を停止する旨の同意書をとることを想定していた。しかし、未払倉庫費用があったため、倉庫会社は留置権を主張しており、倉庫会社とその交渉することすらできなかった。

(解決策) まず、合意書を締結できない倉庫会社の倉庫内の在庫は担保評価から除外して、DIP ファイナンスを A 社宛に提供した。その DIP ファイナンスにより、A 社は倉庫会社宛未払費用を支払い、留置権を解除して、倉庫会社との関係を回復。同意書の締結を成功させて、担保評価対象在庫担保にした。

(4) 米国の主要売掛先の Chapter11 申請

(問 題) A 社の主要取引先 B 社(B 社は米国法人で、B 社向け販売は A 社の売上の 10%を占めていた)は、A 社が民事再生手続き申立をする直前に Chapter11 手続を米国にて申請しており、A 社の民事再生手続き上も売掛債権回収に重大なる懸念があった。再生手続の中で、資金繰りを予想する際に大きなハードルとなった。

(解決策) B 社の倒産手続を詳細に調べ、取引先宛支払いは優先的に行われる旨を確認。資金繰りについては、売掛債権が全額払われる前提で分析した。

(5) (課 題) 担保価値をどうやって最大化するか? DIP ファイナンスでは、融資金額を極大化できることが、A 社の資金調達にとって大きなベネフィットになる。

(対応策) A 社は、民事再生手続申立前に売掛債権のファクタリングを

行っていた。ファクタリング契約には、民事再生手続申立を契機として、売掛債権のファクタリングが解除になる条項が入っており、これによってファクタリング対象の売掛債権が減少。弊社はファクタリング対象だった債権が解除される毎に、DIP ファイナンスの対象の適格担保売掛債権としていくことで、担保価値を増加させた。

(6) (課題) 日本法においては米国と異なり、Proceeds を担保として取れない。売掛債権を担保登記しておいても、売掛債権が手形に代わった場合は、当然担保とたならない。担保金額が DIP レンダーの知らないうちに減額する。

(対応策) DIP ファイナンスの契約に A 社のデフォルト後に売掛債権が手形に代わった場合は、その手形は対象の担保であることを A 社と合意して、差し入れるという義務条項をつけた。

以 上