

目 次

➤ プログラム	page2	-	page4
➤ M&A/プレパッケージ			
● 楊 東 (中国)	page5	-	page19
● 李 炳周 (韓国)	page20	-	page31
● 阿部信一郎 (日本)	page32	-	page48
➤ 企業価値評価～再建計画に関連して～			
● 鄭 志斌 (中国)	page49	-	page54
● 全 元烈 (韓国)	page55	-	page62
● 松岡真宏 (日本)	page63	-	page70
➤ DIP ファイナンス			
● 尹 秀超 (中国)	page71	-	page78
● 鄭 峻永 (韓国)	page79	-	page95
● 栗田口 太郎 (日本)	page96	-	page101
● 堀池 篤 (日本)	page102	-	page106
➤ 担保権の取扱い			
● 尹 正友 (中国)	page107	-	page113
● 李 垠宰 (韓国)	page114	-	page127
● 坂井秀行 (日本)	page128	-	page142
➤ 労働問題/レガシーコスト			
● 康 陽 (中国)	page143	-	page149
● 裴 星珍 (韓国)	page150	-	page155
● 森 倫洋 (日本)	page156	-	page162
➤ クロスボーダー案件			
● 韓 伝華 (中国)	page163	-	page166
● 孫 元一 (韓国)	page167	-	page174
● 渡邊光誠 (日本)	page175	-	page185

プログラム

■ 2011年10月29日(土)

10:00-10:05 開会式 東アジア倒産再建協会会長 高木新二郎

10:05-10:35 『重要トピック、最近の動向、法改正』

<スピーカー>

金 炯科 【ソウル中央地方法院／裁判官、韓国】

王 衛国 【中国政法大学副学長／民商経済法専門学院長、中国】

山本和彦 【一橋大学大学院法学研究科／教授、日本】

10:35-12:35 『M&A／プレパッケージ』

<チェア>

洪 聖焮 【法務法人(有限)太平洋／弁護士、韓国】

<スピーカー>

楊 東 【中国人民大学法学院院長助理・副教授、中国】

李 炳周 【法務法人世宗／弁護士、韓国】

阿部信一郎 【東京青山・青木・狛法律事務所ベーカー&マッケンジー外国法事務弁護士事務所(外国法共同事業)／弁護士、日本】

12:35-13:45 (昼食)

場所：如水会館2階 『スターホール』

13:45-15:15 『企業価値評価～再建計画に関連して～』

<チェア>

王 衛国 【中国政法大学副学長／民商経済法専門学院長、中国】

<スピーカー>

鄭 志斌 【北京市金杜律師事務所／弁護士、中国】

全 元烈 【金・張法律事務所／弁護士、韓国】

松岡真宏 【フロンティア・マネジメント株式会社代表取締役、日本】

15:15-15:25 (休憩)

15:25-16:55 『DIP ファイナンス』

<チェア>

林 治龍 【法務法人（有限）太平洋／弁護士、韓国】

<スピーカー>

尹 秀超 【北京市信杰律師事務所／弁護士、中国】

鄭 晔永 【ソウル中央地方法院／裁判官、韓国】

栗田口 太郎 【ビンガム・マカッチェン・ムラセ外国法事務弁護士事務所坂井・三村・相澤法律事務所（外国法共同事業）／
弁護士、日本】

堀池 篤 【株式会社ゴードン・ブラザーズ・ジャパン、日本】

16:55-17:10 (休憩) ※コーヒー提供の都合上、休憩時間を5分延長させていただいております。

17:10-18:40 『担保権の取扱い』

<チェア>

王 欣新 【中国人民大学法学院教授、中国】

<スピーカー>

尹 正友 【北京市炜衡律師事務所／弁護士、中国】

李 垠宰 【法務法人廣場／弁護士、韓国】

坂井秀行 【ビンガム・マカッチェン・ムラセ外国法事務弁護士事務所
坂井・三村・相澤法律事務所（外国法共同事業）／
弁護士、日本】

19:00-21:00 (ディナー)

場所：如水会館2階 『スターホール』

■ 2011年10月30日(日)

9:30-11:00 『労働問題／レガシーコスト』

<チェア>

森脇 章 【アンダーソン・毛利・友常法律事務所／弁護士、日本】

<スピーカー>

康 陽 【北京市企業清算事務所有限公司総経理、中国】

裴 星珍 【法務法人地平志誠／弁護士、韓国】

森 倫洋 【西村あさひ法律事務所／弁護士、日本】

11:00-11:15 (休憩) ※コーヒー提供の都合上、休憩時間を5分延長させていただいております。

11:15-12:45 『クロスボーダー案件』

<チェア>

小杉丈夫 【弁護士法人松尾総合法律事務所／弁護士、日本】

<スピーカー>

韓 伝華 【北京市中咨律師事務所／弁護士、中国】

孫 元一 【法務法人律村／弁護士、韓国】 ※韓国のスピーカーは変更となりました。

渡邊光誠 【弁護士法人大江橋法律事務所／弁護士、日本】

12:45-12:55 閉会式

(以上敬称略)

中国における M&A 法制の現状と展望 —合併・分割制度を中心として

中国人民大学法学院准教授 楊 東

一 会社の合併

(一) 会社合併の概念——国際間の比較

会社の合併とは、二つまたは二つ以上の会社が合併契約を締結し、会社法の規定に基づき、清算手続を経ることなく、一つの会社に直接に併合することをいう。会社の合併は以下の法律的な特徴を有している。

- ① 会社の合併はいくつかの会社の共同行為であり、当事者間の合併契約を前提とする。
- ② 会社の合併は当事者間の自由行為であり、合併するか或いはいかなる方法で合併するかは、当事者の意思に任されている。
- ③ 会社の合併は清算手続を経ないまま、会社を変更・消滅する行為である。会社の合併は清算手続なしの前提で会社の存在、財産構造、持株比率構造を変更できる。

1993 年に、中国は会社法において初めて会社の合併を認めた。そして、会社法には「会社の合併と分割」の章を独立に置き、「会社の合併において、吸収合併と新設合併の二つの方式を取ることができる」、さらに「一つの会社が他の会社を吸収合併する場合、吸収される側が解散する。二つ以上の会社が新しい会社に合併する場合、新設合併といい、かかる各会社がすべて解散する。」とした。これにより、会社併合の基本方式は二つあり、すなわち吸収合併と新設合併である。

英米法では、会社の合併に対応する言葉が Consolidation of corporations と Merger of corporations の二つある。ブラック法律辞典(Black's Law Dictionary)によれば、前者は「二つまたは二つ以上の会社が解散すると同時に、新会社が成立して解散した会社の資産を引継ぎ、その責任を負う」を意味し、後者は「一つの会社が他の会社に吸収され、後者が名称と実体資格を保有し、後者の資産、責任、ライセンスと権力を取得する。そして、吸収された会社は独立した商業資格を失う」を意味する。中国法の定義と比べてみれば、Consolidation of corporations が中国法の新設合併に相当し、Merger of corporations が中国法の吸収合併に相当する。

そのため、中国法における会社の「合併」とは英語に訳せば、Consolidation and Merger of corporations の方が妥当である。算式で表示すれば、Consolidation は $A+B=C$ になり、Merger は $A+B=A$ になる。中国語では、一般的に前者は「併合」と「新設合併」と訳し、

後者は「兼併」と「帰併」と訳す。単に Consolidation of corporations と Merger of corporations を挙げると、それぞれ、前者が「会社併合」または「会社聯合」、後者が「会社兼併」または「会社帰併」に訳することが妥当である。

ところが、英米法国家では、Consolidation と Merger が互いに代替的に使用されることが多く、中国会社法のように、明確な定義をしてない。たとえば、「アメリカ標準会社法」は直接に会社合併の要件と合併計画の内容について規定を置いた(アメリカ標準会社法第 1101 条)。「ドイツ株式会社法」も直接に合併の性質を規定した(ドイツ株式会社法第 339 条)。しかし、「ドイツ・有限会社が会社資金からの増資または合併に関する法律」は補充的に二種類の会社合併、つまり吸収合併と新設合併を規定した。

2005 年に日本の新会社法が施行する前、旧・有限会社法に「有限会社ハ他ノ有限会社又ハ株式会社ト合併ヲ為スコトヲ得」(同法第 59 条)を、2005 年改正前の商法第二編「会社」・第二章「合名会社」・第八節「解散」のところに合名会社の合併の議決、異議、登記、合併の効力、合併無効の訴え等の条件と手続など(2005 年改正前の商法・第 98 条一第 111 条)を、それに商法第四章「株式会社」の第 8 節「解散」のところで、株式併合手続(2005 年改正前の商法・第 408 条一第 416 条)を、それぞれ規定を置いたが、合併について明確な定義を避けた。イギリスは「イギリス 1989 年会社法」第六編「合併及び関連する事項」でも、合併の意味について規定をしてない(「イギリス 1989 年会社法」第 146 条一第 153 条)。フランスは「フランス商事会社法」では合併の一般的な状況を規定した。すなわち、一つまたはいくつかの会社は合併を通して、会社の財産を現存の会社もしくは新設の会社に移転することができる(「フランス商事会社法」第 371 条第 1 項)。

諸外国と比べ、中国法が会社法で直接に合併の形式に基づき明確な定義を置くことは、独創的なものであり、理論的にも実務的にも価値を有する。法概念は法制度の礎であり、法概念の厳密化は法制度そのものの建設と健全化に寄与する。1993 年の旧・中国会社法は合併に関する規定はわずか 3 条しかなく、具体的に合併決議の作成、株式会社の合併は省級人民政府(訳者注：省は日本の県に相当する)あるいは国务院の許可の必要性、二種類の合併方法及び合併の手続などである。2005 年の改正を經り、中国会社法は過去の経験から学び、現存条文が存在している規範性の乖離、効率低下などの問題を解決するほか、さらに司法資源の節約、表現の適切化、論理の合理化、用語の推敲等の立法技術を用いて立法作業をし、会社の合併について、第 38 条、第 44 条、第 100 条、第 104 条、第 180 条などを規定した。

(二) 会社合併と関連概念の比較

1. 合併と兼併

経済活動において、兼併は非常に流行っている言葉である。経済学で使われる場合、一般的には一つの企業または会社が他の企業又は会社を併合・支配する行為を表す。1989 年 2 月 19 日に、中国国家体制改革委員会、国家計画委員会、財政部、国家

国有資産管理局が共同で発布した「企業の兼併に関する暫定弁法」の中で、兼併という言葉が初めて中国の法律文書に出現した。当該弁法によれば、「本弁法でいう企業の兼併とは、企業が他の企業の權益(中国語は「産権」という。以下は同じ)を買収し、その法人資格を失わせ、または法人の実体を変更する行為である。買収によらない企業間の合併は、本弁法を適用しない。」と規定されている。さらに、企業の兼併方法について、具体的に債務承継型(中国語は「承債式」という)、買収型、株式吸収型(中国語は「吸収股份式」という)、株式支配型の四種類がある。

1991年に國務院が発布した「国有資産評価管理弁法」第3条によれば、国有資産を占有する主体は、資産評価をする法定事情、すなわち、「企業の兼併、売却、関連企業化経営(中国語は「聯營」という)、持分権型経営」の事情が生じた時には、資産評価をしなければならない。そして当該弁法の実施細則によると、兼併とは「企業が債務承継、買収、株式化(中国語は「股份化」をいう)または株式の支配などの方法で有償的に他の企業の權益を引き受け、被兼併側が法人資格を失い、あるいは法人の実体が変わられる。」をいう。この概念は「企業の兼併に関する暫定弁法」の規定と一致している。

1996年8月20日に財政部が発行した「企業の兼併に関する財務問題の暫定規定」第2条は、「本弁法でいう兼併とは、企業が買収などの有償方法により、他の企業の權益を取得し、法人資格を失わせ、または法人資格を留保しながら投資者を変更する行為をいう。」、「被兼併側企業の資産と負債がほぼ対等的であり、兼併側が被兼併側企業の債務を引受ける場合、許可を経たうえ、兼併側企業は国有資産の無償譲渡(中国語は「划転」という)の方法で被兼併側の資産を取得できる。ここでいう兼併は前記の両弁法で規定された兼併とは意味が異なっている点がある。すなわち、被兼併側企業の資産と負債がほぼ対等であり、兼併側企業が被兼併側企業の債務を引受ける場合、直接に無償譲渡の方法で被兼併側企業の資産を取得でき、価格交渉の必要がない。なお、この規定は実務上の要請に応える目的で、実用主義の立場から行った規定であり、「企業の兼併に関する暫定弁法」でいう債務承継型と本質的な違いがなく、具体的な方法の差にとどまっている。上記規範的文書でいう兼併は会社法で定める吸収合併及び兼併の意味と異なっている。法律の結果からみれば、被兼併側企業が法人格を失い、または被兼併側企業が法人格を失いまま法人の実体が変わることがある。前者は実際に吸収合併に相当する。もし前者の兼併、すなわち法人格を失う兼併を狭義的な兼併と称すれば、上記規範的文書でいう兼併は広義的な兼併である。狭義的な兼併は会社法の吸収合併であり、広義的な兼併に含まれている。

諸外国の法律には直接に兼併という言葉の規定する例はないものの、英米法国家の裁判官は判例により法律を創造することができ、その判例で確立された概念は大陸法国家の成文法で直接に規定された概念は法律意味の視点で異なることはない。それで、判例からその概念の意味を吟味することができる。

上記弁法は企業の權益取引、体制の転換、産業構造の調整などに応えるため、実用

主義から出された規定であり、厳密的な法的意味を具備してない。それに対し、会社法による会社合併に関する規定は立法的な意義を有している。法律概念と法制度の厳密さを追求するため、将来の立法において、兼併という概念を狭義的な兼併の範囲に限定する必要がある、濫用を防がなければならない。

2. 合併と買収(中国語は「收購」という)

中国における資産再編、国有企業全体上場、海外資本投資などの場面では、よく買収という用語が見られる。併購とは、合併と買収の合称であり、英語の Merger and Acquisition、つまり M&A からなっている。Merger とは中国会社法での吸収合併であり、兼併である。ブラック法律辞典の解釈によれば、Acquisition は「ある財産の所有者になり、またはある財産の所有権を取得する行為」、「特に、あらゆる手段で物質的財産の所有権を取得すること」を意味する。そして、さらに Original Acquisition と Derivative Acquisition に分け、それぞれ民法の原始取得と継受取得に相当する。辞書の解釈によれば、Acquisition を直訳すれば、獲得または取得になる。証券市場では、Acquisition は会社がターゲット会社の株式を買い取り、進んでターゲット会社の経営権を支配することを意味する。それで、よく買収と訳している。

中国の立法文献に初めて買収という言葉が出現するのは、1993年4月22日に国务院が発行した「株式の発行と取引の管理条例」である。その第四章は上場企業の買収について規定を置いた。ところが、当該条例は直接に買収を明確的に定義することを避け、単に「個人は上場企業 5%以上の流通普通株式を所有してはならない。5%を超過する部分について、中国证券监督管理委员会の同意を得たうえ、当該上場会社により、取得価格と市場価格の低いほうをもって買い取る。」(「株式の発行と取引の管理条例」第46条—第52条)と規定した。

一方、深セン市政府が発行した地方条例「深セン市上場企業監督管理暫定弁法」第47条は、買収と合併について定義した。つまり、「買収と合併は法人または自然人及びその代理人が買収の方法により、上場企業(または公衆会社)の株式を取得し、会社の支配権を取る行為である。」、「支配権は上場企業 25%以上の株式または議決権を有することを意味する。」とした。当該弁法第49条は「上場企業の株式または累積議決権の 25%以上を購入する行為は買収と合併に属する」とし、第50条は「買収には、部分買収と全体買収の二種類がある」とした。当該弁法は買収と合併を一緒に使い、両者の意味を混乱させた。上記の規定により、証券市場では、買収が少なくとも「株式市場で上場企業の株式を取得し、支配権を取る行為であり、必ずしもターゲット会社の法人格喪失につらならない。「兼併では、いくつかの会社は資源を併合して共同の目標を達成するため、一緒に動くようにする。合併側の株主はいつも被合併側の共同株主になる。」、「買収は長い腕を使う方法であり、会社はほかの会社の資産または株式を購買し、その同時に被買収会社の株主はその株主資格を失う。兼併では新しい実体が形成して、買収では被買収側の会社が買収側会社の付属になる。」そのため、支

配権の取得からみれば、兼併と買収は支配権の取得行為であり、兼併が被支配側の法人格喪失につながり、買収が一般的に被支配側の法人格喪失の結果をもたらしていない。P・S・Sudarsanam は「兼併と買収は常に交替的に使われる」と言ったものの、それはあくまで経済学概念である。法律概念の厳密さを追求する立場からみれば、兼併と買収をその本旨に沿い、分けて使うべきである。

以上の分析でわかるように、合併と買収は意味がまったく異なり、合併と買収はともに併購の概念を形成している。英語の M&A には、新設合併が含まれていない。中国語の併購は、英語の M&A より内容がやや広く、吸収合併、新設合併及び買収を含んでいる。

「企業の兼併に関する暫定弁法」での兼併の意味と分類から、当該弁法でいう兼併は、ほぼ併購の概念をカバーしている(新設合併を除く)。その原因としては、当該弁法が登場する当時、中国にはまだ株式市場を建ってなく、証券市場での「買収」という概念そのものも当然ない。1998 年に成立した証券法(2005 年改正)は、上場企業の買収に関する章を特別に置き、2002 年に「上場企業買収管理弁法」も施行され、2006 にまた大幅な改正が行われた。中国の市場経済体制はますます健全化に進み、証券市場も成熟した発展段階に踏み込んだ。そのため、国際慣例を遵守し、会社法上の合併、証券法上の買収等の併購に関する概念を用いて、証券市場における支配権の取得を定義しなければならない。広義的な兼併は特定の歴史段階における産物として、国有企業改革の終結に伴い、しだいに法律の舞台から姿を消すであろう。

(三) 会社合併の手続

会社法によれば、会社合併の手続は以下のとおりである。

- ① 取締役会が合併方案を作成し、議案をもって株主会(記者注：中国法では有限会社の株主総会に相当する)または株主総会の決議に提出する。
- ② 株主会または株主総会は合併について決議をする。会社法第 44 条、第 67 条、第 104 条によれば、有限会社の株主会において、出席株主議決権の 3 分の 2 以上の多数をもって可決し、または株式会社の株主総会において、出席株主議決権の 3 分の 2 以上の多数をもって可決し、または国有独資会社の場合、国有資産監督管理機構の決定により可決する。
- ③ 合併の関連各当事者が合併契約を締結する。会社法第 174 条によれば、「会社の合併において、関連各方が合併契約を締結しなければならない」とした。合併契約は会社合併の基礎であり、合併参加者が平等で協議したうえ、合併の方式、存続または創設の会社組織、債権・債務の配置などに関して達成した書面の協議結果である。合併契約が締結したあと、株主会または株主総会の決議を得なければならない。
- ④ 合併契約の可決。会社の合併は株主の権益にかかわり、株主総会の可決を得な

なければならない。会社法によると、会社の合併は重要事項に属し、特別決議の規定を適用して、その可決要件は、有限会社において3分の2以上の議決権を有する株主の同意を得る必要があり、株主会社において出席株主議決権の3分の2以上の同意を得なければならない。

- ⑤ 貸借対照表と財産リストの作成、債権者への通知。貸借対照表は会社の資産・負債状況及び株主の権利を反映する書類である。貸借対照表は合併において必ず作成しなければならない書類である。そのほか、会社は会社の財産状況を表すため、財産リストを作成する必要がある。会社法 174 条は、「会社の合併において、関係各当事者が合併契約を締結し、貸借対照表と財産リストを編成しなければならない。会社は合併契約締結後の 10 日以内に債権者に通知し、さらに 30 日以内に新聞で公告をしなければならない。債権者は通知書を受領した 30 日以内に、通知書を受領しなかった債権者は公告の日からの 45 日以内に、会社に債務の弁済または担保の提供を要求することができる。」とした。
- ⑥ 合併登記をする。合併における会社構造の変化に沿い、三種類の会社登記がある。(1)設立登記。新設合併の場合に必要となる。(2)変更登記。吸収合併の場合に必要となる。存続会社が合併行為の完成により、持株比率、定款、資本構造等について、重大な変化が起こったため、変更登記の必要がある。(3)抹消登記。新設合併でも吸収合併でもかかる一方または多方が会社の主体資格を失う。これは会社法が規定した解散事由にあたり、工商行政管理機関に抹消登記を申請しなければならない。会社は合併決議または決定が出された 90 日以内に登記を申請する必要がある。提出書類には、合併契約、合併決議または決定、会社が新聞で掲載した合併公告の証明等が含まれる。会社法第 175 条によれば、「会社合併の場合、合併にかかる各会社の債権と債務を、合併後の存続会社または新設の会社により承継する。」とした。

新会社法は 1993 年旧・会社法第 183 条「株主会社の合併と分割は国務院が授権した部門または省級人民政府の許可を得なければならない。」の規定を削除した。

旧・会社法の問題点に鑑み、新会社法は会社合併の効率向上及び公示段階のコスト削減を図るため、合併の手續において以下の改善を行った。第一、決議後の 30 日に新聞で 3 回公告する規定を改め、回数を 1 回にした(第 174 条)。もちろん、会社は数回を公告する自由もある。第二、通知書を受領しなかった債権者が会社に対する債務弁済または担保供与の要求について、旧会社法の「第一次公告の日から 90 日以内」を改め、「公告の日から 45 日以内」とした(第 174 条)。第三、新会社法は旧会社法第 184 条 3 項の最後の部分、つまり「法定期間内に債権者が合併会社に債務弁済または担保供与の要求をしたあと、会社が債務の弁済または担保の供与をしない場合、合併してはならない」の規定を削除した。当該規定は会社合併と債権者安全の利益衡量において、債権者の利益を重視する立場を取っていた。新会社法が強行規定を削除することからも、立法機関が合併行為を支持する傾向が見える。ただし、当該規定が削除したとしても、合併会社が特定債権者の要求にもかか

ならず、債務弁済または担保供与をしない場合でも、債権者が訴訟を起こし、合併禁止を求めるとは法的根拠を失ったことと理解するわけがない。もし債権者の請求が合理的であれば、裁判所は合併禁止の命令を出さなければならない。

(四) 会社合併後の債権・債務の受継

会社合併の後、合併にかから各会社の株主は、存続会社または新設会社の株主資格を取得する。元会社の債権と債務は、存続会社または新設会社により引き継ぐ。

会社法第 173 条、第 174 条、第 175 条は会社合併のとき債権者を保護する基本原則を規定したが、いくつかの問題について、さらなる検討をする余地がある。

1. 会社合併のときに異議を出せる債権者の範囲

会社法は明確な規定を置いていない。実務上、通常二つの理解が存在する。一つは債務弁済または担保供与の要求(以下は「異議」という)を出せるのは被合併会社の債権者に限る観点であり、もうひとつはかかる債権者はすべて異議権を持つ観点である。後者の観点は法律の本旨に沿うものである。会社の合併はすべての債権者に影響を及ぼし、(被合併会社が赤字企業の場合など)合併側の債権者にもっと不利に影響する可能性も高いので、かかる債権者にすべて同様の保護をすべきであり、これもフランス・イタリアなどの諸外国のやり方でもある。また、会社の合併に際し、一方が会社であり、一方が非会社型企業の場合もある。このとき、一方当事者は会社であれば、会社法の規定を適用すべきであり、各債権者とも異議を申し立てる権利を持つ。

2. 異議権行使に相応しくない債権

まず、合併公告後に生じた債権は異議を申し立てる権利がない。会社がすでに告知義務を履行して、債権者も債務者が合併する事実について知り、または知るべき場合、生じさせる債権は債権者がみずからリスクを負わなければならない。次に、従業員が会社に対する労働債権は合併に対する異議権の行使にふさわしくない。労働債権の弁済と労働者の再配置は合併契約の重要条項に属し、合併の中で妥当に解決されたのが通常である。それに、労働債権は弁済順位からみても優先的な地位を有していて、さらに異議権を付与するのは適切ではない。第三、租税債権及びその他類似する国家債権は異議権の行使にふさわしくない。行政関係で生じた債権は通常に合併の中で妥当に解決された問題であり、それに優先的な弁済順位も保障され、十分な保護がなされた。以上を総じて言えば、合併において実質的な影響を受けてない債権者に異議権を付与すべきではない。その反面の債権者は異議権を有する。

3. 債権者保護手続のパターン

会社合併における債権者保護について、各国の立法は主に合併前と合併後に行うパ

ターンがある。すなわち、事前防衛型と事後救済型である。

事後救済型は合併手続を簡略化させる効果があり、合併が変更登記の日から効力が生じ、効率の向上に寄与するが、債権者保護の迅速性と十分性に問題がある。事前防衛型は債権者に迅速かつ十分な保護を与えられるが、合併の効率に不利な影響を与える。中国の新会社法は事前防衛型の立法方式を取り、新会社法は事後救済型の立法方式に近い。

4. 債権者の権利内容

債権者は会社の合併において、被告知権、異議権（債務弁済または担保供与請求権）、権利侵害に対する救済請求権がある。

会社の合併、つまり債務者の変更において、債権者は被告知権を有する。合併にかかる会社は債権者に合併の事実及びその意義権を告知する義務があり、会社は合併決議の日から 10 日以内に債権者に通知をし、30 日以内に新聞で公告しなければならない。

会社法の規定によれば、債権者への個別的な告知が会社が債権者に対する法定義務であり、会社の類型により違う規定が存在するわけではない。そのため、上場企業は公告など、証券法上の情報開示義務を履行しても、会社法上の債権者に対する個別な通知義務が免除されることはない。会社定款の定めは、その法定義務を免除する根拠とはならない。

会社の通知には、会社合併に関する基本情報、債権者の異議権（すなわち会社に対し、債務の弁済または担保の供与を要求する権利）、異議権の行使期間と行使方法、会社合併の詳細を調査する方法などが含まれる必要がある。告知の内容が詳細でなければ、債権者は利益が損害されていないことを確認できなく、異議権を行使すれば、逆に会社にとって不利になる。債権者保護手続の中心は債権者が会社合併に対する異議権の確認である。合併会社が通知義務及び告知義務を履行しなく、債権者の利益を損害した場合、債権者は権利侵害に基づき、救済請求権を行使できる。

5. 異議権の法的効力

フランス・イタリアなどの国では、合併が債権者に実質的な侵害を及ぼすことを異議権成立の条件としている。前述のとおり、1993 年旧会社法は、債権者が会社合併に対し、異議を申し立てる場合、会社が債務弁済または担保供与をすべきだという規定を置いていた。そうでなければ、合併してはならない。その後、新会社法は「会社は合併してはならない」の規定を削除した。

債権者が法定期間内に異議を申し立てない場合、合併への同意とみなす。会社法によれば、債権者の異議は通知を受領した 30 日以内または公告の日から 45 日（通知されなかった者に限る）に申し立てるべきである。

6. 会社が告知義務を履行しなく、または債務弁済・担保供与の義務を履行しないまま合併した場合の責任負担

会社法第 205 条によれば、「会社が合併・分割・減資・清算をするとき、本法の規定に基づき、債権者に通知または告知をしなかった場合、改善命令の対象になり、会社に対し 1 万元以上 10 万元以下の過料に処する。」とした。しかし、債権者にとって、改善命令と過料はもはや会社合併の事実を回復することができない。たとえ会社合併の事実が債権者の利益を侵害し、債権者が合併の無効を主張しても、必ずしも侵害された権利の救済を図れることはない。原因として、会社が合併し、特に一定期間の経営活動を経たあと、合併の無効により原状回復になるのが難しいである。既存資産の分割、新たに生じた利益、損失、債権債務の分配も極めて困難な作業であり、そして必ずしも債権者にとって有利に働くわけではない。それに、当然ながら、善意の第三者の利益は侵害されうる。

(五) 上場企業の合併

2006 年に新会社法、新証券法の施行以来、上場企業が主体となる買収と企業再編の事案が著しく増えて、その方式も多様になっている。2007 年 1 月から 10 月までのわずか 10 ヶ月間に、証券監督管理委員会が受理した上場企業の買収と企業再編に関する行政許可の申請は 234 件にも上った。買収と再編の支払手段も大きく変化し、伝統的な現金払いから、特定の第三者へ増資してその資産を買い取る方式、吸収合併の方式など、新しい方式が大量に出現した¹。上場企業の合併は低コストの事業拡大などの要因によるものが多く、同業者間の合併、上流と下流の統合を通して、協同効果の発揮をもって企業全体のコストを削減するようにしている。上場企業の多角化経営化の合併は、違う業界の業務に進出することにより、各業界の景気循環の時間差を利用して、経営リスクを調整・分散し、上場企業の穏健的な利益収入の確保するものである。合併により、上場企業は同業者の数を減らし、経営規模の拡大と経営分野の調整を通じて規模経済の利益を享受し、コストを削減して、収益力と競争力を高め、迅速なる会社の発展に寄与する。

市場経済が発達した国の証券市場では、吸収合併の方法で会社の併購をする事例が多くあり、関係する立法も整っている。しかし、中国においては、長年続いた株主権分断の問題(訳者注：中国の株式市場が、取引所で譲渡できる流通株(個人株)と、譲渡できない非流通株(国株、法人株)の二大ブロックに分断されていること)で、上場企業の吸収合併は制度的な環境と内生的な動力が欠けていた。その後、株主権分断改革はほぼ完成し、証券市場の発展を制約した株主権分断の問題が解決され、吸収合併の環境が整った。国有株の完全流通化により、市場での流動性が大いに増強され、国有株・その他法人株の株主と流通株の株主の間にある利益の対立が消え、その信頼関係の構築が容易になり、併購及び併

¹ 欧陽波、「上場企業吸収合併管理弁法の起草について」、「中国証券報」2008 年 3 月 21 日

購後の実質統合のため、良い環境を作った。吸収合併、株式交換などの方法でターゲット企業に対し、資産再編と構造調整を行うことを通じて、大量の在庫と未利用資産を活用するほか、優良な資産を作り出し、効率が高い産業の企業への資源集中を図る。

中国の証券市場で行った買収の事例は主に上場企業が非上場企業に対するものである。例えば、新潮実業が山東新牟股份有限公司の株主に特定第三者に対する割当による吸収合併、青島双星が青島華星に対する吸収合併、亜盛集団が龍喜股份に対する吸収合併である。TCL 通信が母会社 TCL 集団との株式交換により、母会社に吸収合併され、TCL 集団は吸収合併された TCL 通信を通して IPO で全体上場を図った。

二 会社の分割

1. 会社分割の概念

会社の分割とは、経営または管理上の原因で、法律あるいは契約の規定により、会社を二つまたは二つ以上の会社に変更させる行為を意味する。

1966 年に、フランスは初めて「商事会社法」で会社分割の制度を樹立した。EU は 1982 年に第 6 号会社法令を実施したあと、ほとんどの EU 加盟国がそれに基づき、立法で会社分割の制度を確立した。

中国の 1993 年旧会社法は、会社の合併・分割を独立の章に規定したが、会社分割について明確な定義をしなかった。それに対し、中央省庁の省令等は分割の概念を明確に定義した。元・対外貿易経済合作部と元・国家工商行政管理局が共同で「海外資本投資企業の合併と分割に関する規定」を発行した。その第 4 条は、初めて会社分割の定義を置き、「分割とは、会社が会社法に基づき、会社最高意思決定機関の決議により二つ以上の会社に分割することをいう。」とした。会社分割は現代社会で会社の資産再編、内部構造の調整、投資リスクの軽減、収益力の向上を実現する重要な経営戦略の一つである。

2. 会社分割の特徴

会社分割は以下の特徴を有する。

- ① 会社分割は現存の会社を下に、「一つから二つへ」または「一つからいくつへ」の方法であり、会社の合併とはまったく逆の作業である。元の会社と分割された会社の間、そして分割された会社の間は、本社と支社の関係でなく、グループ会社のメンバー間の株持ち合いでもなく、互いに独立した法人の関係である。
- ② 会社分割は法定の組織変更方法であり、清算手続を経過する必要がない。この意味で、会社分立は法律設計の略式手続であり、会社の法人格を消滅しないまま、「一つから二つへ」または「一つからいくつへ」を実現する方法である。
- ③ 会社分割は法定の条件と手続に基づく行為である。会社分割が分割前後の会社主体及び権利義務の変更をもたらすので、利益関係者の利益を保護するため、会

社法所定の条件と手続に基づき厳密に行うべきである。

- ④ 会社分割の目的は、企業経営の要求、株主資本支配範囲の拡大、法律リスクの制限などがある。

3. 会社分割の方法

EU 第 6 号会社法令は、会社分割を新設分割と取得分割に分けた。新設分割 (Divisions by the formation of new companies) とは、会社が清算手続を経ないで解散を行ない、そしてすべての資産と負債を一つ以上の新設会社に移し、その対価として、分割された会社の株主は新設会社の株式を取得し、そして株券の券面額 (券面額がない場合、帳簿価値を基準とする) の 10% 以内の現金をもらうことを意味する。取得分割 (Divisions by acquisition) とは、会社が清算手続を経ないで解散を行ない、そしてすべての資産と負債を一つ以上の新設会社に移し、分割された会社の株主は受継会社の株式を取得し、そして株券の券面額 (券面額がない場合、帳簿価値を基準とする) 10% 以内の現金をもらうことを意味する。

会社分割の方法を明確に定めてない立法例があり、中国会社法もその一つである。会社分割の方法に関しては、立法的な規定は前述の「海外資本投資企業の合併と分割に関する規定」しかない。当該規定第 4 条は「会社分割は存続分割と解散分割の二種類がある。存続分割とは一つの会社から二つ以上の会社に分離し、元の会社は存続しつづき、そして新たに一つ以上の会社を新設する。解散分割とは、一つの会社から二つ以上の会社に分離し、元の会社は解散したうえ、新たに二つ以上の会社を新設する。」とした。

外国法の立法経験に鑑み、今後の会社法改正に、会社分割の二種類を明確に規定すべきだと考える。

第一、新設分割。新設分割は消滅分割または解散分割ともいい、このとき、会社の資産・営業を分割して二つ以上の会社に改組し、元の会社が解散する。新設分割において、会社の解散と設立が同時に行われる。新設分割には、二つの方式がある。一つは単純な新設分割であり、つまり元の会社を分割し、その営業と資産を基礎としてふたつ以上の会社を設立して、元の会社が解散する。もう一つは新設分割合併であり、つまり分割された会社の一部営業を他の会社の営業と組み合わせ、新会社を設立する。

第二、吸収分割。吸収分割は存続分割または派生分割ともいい、このとき、会社の一部営業と資産を分割し、一つ以上の会社を新設し、または他の会社と統合し、分割された会社が引き続き存続する。吸収分割では、会社の消滅が生じない。吸収分割には、二つの方法がある。一つは単純の吸収分割、つまり元の会社を分割し、その営業と資産を分離して、新たな会社を設立し、元の会社は引き続き存続する。もうひとつは吸収分割合併であり、つまり分割された会社の一部営業を現存する他の会社に移し、その一部になり、分割された会社は存続する。吸収分割合併でも新設分割合併で

も普通の合併とは違い、会社分割の一形態として、分割と合併が同時に行われ、分割後に新設した会社は分割の結果であり、合併の結果でもある。逆に、先に分割をし、次に合併をしたら、会社分割の対象外になり、前者と後者がそれぞれ分割と合併の手続に基づくようになる。

4. 関連する諸制度との区別

(1) 会社分割と支社の設立。

中国の立法は会社分割について明確な規定を置いていないので、学説上、両者の違いについて異なる見解が示されている。一方、「完全子会社の設立と会社分割は違う概念であり、前者は母会社が子会社の株式を取得することで、後者は元の会社の株主が新設会社の株式を取得することである」と主張する学者がいる。もう一方、「新設会社の株式を取得した者が元の会社か会社の株主かという基準で決めるべきではなく、国有独資会社では、それを区別する必要がない。子会社の設立を会社分割の一類型と位置づけるべきである。その原因として、子会社の設立は会社の営業機能を分割する手段であり、元の会社を二つまたは二つ以上の独立した会社に分離する手段でもある。子会社が独立した法人格を持ち、そして他の会社分割と同じように、完全子会社を含む子会社の設立行為も親会社内部の変更をもたらした。」と主張する学者がいる。さらに、「会社分割は会社営業組織の分割行為であり、親会社の出資行為であるが、子会社の設立を会社分割とみなすべきではない。理由として、会社分割に会社法の当該規律が適用され、つまり会社分割において債権者の同意をえなければならず、かつ分割された会社が契約で債務を負担するとなる。債権者保護の立場からみれば、親会社が子会社の株式を保有しているので、債権者はその株式を執行手続にかけ、利益保護の効果を得る。そのため、親会社にとって過酷になるから、子会社設立の段階で手続き上の制限をする必要がない。そのような制度設計は逆に子会社設立の効率に不利の影響を及ぼす。」と主張する学者もいる。最後の観点について、筆者は賛成を示したい。すなわち、子会社の設立と会社分割は似ている部分があるものの、到底同じカテゴリーのものではない。

(2) 会社分割と会社解散後の設立。

各国の立法からみれば、会社分割はその解散が清算手続を経る必要がないので、会社の組織形態の変更に属されている。それに対し、清算手続を経た上で新会社を設立する場合は会社分割ではなく、会社の解散後に新しい会社を設立する行為である。

(3) 会社分割と会社への投資。

これについて、学説には異論がある。一方、「会社分割と会社への投資は本質的に異なっている。会社分割とは、会社組織の変更で、営業を全体的に移転する特徴を有し、会社の営業機能を分割して独自に運営させる手段であることに對し、会社への投資とは財産所有権の移転及び投資者の株式取得に関する行為である。」と主張する学者がいる。一方、「会社分割は会社の組織を変更する法定方法であり、その存在目的が会社の柔軟な経営活動に応えるので、会社が会社分割の方法により、投資の目的を実現できる。そのため、会社分割により会社から出た営業の部分も広義的な投資でもある。」と主張する学者もいる。これについて、筆者は以下のように考える。会社分割と会社への投資は異なり、前者は財産所有権の移転行為であり、後者は営業の移転行為である。後者の営業移転は単なる財産権の移転だけでなく、人材、技術などの移転も伴うことが通常であり、財産・人材・技術の一括的な移転である。特に会社が会社分割により解散されたとき、会社分割と会社への投資は断然的に違う概念になる。そして、会社への投資を会社分割のカテゴリーに収めようとしたら、会社への投資にも会社分割の規律が適用されるようになり、会社への投資が抑制される結果となり、会社の市場動向に連動する迅速な意思決定が損なわれることにもなる。会社分割について、厳格な内部手続が要求され、債権・債務に関する妥当な手配をしなければならない。逆に、会社への投資について、その意思決定手続が簡略化され、少なくとも債務問題を配慮しなくてもいい。多数国家の立法は会社分割を営業の移転に限定する方法を採っている。

(二) 会社分割の手続

会社分割は会社自身の問題だけでなく、株主及び債権者の利益にも関連する問題である。そのため、法は会社分割の手続を明確化しており、これら法定の手続に基づいて行われた分割のみがその法的効力を生ずる。

中国会社法は会社分割の手続を定めた。営利社団法人として、会社は財産と緊密に関わっている。それで、会社を二つまたは二つ以上の会社に分割する場合、財産について、協議で定めた契約に基づき、分割をしなければならない。ここでいう財産の分割は、固定資産、流動資金の分割のほか、対外債権、債務の分割も含む。

1. 取締役会が会社分割草案を定める

会社合併の場合に類似する。ただし、会社分割草案では、分割の原因、目的、分割後の各社の地位、分割後の定款、その他の問題について定めるほか、特に財産及び債務の分割に注目をしなければならない。

2. 会社分割契約を締結する

契約には法律・法規が定める事項及び当事者合意の事項を記載し、一般的に以下の内容を含む。

- ① 会社の名称と住所。分割前の会社名称・住所と分割後の新会社の名称・住所を含む。会社の名称は、登記上の名称と一致すべきである。
- ② 存続会社または新設会社が会社分割により発行した株式の総数、種類と数量、あるいは登記総額と各投資者が投資総額で示した比率等。
- ③ 会社分割当時の資本及び現時点所有資本の処分方法。
- ④ 存続会社の定款変更にかかる事項、新設会社の定款作成とその主な内容。
- ⑤ 当事者が記載されるべきと判断した事項。

3. 株主会または株主総会が会社分割決議に関する決議

会社分割は会社法で定められる重要事項であり、持株比率など、株主の利益に影響することが多く、株主会または株主総会により特別決議をもって決議をしなければならない。会社法第 44 条、第 60 条、第 103 条によれば、「有限会社の株主会において、出席株主義決権の 3 分の 2 以上の多数をもって可決し、または株式会社の株主総会において、出席株主義決権の 3 分の 2 以上の多数をもって可決し、または国有独資会社の場合、国有資産監督管理機構の決定により可決する。そして、特に重要な国有独資会社の会社分割について、国有資産監督管理機構の審査を得たうえ、同級の人民政府の許可を申立てなければならない。分割方案の順調な実行を保障するため、取締役会に具体的な分割方案を設定することを授権しする。当該授権には、所管官庁への分割申請、その他書類の編集等を含む。

4. 取締役会が貸借対照表と財産リストを編集する

会社法第 176 条 1 項により、会社分割の場合、財産の分割をすべきである。関連各方が元の会社の債権、債務及び現存資産の状況に対する把握を図るため、取締役会は法律に基づき貸借対照表と財産リストを編成し、財産分割の進行を促進しなければならない。

5. 債務負担契約の締結

債権者への通知手続は、会社合併の場合と同様である。会社分割後の弁済能力が分割前と比べ、変化する可能性があるため、債権者の利益を保護するため、会社法は、「会社分割後の会社は会社分割前の債務について連帯責任を負う。ただし、債権者と会社分割前に弁済について書面の決議を定めた場合はその限りではない。」と規定した。旧法と比べ、新会社法は債権者の保護を図ったうえ、手続の利便性と債務処理の明快性も保障された。その同時に、「債権者と会社分割前に弁済について書面の決議を定めた場合はその限りではない。」の規定は、両方に合意の機会を与えた。

6. 債権者に通知・公告する

会社法によれば、会社は会社分割の決議が出された日からの 10 日以内に債権者に通知し、さらにその日からの 30 日以内に新聞で公告をだし、すべての債権者に会社分割の情報を収集する時間とルートを確保する。

7. 商業登記手続

会社分割には法人の消滅、変更、設立などが生じるため、会社登記を所管する機関で登記手続を済ませる必要がある。分割登記には解散登記、変更登記、新設登記がある。登記をしなければ、会社分割は法的な効力を有しない。

(三) 会社分割の法律効果

会社分割は以下の法律効果をもたらす。

- ① 債権、債務の承継。分割後の会社は会社分割前の債務について連帯責任を負う。ただし、債権者と会社分割前に弁済について書面の決議を定めた場合はその限りではない。
- ② 分割された会社の株主は会社分割決議に基づき、一つまたはいくつの存続会社または新設会社の株主になる。
- ③ 会社分割の具体的な構造に照らし、元の会社が引き続き存在し、または消滅する。元の会社が解散する場合、抹消登記をしなければならない。元の会社から一つまたはいくつの会社を派生した場合、規模の縮小、または資本金、事業範囲、営業方式、持株構造などの変動について、変更登記をしなければならない。会社分割後の新設会社間、新設会社と存続会社の間は、互いに独立した法人である。新設会社は設立登記をしなければならない。

(四) 会社分割の目的と規制

中国では会社分割の主な目的は資金の調達である。例えば、企業利益が上場基準に達していない国有企業は、優質な資産を元の会社から分割させ、元の会社が支配権を持つ新会社を作り、新会社を上場させる。他に、債務弁済及び税金の回避も理由とあげられる。そのため、法律法規を設定し、会社分割の濫用を抑制するように努力すべきである。確かに上場の訴求がある企業に対し、その全体的上場の方法を促し、持株会社が上場企業を操ることから起こったガバナンスの不合理な状況を避けるべきである。

補記： 中国の M&A 法制の具体的な内容について、楊東著「中国の M&A 法制—制度運用の実証分析」(中央経済社、2007 年 7 月)をご参照ください。

韓国の回生会社 M&A の経験

Byung Joo LEE、李炳周 (Attorney at Law, Shin & Kim)¹

1. はしがき－韓国倒産法の発展の歴史的な契機

ア. Bankruptcy Lawyer の逆説

2008 年リーマンブラザーズの破産をきっかけに引き起こされたアメリカ発の世界経済危機に応じて、世界各国の Law Firm の大多数は Firm 内の倒産業務に関するチームを拡大・改編し、増えてくる破産および回生業務による収入の増加を期待していました。しかし、実際、金融会社や自動車会社などを対象に大規模の破産・回生手続きが行われたアメリカを除いて、ユーロッパとアジアの大半の国家では政府の財政を投入した Bail-out などの事前予防的な措置が行われ、経済危機はある程度で治まることになりました。その結果、アメリカ以外の世界の主要国家の中で大規模の破産・回生事件が発生した場合は少なく、各国の Bankruptcy Lawyer たち、つまり、倒産専門の弁護士たちが大きな実績を上げることは殆どありませんでした。

このような点から、‘企業の不幸は Bankruptcy Lawyer の幸せであり、企業の幸せは Bankruptcy Lawyer の不幸(?)である’という逆説が成立します。しかし、‘人が病になるから医者稼げる’とあって、人の病を治す医者の尊い仕事を軽視するわけにはいかないように、財政的な危機に陥った企業が倒れず、回生と復活の道に進めるよう、倒産法という法律的なマジックを使う Bankruptcy Lawyer の肯定的な役割と使命は軽視できないものとおもいます。

イ. 韓国の倒産法の発展の逆説－IMF 経済危機

韓国の倒産実務は、1990 年代の半ばまでは、全体の法律実務の中でも極めて小さな部分に過ぎませんでした。裁判官や弁護士の中でも、倒産法である会社整理法と破産法について詳しくて実務での対応が可能な専門家は極少数でした。また、会社整理に入った会社の回生手続も、その殆どが 10 年にわたる長期の存続型整理計画案によって消極的・漸進的に進むものでした。しかし、1997 年以降約 10 年の間、韓国の倒産実務は見事な発展を遂げました。今では、裁判官や弁護士の中にも企業の回生・破産の専門家が多くいますし、専門家ではなくても、大半の法律家が倒産法と倒産手続に関して相当程度の知識を持っていて、実際に

¹ 環太平洋弁護士協会 (Inter-Pacific Bar Association) 倒産法委員会委員長、大韓弁護士協会企画取締役

実務を行った経験があります。1997年から2010年までの間に、韓国の裁判所は「回生会社のM&A」という新しい回生事件実務を定着させ、数多くの回生会社のM&Aを主導的に行い、成功させました。韓国の裁判所と弁護士のように、短期間で豊富かつダイナミックに回生実務を発展をさせた例は、おそらく全世界の中でも稀であると思います。

以上のように、韓国の倒産法の発展は、1997年、韓国が国家破産直前の状況まで追い込まれながら味わった深刻な経済危機と、それによって大手企業や金融機関を含む韓国企業の大半が不渡り直前まで追い込まれた歴史的な経験と密接にかかわっています。結局、韓国倒産法の画期的発展は、韓国経済の深刻な危機と破綻が切っ掛けであったという点から、前述した「Bankruptcy Lawyer の逆説」と一脈相通するものがあります。

それでも、1990年代の末に回生手続に入った会社の多くは、裁判所の回生会社M&A手続きを通して優れた財務構造の会社に生まれ変わり、韓国の経済は、IMF経済危機という過酷な訓練を経て、それ以前よりもずっと強い体質になって発展しています。そして、現在の丈夫な韓国経済の裏では、資金の流動性危機という病にかかった企業を確実に治せる韓国倒産実務のわざと能力が働いています。

韓国、中国、日本の中で、日本は豊かな企業再生とM&Aの経験があり、中国は倒産法の制定以来、眩しい発展しています。しかし、韓国は一度国家破綻の危機に陥った国として、その非常な時期に企業を回生させるため、非常な手段を生み出すしかなかった状況の下、「回生会社のM&A」という独自の法律理論を発展させました。それゆえに、その内容を三国の専門家の方々に話すのは意味のあることだと考えます。

以下では、韓国で回生会社M&Aが必要だった理由と、それが可能であった歴史的・経済的背景を概観して、具体的なM&Aの手法の説明をした後に、実務で現れるいくつかの争点と課題を議論していきたいと思います。

2. 韓国の回生会社 M&A 実務の背景と発展(1997ー)

ア. 韓国の IMF 経済危機(1997 年ー2000 年)⇒大規模の会社整理手続²申立て

通貨危機は 1997 年の初頭、東南アジアのタイや台湾などで広がっていましたが、1997 年 9 月ないし 10 月頃からは韓国も深刻な通貨危機に陥ってました。あげくには、1997 年 10 月韓国銀行のドル保有高は 10 億ドル未満に減って行き、国家破綻の直前の状況にまで追い込まれることになりました。そこで、韓国政府はやむを得ずプライドを捨て、1997 年 12 月国際通貨基金(IMF)に緊急の救済金融を申請し、IMF が要求する Stand-By Arrangement に従い国家経済レベルの構造改革を行うことになりました。

当時 IMF は韓国に米貨 195 億ドルの緊急貸付や債務期限の延長などの支援措置を取る代わりに、IMF が勧告する金融改革および開放措置の履行し、また、高い為替・高金利の政策を取ることを要求してきました。そのために、韓国の為替は米貨 1 ドルにつき 800 ウォンだったレートが米貨 1 ドルにつき 2,400 ウォンまで急上昇することになり、銀行の金利もまた、年 10%から年 20%まで急上昇することになりました。

このような高金利・高い為替の圧迫によって、韓国の企業は、不振企業だけでなく、ある程度健全だった企業すら不渡りを出す危険にさらされることになりました。その結果、1997 年から 2000 年まで、韓国の主要大手企業が会社整理手続に入りました。また、主要な市中銀行は政府の公的資金が支援される Bail-Out 措置で生き延びましたが、殆どの貯蓄銀行や総合金融会社などは破産手続の対象になりました。

この時期にどれ程の多くの主要大手企業が会社整理手続に入るようになったのかを端的にあらわした表があります(下の表を参照)。1997 年を基準に、韓国で 30 位内に入っていた企業グループの中、半分以上である 16 のグループが会社整理手続などによって解体されました。興味深いのは、当時の最上位であった 10 大財閥グループの中で解体されたのは 3 社しかなかったのが、11 位ー12 位の企業の中では 6 社、21 位ー30 位の企業の中では、半数以上である 7 社が経営圧迫により会社整理手続で解体されることになったという点です。

² 2006 年度に統合倒産法である「債務者回生および破産に関する法律」が制定される以前は、韓国の倒産法は会社整理法、和議法、破産法の三つの法律に分けられていました。それで、2006 年以前の企業 Restructuring に関しては会社整理法に従って「整理手続」、「整理会社」、「整理計画」という用語が使用されましたが、2006 年以降は債務者回生および破産に関する法律に従って「回生手続」、「回生会社」、「回生計画」という用語に変わりました。以下では、2006 年の統合倒産法の適用時期の前後によって「会社整理手続」又は「回生手続」という表現を適宜分けて使用します。

順位	財閥グループ	存続/解体	会社整理手続	銀行 Work-out 手続
1	Hyundai	存続		Hynix, Hyundai 建設
2	Samsung	存続	Samsung 自動車 (M&A→ルノ)	
3	LG	存続		LG Card
4	Daewoo	解体	Daewoo 自動車 (M&A→GM)	** Daewoo 建設 (M&A→Kimho グループ, 60 億ドル)
5	SK	存続		** SK Global (SK Networks)
6	SSANGYONG	解体		SSANGYONG 自動車 (M&A→シャンハイ自動車)
7	ハンジン	存続		
8	KIA	解体	KIA 自動車 (M&A→Hyundai 自動車)	
9	Hanhwa	存続		
10	LOTTE	存続		
11	キンホ	存続		
12	ハンラ	解体	マンド機械(M&A)	
13	ドンア	解体	** 大韓通運 (M&A, 40 億ドル)	
14	Doosan	存続		
15	デリム	存続		
16	Hansol	解体		
17	Hyosung	存続		
18	Dongguk	解体	Dongguk 製鋼	
19	ジンロ	解体	** ジンロ(M&A, 30 億ドル)	
20	コロソ	解体	コロソ TNS	
21	Gohab	解体	Gohab	
22	ドンブ	存続		
23	東洋	存続		
24	ヘテ	解体	ヘテ電子	
25	ニューコア	解体	ニューコア	
26	アナム	解体	アナム電子	
27	ハンイル	解体	ハンイル建設	
28	Gupyung	解体	Gupyung 重工業	
29	ミウァン	存続		
30	シンホ	解体	シンホ	

当時、韓国企業ของบริษัท整理手続の大半を担当していたソウル中央地方裁判所破産部は韓国の 5 大財閥の一つであると言われていましたが、それは 2001 年の当時、ソウル中央地方裁判所破産部が管理していた整理会社の資産を合わせると、Samsung-Hyundai-LG-SK に続いて 5 番目の規模になっていたからです。

1997 年から数年間、韓国の裁判所で審理された訴訟事件の中で、正真正銘の Bankruptcy 事件を除いても、一般民事事件の 1/4 以上が整理会社や破産会社の当事者ないし利害関係人と絡んだ事件であり、倒産法が全体の法律実務の中心となっていたので、ほぼすべての裁判官や弁護士や銀行家において会社整理と破産に関する実体法・手続法の勉強は必須のものになっていました。

この時期(1997-2000)に会社整理手続を申立てた企業の大半は債務減免、返済

期の伸長、および債権の出資転換を内容とした 10 年存続型整理計画が立てられて、整理会社 M&A が行われることは珍しかったです。なぜなら、当時の法曹界と経済界では‘整理会社 M&A’というのが知り渡ってなかったし、ほとんどの韓国の金融機関や企業は、自分の生存だけで精一杯で、整理会社を引受ける余力がなかったからです。

この時期に考案され、ほぼすべての整理計画に適用されていた債権の DES (debt-equity swap) は特記しておく必要があります。この時点での DES は、整理会社の経済的条件が極めて劣悪であったため、大幅な債務減免が行われ、名目上免除された債権を株式化しましたが、実際の利益はほぼ期待できない状態でした。しかし、このような DES により、整理会社の財務構造は画期的に改善され、以降の整理会社 M&A が円満に行われれることになりました。また、経済の好転により、一部に場合、DES の当時はゴミ屑のように思われた整理会社の株価が本来の債権額の何倍も上昇して、債権者が大きな利益を得ることもありました。以来、韓国の回生手続や銀行主導の企業構造調整手続 (Work-Out) では DES が債権調整の基本手段の一つとして活用されています。

1998 年には、会社整理手続および和解手続を申請したハンラグループが、企業側の initiative で、アメリカのロスチャイルドグループのブリッジローンを活用し、2 段階外資誘致 M&A で企業回生を成功した事例がありました。これは回生会社 M&A の実務の発展過程において先駆的な事例でした。

イ. 韓国経済の回復と景気の上昇 (2001-2008 年) ⇒ 回生会社 M&A の本格的な発展

底なし沼のような状況だった韓国の経済は、2000 年以降からは意外と早いスピードで回復と好況期に入ることになります。2001 年、韓国は IMF から借りた米貨 195 億ドルを返済し、IMF の統制を卒業することになり、Samsung 電子と LG 電子に代表される電子産業や自動車産業 (Hyundai 自動車) および IT 産業 (携帯およびインターネット) などの主要産業が更なる発展を遂げていきました。すべての経済の指標も劇的に改善され、1997 年の経済危機の時 9 億ドルまで落ちてた外貨保有高は 2006 年 2,240 億ドルまで増加し、1 ドルにつき最高 2,400 ウォンまで上がっていた為替も 2006 年には 1 ドルにつき 1,000 ウォン程度で安定され、金利も低金利体制に代わりました。

このような経済的好調を背景に、急激な高金利・高い為替によって会社整理手続に入ったが、基本的には堅実な売上と営業能力の優良整理会社を中心に積極的な M&A が行われることになりました。数年間多すぎる破産業務で苦労していた韓国の破産裁判所は、これに応じて、積極的に「整理会社の M&A」を利用して整理手続

の早期卒業を進めていきました。

2000年から2008年までの間、代表的な整理会社 M&A ケースは JINRO(引受代金約 20 億ドル)、インチョン精油(引受代金約 30 億ドル)、国際商事(引受代金約 8 億ドル)、大韓通運(引受代金約 40 億ドル)などがあり、これらの M&A の場合、引受代金で当時残っていた整理債権のすべてが弁済できたし、その上、企業の資本金まで拡充できて、すべての利害当事者が満足するような成果を上げました。

ウ. 韓国の回生会社 M&A 実務の基本構造—主に新株発行方式を使用

2000 年代以降、韓国の裁判所が定着させた「回生会社 M&A」の最も大きな特徴は、(1)裁判所の監督の下での公開競争入札と(2)新株発行を主な方法として活用することにあります。

先ず、裁判所の監督の下での公開競争入札は M&A 手続の適法性と公正さを担保し、M&A の過程において健全な引受人の発見、整理会社の債務構造の改善、堅実さの向上に寄与しました。そして、M&A の過程で生じる債権者、株主および整理会社の間のような利害対立を処理するため、公正と平等の原則の下で適法な法的手続を作りました。

次に、韓国の裁判所は回生会社の M&A において、「事業譲渡」「資産譲渡」の方法よりは「新株引受」の方法が多く使われたところ、これは、回生会社が M&A 過程で相当な規模の資本投資を受け、それを財源として既存の整理債務を弁済し、資本と負債の比率が 1:1 水準の健全な財務構造を確保した状態で企業を新しくスタートさせることが主な目的でした。

韓国の裁判所破産部の回生会社 M&A 準則によると、回生会社の引受希望者は基本的に引受け代金の 2 分の 1 以上を「回生会社が発行する新株を引受ける方法」で投資しなければならず、残りの 2 分の 1 以下の金額は回生会社の社債で引受なければなりません。

そして、引受人の新株引受代金と社債引受代金の形式で投資された金額は、既存の回生債務の弁済に使用され、残額が残る場合は会社に留保し運転資金として使われます。

引受代金で既存の回生債務を 100% 弁済できる場合には「回生計画の変更手続」、つまり、関係人集会の決議なしに、裁判所の許可だけで回生会社の M&A が終結されるケースも多く、引受代金だけでは既存の回生債務を 100% 弁済できない場合には「回生債権の減免のための回生計画の変更手続」を経なければなりません。引受代金が納入され、既存の回生債務の殆どが弁済されると、裁判所

は回生手続の終結決定を下します。

2000年から2008年までの頃は、韓国の資金マーケットが活発になり、この頃に行われた回生会社 M&A において、優良企業の場合は既存の債務をすべて弁済できる程度の引受代金が納入されました。大韓通運の M&A の場合には、回生債権の全額の弁済ができただけでなく、更に、出資転換して得ていた株の価額が出資転換以前の回生債権の額面金の3倍くらいに上がって、追加的な利益も得ることができました。

では、新株引受の方法による回生会社の M&A について具体的な例を挙げて説明します。

ある回生会社に、米貨4億ドル相当の回生債務と米貨1億ドル程度の公益債務があるとします。過去の不振により資本は「0」であり、資産は5億ドルです。

回生会社 M&A の手続が行われ、引受人が決定されました。その引受人は米貨5億ドルの引受代金を支払うことで、その中の2分の1以上である3億ドルは新株引受代金として納入し、残りの2億ドルは社債の引受代金として支払ったとしましょう。5億ドルの引受代金の中で4億ドルを利用して、既存の回生債務を100%弁済し、残りの1億ドルは会社の運転資金として留保します。その結果、M&A 引受以降の会社の資本は3億ドル、負債は3億ドル(公益債務1億ドル、社債債務2億ドル)になり、資本対負債の比率は1:1に、会社の資産は6億ドルに増加することになります。

世界的な焼酎製造会社であるジンロ、インチョン精油株式会社、韓国一の物流会社である大韓通運などは、このような回生会社 M&A の手続を経て、早期回生に成功しました。

そして、2008年、米貨40億ドル規模の引受代金で7億ドルの既存の回生債務を全額弁済することができた大韓通運の回生会社 M&A を最後に、1997年の IMF 危機以降、会社整理手続に入った韓国の企業を対象として10年間行われた回生手続は一段落します。

この期間中、韓国の裁判所が行った回生会社 M&A の大きな特徴は、「回生会社の利益」を一番に考えていたことです。この時期の回生会社において、既存の大株主の殆どは経営不振の責任を問われ株式の大半を消却されることになり、会社の所有株が無力になってしまった状況でした。まだ DIP 制度が導入されていない状態で、裁判所から選任された第三者管理人(Trustee)は主に裁判所の指示によっ

て業務を処理していました。裁判所主導の回生手続の中で、債権金融機関は十分な発言と影響力の行使することができなかつたです。それ故に、「債権者」、「株主」、「企業」の中では、「抽象的な enterprise としての企業」そのものの利益が、「債権者」や「株主」の利益より優先される傾向にありました。

このように、回生会社 M&A において公的な性格が強かつたので、難しい時期に多くの企業の運命を抱えていた裁判所としても、回生会社 M&A の効率を大きく引き上げることができました。しかし、倒産手続における私的・自治的性格が弱体化された分、後になっては、相対的にみて、債権金融機関主導の企業構造調整手続(Work-out)の方が好まれることになり、倒産法による回生手続の利用が減る副作用が現れました。

実際に、1997 年から 2000 年までは不振企業の殆どが会社整理手続を利用しましたが、2002 年になってからは、経営不振になった SK Global, LG カードなどの大手企業が、企業構造調整促進法による債権金融機関主導の企業構造調整手続を利用し、既存の所有権を維持しながら再生に成功したことで、大手企業の回生手続の利用が大幅に減少されました。

エ. 2006 年の統合倒産法の制定と、2008 年の世界経済危機以降の状況

韓国は IMF が要求した経済改革措置の一環として倒産法の改正を行い、2006 年に「債務者回生および破産に関する法律」という名で、回生手続と破産手続を網羅する新しい統合倒産法を制定しました。韓国の統合倒産法は、若干の違いはあるものの、基本的にはアメリカの U.S.C. Title 11 Bankruptcy Code を基本モデルとしたもので、統合倒産法の下での回生手続はアメリカの Chapter 11 reorganization proceeding に似ていて、破産手続はアメリカの Chapter 7 liquidation bankruptcy proceeding と似ています。

統合倒産法の制定以来、韓国の破産裁判所は、原則的にはアメリカの DIP (Debtor in Possession) 制度に類似の、債務者の代表取締役を管理人といて選任する方針をたてました。回生会社の既存株主の株式消却に関してもより慎重な態度をとることで、企業が回生手続を利用しやすくなりました。

2008 年には、アメリカのリーマン・ブラザーズの破産により触発された世界経済危機で、韓国の経済も、全体ではないが、建設・海運などの一部の産業において不振企業の経営危機が発生し始めました。

韓国の政府は 2008 年の後半、主要債権金融機関に、45 個の大規模の企業群と

建設・海運・朝鮮などの危険な産業群の企業に対する不振企業評価を実施させて、A、B、C、D に等級を分け、その中で B、C の等級の企業に関しては債権者の金融機関が主導して弁済期を延長するなどの企業構造調整手続(Work-out)を行うことにしました。反面、D 等級の企業に関してはこれ以上の支援をしないで退出させました。

その結果、現在まで大規模の企業が倒産する事態が起きることなく、不振企業の大半は企業構造調整手続を通じて債権者の金融機関が管理しています。債権者の金融機関が Work-Out 手続を諦めた marginal 企業や、海外債権者が多いので国内の債権者だけを拘束する Work-Out 手続が適切ではない一部企業だけが回生手続を活用しています。

このような環境なので、最近の韓国の企業回生手続は、1 次的に債権金融機関の Work-Out 手続を利用して、その手続で回生することが不可能な場合に 2 次的・最終的に回生手続を利用する傾向になり、韓国裁判所の回生手続が大きく縮小しています。また、優良な企業が回生手続を利用しないことで、「回生会社 M&A」の実務もあまり活躍できない状況にあります。

最近行われた回生会社 M&A の中で一番大きかったのケースは SSANGYONG 自動車の回生会社 M&A で、このケースの場合、(1)既存の大株主が中国のシャンハイ自動車グループだったが、回生手続後は事実上経営に関与しなかった点と(2)債権者の中の大多数が海外の社債権者であったので国内金融機関主導の Work-Out 手続には向いていなかった事案です。SSANGYONG 自動車の回生会社 M&A は、約二年後、インドシアのマヒンドラグループに引受られることで終結されましたが、これも同じく新株発行の方式によって行われました。

3. 韓国の回生会社 M&A 実務に関わるいくつかの論点

ア. 回生手続と競争する Work-Out 手続の存在

最近の韓国の企業と債権者の金融機関は、裁判所で行われる回生手続より、裁判所外で企業構造調整促進法に従って金融機関の主導で行われる企業構造調整手続(Work-Out)の方を好んでいて、韓国の回生事件の実務は一種の危機に晒されていると思います。

企業が Work-out の方を好む理由は、対象企業が回生手続に入ると、当該不良債権の貸倒引当金の計上が必要になるが、Work-out 手続に入ると早い段階では貸倒引当金を計上する必要がないので、銀行の財務構造に有利な点と、裁判所の

回生手続では債権者金融機関の発言権がないが、Work-out 手続では債権者金融機関が回生手続においての裁判所のような全面的な主導権と意思決定権を持つことができる点などがあります。

しかし、Work-out 手続だけを過度に好むことで生じる問題点も少なくありません。企業構造調整手続では、事実上回生手続の回生計画とほぼ類似の債務再調整(debt rescheduling)が行われるが、これに対する適法性のコントロールが殆どできない状態で、主要な金融機関が恣意的な構造調整が行い、倒産法が求めている公正・衡平の原則が大きく侵害されている点が問題です。実際にも、いくつかの Work-out 手続において、債権額が少ない債権金融機関の利益が債権者金融機関の Drive によって無視されてしまい、企業構造調整促進法の手続だけでは回生手続のような権利救済ができないケースも現れています。

私としては、いくつかの問題点がありますが、それでも伝統的な倒産法の手続による企業回生の方が、企業構造調整手続より優れていて、法治主義原則にも符合すると思いました。したがって、企業構造調整手続が裁判所の回生手続より優れている点を回生手続に取り入れて、韓国の回生手続が、不振企業が当然に身を任せられるアメリカの Chapter11 のような制度になれるよう、画期的な改革が必要だと思えます。

そのためには、回生手続においての債権者や株主の自律性の保障、裁判所の後見的・主導的権限を弱化できる実質的な立法による改善、回生手続に入った企業の債権と Work-out 手続に入った企業の債権が財務会計上同じく待遇されるような立法的・実務的な改善などが切実に必要だと判断されます。

回生会社 M&A は、不振企業の既存株主に経営権喪失の危険を感じさせるという点から、「回生手続の活性化」の要請と齟齬する面があります。「回生手続に入れば、いつかは裁判所が M&A を通して経営権を変える」と認識されている状況で、どちらの手によっても回生の可能性が少ない会社の大株主がともかく、一時的な危機はあっても業績上、回生可能性が高いと思われる企業の大株主が、Work-out 手続ではなく回生手続を選ぶとは考え難いことです。それを考えれば、今の時期に韓国の破産裁判所が回生会社の M&A 実務を積極的に宣伝するのが適切なことなのか疑問が生じます。

イ. 回生会社 M&A の主体と利益考量的問題

過去、回生会社 M&A が積極的に行われた時期に、私が遂行した回生会社 M&A において、大株主と管財人の中で激しい論争が起きたことがあります。その回生会社は一次整理計画において、債権減免と DES が行われ、債務超過は免れました。

それで、株主と関係人集会の議決権が回復されたので、経営権の取得目的で50%以上の株を取得した大株主と破産裁判所および管財人との間で、回生会社M&Aの必要有無をめぐって激しい法的議論と争訟が起きました。

初めの頃、大株主は新たな資金投資もなしに経営権を取得し、回生会社の資産を売却して回生債務を弁済するという利己的な態度をとっており、裁判所と管財人は、これを許容すると企業の価値が著しく低下させると判断し、公開競争入札を通じて回生会社M&Aを行いました。当時、当該会社の残存回生債権は米貨3億5千万ドル程度で、最終的に決定された引受人の投資金額が新株引受金4億ドル、社債4億ドル、合計8億ドルあったので、既存の債務は全部弁済できる状況でした。そこで、大株主も回生債権を100%弁済できる資金の調達および回生会社に対する新株引受による投資を約束して、回生会社M&Aを行わないよう要請して来ましたが、結局M&Aによる第三者引受が決まりました。この事案は、債権者の立場から見れば、誰が会社を所有しても債権はすべて保証できる状況でしたが、「抽象的な企業そのもの」としては、財務構造の改善および運転資金の確保という側面から考えて、第三者引受の方が有利な状況でした。

当時のM&Aは、IMF危機により多くの企業が裁判所の「公的保護網」の中に入っていたので、裁判所の後見的な役割を極めるという面から正当化されていました。しかし、現在のような通常時にすべての企業に回生会社M&Aが必要であるとは思いません。

結局、個々の回生事件において、(i)回生会社M&Aを通じた経営権の変更が必要であるか、(ii)既存の株主の経営権維持ないし回復に対する期待が尊重されるべき事案か、(iii)完全債務超過の状態の会社であって、債権者を株主に代わる存在としてみるのが正当な場合ではないかなどを判断するため、どこを基準点にするかが重要な問題になります。

4. 結 論

1997年のIMF経済危機以降、韓国の倒産法は著しく発展しました。その中でも、回生会社M&Aの実務は、韓国の破産裁判所および破産弁護士らが誇らしく思う程の成果をあげました。また、韓国の倒産法の発展とその経験は、2008年のアメリカ発の世界経済危機においても、韓国が困難に陥ることなく、安定した対応ができた大きな要因であります。

しかし、韓国における大規模な倒産の経験により、法曹界だけでなく、政府や金融

界にも多くの倒産専門家が現れることになり、最近の韓国の倒産実務は「裁判所主導の倒産法体系」と「政府および金融機関主導の Work-Out 体系」がお互い競争する形状になっています。しかし、事実上、法律界はその主導権を失ったと評価されています。倒産手続においては、効率性と法治主義という二つの要素が求められていますが、法治主義が効率性に席を譲っているような状況を克服するためには、韓国の裁判所と倒産法界が回生手続の効率性をもっと強化する必要があるし、回生会社 M&A の実務もこのような時代の変化に合わせて新しい方向に進む必要があると思います。

日本での再生型 M&A の特徴 —プレパッケージ型手続も含めて—

中央大学法科大学院特任教授

東京青山青木狛法律事務所 Baker&Mckenzie 弁護士

阿部 信一郎

第1 M&A の日本での現状(2011 年上半期)

1. 通常型 M&A の日本での現状

トムソン・ロイター(日本 M&A レビュー2011 年上半期 日本関連 M&A 公表案件 下図参照)によると、2011 年上半期の日本関連 M&A の公表案件は、案件ベースでは 1277 件と前年同期から 9.2%減少しているものの、金額ベースでは前年同期より 45.3%増加の 6.3 兆円となった。震災以降の状況(3 月 12 日から 6 月 30 日)について昨年と比較すると、案件数は 740 件と 16%減少しているものの、取引金額自体は昨年の 2.2 倍の 3.8 兆円だった。

2. 再生型 M&A の日本での現状

(1) 企業の倒産状況

株式会社帝国データバンクの公表資料(「全国企業倒産集計 2011 年上半期報」)によれば、2011 年上半期における、負債総額 1000 万円以上の法的倒産件数(法的整理件数)は 5846 件であり、2 年連続の前年同期比減少であった。また同期の負債総額は 1 兆 6284 億 5800 万円であり、半期ベースで初の 2 兆円割れを記録した。これは、過去 10 年で最小の負債総額である。上場企業の倒産件数も 2 件にとどまり、前年同期の 4 件を下回った。最大の負債総額は、株式会社林原(会社更生)の 1322 億 7100 万円であった。

(2) 再生型 M&A の状況

日本における最近の再生型 M&A の対象企業の業種は、不況業種である不動産、ゼネコン関係や、過払金の負担に悩む消費者金融(武富士、クレディア、ロボロ、アイフル)が特徴的である。また、件数的には少ないものの、有名案件において、海外企業(投資家)が日本の倒産企業に興味を示す場面が増えてきた。例えば、消費者金融会社である株式会社武富士(会社更生手続中)を、韓国の消費者金融 A&P フィナンシャルがスポンサーに決定した。また、トレハロースで有名な、株式会社林原(会社更生手続中)も、最終的には日本企業が買収することに決定し

たが、一時は韓国企業が買収の有力候補者として名乗りを上げていた。

第2 通常の M&A 手続と再生型 M&A の相違点

1. M&A 手続一般

M&A 手続は一般に、①買主選定の手続と、②利害関係者の保護手続とに分けられる。このうち①買主選定の手続は、会社法等の法令に特に規定があるわけではない。他方、②利害関係者の保護手続は、具体的な M&A 手法ごとに、会社法等の法令に規定がある。

2. ①買主選定の手続

(1) 通常型 M&A における買主選定の手続

買主選定手続には、通常、オークション(入札)方式と相対での個別交渉方式の2種類がある。そのうち、オークション(入札)方式の内容を大まかに示すと、①プロジェクトチームを組成し、買手候補者の選定を行う。②同時に、インフォメーションパッケージ(IP)を作成・配布し、秘密保持契約(CA)を締結する。③一時入札を行い、候補先を数社(2-5社程度)に選定する。この段階では、IPも限定された情報に基づき価格を含めた条件の提示を受ける。④デューデリジェンス(DD)を実施する。⑤二時入札を行い、譲渡先を決定する。⑥契約を締結する。⑦クロージング、の順番となる。

(2) 再生型 M&A

日本における再生型 M&A の場合、買主選定の手続は、一般にオークション(入札)方式の方が好まれる。その理由は、オークション方式の方が相対での個別交渉方式に比べ透明性があること、競争原理が働き最高の売却価格を得やすいこと、提案された再建スキームの内容の比較等が可能であることなどから、債権者や裁判所の了解を得やすいからである。

もともと、オークション方式の実施には、複数の買手候補者の存在が必要である。2008年のリーマンショック以前には、シナジー効果を狙う同業他社以外にも、ファンド等のファイナンシャルバイヤーが買主候補者に名乗りを上げることが多く、買主候補者が多数存在した。しかしリーマンショック以降は、経済活動の停滞や金融環境の変化による買主候補者数の減少や再生企業自体に魅力のある企業が少なくなったせいも、オークション方式を実施しようにもできない場合が多いようである。オークション方式の実施が不可能な場合は、取引先や株主に依頼して倒産企業の買主となってもらおうよう要請する場合も多く、相対での個別交渉方式がとられることとなる。

3. ②利害関係者の保護手続

(1) 通常 M&A における利害関係者の保護手続

保護手続の対象となる利害関係者は、主に、①株主、②債権者、③労働者である。これらの利害関係者に対する保護手続は、具体的な M&A 手法ごとに主に会社法に規定されている。具体的には、以下のとおりである。

- ① **株主保護手続**；合併、株式交換・株式移転、会社分割、全部の事業譲渡につき、会社法上、株主総会の特別決議が必要である。
- ② **債権者保護手続**；合併、株式交換・株式移転、会社分割¹につき、会社法上、債権者への通知・公告が必要である。
- ③ **労働者保護手続**；会社分割につき、使用者は労働者との協議を実施する必要がある(平成 12 年商法改正附則 5 条 1 項、労働契約承継法 7 条)

(2) 再建型 M&A における利害関係者の保護手続の修正

倒産手続における再生型 M&A も、通常型 M&A と同様、事業譲渡、会社分割、100%増減資等の会社法に定められた M&A 手法により行われる²。再生型 M&A においても、原則として、上記(1)に記載した各種保護手続を履践する必要がある。

しかし、再生型 M&A においては、各種倒産法制(会社更生法、民事再生法、破産法など)により、会社法上に定められた各種保護手続が、以下のとおり修正される場合がある。

- ① **(株主保護手続の修正) 株主保護手続が不要となる**；倒産企業が、事業価値の毀損が進む前に、早期の段階で再建計画によらない事業譲渡を行う要請がある場合が多い。このような場合、前述したとおり、会社法上の株主保護手続として株主総会特別決議が必要となる(会社法 467 条、309 条 2 項 11 号)が、倒産企業が債務超過の場合には、裁判所による許可により、事業の譲渡が可能であり、株主総会決議は不要となる(更生 46 条、民再法 43 条 1 項 8 号)。また、債務超過状態にある企業が、再建計画(更生計画、再生計画)により事業譲渡を実施する場合、債権者による決議は必要となるが、株

¹ 会社法上、剰余金の配当又は全部取得条項付種類株式の取得をしない場合は、分割後も分割会社に対し債権の全額の請求をすることができる債権者は、債権者保護手続の対象外である(会社法 789 条 1 項 2 号、810 条 1 項 2 号)

² 会社法上の M&A 手法としては、上記に記載のとおり、他にも、合併、株式交換・移転、株式取得(既発行株式、新株式)がある。例えば上記の武田薬品工業の買収の例では、武田薬品工業は、投資家グループ(Nordic Capital 等)から、買収企業の全株式を取得している。

主総会決議は不要となる(更生 210 条、民再 43 条)。このように株主保護手続(株主総会決議)が不要となるのは、倒産企業が債務超過に陥っているため、株主の自益権すなわち経済的利益が無価値であるため、会社の株主の権利を制限しても不当ではないと考えられているからである。

- ② (債権者保護手続の修正)債権者の意向が M&A 手続全体に反映される ; 通常 M&A で行われる債権者保護手続は、債権者の有する個別の債権の履行を確保するために行われる³。M&A 手続の重要な点は、株主の意思を株主総会決議に図って決定される仕組である。しかし、再生型 M&A では倒産企業が支払不能または債務超過に陥っていることから、前述したように株主保護の要請が後退し、債権者の利益を中心に考えることとなる。そこで、再生型 M&A では、債権者の意思が M&A 手続全体に反映され、例えば、再建計画前に事業譲渡を行う場合には、裁判所は債権者から意見を聴取する必要があるし(会社更生法 46 条 3 項、民事再生法 42 条)、再建計画にもとづいて事業譲渡を行う場合には、再建計画は債権者集会(あるいは書面投票や両者の併存)における法定多数での可決が必要である(更生 196、再生 172 の 3)。
- ③ (労働者保護手続の修正)労働者等の意向が M&A 手続全体に反映される ; 再生型 M&A では労働者や労働組合の意向が M&A 手続全体に反映される場合がある。例えば、再建計画(更生計画、再生計画)によろうがよるまいが、会社が事業譲渡を行う場合には、裁判所は労働組合等から意見を聴取しなければならない(更生 46③、同 188 条、民再 42 条 3 項、同 168 条)。通常 M&A では、このような規定はない。これは、事業譲渡や事業の再編を含んだ再建計画というものが、倒産企業を取り巻く利害関係人に大きな影響を与えることから、通常は会社経営に関与しない労働者についても、その意見を聴取することとしたものである。

(3) 再生型 M&A 手続における固有の問題

- ① 倒産手続の一環であり、倒産法上の手続を全て履践する必要がある ; 通常型 M&A では、会社法上の保護手続を履践さえすれば、当事者間の合意で M&A 取引を自由に行い終了させることができる。しかし再生型 M&A は法的倒産手続の中での M&A であるため、会社法上の手続(前述したように省略される場合もある。)に加え、倒産法上の手続も履践する必要がある。例えば、再建

³ 会社法において債権者に対し通知・公告を行い、異議を申し立てた債権者に対し、弁済、担保提供等を行う。

計画前に M&A を実施する場合は、債権者や労働者等からの意見聴取、裁判所の許可が必要であり、再建計画で M&A を実施する場合は、裁判所の付議決定、債権者(関係人)集会、裁判所の再建計画案に対する認可手続などの各種手続をすべて履践する必要がある。これらの手続分だけ、再建型 M&A は、通常 M&A に比べ、クロージングまでの時間がかかる。

- ② **裁判所や管財人等の企業外の主体の判断が反映される** ; 法的整理手続においては、通常 M&A には登場しない主体として裁判所が登場する。たとえば会社更生手続においては、会社を運営し再建計画を作成し債権者に弁済を行う役割を担う管財人を選任するのは裁判所である(英国との比較の視点)。管財人が倒産企業の M&A 手続を進めていくには、裁判所と事実上の相談を実施し、あるいは裁判所の許可や認可を得る必要があることとなる。同じく法定整理手続である民事再生手続は DIP 型であり、従前の経営陣が手続開始決定後も経営者として、M&A 手法や買主(スポンサー)を決定する。しかし、民事再生手続でも、裁判所が選任した監督委員の同意権の行使、あるいは裁判所自体の許可を通して、M&A 手続がコントロールされているのである。
- ③ **倒産企業の買収契約では、買主保護規定が制限される場合が多い** ; M&A 契約(倒産企業の買収契約)では、通常の M&A 契約では買主が有する契約上の保護(表明保証や補償条項)が極めて限定的、あるいは与えられない場合がある。これは、管財人(監督委員)や裁判所の意向を反映したものである場合が多く、交渉の余地がないことも多い。よって、倒産企業の買収時には、より慎重なデューデリジェンス(DD)を実施し、不適切な取引の有無や偶発債務等の発生等について、慎重に検討する必要がある。
- ④ **取引先から取引条件の変更を要請される場合が多い** ; 通常の M&A では、従前の取引先との取引関係の継続は、事業譲渡や契約上の定めで取引先から同意の取得が新たに必要となる場合を除き、一般的には問題とならないケースが多く、また取引条件の変更を要請される場面も少ない。しかし再生型 M&A では、倒産企業は信用状態が悪化しているため、取引関係を従前どおり継続しようとする、その条件として取引条件の変更を要請される場合が多い。法的手続申立後の取引については、通常、現金払い(COD, キャッシュ・オン・デリバリー)や信用期間の短縮を要請されることが多いのである。

第3 私的・法的整理における再生型 M&A の位置づけ

1. 倒産手続における M&A

従前日本では、不況期には倒産件数が増加し、M&A 取引は減少した。逆に好況期には M&A 取引が増加し、倒産件数は減少した。しかし、1997 年 4 月に破産したクラウン・リーシングがリース部門をオリックスへ事業譲渡して以降、法的倒産手続に M&A 取引が数多く用いられるようになった。近年では、会社更生、民事再生の再建型法的手続において、自力再建型倒産手続は稀であり、事業承継型倒産手続がほとんどである。また、清算型倒産手続である破産でも事業の譲渡が用いられる場合がある。

このような状況下で、倒産手続において M&A が多用される理由は、以下のとおりである。

- ① **債務免除益課税を回避する必要がある**；倒産企業が再建計画により債権カットを受ける場合、債務免除益が発生する。倒産企業が債務免除益を利益として、それに対応する税金を負担することは、債権者との関係で現実的でない。この債務免除益課税の問題を回避するため、倒産企業の事業を別会社に譲渡し、倒産企業自体は清算するスキームが取られる場合がある。
- ② **迅速かつ確実な倒産処理が可能である**；自力再建型による収益弁済の場合、債権者への弁済期間が長期になりがちであり、また債務の弁済に関する不確実性も残る。再生型 M&A を行えば、M&A の対価を第 1 回の配当原資とでき、短期かつ確実な債権者への弁済が可能となる。このため、債権者の理解も得やすい。
- ③ **経営資源の有効利用が可能である**；倒産企業に優良部門がある場合、不採算部門から切り離すことできれば、優良部門の事業価値は温存され、取引先や従業員等ステークホルダーの利益は守られる。この点、倒産型 M&A による事業譲渡を行えば、優良部門を別会社に譲渡し、譲渡対価を配当原資とできる。また、別会社と取引する債権者にとっても、簿外債務のリスクを遮断でき、安心して取引ができる。
- ④ **スポンサーの支援が必要である**；日本においては、法的手続の申立は、会社の事業毀損が相当進んでから行われることが稀ではない。すなわち会社の損益計算書 (P/L、Profit& Loss Statement) が悪化してきた状況、すなわち事業収支の悪化によって、倒産手続の申立が行われることは珍しく、さらに進んで、貸借対照表 (B/S、Balance Sheet) が相当悪化した状態、すなわち資産の不良化や過剰債務等が極端になってから行われる場合が多い。そのため、会社の毀損の度合いが深くなっており、債権カットだけによる自力再建では困難な案件が増えており、スポ

ンサーによる救済が必要となる場面が多くなる。また債権者も、債務者からの長期分割弁済を受けるよりは、スポンサーの支援による一括弁済を受ける方を好ましい選択と考える傾向にあり、日本においてはスポンサーによる支援案件が多いものと思われる。この場合、株式取得による資本の注入、すなわち日本の典型例では 100%減資してスポンサーによって新たに増資する方法も考えられるが、上記①乃至③のような観点からは、事業譲渡や会社分割により、倒産会社の優良部門における事業の承継が好まれ傾向にある。

2. 法的倒産手続における M&A

日本の法的倒産手続は、再建型と清算型に分かれており、申立段階から両者は区別される。再建型法的手続として①会社更生、②民事再生が、清算型法的手続として③破産、特別清算がある。

- ① **会社更生**；M&A 手法として様々な手法が可能である。例えば、合併、株式取得（100%増減資）、会社分割、事業譲渡など。従前は、スポンサー企業による株式取得、すなわち更生計画の中で 100%減資を行い、スポンサー企業に第三者割当増資を行う事例が多かった。しかし、近年は、上記の理由から、スポンサー企業（又は子会社）に事業を承継する手法がとられることが多い。
- ② **民事再生**；M&A 手法としては、会社更生同様、様々な手法が可能である。実務上は、旧会社から新会社への事業の移転を伴うこと多く、M&A 手法としては、事業譲渡や会社分割が多い。
- ③ **破産**；破産法は代表的な清算型の法的手続である。破産手続においても、倒産企業の事業を、破産申立後に第三者に譲渡する場合がある。破産企業の事業価値は温存されるし、譲渡対価を債権者への配当に充当することができる。このような場合、破産申立後に倒産企業の事業を継続する必要があることから、事業継続に関する裁判所の許可が必要である（破産 78 条 2 項 3 号）。

3. 私的整理における M&A

現在日本で実際に行われている私的整理の種類としては、事業再生 ADR による手続、整理回収機構 (RCC) による再建スキーム、企業再生支援機構 (ETIC) による手続、中小企業再生支援協議会による手続等がある。整理回収機構、企業再生支援機構及び中小企業再生支援協議会はパブリック・セクターに属しており⁴、このような「官」が手

⁴ 整理回収機構 (RCC) については、政府が大半を出資している預金保険機構が 100%の株主である。企業再生支援機構については、預金保険機構が半額を出資している。中小企業再生支援協議会は、各地の商工会議所と連携を取りつつ、経済産業省・中小企業庁の監督・協力のもとで活動している。

続の主体あるいは調整役として、私的整理に関与することが、日本の私的整理の一つの特徴である。

JAL の再建等を手がけた企業再生支援機構は、自ら出資や融資を行うこともあれば、自らは出資・融資を行わない代わりに、関係当事者の調整役として行動する場合もある⁵。

私的整理における M&A の手法も、基本的に法的倒産手続と同様であるが、例えば中小企業再生支援協議会による事例では、対象企業の事業を good と bad に切り分けた上で、good 部分を第二会社に切り出す手法が取られることが多い(後述する第二会社方式)。2010 年度の同協議会の事案において、債権放棄を伴った事案に占める第 2 会社方式の割合は、88%を占めており、近年激増している⁶。

4. 第 2 会社方式

第二会社方式とは、財務状況が悪化している企業の事業を good 部分と bad 部分に切り分けた上で good 部分を会社分割や事業譲渡により切り離し、他の事業者(第二会社)に承継させ、また、bad 部分は旧会社に残し清算手続をとることにより、good 部分の事業の再生を図る手法である(別紙図 1 参照)。

第二会社方式のメリットとして、新たなスポンサーによる出資や金融機関からの借入れ等の協力が得やすいことなどが挙げられる。これは①債権カットの際に生じる債務免除益課税の問題が、新会社(第 2 会社)では問題とされないこと、及び②倒産企業の簿外債務等のリスクが遮断されることによる。特に簿外債務等のリスクの遮断については、日本の中小企業特有の問題として、不適切な会計処理が常態化している場合もあり、資産の評定や欠損金の発生等の調査が困難な場合もままたり、このような場合において既存の取引金融機関は、債権カットによる損金処理を行ったような倒産企業に対し、新規の融資を実行することは困難であるが、good 事業を切り出した新会社(第 2 会社)への融資であれば、まったく別の会社に対する新規取引として融資の実行が可能となるわけである。かかる理由からも、第二会社方式は、中小企業を対象とする中小企業再生支援協議会による事例において、前述のように数多く採用されているばかりか、企業再生支援機構や整理回収機構の事例でも採用されている。

さらに、2009 年 6 月、いわゆる産活法が改正されて、「中小企業承継事業再生計画」の認定制度が創設された。これは、中小企業が第二会社方式による「中小企業承継事業再生計画」を作成し、計画の認定を受ければ⁷、①第二会社による旧会社の許認可の

⁵ 企業再生支援機構の支援先・支援方法等については、ETIC ホームページ・公表資料で確認することができる(<http://www.etic-j.co.jp/publication/index.html>)。

⁶ 「中小企業再生支援協議会の活動状況について—平成 22 年度活動状況分析—」中小企業庁経営支援課

⁷ 認定の要件として、公正な債権者調整プロセスを経ていること、具体的には、以下の手続を経ていることが要件とされている。

承継、②登録免許税や不動産取得税等の税負担の軽減措置、③日本政策金融公庫等からの金融支援(低利融資)を受けることが可能となるものである。

5. プレパッケージ型手続

プレパッケージ型倒産手続とは、日本では一般に、法的手続申立前からスポンサーすなわち事業の買い手が決まっている場合をいう。米国倒産手続(Chapter11 手続)におけるプレパッケージ型手続では、米国連邦倒産法に基づき、法的手続申立前に、債権者が倒産企業の財務概要(開示説明書)や再建計画案等を確認し、再建計画案への賛否の投票が行われる場合を指しているが、日本の倒産法にはこのような規定はない。もっとも米国においても、申立前に、主要な債権者と再建計画についての交渉を行っておき、計画案の賛否自体は申立後に行うプレ・ネゴシエイト型の手続の方が通常となってきたと言われている。また英国におけるプレパッケージ型手続とは、アドミニストレーター(管理人)選任前に、会社の事業の一部あるいは全部の売買に関して、買い手と内容を決めておき、管理人選任後直ちに当該資産の売却を実行するものとされている⁸。

この点、日本型プレパッケージ型手続では、申立段階で、スポンサーすなわち事業の買い手だけが決っており、その契約の中身(売却対象資産の詳細、取引の内容、売却金額、支店の統廃合、役員の派遣、従業員の整理の有無、事業再編の手法として事業譲渡と会社分割の選択等)については未定であり事後の交渉で決まる場合も多く、その点で他国と異なる点もあると思われる。

スポンサーの有無は倒産企業の再建にとって極めて重大な関心事であり、スポンサーが既に決定しているプレパッケージ型手続は、早期の事業再生に適している。実際にも事前にスポンサー企業が決定していると、スポンサーの信用力で事業の毀損が回避され、また事業の継続が図れる場合もままある。他方で、プレパッケージ型で予め決定していたスポンサーが、事業の再建において事業価値の最大化を図る観点等から適当であるかどうか問題とされた過去の事例もあり、少なくとも、メインバンクをはじめとする大口債権者らが、当該買い手がスポンサーとなることに反対していないことが必要であろう。

①再生支援協議会、②RCC 企業再生スキーム、③事業再生 ADR、④企業再生支援機構、⑤私的整理ガイドライン、⑥民事再生法、等

⁸ 英国における、Statement of Insolvency Practice (SIP) 16 参照。2009 年 1 月 1 日より施行されており、管理人は債権者に、プレパックの内容を選任直後に開催されるべき債権者集会で開示されることになる。日本での参考資料として高木新二郎「英米独仏の早期迅速事業再生スキームの最近の展開」NBL、957 号、15 頁(2011 年)。

第4 具体的事例(民事再生手続と会社更生手続)

1. 民事再生手続による事業譲渡(自動車部品メーカーA社の事例)

本事例は、再生型 M&A として、プレパッケージ型手続により民事再生手続を申立て、再生計画外で早期に事業譲渡を行った中小企業の事例である。

自動車部品メーカーである A 社は、売上のほぼ 100%を大手自動車メーカーD 社グループに依存していた。ところが A 社は、リーマンショック後、D 社グループからの受注量の減少により経営不振に陥り、債務超過となったため、法的整理が必要な状態に陥った。しかし、D 社の自動車製造のためには、A 社の自動車部品の提供が必須であるため、A 社の法的整理に際しては、D 社との取引継続を前提とする再生型 M&A を実施する必要があった。

(1) A 社再建スキーム

そこで、次のような再生型 M&A スキームが採用された(別紙図2参照)。

すなわち、A 社は、D 社の了承の下、既に D 社向けの部品生産(A 社の部品とは異なる部品)を行っている B 社を、事前に A 社事業の買手(スポンサー)として決定して、事業譲渡基本合意書⁹を締結した翌日に、民事再生手続を東京地裁に申し立てた(プレパッケージ型)。次に A 社は、民事再生手続開始決定後に、直ちに B 社をして買収監査(DD、デューデリジェンス)を行わせ¹⁰、その後買収監査によって把握された事業価値を前提として売却価格等の条件を交渉した。その後事業譲渡契約を締結し、裁判所に事業譲渡の許可申請を行った後、債権者への説明会、債権者の意見聴取手続を経て、裁判所の許可を得た。再生計画によらず、B 社の 100%子会社である C 社に対し事業譲渡を行った。民事再生手続申立から、代金支払クローリングまで2ヶ月半を要した¹¹。

本事例の再生型 M&A スキームの特徴は、①事業継続のために早期の A 社事業の譲渡が必要であったため、再生計画によらない早期の事業譲渡を行ったこと、②A 社が債務超過となっていたことから株主総会決議によらず裁判所の許可による再

⁹ 主な内容は以下の通りである。但し、①及び②については、法的拘束力はない定めであった。

- ① B 社(又はその 100%子会社)は、A 社の民事再生申立後、A 社の事業を譲り受ける。
- ② A 社及び B 社は、本基本合意書締結後、事業譲渡の詳細を定め、法的拘束力を有する正式な事業譲渡契約を締結する。
- ③ 正式な事業譲渡契約の締結に先立ち、B 社は A 社の買収監査(DD)を実施する。

¹⁰ C 社は、D 社を通じて A 社の事業(ビジネス)内容を理解出来たことから、A 社に対し、法務 DD 及び財務 DD のみを実施し、ビジネス DD は実施しなかった。

¹¹ その後 A 社は、C 社から受領した事業譲渡代金を原資として債権者に弁済を行い、A 社は解散し清算する再建計画案を作成し、東京地裁に提出した。再生計画案は債権者の賛成多数を得た後、認可確定した。

生計画外の事業譲渡を行ったこと、③譲渡対象事業からの将来収益を暖簾代として評価することで、高額な事業譲渡が可能となり、当該譲渡代金を配当原資とする早期かつ高額の A 社債権者への弁済を行ったこと、④A 社事業の買手は申立前に決まっており、相対の個別交渉方式が取られたことなどであった。

なお、担保権者との関係で特徴的であるのは、A 社から担保権者に対し、担保権抹消請求が行われた点である。C 社は A 社の担保権付の不動産(工場・土地)をそのまま承継した。クロージング後、A 社と担保権者との担保解放についての交渉が頓挫したことから、B は担保権抹消許可の申立てを裁判所に行き、裁判所を通して担保物の価額の決定、当該価額の納付を経て、不動産の担保権は抹消される手続を選択した。

(2) 時系列

X-1 日	事業譲渡基本合意書締結(A 社・B 社)
X	民事再生申立、監督命令、従業員説明会
X+2 日	債権者説明会
X+4 日	再生手続開始決定
X+33 日	事業譲渡契約締結
X+35 日	事業譲渡の許可を裁判所に申請
X+44 日	事業譲渡に関する債権者説明会(会社主催)
X+61 日	事業譲渡に関する意見聴取期日(裁判所主催)
X+69 日	事業譲渡の許可
X+76 日	C 社設立(B 社の 100%子会社)、C 社への事業譲渡(以後、A 社は事業を持たない法人となり、解散し清算手続を行う)
X+90 日	再生計画案の提出
X+96 日	A 社解散(株主総会決議)
X+162 日	再生計画認可決定確定

2. 会社更生手続による会社分割(ウィルコム社の件)

本事例は、私的整理である事業再生 ADR から、法的整理である会社更生手続へ移行した上で、公的機関である企業再生支援機構の支援を受けつつ、再生型 M&A として会社分割を行った大企業の事例である。

株式会社ウィルコム(ウィルコム)は、PHS を中心とした電気通信事業者であった。ウィルコムは当初、事業価値の毀損を可及的に防止するため、法的整理ではなく、大口の金融債権者等のみを対象とする私的整理手続である事業再生 ADR を申請した。しかしその後ウィルコムは、対象となる債権者による債権カットを伴わない、支払期日の延長等の債務支払のリスケジューリング(リスケ)のみでは、根本的な事業の再生が不可能と判断したようであり、事業再生 ADR の申請を取り下げ、東京地方裁判所に会

社更生手続の申し立てを行った。また同日に、ウィルコムは、企業再生支援機構にも再生支援の申込みを行い、東京地裁による会社更生開始決定日に、同機構は支援決定を行った¹²。その後、ウィルコムは、会社更生手続開始決定日に、アドバンテッジパートナーズ有限責任事業組合がサービスを提供するファンド(AP ファンド)、ソフトバンク株式会社(ソフトバンク)及び企業再生支援機構を含む4社間で、ウィルコムの再生支援に関する基本合意書を締結した。かかる基本合意書記載の当初の再建スキームでは、ソフトバンクはウィルコムと提携関係に立ち、ウィルコム再建に協力するものだった。しかし、ウィルコムの事業価値の悪化は予想を超えており、ウィルコム管財人はソフトバンクに対し、業務提携の範囲にとどまらないスポンサーとしての全面的支援を要請していた。これに対しソフトバンクは全面的支援を約束し、ウィルコムとスポンサー契約¹³を締結した。その後ソフトバンクの全面的支援の下で、更生計画案が作成され東京地裁に提出され、更生計画案は債権者の賛成多数を得て認可確定した。

(1) ウィルコム再建スキーム

本事例で採用された再生型 M&A スキームは次のとおりである(別紙図3参照)¹⁴。

すなわち、更生計画認可決定日から3ヶ月以内に、吸収分割会社(旧会社)をウィルコムとし、吸収分割承継会社(新会社)を Wireless City Planning 株式会社(ソフトバンク、及び AP がサービス提供するファンド等の出資会社)として、ウィルコムから、XGP 事業¹⁵、事業用資産、及び関連する契約上の地位等を、会社分割により承継させる。吸収分割会社(旧会社)であるウィルコムは、その発行済株式及び新株予約権の全部を無償取得・償却するとともに、普通株式を新たに発行して、関連する投資事業有限責任組合に取得させ、同時にソフトバンクが当該普通株式を同組合から譲り受け、ウィルコムはソフトバンクの100%子会社となった。

本事例の再生型 M&A スキームの特徴は、会社分割により事業の一部を新会社に切り出す一方で、旧会社は清算することなく、100%減資を伴う第三者割当及び株

¹² 企業再生支援機構は本事例においては、債権者からの債権の買取やウィルコム等への出資・融資を行わない代わりに、関係者当事者間の調整を行なった(関係者調整型支援)。

¹³ ソフトバンクから事業家管財人をウィルコムに派遣すること、更生債権者及び更生担保権者に対して総額数百億円を弁済することを内容とする更生計画案とすること、ウィルコムがかかる弁済を行うに必要な金銭的支援を行うこと等を内容とした。

¹⁴ ウィルコム・ホームページ
<http://www.willcom-inc.com/ja/corporate/press/2010/12/21/index.html>

¹⁵ XGP 方式によりデータ通信を提供するサービスの名称であり、従来の PHS より高速のデータ通信サービスの提供を可能としている。音声サービスの提供はない。ウィルコムは試験的にサービスの提供を行っていた。

式譲渡によりスポンサー企業であるソフトバンクの 100%子会社となったという点である。

また、本事例全体の特徴としては、①当初の私的整理(事業再生 ADR)から法的整理(会社更生)への移行があったこと、②裁判所による会社更生手続と、企業再生支援機構による支援手続が併用されたことがある。

(2) 時系列

2009 年

9 月 24 日 事業再生 ADR 手続の申請・正式受理(当時の事業再生計画案では、金融機関に対しリスクを要請するのみであり、債務の免除や株式化は想定していない)

2010 年

2 月 18 日 事業再生 ADR の終了

2 月 18 日 会社更生手続申立(東京地裁)

2 月 18 日 企業再生支援機構に対し、再生支援の申込み

3 月 12 日 会社更生開始決定、企業再生支援機構の支援決定。ウィルコム、ソフトバンク、アドバンテッジパートナーズ有限責任事業組合(「APJ」)がサービスを提供するファンド(AP ファンド)及び企業再生支援機構が、ウィルコムの再生支援に関する基本合意書を締結

8 月 2 日 ソフトバンクとの間でスポンサー契約を締結

10 月 14 日 更生計画案を東京地裁に提出

11 月 30 日 更生計画案の認可決定(書面投票による)、企業再生支援機構の再生支援完了

12 月 21 日 更生計画に定める会社分割、増減資及び株式譲渡等を完了

12 月 24 日 認可決定が確定

第 5 日本固有の問題—再生型 M&A の問題点(インバウンド、アウトバウンド)

1. アウトバウンドの再生 M&A における問題点

日本企業が、海外にある企業を M&A する需要は、円高の影響もあり高まってきている。

しかし、日本企業が、現地で倒産手続に入った外国企業を再生 M&A で取得することは非常に少ないと言われている。その理由として、以下の点が考えられる。

- ① 海外倒産企業を M&A するインセンティブが少ない；日本企業は、円高を背景にして、技術力、営業力等に優れた、通常の海外企業を M&A すれば良く、あえてリスクを犯して倒産企業を再生 M&A する必要性に乏しい。また、日本では倒産企業の

再生 M&A は、従前の過剰債務を解消した透明性のある綺麗な会社を買うという正のイメージではなく、破綻した会社＝負けた会社を買うという負のイメージがある。この点、海外倒産企業はさらに買収リスクが高く、再生 M&A するインセンティブに欠ける。

- ② **倒産企業の入札で負ける**；日本企業は一般に意思決定が遅く（米国系企業では数日あるいは一週間程度で意思決定可能な事項が、日本企業では、稟議をとるため、2、3 ヶ月程度かかることもある）、海外におけるスピード感のある倒産手続の入札に参加することが困難である（参加できても良い案件は残っていない）。また、日本企業は、入札に参加できても、概して入札ごとに社内決済を経る必要があり、例えば米国の 363 条セールのせり上げ入札には対応できず、敗退してしまう。
- ③ **M&A 後の会社経営が困難**；一般に日本企業は、倒産企業を経営した経験が少なくノウハウも少ない。そのため、仮に海外倒産企業を M&A したとしても、M&A 後の会社経営は困難のものとなる。買収監査(DD)を実施して改善項目を明らかにし、その改善項目を実施していくという事業再生のプロセスを、現地の役員や従業員を管理しつつ実行することは、言葉の問題もあり、通常困難と言われている。そのため、日本企業の海外 M&A は、概して、配当収入だけを目当てに海外企業の M&A を行う場合や、情報収集の拠点企業を獲得するために M&A を行う場合など、会社経営の必要性が乏しい企業を対象に行われてきたのが実情である。

2. インバウンドの再生 M&A における問題点

逆に海外企業が、日本において倒産企業を再生 M&A 買収する場合に、問題とされるのは以下の点である。一部「再生型 M&A 固有の問題」と重複している部分もあるが、再度記載する。これらの問題もあり、海外企業が日本の倒産企業を M&A する例は金額的に件数的にも少ない。

- ① **事業再建への着手が遅く、事業価値の毀損が著しい**；米国等では、損益計算書(PL)において利益が生じない段階で、事業の再建に着手するが多い。しかし日本では、貸借対照表(BS)の改善の段階、すなわち負債の返済の困難や資産の劣化が明らかにならないと、法的手続は勿論、リストラ等の事業の再建にすら着手しようとならない傾向がある。そのため、日本企業が倒産した場合、相当の過剰負債を抱え、資産も相当劣化していることが多い。倒産企業の事業価値は相当毀損しており、再建へのハードルが最初から高い。
- ② **倒産企業に関する情報開示が十分でない**；日本では、法的倒産手続における情報

が、倒産企業(債務者)、主要債権者、管財人(裁判所)に独占されており、買収候補者は倒産企業とアームスレングスの取引ができない場合があるとの指摘を受けることが多い。かかる情報の偏在も、海外企業が日本の倒産企業を M&A する障害となっている。

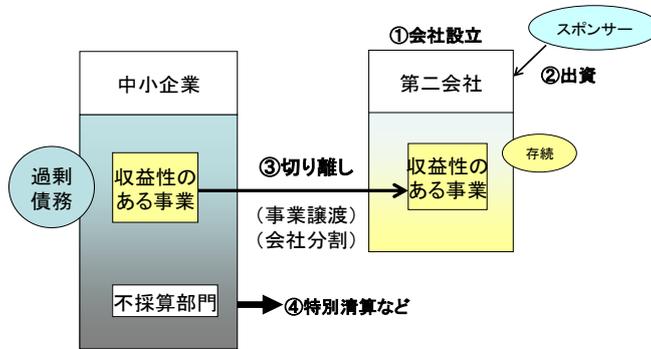
- ③ **M&A 取引につき交渉の余地が少ない**；倒産企業は、法的倒産手続という法的保護の状態にあるため、倒産企業(管財人)との交渉の余地は、一般に少ない。例えば、売主側(倒産企業や管財人)の indemnification 補償条項による義務の範囲は相当限定されている。また、売主側の表明保障も相当簡単なものである。
- ④ **クロージングまで時間がかかる**；再生型 M&A は、倒産手続の一貫として行われるため、法定の倒産手続のスケジュールの影響を受ける。例えば、通常 M&A では、クロージング迄のスケジュールを当事者間の合意によって短縮することも可能であるが、法定期間が多数存在する法的倒産手続では、当事者間の合意によるスケジュールの短縮は一般に困難である。
- ⑤ **M&A 対象事業(資産)の価格が適正に形成されているか疑問が残る**；倒産企業を M&A する場合、終身雇用という日本の雇用慣行を反映して、売主側(倒産企業や管財人)から、雇用の継続や現工場の存続が前提条件とされる場合が多い。その場合債権者としては、雇用の継続や現工場存続がビジネス上合理的か否か判断する機会が与えられておらず、結局、M&A 対象事業(資産)の取引価格自体が適正に形成されているのか疑問が残ることになるとのことである。

このような M&A 取引の実情も、海外企業が日本企業を M&A する障害になっている。

以 上

(別紙)

図 1



※中小企業庁ホームページより引用

図 2

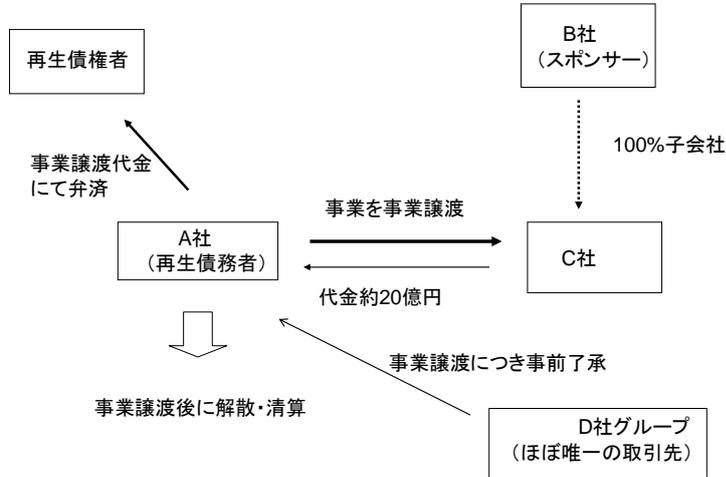
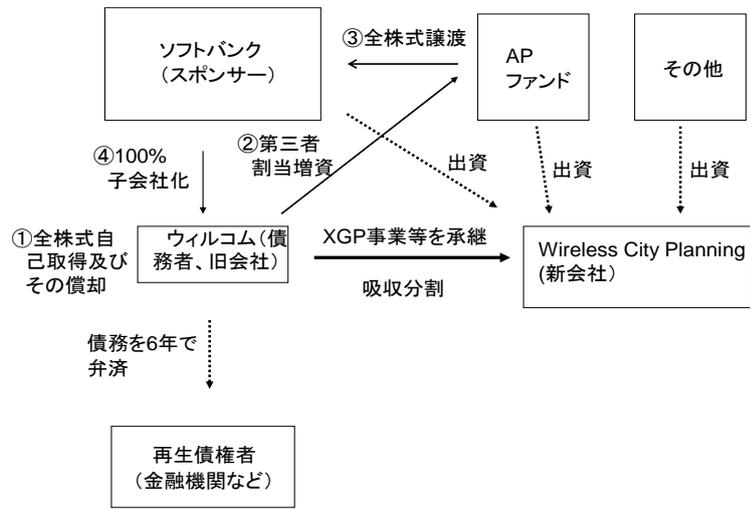


図 3



会社更生手続における評価の問題

－中国の倒産法実務に基づく

鄭 志斌、張 婷、趙 坤成¹

1. 前書き：会社更生手続における評価問題の重要性

会社更生手続においては、更生計画で一括的な解決案を用いて関連する主体の利益を衡平に調整することが中核的な目標である。会社更生手続で利益調整の主体となるのは、主に債権者、債務者、債務者の株主、債権者の経営陣及び潜在的な投資家である。これらの利益主体が会社更生手続における役割と利益の衝突は、すべて手続中にかかる評価の問題と緊密に関連している。評価目的物の価値に関する認識の不一致は関連主体の手続に対する態度を大きく影響し、さらに、評価価値の分配はかれらの最終的な取得利益に直接に関係している。

評価の問題は手続の開始から更生計画の認可・遂行まで貫いている。本論文では、筆者は中国における会社更生の実務を材料にし、主に債務者の会社更生価値の評価、債務者の資産価値の評価、担保目的物価値の評価など三つの典型例を取り上げて紹介する。

2. 債務者の更生の「意義」の評価

2.1 企業破産法には債務者の更生の「意義」に関する規定が欠いている。

「中華人民共和國企業破産法(以下は「企業破産法」という)」第2条は、会社更生手続の適用について、「①債務者が、弁済期が到来した債務を弁済ことができなく、かつ資産ですべての債務を弁済することができない。②債務者が、弁済期が到来した債務を弁済ことができなく、かつ明らかに債務を弁済する能力を失っている。③債務者が、明らかに債務弁済の能力を喪失する可能性がある。」と三つのパターンを上げた。さらに、企業破産法第71条は、「裁判所は審査を經り、会社更生の申立てが本法の規定に適すると判断する場合、債務の会社更生を決定し、公告をする。」とした。以上は中国企業破産法が会社更生手続開始に関する主な規定であり、債務者の更生の「意義」に関する規定が欠いていることがわかるであろう。

ところが、債務者が更生の「意義」を有するかどうかは会社更生手続の開始を決める重要なポイントである。会社更生とは、経済的なコスト、時間的なコスト、司法資源及び経済資源などを大量に消耗するプロジェクトであり、更生の「意義」を

¹ 著者の三人とも北京市・金杜法律事務所パートナー弁護士

有していない企業を対象に会社更生を実行したら、司法資源並びに経済・社会資源の浪費だけではなく、債権者利益に対する不当な侵害にも当たる。そのため、裁判所は会社更生開始決定の判断を下す前に、債務者の更生の「意義」について評価をしなければならない。

中国の最高裁判所は企業破産法における不足を既に意識し、いま起草中の企業破産法司法解釈には債務者の更生の「意義」に関する内容を盛りこまれた。具体的に言えば、債務者が会社更生を申し立てるとき、「債務者が会社更生手続を経て、(元の主たる営業活動が)経営を持続して、債務弁済に充てる収益をあげ、窮地から脱出できる試案書」を提出しなければならない。そして、債務者が会社更生の可能性を有することを事件の受理条件とした。

2.2 実務における更生の「意義」の評価に関する問題点

企業破産法が会社更生の開始条件について債務者の更生の「意義」に触れてないが、各地の裁判所は会社更生事件を受理するとき、自然に会社更生価値を考慮の範囲内に入れた。このようなやり方は肯定されるべきものではあるが、明文の規定がないため、実際に更生の「意義」を判定する場合、困難も出ている。

2.2.1 更生の「意義」の評価基準の不明確

どんな基準で更生の「意義」を評価すれば、適切な基準と言えるであろうか。実務では、意見が分かれている。もちろん、企業の資産、技術、人材、ブランド、市場、販売ルートなど内在的な資源は企業が更生の「意義」を有すると判断するときの根拠となるが、行政許可または類似する方法で取得した外部的な資源が判断の根拠になるかは問題である。例えば、金融機関の営業許可(中国では「牌照」ともいう。例えば、銀行免許、信託業免許など)、上場企業の上場資格(中国では「殼資源」ともいう)がある。いま中国における上場企業の会社更生事件では、会社の価値ある唯一の資産が上場資格であるといっても過言ではない。このような企業はいったい会社更生価値があるのかと、司法機関、証券監督機関及び倒産法の実務家たちはすでに検討を始めている。

2.2.2 更生の「意義」の評価をする主体は適格性を有しない。

前述のとおり、企業破産法に明文で更生の「意義」の評価に関する規定を置いてないにもかかわらず、裁判所が事件の受理に際して、通常でそれを受理の判断根拠にしている。裁判所のやり方は一定程度に立法の不足を補う効果をもたらしたが、更生の「意義」を評価する主体としての適格性について、疑問を感じられる。企業の更生の「意義」とは、本質的に商業的な要素を参考にし、経済的な視点による経済判断である。企業の弁済力に問題が出たため、

法律が企業への介入も正当性を有していると言えるものの、「更生の「意義」の評価は経済的な判断である」という性格を変えたことはない。裁判官は法律に基づき、事実と証拠を頼りに認識と判断を下す法曹として、法律家の意識が支配的な地位を示しているので、経済的な判断を下す立場に相応しくない。そのため、裁判官が債務者の更生の「意義」を評価する現状を改善しなければならない。

2.3 実務における問題点とその克服

債務者の更生の「意義」の評価について、実務では基準の不明確・主体の不適格など問題点が既に現れたが、中国最高司法機関による司法解釈を用いて、それを解決することを期待できない。原因としては、前で申し上げたように、評価の問題は経済的な判断であり、司法解釈による詳細・具体的な規定は不可能かつ不適格なものである。それなら、どのようにそれを克服すべきであろうか。

法律学の概念システムを借りて言えば、更生の「意義」の評価基準と評価の主体が「実体」のカテゴリーに属し、どのような方法に基づいて評価するかが「手続」のカテゴリーに属する。実体上の不足点を手続上の特別な配慮を用いて補完または是正できる法則は数少ない法律問題に適用できる。そのため、真剣に会社更生価値の評価手続を設計するのも、現段階ではもっとも有効的な手段とは言えよう。筆者は合理的な評価手続が以下の条件を満足することを望ましい。

- ① 会社更生価値の経済的な性格を尊重し、評価に際して市場原則及び市場動向に詳しい人または機構が担当すること。
- ② 法手続の特性に合わせること。つまり、会社更生手続はあくまで裁判所の主導の下に行われる司法手続であり、外部の意見を客観的に取り入れた司法権の独立行使が相変わらず重要である。
- ③ 会社更生手続の理念を尊重すること。つまり、更生の「意義」の評価に際して、経済的な効率性を重要な参考要素と位置づけつつ、社会本位の立法理念も重視しなければならず、会社更生がもたらす社会効果を更生の「意義」の判断にもり入れるはずである。

3. 債務者の資産価値の評価

更生計画案の議決は本質的に債務者の資産価値及び配当案に対する議決である。債務者の資産価値からみれば、以下の問題に注目してほしい。

3.1 債務者の資産価値の評価に関する理解の違い

企業破産法によれば、債権者が会社更生手続でもらえる弁済額は破産手続でもらえる額を下回ってはいけない。この原則は、企業破産法第 87 条、つまり裁判所が強制的に更生計画案を許可する要件に集中的に現れている。債権者が会社更

生手続でもらえる弁済額は破産手続でもらえる額を上回ったら、たとえ債権者集会で更生計画が可決できないとしても、裁判所は強制的に更生計画案を許可できる。言い換えれば、債権者が清算型手続で受ける弁済額は会社更生手続の弁済額の最低限を構成して、もし会社更生手続で受ける弁済が破産手続で受ける額を下回ったら、会社更生手続を進行させる必要性もなくなる。

破産手続における弁済率はあくまでも仮定の計算値であり、主に債務者の資産価値の評価に頼っている。実務上、清算法で債務者の資産を評価し、債務者の弁済能力を測るのは一般的なやり方である。しかし、会社更生は企業が経営をやり直すことと前提とする手続なので、清算法での評価が合理性について疑問が投げられた。また、会社更生成功後に企業がどれだけ価値の増加を図れるかに関しても、客観的かつ合理的な基準がない。債権者が依頼した資産評価士と債務者が依頼した資産評価士はそれぞれの判断基準を採用して異なる結論を出す可能性が高い。現段階では、債務者の資産価値の評価について、合理的な根拠が乏しく、ある程度の裁量が存在する。

3.2 債務者の資産価値の分配

債務者の資産価値の分配は、各種類の債権者の間にある分配、それに債権者と株主、新しいスポンサーの間にある競争など注意点がある。

第一、企業破産法及び更生計画にある債権分類法案によると、債権者は共益債権者、優先債権者と一般債権者などの種類に分けられる。それぞれの債権者類型は自分の利益を有していて、その利益の調和は困難な仕事である。

第二、株主と債権者の間にどのように債務者の資産を分配するかについて、倒産法の一般原則によれば、株主は債権者への債権弁済を行われたあとの剰余の部分しか取得できない。ところが、中国の司法実務、特に上場企業の会社更生では、債権者は大きな譲歩をして、逆に株主、なかでも中小株主の利益を顕著に侵害しないケースはかなり多いようである。このような分配方式は公平性などで問題があるが、社会の安定を考えれば、やむを得ないことでもある。

第三、新しいスポンサーの間にも競争が存在している。いいターゲットがあれば、投資家が競って投資をすることもよく見られる。ただし、中国にはまだ企業競売などの公開手続がないため、たくさんの投資家が会社更生中の企業に投資する方法を把握でない。

4. 担保物権価値の評価

倒産手続が開始したあと、債務者企業の財産完全性を保持する法律の規定はオートマテックステイ(自動停止)と言われる。会社更生手続において、担保権実行の中止がその一つである。

債務者の企業価値の実現及び担保権者利益の尊重のため、企業破産法第 75 条は、

「担保目的物が毀損または明らかな減価の可能性が生じる場合、担保権者の権利を侵害する程度であれば、担保権者は裁判所に担保権実行の回復を求めることができる。」と、オートマテックステイの解除条件を定めた。

実務上、いかに担保目的物の毀損または明らかな減価可能性を判断するかについても、評価の必要がある。担保権者からは、会社更生手続の開始から弁済を受けるまで担保目的物がずっと減価償却し、或いはその他の毀損が生じていると、主張することがしばしばある。いま合理かつ公平な評価方法がないので、会社更生手続における担保権者の保護についてまだ改善する余地がある。

中国の上場企業会社更生の事案では、担保権者に対して一定の延期補償を支払う試みをした実例がある。その典型例は星美聯合股份有限公司の事例である。星美聯合股份有限公司とは、中国・重慶市で登記した株式会社であり、深セン株式取引所で上場して、略称が*ST 星美、銘柄コードが 000892 であった。星美聯合股份有限公司の更生計画案によれば、会社は債権元本の 30%の割合で、現金で担保権者に延期損失を補償するとしている。ところが、星美聯合股份有限公司の事案は中国でまだ一般的なやり方とは言えず、大半の会社更生事件では、担保権者に対する補償をすることがない。

4.2 担保権者の議決権と担保目的物価値の評価

会社更生手続において、更生計画に定められている債権の組分け条項と権利変更条項に基づき、担保権者が、特定の担保目的物から債権を回収しきれない場合、担保権者はその不足分を一般債権として弁済をうけることができる。そのため、担保目的物の評価は担保権者の利益に密接に関連している。更生計画案及び関連議案が債権者集会で議決される時、担保権者の議決権数を決めるのは被担保債権額ではなく、担保目的物の評価価値である。

担保目的物の評価価値がカバーできる範囲内では、担保権者は担保権者の身分で被担保債権組の議決に参加して、その議決権額が担保目的物の評価価値がカバーできる債権額で決められる。

担保目的物の評価価値がカバーできない被担保債権の部分については、債権の組分け条項と権利変更条項に基づき、一般債権の組に転入する。この部分の債権については、担保権者は一般債権者の身分で一般債権者組の議決に参加して、その議決権額が担保目的物の評価価値がカバーできない債権額で決められる。

4.3 担保権者の利益と担保目的物価値の評価

担保目的物価値の評価は他の資産の評価方法とは違いがなく、実際に担保権者の利益にかかわるのはいかに担保目的物を処理するかの問題である。

数多くの上場企業の会社更生の実務運用と同様、仮に、債務者の更生計画において、企業の元の事業と財産を全部解体すると定める場合は、担保目的物については、処分・換価したあと、その代金で被担保債権の弁済に充てる。そして、企

業破産法第 112 条によると、破産手続においては、担保目的物の換価は原則として競売の方法でやる必要がある。競売の最低売却価格が評価額で決められるが、最終的に公開な競売手続をへった価格は普通に公平な価格と認められ、担保権者の利益に害することはない。もちろん、競売が人為的に操られたことは別論である。

他方、更生計画において、債務者の営業を維持し、担保目的物を企業の経営に使うことを定める場合は、担保目的物を換価する必要性もなくなる。このとき、被担保債権がどのぐらい優先権を有する範囲に留まれるかに影響しているので、担保目的物の評価額が非常に肝心な立場になっている。公開な市場で検証されていない評価額なので、その客観性と公平性が担保権者の地位に関係している。そのため、担保権者は担保目的物の評価に際して主導権を握る姿勢を取る傾向がある。

5. おわりに

企業破産法が 2007 年 6 月 1 日に施行されて、それからまだ四年間弱しか経っていない。企業破産法が確立した会社更生制度も新しい制度である。法整備の完全性や、関係する環境の充実など、まだ幾多の問題点が残っている。筆者が本論文で触れた評価の問題もその一側面である。ただし、誕生したばかりの会社更生制度は中国ではすでに重要な地位を築いた。特に、2008 年の金融危機以来、会社更生制度は窮地に陥った企業を救済することにおいて、めざましい貢献を出した。中国の法曹界、実業界、それに倒産実務に携わる専門機関は、法実務の中で、止まらずに探索しながら前進している。中国の倒産弁護士として、みなさまと一緒に努力し、中国に重点を置きつつ国際にも視野を広げ、ともに中国の会社更生制度を発展させ、健全化させていきたいと考えている。

回生計画での企業価値

ジョン・ウォンヨル、全 元烈(弁護士、キム・ジャン法律事務所)

1. 序 論

過去に、会社整理法、和議法、破産法と分かれていた韓国の倒産法制は、2005年、債務者回生(再生)及び破産に関する法律(「債務者回生法」)に統合され、2006年4月1日から施行されている。債務者回生法は、再建型倒産手続である回生手続と清算型倒産手続である破産手続の両方を持ち、回生手続と破産手続は倒産企業の処理の目的が異なるが、倒産企業を回生手続を通し再建させるか、破産手続を通し再建させるかの判断は、倒産企業を維持するほうが良いのか、それとも即時清算させたほうが良いのかという判断が、最も重要な基準となる。

債務者回生法は「債務者の企業を継続させた場合の価値」と「債務者の企業を清算させた場合の価値」を比較し、回生手続と破産手続の中、どちらの手続を開始させるべきかを定めるよう定めているが、学問上、前者を「継続企業価値」後者を「清算価値」という。つまり、手続開始の時点で継続企業価値が判断されなければいけないことになる。また、継続企業価値が清算価値より大きい場合のみ回生手続が意義を持つので、債務者回生法は、継続企業価値が清算価値を下回る場合には、回生手続を中断や廃止することができるという規定を置いている。

回生手続開始後も、企業価値の判断は最も重大な論点である。回生手続上、回生計画を通し回生債権者及び回生担保権者が債務者会社に対し有する権利が再調整され、これを基に債務者の再建を図ることになるが、この回生計画の提出及び認可においても継続企業価値が清算価値を上回らなければいけないという原則は続いている。

以下では、①継続企業価値と清算価値について詳しく説明し、②特に現在、韓国の大法廷規則が定める企業価値評価方法、③回生計画の認可用件としての清算価値保障原則と、これに対する実務と、その批判を検討したい。

2. 継続企業価値と清算価値

(1) 継続企業価値と清算価値の意義

債権者の立場からして、継続企業価値が清算価値より小さければ、回生手続を開始または続ける必要が無いので、継続企業価値は再建型倒産手続を選択するか否かを定める重大な基準になり、また、回生計画は倒産会社の将来の収益を基に、継続企業価値の範囲内で利害関係人の権利調整がされるので、回生計画の

適法性を判断する重大な基準となる。

債務者回生法上で定義してはいないが、継続企業価値は、企業財産を解体・清算させること無くこれを基に企業活動を続ける場合の価値を意味し、清算価値とは、倒産企業を破産的清算を通し解体・消滅させた場合に、企業を構成する個別財産を分離し、処分した時の額を足した金額を意味する^{1 2}。学問上の表現では、継続企業価値とは収益を創出する資産の集合及び営業を続ける企業としての継続的使用価値(value in continued use)と言い、清算価値は企業の資産を分解し処分するが、この為の適当な中古市場がない状態で非自発的に売却する場合の交換価値(value in exchange)と定義³することもある。

(2) 回生計画における企業価値

債務者回生法によると、裁判所は債務者会社の継続企業価値が清算価値を上回ると認めたととき、管理人等に債務者の存続、株式交換、株式移転、合併、分割、分割合併、新会社の設立または営業譲渡等による事業の継続を内容とする回生計画案の提出を命じなければならず(債務者回生法第 220 条第 1 項)、逆に清算価値が継続企業価値を上回ると認めたとときは、管理人等の申請により清算(営業の全てまたは一部の譲渡、物的分割を含む)を内容とした回生計画案の作成を許可することができ(債務者回生法第 222 条第 1 項)、債務者の清算価値が継続企業価値を明らかに上回る場合は、回生手続の廃止決定をしなければならない(債務者回生法第 285 条)。つまり、債務者回生法は再建型倒産手続である回生手続が維持されるためには、継続企業価値が清算価値を上回ることを条件としている。

しかし、このような債務者回生法の態度に対する批判もある。特に、①清算価値、負債すべてが継続企業価値より若干大きい場合にも、債務者企業の個別財産があまりにも高価であるか特殊な目的のため製作されたものであり、買取先を見つけることが困難な場合「継続企業価値対比清算価値」という画一的な基準を持って、企業の存廃を決定するのではなく、利害関係者たちの判断と妥協の結果を尊重するほうが望ましいと言う批判、②継続企業価値は、確実でない未来予測を基準として算出されたものであり、主観的かつ不正確なものにならざるを得ないため、裁判所がこれを絶対的な基準として企業の存廃を決定するということは、私的団体である企業の自己決定権または経済活動の自由に対する重大な侵害となる

¹ 回生事件の処理に関する規則 第 9 条

² 大法廷 2007.10.11. 2007 마 919 決定, 2005.11.14 자 2004 그 31 決定等

³ 倒産手続における財産及び企業価値の評価、ユンナンゲン、コリョ法学 56 号(2010 年)、8 面、9 面

ため、清算価値が継続企業価値を上回るという点は、債権者等の利害関係者が回生計画案の可決するか否かを判断する参考資料とすれば十分であるという批判は、注目すべきである。⁴

(3) 継続企業価値の算定方法および韓国の実務

継続企業価値の算定には様々な方法がある。割引配当法 (dividend discount model)、DCF 型 (discounted cash flow)、残余利益法 (residual income valuation model)、EVA 法 (economic value added model)、類似企業分析法、類似取引分析法等がある。

上記の内、いずれか一つが必ず他の方法より優れているもしくは性格であるとは断定し難い。韓国の大法廷が定める継続企業価値の算出方法は以下のとおりである。

<回生事件の処理に関する規則(재민 2006-5)>

第 9 条(清算価値と継続企業価値の算定)

- ① [債務者回生及び破産に関する]法律第 220 条第 1 項、第 222 条第 1 項、第 285 条、第 286 条第 2 項等で規定する、債務者が事業を清算する時の価値は、債務者が清算を通し解体・消滅する場合、企業を構成する個別財産と分離し処分した時の価格を足した金額とし、清算貸借対照表上の個別財産の価格を基準とし清算する。ただし、有形固定資産は裁判所の不動産入札手続の平均落札率を適用し、割引した価格を基準とし算定する。
- ② [債務者回生及び破産に関する]法律第 220 条第 1 項、第 222 条第 1 項、第 285 条、第 286 条第 2 項等で規定する、債務者が事業を継続する時の価値は、債務者が財産を解体・消滅させることなく、これを基に企業活動を継続する場合の価値とし、企業の将来の収益の流れを現在価値で割引するキャッシュフロー法により算定する。

つまり、韓国の裁判所は継続企業価値の評価方法に関し実務上、企業の将来の収益の流れを現在価値で割引する DCF 法⁵により算定するよう定めている。

⁴ ユンナングン、上記、41 面

⁵ DCF 法を更に分類すると、純原価法と内部収益率法に分けることができるが、一般的に DCF 法という時は純原価法を示す場合が多い。企業が営業活動を通し創出する純キャッシュフロー (Free Cash Flow, FCF) を使い企業の価値を評価する方法として、将来の純キャッシュフローの累積合計の現価を算定し、企業価値を評価する方法である (朴ゾンシク・朴ゾンウォン・趙ゼホ、現代財務関係 (第 7 版)、ダサン出版社、118 頁以下；金グォンゾン・金ムンリョル。財務諸表の分析と価値評価 (第 3 版)、チャンミンサ (2008 年)、254 頁)。

DCF 法について詳しく説明する。DCF 法は、企業が「営業活動」を通し創出する純現金の流れ (free cash flow, FCF) を利用し企業の価値を評価する方法である。したがって、DCF 法を適用するためには、まず企業のキャッシュフローを把握する必要がある。企業のキャッシュフローはその流れの順序からすると、〈営業活動のキャッシュフロー〉⇒〈投資活動のキャッシュフロー〉⇒〈財務活動のキャッシュフロー〉の三段階に分けることができる。

営業活動のキャッシュフローとは、企業の正常かつ主な経済活動からくるキャッシュフローを意味する。つまり、売上、貸貨等の営業活動による現金のキャッシュフローから、営業費用、すなわち売上げた商品の資材の代金、従業員の給与、広告費、法人税等を差引いた純流入額 (net inflow) を示す。

投資活動キャッシュフローとは、営業のための投資と関係のある金額、すなわち固定資産の購入や処分に関するキャッシュフローを意味する。営業への投資は、営業運転資本投資と営業固定資産投資で構成される。企業が営業活動キャッシュフローの一部を切り離し資産を買入れれば、それに費やされたキャッシュは投資活動キャッシュフローとなる。逆に、固定財産を処分した代金は純流出となるため、この金額は投資活動キャッシュフローでマイナス(-)として表記する。

財務活動キャッシュフローとは、負債の借入れや新株の発行、または負債の償還、配当金の支給等、企業の資金調達と関係するキャッシュフローである。これは営業活動キャッシュフローの内、投資活動キャッシュフローに流入され残った残額であり、他人資本投資者に対する純支給 (利子 + 金融負債償還 - 新規差入) と、自己資本投資者に対する純支給 (配当 + 自己株式の取得 - 有償増資納入) 等で消尽されたものを表す。

営業活動により利益が生じれば、その一部が営業の投資に使われ、それ以外が負債の返済、配当等に使われる。継続企業の観点からすると、投資活動キャッシュフローは企業の維持・発展のため必要な費用であるため、結局、企業の純キャッシュフロー (FCF) は、営業活動キャッシュフローから投資活動キャッシュフローを差引いたキャッシュフロー、つまり財務活動キャッシュフローと一致する。この様にみると、企業の純キャッシュフロー (FCF) は当該企業が投資をしながら、利子と負債を支払う能力があるのか評価する尺度となる。したがって、プラス (+) の純キャッシュフロー (FCF) を出している企業は外部資金に頼らずにすむが、マイナス (-) の純キャッシュフロー (FCF) を出している企業は借入をしなければならぬ。純キャッシュフロー (FCF) が継続企業価値を評価する基準となる理由がここにある。

しかし、継続企業価値を DCF 法を通し算定するよう定めている、上記のような韓国の大法廷の基準は批判を受けている⁶。つまり、企業価値評価はそれ自体が、独自の学問的領域があり、継続企業価値を評価する方法も様々な評価法が開発されているにもかかわらず、その中でも特定の評価法のみを適用するよう大法廷の規則で定めるのは、法的・理論的根拠が薄弱であるという。そのみならず、DCF 法が他の評価法に比べ必ずしも優れていると言えず、評価者の主観により評価の結果が大きく異なることもある点が、批判の理由となっている。更に、裁判所が回生手続きを開始するとき、調査委員に調査を命じる⁷事項の中に、継続企業価値と清算価値が含まれるため⁸、結局、裁判所は回生手続開始当時を基準とし継続企業価値を評価するよう定めていることになるが、回生手続開始当事と改正手続が続いている時、更に回生計画による権利変動があった時は、継続企業価値を算定する評価要素に変動が生じるため、回生計画案の遂行可能性および利害関係人間の公平という観点から、回生計画案を作成する際に評価するほうが望ましいという批判もある。

3. 清算価値保障の原則

(1) 清算価値保障の原則の意義

回生計画は利害関係人集会で法定の要件(回生担保権者組の 3/4 以上の同意、回生債権者の 2/3 以上の同意、改正手続開始時に資産超過であった場合は、株主組の 1/2 以上の同意)を備えれば可決となる。そして、裁判所が回生計画を認可するためには、利害関係人集会で可決するという要件以外にも、債務者回生法で定める様々な要件を備えなければならない。その要件には「回生計画による返済方法が債務者の事業を清算させた際、各債権者に返済されるものより不利にならないよう返済させる内容であること」という、所為、清算価値保障の原則が含まれる(債務者回生法 第 243 条 第 1 項 第 4 号)⁹。

⁶ ユンナンゲン、上記、35 面

⁷ 債務者回生法第 87 条、第 90 条

⁸ 回生事件の処理に関する規則第 7 条第 1 号

⁹ 第 243 条(回生計画認可の要件)

① 裁判所は次の要件を備えている場合のみ、回生計画認可の決定することができる。

1. 回生手続または回生計画が法律の規定に適合すること
2. 回生計画が公正かつ衡平であり、遂行可能であること
3. 回生計画の決議を誠実・公正な方法によって行ったこと

債務者回生法が導入される前、会社整理法の時代に、法はこの様な清算価値保障の原則を明文として定めておらず、当時、大法廷は「整理担保権者が会社整理手続で整理計画により返済された金額は、少なくとも整理会社が会社整理手続を経ずにすぐさま清算された場合より大きくなくてはならない、という主張は独断的な見解に過ぎず、採用できない」と、判決を下した例¹⁰があるが、債務者回生法が導入されてからは、このような判決は維持できないものであると考えられる¹¹。

(2) 回生計画案の強制認可時の清算価値保障の原則

清算価値保障の原則は、利害関係人が清算型倒産手続である破産手続きによらず、再建型倒産手続である回生手続を選択させる根拠となり、債権者の個別の同意を前提としない権利変更が強制的に行われる回生手続の正当性を維持する最低限の要件となる、と言える。一方、過去の会社整理法はもちろん現在の債務者回生法も、一部の組で回生計画案が否決となった場合にも、裁判所は権利保護条項を定め回生計画案を強制的に認可することができるが(債務者回生法第 244 条)、回生計画案が清算価値保障の原則を遵守していない回生計画案を裁判所が強制認可することは違法である、と言える。過去の会社整理法時代にも大法廷は、「整理計画案が一部の組で法定多数の同意を得られなかったにもかかわらず、裁判所の職権を持って整理計画案を認可するにあたり、整理計画案に不同意した組に属する権利者に対し定める会社整理法第 234 条第 1 項各号の権利保護条項は権利の

-
4. 回生計画による返済方法が債務者事業を清算させた際、各債権者に返済されるものより不利にならないよう返済させる内容であること。ただし、債権者が同意した場合はその限りでない。
 5. 合併または分割合併を内容とする回生計画については、他の会社の株主総会または社員総会の合併契約書または分割合併契約書の承認決議があったこと。ただし、その会社が株主総会または社員総会の承認決議を要しない場合はその限りでない。
 6. 回生計画で行政庁の許可・認可・免許その他の処分を要する事項が、第 226 条第 2 項の規定による行政庁の意見と重要な点において差異がないこと
 7. 株式の包括的交換を内容とする回生計画に関しては、他の会社の株主総会の株式の包括的交換契約書の承認決議があること。ただし、その会社が「商法」第 360 条の 9(簡易株式交換)および第 360 条の 10(小規模株式交換)の規定により株式の包括的交換をする場合は、その限りでない。
- ② 回生計画の認可の決定に至るまでの手続が法律の規定に反する場合にも、その違反の程度、債務者の現状その他すべての事情を考慮し、回生計画を認可しないことが適当でないと認められる時は、裁判所は回生計画認可の決定をすることができる。

¹⁰ 大法廷 2000. 1. 5. 99 コ 35 決定

¹¹ 清算価値保障の原則が明文として規定されていなかった、旧会社整理法でも、上の判例は批判され、整理計画認可の要件として「計画が公正・衡平で遂行可能であること」(会社整理法 第 233 条第 1 項 第 2 号)を根拠とし、清算価値保障の原則が求められるという見解もあった(オスグワン、清算価値を下回る整理計画案の当否、民事判例研究 23 号(2000)、595 面)。

実質的な価値を保障するためのものであり、財産権の本質的な内容を害するのを防ぐため、最低限、権利者が会社財産に対し有する清算価値が保障されなければならない。この時、清算価値は該当企業が破産的清算を通し解体消滅する場合に企業を構成する個別財産を分離し処分した時を想定した処分金額を意味する」と、判決を下し¹²、強制認可の要件として清算価値保障の原則を認めていた。

このような強制認可時、裁判所は所為、権利保護条項を定めることになるが、その方法は大きく 4 つがあるが、その一つが、「裁判所が定める、その権利の公正な取引価格を権利者に支給する方法」である(債務者回生法第 244 条第 1 項第 3 号)¹³。これに対し、上記の「公正な価格」を清算価値と認識すれば、一般的な回生計画の認可要件と差異がないという点、および回生計画案は清算価値と継続企業価値の差異、すなわち継続企業の譲与価値を債権者と株主間でどのように分配するかを定めるものであるのに、強制認可をするときは、このような分配方法に対し、利害関係者の間で合意に達することができなかつた場合(つまり、利害関係人集会で同意しなかつた組がある場合)であるため、反対した組に対し、清算価値に継続企業の剰余価値を上乗せして分配しなければならないのに、それを行わずに強制認可できると見なすのは、反対した組が存在すると言う事実を無視するものである、という批判がある¹⁴。また、担保負債権額が担保権の目的額を超える場合、その価格の範囲内で回生担保権として認められる、と定めた債務者回生法第 141 条第 4 項に対しては、その価格を市場価値として解釈しながらも、権利保護条項においては清算価値として解釈するのは、論理的に一貫性が無く、この場合も市場価値(fair market value)を意味するものとするべきである、という批判もある¹⁵。

¹² 大法廷 2005. 11. 14. 2004 コ 31

¹³ 債務者回生法第 244 条(同意しない組がある場合の認可)が定める 4 つの方法は以下のとおりである。

1. 回生担保権者に関し、その担保権の目的である財産をその権利が存続するようにしながら、新会社に移転するか、他人に譲渡するか、債務者に留保する方法
2. 回生担保権者に関して、その権利の目的である財産を、回生債権者に関してはその債権の返済に充当される債務者の財産を、株主・持分権者に関しては残余財産の分配に充当される債務者の財産を、裁判者が定める公正な取引価格(担保権の目的である財産に関しては、その権利による負担がないものと評価する)以上の価格で売却し、その売却代金から売却費用を差引いた残金で返済するか供託する方法
3. 裁判所が定める、その権利の公正な取引価格を権利者に支給する方法
4. その他の第 1 号から第三号の方法に準ずる、公正かつ衡平な権利者を保護する方法

¹⁴ オスグワン、清算価値保障の原則、民事判例研究 29 号(2007)、19 面

¹⁵ ユンナンゲン、上記、10 面

4. 結 語

倒産企業を再建するか、それとも清算するかは当該企業はもちろん、債権者、株主などたくさんの人々の利害関係と繋がっている。そのため、再建型・生産型倒産手続を選択するにおいて、その基準となる倒産企業の企業価値を公平・妥当に算定する作業は、倒産手続において核心的な意味を持つ。

韓国の大法廷が規則で、継続企業価値の評価は DCF 法によらなければならないと定めていることが妥当であるかは疑問である。つまり、大法廷規則でこのように一つの方法のみを定めておくのは、法的安全性と予測可能性の面からすると合理的にも思えるが、全てのケースで DCF 法が、より優れた方法であると断定できないため、状況によって第一審裁判所や調査委員が他の方法を選択できるよう、上記規則を柔軟に改正する必要があると思われる。具体的にどのような規則条文が適切であるかは、今後研究すべき課題である。

また、現在の回生手続上、継続企業価値が回生手続開始直後に判定され、その判定結果が事実上、手続全体を支配する継続企業価値となる傾向があるが、手続開始時点より、回生計画案作成を基準として継続企業価値が評価されるように制度を改善する必要がある。

第3回東アジア倒産再建シンポジウム
～②企業価値評価～再建計画に関連して～
10月29日(土)13時45分～15時15分

<日本の事例について>

フロンティア・マネジメント株式会社
代表取締役 松岡 真宏

【日本の私的整理における企業価値評価の2つの論点】

企業再生のコンサルティング事業や M&A アドバイザリー事業を行うフロンティア・マネジメント株式会社で代表取締役を務めている松岡真宏(まつおかまさひろ)です。本日は、再建計画に関連した企業価値評価を行う上で実際に私が遭遇した事例を用いて、発生する問題点やその解決法・回避法などについて論じていきたいと考えています。

大きく分けて、本日は2つの論点をお話ししようと思っています。2つとも私的整理における企業価値評価の論点ですが、一つは今後増えてくるコングロマリット企業の再生計画における企業価値評価を行う上でのポイントについて、もう一つは上場企業の私的整理における新株式の設計について、です。それぞれの事例は、私共がフロンティア・マネジメント株式会社を設立する前に所属していた株式会社産業再生機構(2003年に日本政府が不良債権処理と産業再生を抜本的に行うことを目途として設立した時限会社)で担当したカネボウとダイエーです。

【第二次世界大戦後に多角化に邁進したカネボウ】

まずは、コングロマリット企業の企業価値評価という事例で、カネボウについてお話します。カネボウは紡績会社として1887年に設立され、1930年代までは日本の国内企業としては最大級の売上を誇る優良企業でした。第二次世界大戦で多くの工場を空襲で失ったカネボウは、その後再度急成長していく中で、もともとの繊維事業から他の事業へと多角化を推し進めていきました。具体的には、1961年に化粧品事業、1964年に食品事業、1966年に薬品事業へと進出を行い、1980年代には日本を代表するコングロマリット企業として再び隆盛を極めることとなったのです。

しかし、主力事業であった繊維事業は、1990年代からの中国を中心としたアジア各国からの追い上げを受けて業績が悪化し、立て直しが難しくなっていました。それを補うため、化粧品事業など他の事業で生まれた利益が繊維事業の不振の穴埋めにつき込まれることとなりましたが、結果として、こうした他事業からの補填では繊維事業が立ち直らないばかりか、化粧品事業など他の事業も自ら生み出したキャッシュを自らの事業に対して使った競争力強化策を取ることができず、会社全体として収益が悪化するという結果とな

りました。そして、2004年に産業再生機構へ支援を求めることとなったのです。産業再生機構にカネボウが支援を求めた際、カネボウはグループ全体として34社、従業員数は連結で約14,000人に膨れ上がっていました。グループ企業は、もともとの繊維事業や1960年代に進出した化粧品事業、食品事業、薬品事業だけでなく、椎茸販売事業やアイスクリームレストラン事業、人工皮革製造事業など、数多くの多角化事業を行っていました。このため、カネボウの再生過程においては、企業再生の教科書と同様に、本当に今後強みを発揮できるコア事業と、他の会社の下で再起を図ってもらうノンコア事業とに分類をする必要がありました。こうしたコングロマリット企業で、そのままの有り姿で再生するのではなく、ある程度のコア・ノンコア事業の分類を行って再生を行う際に、企業価値評価過程における困難性が生じてくる可能性があります。

【静態的アプローチと動態的アプローチ】

日本において再生企業の企業価値を評価する際、通常は2つのアプローチで行われ、それらは「静態的アプローチ」と「動態的アプローチ」と呼ばれています。

静態的アプローチとは、実態バランスシートの作成という手順で行われ、具体的には会計士が中心となってバランスシート上の各資産項目の資産性をチェックするなどして、企業価値の実態をあぶりだそうという考え方です。金融機関をはじめとして日本において伝統的に行われてきた考え方といってもよいと思われます。

一方の動態的アプローチとは、当該企業の今後生み出すキャッシュフローを年度毎に計算し、それぞれの年度で生み出されるキャッシュフローを、一定の割引率で現在価値に割り戻して企業価値を計算する方法です。ディスカунテッド・キャッシュ・フローという英語の頭文字をとってDCFアプローチとも呼ばれたりしており、日本でも1990年代後半になってから徐々に広まってきました。M&Aを行う事業会社や投資ファンドなどではこのDCFアプローチを使って企業価値を算出することが多いと言えます。

もちろん、静態的アプローチによる企業価値と動態的アプローチによる企業価値が同値であることが理想的であり、そうであれば私的整理におけるプロセスでの問題発生の可能性は大きく減ずることができます。しかし、実際は、両方のアプローチによる企業価値数値がぴったりと合うことが難しい例が少なくありません。

日本における企業再生、なかんずく私的整理のプロセスでは、これら2つのアプローチでそれぞれ企業価値を計算し、その企業価値が大きな方の数値を採用し、この企業価値と比べて過大となっている債務のカットを金融機関に要請していくことが一般的に行われています。たとえば、有利子負債が100億円の企業があったとし、静態的アプローチによる企業価値が60億円、動態的アプローチによる企業価値が50億円とすると、実務としては静態的アプローチによる60億円という企業価値を採用し、有利子負債100億円との差額である40億円が過大であるとして金融機関に金融支援(かならずしも40億円の債権放棄ということではありませんが)を要請していくこととなります。

繰り返しますが、静態的アプローチと動態的アプローチというそれぞれの方法で算出する企業価値は必ずしも一致しません。その乖離が小さければ大きな問題は発生しませんが、乖離が大きい場合は問題が少なくありません。例えば、静態的アプローチが動態的アプローチと比べてあまりにも大きい場合、静態的アプローチの企業価値をベースにした金融支援があったとしても、動態的アプローチで見た株式価値がマイナスとなってしまうため、動態的アプローチをベースとして行動するスポンサーからは、株式によるニューマネーの投入が難しくなり、結果として再生計画の実行がとん挫してしまうリスクがあります。

【積み上げ方式(Sum of the parts)による企業価値評価】

さて、ここで話をカネボウに戻しましょう。

カネボウのように多角化を行っている企業の企業価値評価は、どのように行うのが一般的なのでしょうか？もちろん、ノンコア事業の売却などがほとんどなくて、現状有姿のまま企業再生を行うのであれば、いくらグループの連結対象会社が多かったとしても、連結でのバランスシートとキャッシュフロー予測を用いて、前述した静態的&動態的の2つのアプローチによって企業価値を評価すればよいということができます。

しかしながら、カネボウの場合、多角化は多岐にわたっており、しかも再生の過程で繊維事業など設備投資負担が大きな「BtoB」ビジネスは基本的には外部への売却を行い、カネボウというブランド価値の再興によって収益改善が図れる化粧品や食品など「BtoC」ビジネスをコアビジネスとして取り組んでいくという方針を決めていました。しかも、一言で食品といっても、収益力の高い商品（「Frisk」など）もあれば、全く利益を出していない飲料やカップ麺の事業もあり、食品の中でも、コアとノンコアの選別が必要となっていました。

こうした多角化した企業、言い換えればコングロマリット企業の企業価値評価は、細分化されたそれぞれの事業(parts)について企業価値評価を行い、それらを積み上げて合計することで(sum)、グループ連結全体の企業価値評価を行います。こうした評価手法を「積み上げ方式(Sum of the parts)」と呼びます。例えば、3つの事業を行っているコングロマリット企業があるとして、各事業の企業価値が、繊維事業10億円、化粧品事業20億円、食品事業5億円とすれば、当該コングロマリット企業の企業価値は35億円(10億円+20億円+5億円)となります。

こうしたコングロマリット企業が対象となる私的整理では、それぞれの事業の事業価値を静態的アプローチと動態的アプローチで計算して、それぞれを積み上げ方式で合計して全体の企業価値を計算するという複雑なプロセスを経る必要があります。

【20以上の事業に分けて価値評価】

カネボウの場合も、あまりにも多角化・細分化した事業を行っていたため、私の記憶では、連結のキャッシュフロー予想を20種類以上の事業毎に切り分け、それぞれの事業の

将来性や同業他社事例を勘案した永久成長率や割引率を使い、事業価値を算出しました。しかも、前述したように、静態的アプローチと動態的アプローチでそれぞれ算出する各事業の事業価値は一致しないことがほとんどであり、これが再生過程におけるノンコア事業の外部売却で予想外の問題を生み出すことになりました。例えば、化粧品事業は静態的アプローチであれば実態バランスシートの価値は 1,000 億円もありませんでしたが、動態的アプローチで計算したキャッシュフローから見た価値は 3,000 億円以上もありました。逆に、繊維事業は広大な土地を持っていたため、静態的アプローチから見た価値はそれなりに大きかったのですが、キャッシュフローは赤字見通しだったために動態的アプローチから見た価値は全くない状態だったのです。

いずれにせよ、カネボウの金融機関への債権放棄要請は、動態的アプローチについては積み上げ方式で計算した全体の企業価値を算出し、静態的アプローチで算出した実態バランスシート価値と比較し、合理的な水準での債権放棄を納得いただく格好となりました。困ったことが起こったのは、カネボウの再生過程で合理化を更に進めるために、もともと予定していた以上のノンコア資産の売却を加速した時でした。いわずもがなですが、企業再生の過程は、決められたルートを旅行するような予定調和だけでなく、時としては経営環境の変化に臨機応変に対応して企業戦略を変えていくことが求められることがあります。カネボウでは、不振の繊維事業の中でも天然繊維事業についてはできるだけ早く清算・売却することを想定していましたが、合成繊維事業については経営合理化の努力をしながらも良好な買い手があれば売却するという考え方だったため、当初の再生計画には 1～2 年以内での早期の外部への売却を想定していませんでした。

しかし、なかなか合成繊維事業の合理化が進展していない中、S 社という優良上場企業が合成繊維事業の買収を申し出てきました。合成繊維事業全体の買収というだけでなく、当該事業の社員も引き取るという非常に良い条件でした。また、カネボウとしても、想定よりも早く「BtoC」ビジネスに特化することができ、カネボウとしての再生のスピードも加速することができると判断しました。

しかし、問題は、合成繊維事業の静態的アプローチと動態的アプローチで事業価値に大きな乖離があったことでした。当然のことながら、S 社は合成繊維事業をビジネスとして買収するという意向なので、動態的アプローチで買収価格を計算していますが、カネボウのバランスシートには合成繊維事業の工場の価値が静態的アプローチで乗っていたのです。このため、S 社に合成繊維事業を売却する過程で、想定外の大きな特別損失が発生し、簿価上の株主資本が減価されることとなりました。

カネボウは当時上場していました。上記の特別損失による簿価上の株主資本への影響は、時価という観点や将来キャッシュフローという観点からはマイナス要素ではありませんので、株価は全くマイナスな反応はしませんでした。しかし、簿価上の株主資本が大きく毀損されたため、カネボウに対する金融機関の態度が大きく悪化する可能性が出てきてしまったのです。

その後、偶然にも他の経営戦略上の理由から、カネボウは新株発行による増資を行うこ

とが可能となったために、過少株主資本状態は解消されましたが、企業再生を担当していた人間としては、一瞬ヒヤリとしたことを覚えています。

中国や韓国の私的整理を担当される方にとって参考になるかどうかわかりませんが、日本は伝統的に静態的アプローチで企業価値を算出してきた歴史があり、日本の金融機関は現在でも静態的アプローチを一つの重要な手法と考えています。一方、企業再生の過程でM&Aなどの手法が日本でも1990年代以降一般的になってきており、動態的アプローチによる企業価値算出が広まってきています。しかも、コングロマリット企業の価値評価手法として、積み上げ方式(Sum of the parts)が使われるようになってきて、更に企業価値評価の複雑さが増大しています。

こうした環境下で、細分化された各事業の事業価値が静態的&動態的に見て、どのような状態になっているのか、また実際の企業再生のプロセスでどのようなノンコア事業売却がありうるのかということについて、大きな想像力を持って多面的なシミュレーションをしていくことが安定性の高い再建計画を作るために必要だと考えています。特に、不振事業ほど、静態的アプローチによる事業価値が動態的アプローチによる事業価値を大きく上回っている可能性が高く、不振事業の外部売却の際に障害となるリスクがあります。以上が、カネボウの事例紹介と、コングロマリット企業の企業価値評価における論点説明となります。

【急成長後に阪神大震災をきっかけに勢いが衰えていったダイエー】

次に、ダイエーの事例を用いて、上場企業の私的整理時における新株発行の論点についてお話ししたいと思います。

ダイエーの設立は1957年であり、第二次世界大戦後から日本経済が徐々に立ち上がりを見せる中で、最初は薬品小売業として神戸で産声をあげました。その後、1959~60年に衣料品、日用品、肉、青果、鮮魚の取り扱いを始めて、総合スーパーとしてチェーンストア展開を進めていきました。1972年には当時の日本の売上高一位だった三越という百貨店を追い抜き、ダイエーは日本一の売上を稼ぐ会社となり、1980年には売上高が日本の小売業で初めて1兆円を超えました。

総合スーパーという主力事業に加えて、小売業としての他のビジネスも含め、周辺事業への展開で大成功していったのもダイエーの特徴でした。1964年には日本初の大型ショッピングモールを出店し、69年には靴専門店、紳士服専門店、70年にはハンバーガーショップやステーキレストランの展開をスタートさせています。また、75年にはコンビニエンスストア「ローソン」の設立、ならびに78年にはカードビジネスとして「OMCカード」を発足させています。80年代に入ると、82年にはハワイのアラモアナショッピングセンターを買収し、87年にはリッカーの再建を引き受け、88年には野球球団の南海ホークスを買収するなど、世間の耳目を集める格好でグループ全体の成長を謳歌していました。

転機が来たのは1995年の阪神大震災でした。発祥の神戸を中心に多くの店舗が被災し、収益悪化を防ぐための大幅な人身削減が結果として店舗での販売力を低下させ、更に

業績を押し下げるといふ不運に見舞われました。その後、前述の積極的な出店やグループ拡大について有利子負債を梃子にして行ってきたダイエーは、業績悪化に伴うキャッシュフローの低迷を補うために、ローソンの売却など子会社や保有資産の外部売却によるリストラチャリングに迫られることとなりました。自らの保有資産売却で有利子負債の圧縮が難しく、しかも業績自体も低迷を続けたダイエーは、2004年に産業再生機構に支援を求めることとなったのです。産業再生機構の支援を求めた時のダイエーは、従業員数が連結で約75,000人、グループ会社は100社を超える状態となっていました。

【上場を維持しながらの私的整理】

前述のカネボウもそうですが、ダイエーも東京証券取引所一部に上場している会社でした。カネボウはその後の粉飾決算問題で上場廃止となりましたが、ダイエーは現在でも上場しており、上場を維持しながらの私的整理プロセスという難題に取り組むこととなりました。

上場している企業の私的整理については、一般的に、抜本的な資産売却や組織再編などを行う際に一般投資家を含めた株主総会の承認を得ながら進めなくてはならないことや、重要事項について証券取引所への開示義務があることなど、金融支援後の実際の業績改善のプロセスにおける手続きの煩雑さが指摘されています。しかし、本日のこの時間は企業価値評価についてですので、手続きの煩雑さ以外の側面から問題点を指摘しておきたいと思います。それは、業績が悪化している企業実態と乖離していて値段がついている上場株式が、スポンサーによる新株発行を伴うニューマネー注入を困難にしていることです。産業再生機構に支援を要請した企業はもとより、私的整理プロセスを通じて金融支援が必要な企業は、有利子負債が企業価値を上回って過多となっており、株式価値が金融理論上はマイナスとなっています(金融理論では、 $\text{株式価値} = \text{企業価値} - \text{有利子負債}$ という恒等式が成り立つため)。しかし、そうした企業でも、上場している場合に株価が0円になったり、マイナスになったりすることはありません。これはなぜでしょうか？

情報の非対称性はその要因だという指摘があります。私的整理のプロセスを行うアドバイザーや資金注入を予定しているスポンサー候補は事前に十分な資産査定を行うため、対象企業が通常に行っている証券取引所や一般投資家に対する情報開示よりも、多くの情報を保有しているということが出来ます。このため、アドバイザーやスポンサーと一般投資家との情報格差が大きく、多くの一般投資家は当該企業が債務超過に陥って株式価値がマイナスになっていることを知らないため、結果として上場している株式の値段が形成されているという考え方です。

こうした考え方には一定の合理性があります。しかし、カネボウやダイエーの場合、長年にわたる業績不振が伝えられていて、法的整理となる可能性が一定程度あった企業と言えます。あるいは、日本航空の場合、2009年年末に一部メディアでは会社更生法の適用と連日のように報道されていましたが、それでも株価が数十円の値段で推移していました。実際に2010年年初に日本航空は会社更生法が適用され、上場株式は無価値となってしま

いました。このような例では、情報の非対称性だけでは説明できない株価形成があると思われれます。

【オプション価値が上場不振企業の株価形成に影響を与えている】

実は、業績不振の企業、なかんずく業績不振の大企業の株価は、キャッシュフローの割引現在価値という金融理論上の価値だけではなく、「オプション価値」に大きく影響されていると考えられます。

オプション価値という考え方の説明は以下の通りです。

業績不振の企業であっても、その企業が法的整理になった場合に社会や取引先への影響が甚大なため、簡単に法的整理に移行することができない企業群が一定程度存在するといえることが言えます。こうした企業群は、他社からの買収や金融機関からの金融支援を受けることによって株主の経済的価値が副次的に救済される可能性があるため、業績不振で上場している大企業については「買収者や債権者による救済で既存株主が大幅なメリットを受ける可能性がある」との思惑が働きやすくなると言えます。

業績不振企業の株式価格は、「当該不振企業が救済された際にメリットを受ける」というオプション(権利)価値であり、結果として上場している不振企業の株価は、このオプション価値を織り込んで高止まりすることとなっています。こうした問題について、私自身、米国のスタンフォード大学のアジア太平洋研究所で議論した経験がありますが、彼らも同様の現象を米国で観察できると考えています。

私自身が産業再生機構で担当したダイエーとカネボウは、どちらも上場会社であり、上場を維持したままで私的整理プロセスを進めることとなりました。両社ともに、資産査定を行ったところ、静態的&動態的アプローチ両方を見て債務超過であり、理論上の株式価値はマイナスでした。しかしながら、上場していた両社の株式は一株当たり 100 円以上の値段での推移となっていました。

企業再生の過程では、株式でのニューマネーに伴うガバナンスの変更が必要な例が少なくありません。金融理論上で見て資産査定後に株式価値がマイナスだと考えられる企業の株価が証券取引所において 100 円で取引されていた場合、スポンサーとして事業会社や投資ファンドは「100 円という株価が異常であり、実態を反映していない。だから、新株については一株 10 円で発行する」という理屈でニューマネーを投入することはできるでしょうか？これは日本では大きな税務リスクを負うこととなります。

【税務リスクとどのように折り合いをつけるか】

日本では、上場して取引されている企業については、「取引されている価格が時価である」という考え方がなされるため、100 円で取引されている企業の株式について 10 円で新たに株式を発行しようとする、「有利な条件での発行」という意味での「有利発行問題」が発生します。具体的には、スポンサーである事業会社や投資ファンドが、取引されている価格よりも大幅に低い価格で新株式を発行してニューマネーを投じると、時価と新株価格

との差額が利益と見なされ、その利益に対して課税されるリスクがあります。

多くの企業再生では、ニューマネーと新たなガバナンスはセットで必須です。しかしながら、新たな資金投入者であるスポンサーにとって、経済合理性がないような高い株価での新規投資は無理であり、一方でスポンサーが考える適正な値段で新株式を発行しようとするると税務リスクがあるというのでは、企業再生にリスクマネーが入りにくくなってしまいます。上場している不振企業の株価が前述した「オプション価値」を反映して高止まりすることで、結果としてスポンサーによる新たな資金の注入やガバナンスの変更を遅らせ、ひいては当該企業の業績が更に悪化するというマイナスのスパイラルが日本や米国では散見されています。

ダイエーの例では、日本で発行が許可されている種類株式を導入することで、この有利発行問題を回避する手法を採用しました。産業再生機構としては、ダイエーのマネジメントを変革して新たなガバナンスを構築するためには、過半数の議決権を獲得することが重要と考えていました。一方で、当時のダイエーの上場株式の価格は、キャッシュフローの価値から見て高すぎると考えていました。このため、「議決権はあるものの、譲渡制限があって、配当や残余財産分配が普通株に劣後している」という設計での種類株式をダイエーに発行してもらい、その株式によって新規資金を投入することにしました。

この種類株式は、普通株式と比較して、譲渡制限による流動性リスク(数十%程度)があり、配当や残余財産分配が劣後しているという理由で、当時の取引されている普通株式の価格より半分以下の価格での発行となりました。これは、産業再生機構という政府の設立した組織だったから可能だった解決方法なのか、それとも通常の民間の投資でも可能な解決方法なのか、私は現時点では判断できません。

いずれにせよ、新たに資金を投じるスポンサーにとって、企業のキャッシュフロー価値から遊離して高止まりしている上場株式の株価は、資金投入の際の大きな問題となっていることは、ダイエーの事例で皆さんにもご理解いただけたのではないかと思います。また、リスクマネーを業績不振企業に投入する際に、その柔軟性を改善することが企業再生というマーケットをより活性化するために不可欠だと考えており、こういう面からの法律や税務の整備が今後必要になってくるとおもわれます。

以上で私からの日本における企業価値評価の問題点のプレゼンテーションを終了します。これら日本の例が、中国や韓国の企業再生を担当される方々へのヒントに少しでもなったのであれば、大変うれしく思います。ありがとうございました。

以上

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。会社更生が終結するまえ、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で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すると、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了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、手続終了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

韓国の企業再生手続での DIP financing
(DIP Financing in Korean Business Rehabilitation Procedure)

June Young Chung、鄭 峻永 (Judge, Seoul Central District Court)

I. 序 論

2011 年、大型建設会社であるサムスン建設の回生(再生)手続申立および取下げ過程は債務者改正及び破産に関する法律(以下、統合倒産法)の第 2 編、回生手続での DIP Financing の問題を逆説的に表すものであった。

国内順位 34 位の大型建設会社であるサムスン建設はプロジェクトファイナンス(PF)を通じた、ホンイン(獻仁)村住宅建設事業の施工会社であったが、事業が難航し経営難に陥ったため、2011 年 4 月 12 日、企業回生手続を申立てた。その後、回生手続開始の延長を受け、貸主団との協議を通じて、子会社所有のルネサンスホテルを追加担保として提供、7,500 億ウォンの貸出しを受け、2011 年 6 月 28 日に、回生手続申立てを取下げた。マスコミによると、貸付金 7,500 億ウォンは、ほとんど既存のプロジェクトファイナンスの貸付金、社債、企業手形債務返済などに使われ、運転資金としては 200-300 億ウォン程度しか残ってないと言う¹。

他方、同じホンイン(獻仁)村住宅建設事業の共同施工会社であり、国内順位 35 位の建設会社である東洋(ドンヤン)建設産業もまた、事業の悪化により経営難に陥り、サムスン建設が回生申請した三日後である 2011 年 4 月 15 日に回生手続の申立てをし、その間に貸主団と協議を試みたものの、担保余力の不足により運転資金について貸付を受けることができず、2011 年 7 月 12 日、回生手続が開始された。

このような過程は、以下のような点で DIP financing に関し意味を持つ。第一に、大規模企業の倒産手続での DIP financing の重要性を知ることができたが、サムスン建設は運転資金の不足により回生手続の申立てをするも運転資金調達に成功し、回生計画を取下げた点から、運営資金の調達、つまり DIP financing がいかに重要であるかが分かる。第二に、倒産企業が大規模 DIP financing を得るためには、担保余力がなければならぬだけでなく、新規貸出金の一部を既存債務返済に使う、いわゆる roll-up の手法の必要性が分かる。

¹ <http://www.mt.co.kr/view/mtview.php?type=1&no=2011053111156061659&outlink=1>(マネートゥデイ 2011.5.31.)

II. DIP financing の意義

企業には失敗もある²。失敗した企業の残存価値を債権者が分配し、清算するのが原則的な倒産企業の処理である。

この様な清算手続きの代わりに、倒産企業が事業を続けながら継続企業価値を債権者に分配する企業回生制度は、19 世紀末、米国の鉄道会社に対する equity receivership 手続から創造的に生まれたものと言える。しかし、当時 equity receivership を通し、倒産した鉄道会社を再建することができたのは、receiver's certificate を通した運営資金の調達が可能であったためである。この様に、運営資金を調達し、事業を続けながら企業再建を図る equity receivership は、その後、連邦倒産法 11 章の企業再建手続 (business reorganization) へと発展し、receiver's certificate 制度は DIP financing 制度へとつながった。

企業の運転資金は血のようなものである。運転資金がなければ、勤労者の賃金や、協力業者の部品代金を支払うことができず、事業を続けることができない。倒産企業もまた、事業を続けるためには運転資金が必要となるが、通常、倒産企業の場合、運転資金が枯渇しているため、その緊急な調達、つまり輸血とも言える DIP financing が必要である。倒産企業がすぐに DIP financing を受けることができなければ、迅速な売却 (quick sale) か清算 (liquidation) を選択するしかない。

実際に、米国での研究結果、再建手続初期に DIP loan を得た場合、企業再建の失敗率 (再建手続が棄却されるか、清算手続である連邦倒産法 chapter 7 の手続に履行される比率) が低くなるという現象をうかがうことができるが、これは DIP lender が再建可能性のある企業を選別し、DIP loan を提供しているということを表すものでもある。米国の場合、DIP loan は企業再建手続の成功を左右する重要な要素であるのみならず、金融機関の立場からすると安定的な収益を得ることができる金融商品でもある。しかし、2008 年の米国金融危機以後、信用規制のため DIP loan 市場も萎縮し、DIP loan を得るのが難しく、その貸出条件も債務者に不利になっているという。

しかし、韓国での企業再生の場合、米国での様な大規模な DIP loan は行われず、金融機関もまた、DIP loan を収益性のある金融商品としてみていない。韓国の場合、立法や実務で DIP loan に対し担保権に優先する保障をしておらず、1997 年の金融危機以降、不実な金融機関の倒産により金融業界で回生企業に対する DIP loan 商品を開発することさえもできない状態であるといえる。

そうだとすると、DIP financing は韓国の企業回生手続にも必要なものなのだろうか。必要だとすると、DIP financing を活性化させる方法とはどのようなものであるか。米国での DIP financing 実務と比較し、示唆を受ける点を検討する。

² Elizabeth Warren, Chapter 11: Reorganizing American Businesses (Aspen Publishers, 2008), 1

Ⅲ. 米国の企業再建手続きと DIP financing

1. 一般論

倒産企業の資金調達には、手続初期および手続中の資金調達(DIP financing)と手続終結時の資金調達(exit loan)があり、手続初期および手続中の資金調達(DIP financing)は新規資金貸出(DIP loan)と現金担保物の利用(use of cash collateral)がある。

→ DIP financing (DIP loan / use of cash collateral)

→ exit loan

現金担保物は、倒産財団やほかの者が権利を持つ現金や売掛金、受取手形、預金等、現金と同視することができるものを言う。倒産企業は、申立の直前まで資金を使用するため、倒産申請後に現金を多額に有している場合は稀である。現金等価物を有しない倒産企業が、倒産申請後、新規資金貸出を受けることができなければ、運転資金の枯渇により事業を続けることは難しく、清算へと追い立てられることになる。

倒産手続初期の DIP loan は、再建計画認可後、再建手続から抜け出すための exit loan に取り替えられる。一般的に、DIP lender が exit loan lender となるが、他の新しい金融機関が exit loan lender となる場合もある。再建計画認可後の exit loan は、正常時の与信のように安定的であるため、貸出条件も DIP loan より債務者会社に有利になるという。

2. 企業再建手続の変化の過程と DIP financing

ア. 19世紀末～20世紀初頭: Equity Receivership³

倒産企業が清算する代わりに、事業を続けながら返済計画を立てるという方法は、19世紀末、米国の鉄道会社倒産事件で革新的に生まれた equity receivership 制度として、こんにちの米国連邦倒産法 11 章、企業再建制度の母胎になった。

この制度の基本的な仕組みは、手続申立てがあれば、裁判所は管理人(receiver)を選任し債権者の個別的な執行を禁止し、企業財産の執行手続 foreclosure)を進めるというものである。執行手続での資産の売却は数ヶ月から数年間、延期され、その間、当事者は再建計画(reorganization plan)の内容

³ Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1908~1913

について協商したという。

その過程で投資銀行の J. P. Morgan は、社債権者委員会や株主委員会を構成し、債権や株を預かり、協議を主導した。協議の目的は、利子率の引下げや返済期限の延長等を通し債務を減少させ、鉄道会社の資本構成を再調整することであった。社債権者委員会や株主委員会が再建計画に同意したことによって、個別の委員会は再建委員会(Reorganization Committee)と呼ばれる単一の上位委員会に統合され、その再建委員会が財産売却手続で、現金に代わって預かった債権の額面価格で入札に参加し、鉄道会社の財産を買収したため、誰も競争入札に参加しなかったと言う。再建委員会は買取った鉄道会社の財産を、すぐに、新しく設立したペーパーカンパニー(shell corporation)へ移し、その新設会社の株式や債権証券が再建計画により従来の債権者に分配された。

しかし、この様な過程の間、鉄道会社の事業を続ける必要性があったため、管理人は裁判所の許可を受け、担保権にも優先する最優先返済を保障する receiver's certificate を発行し、運営資金を調達し、倒産申請の 6 ヶ月以内の商取引債権の返済をしながら、従来の経営陣が事業を続けられるようにした。

この様な equity receivership は、当初鉄道会社の再建事件に適用されたのが、19 世紀末から 20 世紀に入り、次第に一般会社にも適用されるようになった。この制度は、現在の倒産法第 11 章、企業再建手続と基本的な仕組みと似ており、特に当時の receiver's certificate 制度は、現在の米国企業再建実務上、もっとも重要な制度である DIP financing と同じ機能を持っていると言える。

イ. 1938 年～1978 年: いわゆる Chandler Act of 19384

1938 年改正倒産法は、当時ニューディール時代の企業に対する不信を反映し、大規模な企業の場合、企業再建手続があれば Chapter X により既存経営者の経営権を剥奪し、第三者管財人(court-appointed trustee)を選任し再建手続を進め、証券取引委員会(Securities and Exchange Commission; SEC)が監視するよう定めた。

この様な Chapter X はイェール大法学部の教授で、後に SEC 委員長および連邦大法官となった William Douglas が主に立案したのだが、施行後、大規模な企業再建事件は、1938 年、500 件から 1944 年、100 件へと急減したという。

ウ. 1978 年～1980 年代: Debtor in Control

1978 年、改正倒産法は既存の経営者管理(debtor-in-possession; DIP)制度へ

⁴ Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1913~1914

と政策を転換した。DIP 制度は、企業経営のノウハウのある既存の経営陣に企業再建手続の責任を持たせる制度で、新しい経営陣を取り入れるより既存の経営陣を活用するほうが効率的であるという判断を根拠とするものである。

企業再建制度は企業継続価値(going concern value)を維持するためのものであり、この目的のため、債権者の個別の執行を禁止し、債務者が経営陣に再建計画案を提示させ債権者と協商する機会を与えた。つまり、企業再建制度は債権者からの救済(relief from creditors)と債務者の息をつく機会(breathing spell)を与える手続として見られた。

同時に DIP に対応する中心的な役割および DIP の監督者(watchdog)役として、債権者委員会(creditors' committee)の機能と権限が強化された。債権者委員会の存在は再生手続の成功の鍵となるという。債権者委員会の機能と権限は、倒産法 1103 条(c)⁵および 1109 条(b)⁶で定めている。

しかし、1978 年改正倒産法の施行以後、初期の段階であるこの時期には、債権者委員会がうまく機能しなかったという。債権者委員会は債務者の調査、監督、再建計画案提出等、改正倒産法が与えた権限を行使せず、そのため債務者は引き続き企業債権手続を主導し、企業支配権を失わなかったそうである。⁷

しかし、この様に債権者の監督なしに DIP が主導する企業再建手続の場合、手続が遅れ、その間に企業価値が毀損されるという問題が発生した。例えば、

⁵ 米国倒産法 1103 条

- (c) A committee appointed under section 1102 of this title may -
- (1) consult with the trustee or debtor in possession concerning the administration of the case;
 - (2) investigate the acts, conduct, assets, liabilities, and financial condition of the debtor, the operation of the debtor's business and the desirability of the continuance of such business, and any other matter relevant to the case or to the formulation of a plan;
 - (3) participate in the formulation of a plan, advise those represented by such committee of such committee's determinations as to any plan formulated, and collect and file with the court acceptances or rejections of a plan;
 - (4) request the appointment of a trustee or examiner under section 1104 of this title; and
 - (5) perform such other services as are in the interest of those represented.

⁶ 米国倒産法 1109 条

- (b) A party in interest, including the debtor, the trustee, a creditors' committee, an equity security holders' committee, a creditor, an equity security holder, or any indenture trustee, may raise and may appear and be heard on any issue in a case under this chapter.

⁷ LoPucki, The Debtor in Full Control - Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code?, 57 Am. Bankr. L. J. 247 (1983), 272

Eastern Airlines 事件で破産裁判所の裁判官は、債務者会社が内部崩壊しかけているという債権者の主張にもかかわらず、数年に掛けて手続を進め、結局、Eastern Airlines は債権者が受け入れる計画案を提出することなく崩壊したという。そして、LTV 事件は実に 7 年も続いたという。

エ. 1990 年代以降、最近の変化: Creditors in Control

(1) DIP financing と金融機関の影響力の拡大

企業再建申請後、債務者が DIP financing の許可を裁判所から得ると、連邦倒産法第 364 条の規定により、DIP lender は、新規貸出金につき優先返済権または担保権者より優先する最優先担保権(priming lien)を確保することになる。これにより、再建手続が失敗しても、DIP lender は DIP loan をその貸出約定により、最優先に再建企業の財産から回収することができる。再建手続が成功すれば、DIP loan は exit loan に入れ替わる。

企業再建手続初期の DIP financing の成功は、企業再建手続成功の鍵となるだけでなく、金融機関からしても DIP loan は、ほぼ不履行のない安定した投資であるといえる。ムーディーズ信用評価会社の 2008 年 10 月の報告書⁸によると、1988 年から 2008 年まで、大規模な企業の DIP loan の 297 件中、不履行されたのはたった 2 件で、不履行率は 0.5%に過ぎず、不履行となった 2 件のうち 1 件のみが全額返済にならなかったという。このように、安定的で高収益を保障する DIP loan を提供する金融機関を line-up させ協商し、もっとも有利な条件の金融機関から DIP loan を受けたと言う。

再建企業の全てが DIP financing を得るわけではない。しかし、大規模な企業の場合、DIP financing を得る比率が増加し続けており、その比率は 1988 年 7.41%から 1996 年 48.21%に増加⁹、1990 年代中盤以降は、ほとんどの大規模な再建企業が再建手続初期に DIP financing に頼るようになったという。

DIP lender は、再建手続を申請する裁判所を決めるだけでなく、貸出約定を通し再建手続の方向性に大きな影響を与える。この様な影響力の行使方法は様々であるが、再建企業に CRO(Chief Restructuring Officer)を採用させたり、資産を売却または迅速なリストラクチャリングをさせること等が含まれる¹⁰。それにより、DIP financing は再建手続でもっとも重要な企

⁸ Moody's Investors Service, Moody's Comments On Debtor-In-Possession Lending (2008/10)

⁹ Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1906

¹⁰ Ayotte & Skeel, An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice, 73 U. Chi. L. Rev. 425 (2006), 456~457

業支配の手段となった。United Airlines 事件の場合、DIP financing を提供した貸主団は、労働組合が大幅な賃金削減を認めるよう債務者会社に圧力を行使した。

また、高級おもちゃ会社である FAO Schwarz 事件の場合、DIP financing を提供した貸主団は、債務者会社が2ヶ月以内に再建手続を完了させるか資産を売却するようにし、それができない場合、営業を閉鎖させると言ったという¹¹。

(2) 資産の迅速な売却

最近、21世紀に入り、DIP financing を通し企業支配権を握った債権者が企業再建手続初期に連邦倒産法 363 条により債務者会社の重要資産を即時、売却する迅速な企業リストラクチャリングを進める事例が増えている。

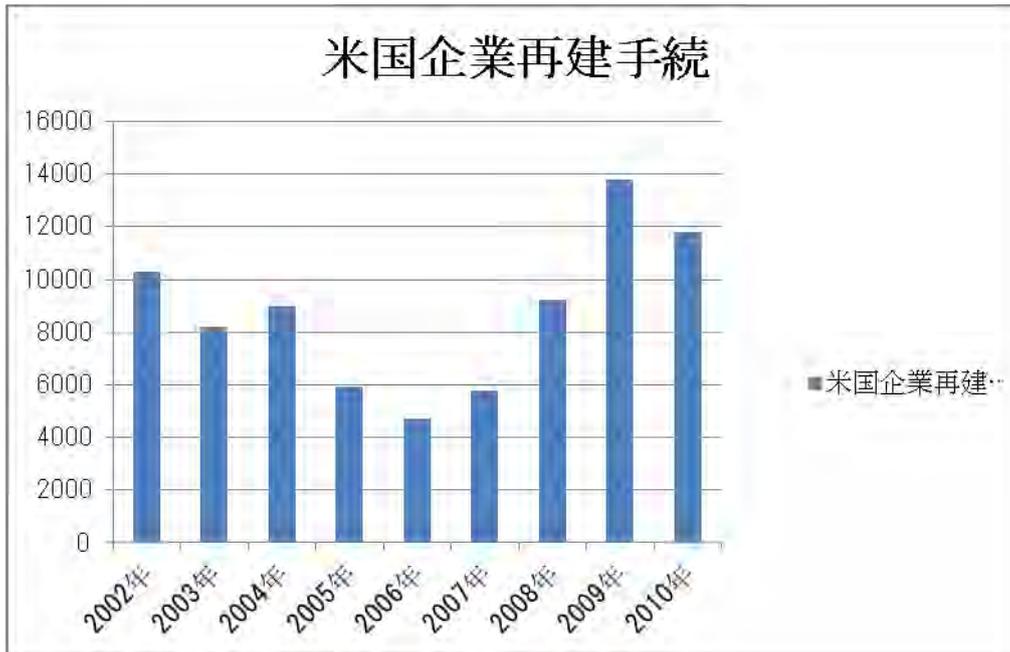
資産の即時売却許可申請で、債務者会社の資産を「解けかけている氷 (melting ice cubes)」と比喻し、切迫感 (No Time to Spare) を強調したが、破産裁判所の裁判官は、資産売却許可を決定するのに、他の要素について考える余裕は無い、という。この様な資産の即時売却事例として、Lehman Brothers (申請後、4 日で売却許可)、Chrysler.GM (数週間うちに売却許可) 等を挙げられる。

(3) 政府が主導し、企業再建計画を活用

米国連邦政府は、「大きすぎてつぶせない (too big to fail)」という理論に則り、救済金融 (bailout) を通し大規模な企業の倒産を防ぐ事が多い (最近では、大規模な金融会社である Bear Sterns, AIG, Citibank)。この様な、政府救済金融に対しては、不実な経営の責任を納税者に押し付けるという理由で批判する見解も少なくない。

しかし、2009 年大規模な自動車製造会社である Chrysler や GM の企業再建手続でも伺えるように、連邦政府が DIP Lender でかつ企業支配権をもつ債権者として、企業再建手続を活用し、迅速な売却を主導した。この様に、迅速な売却を通じた企業再建手続を進めた GM は、2010 年 4 月に米国連邦政府およびカナダ輸出開発公社に対する債務、\$5,800,000,000 を全額弁済し、同年 11 月に株式再上場に成功し、クライスラーは 2011 年 5 月に米国およびカナダ政府に対する債務、\$7,700,000,000 を全額弁済したという。

¹¹ Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1906



3. 最近の DIP financing の縮小現象による変化

ア. DIP lender の変化

主要な DIP lender の内、Lehman Brothers が 2008 年 9 月 15 日に、倒産の申立てをし、GE Capital はこれ以上 DIP loan を提供しないと宣言し、DIP loan 市場は閉塞しはじめた。それにより、DIP loan を得ることが難しくなり DIP loan を提供していた金融機関の数も 30 個以上から 5~6 個に減ったという¹²。この様な状況の中、伝統的な DIP lender の代わりに投資ファンドやヘッジファンド (equity and hedge fund)、地域金融機関、政府等が新しい DIP lender となりうるという¹³。

イ. 既存の担保債権者からの DIP financing (roll-up)

金融市場崩壊後、新規の金融機関による DIP financing は減り、既存の担保債権者が既存の担保債権の一部弁済と新規資金を貸出す roll-up をもって、DIP lender となるケースが増えている。

DIP financing を受ける金融機関を見つけることができなかつた場合、既存の債権者から DIP financing を受けるしかないが、cross-collateralization(新規貸出しをしながらか提供された担保を、既存の無担保債権の担保にもする方法)

¹² Morabito, Debtor-In-Possession and Exit Financing in Today's Market, 2010 WL 556191 (2010), 2

¹³ Martin, et al, Freefalling with a Parachute that may not Open: Debtor-In-Possession Financing in the wake of the Great Recession, 63 U. Miami L. Rev. 1205 (2009), 1205-1206

は、無担保債権者を不当に有利にするものであり許容できないため¹⁴、roll-up(既存の担保債権者が、その担保債権の一部を弁済すると同時に新規資金を貸出)方式を使うことになる。roll-up の場合、既存担保債権の弁済額と新規資金額の比率は、通常 1:1 程度であるという。金融市場崩壊以後、2009 年 11 月 15 日まで行われた DIP financing の 56.5%が新規資金であり、他は既存担保債権の弁済であると言う(連邦政府が担保債権者である GM や Chrysler は除外)¹⁵。このような roll-up により、既存の債権金融機関は倒産手続に縛られることによるエクスポージャー(exposure)を減らし、債務者企業の将来にさらに大きな影響力を持つことになるという。

roll-up された既存の担保債権は、弁済されることによって、共益債権となり、再建手続の中で権利の減免ができなくなるので、roll-up の事前にこのような点を慎重に考えなければならない。

最近の DIP loan のうち、roll-up の事例を見てみると、Circuit City (\$1,100,000,000 の DIP loan 中、\$898,000,000 は既存担保債権者への弁済)、Lyondell Chemical Co. (\$8,000,000,000 の DIP loan 中、\$3,250,000,000 は既存担保債権者への弁済)、Blockbuster Inc. (\$250,000,000 の DIP loan 中、\$125,000,000 は既存担保債権者への弁済)、Landsource Communities Dev. LLC (\$1,185,000,000 の DIP loan 中、\$1,050,000,000 は既存担保債権者への弁済)等がある。

しかし、roll-up の場合、既存の担保債権へ弁済する分を除外し、新規資金のみを見るとかなり高率の利子を負担している。つまり、Lyondell Chemical Co. 事件では債務者が、約 \$8,000,000,000 の貸出しを受けたが、そのうち約 \$3,250,000,000 は既存の担保債権への弁済であった。この DIP loan 全体に対する収益は、約 20%(13%の利子と 7%の手数料)であるが、新規資金 \$4,750,000,000 のみを見ると、実質的な利率は約 33%となる。また、後に取り上げる Circuit City の件の場合、新規資金のみの実質的な利率は 41%にも及ぶ¹⁶。

ウ. DIP loan 約定内容の変化と、迅速売却、清算

DIP loan 市場が萎縮するにより、DIP loan を得ることが難しくなり DIP loan の条件も不利になっているという(高い利率、貸与期間の短期化)。そして、

¹⁴ cross-collateralization 에 관하여는 임치용, “DIP financing - 한국과 미국의 비교”, 과산법연구 3, 박영사(2010), 203

¹⁵ Rice, Changes in Debtor-In-Possession Financing Following the Financial Collapse of 2008, 29 Rev. Banking & Fin. L. 312 (2010), 317~318

¹⁶ Goldstein, et al, Debtor in Possession Financing and Second Lien/Subordination Issues, American Law Institute - American Bar Association Continuing Legal Education ALI-ABA Course of Study, April 28-29, 2011

DIP lender は貸出約定をもって再建手続に主導的な位置で関与することになるが、貸出約定により、ほとんどの資産は早期売却、各種取引および再建計画による DIP lender の承認、経営陣の交代等を要求するようになる。

具体的な事例は、米国連邦政府は DIP lender として、GM、Chrysler の企業再建事件で、主要資産を数週間で新設会社(New Company)に売却し、事業を続けさせ、残存会社(Old Company)は清算手続を進めるようにした。

Circuit City 事件は、DIP lender が短期間内に再建する機会を与え、失敗した場合資産売却と清算を要求した事例である。Circuit City は、2008 年 11 月 10 日、チャプター11 手続を申請し、裁判所から DIP loan として 12 ヶ月満期の \$1,100,000,000 の借入について許可を受けたが、休暇シーズン後の 2008 年 12 月 29 日に、自動的に貸出金は \$900,000,000 に減縮されるよう約定した。DIP loan のうち、\$898,000,000 は既存の担保債権を弁済するものである。全体の貸出金に対し、年間約 7.25%の利率の利子と手数料が支払われるが、新規資金に限っては、41%に及ぶという。休暇シーズン後の新規資金である \$200,000,000 を償還しなくてはならないため、休暇シーズンの間の売上で、十分な現金を確保できなければ会社の運営が難しくなる。Circuit City は 2009 年 1 月 16 日まで事業売却を行ったが、買い手が現れなかったため、結局連邦倒産法第 7 章の清算手続に転換され、全ての商店が閉鎖され、3 万人の労働者が職を失った。DIP financing がなければ Circuit City は、はるかに急激に清算していたと思われるが、DIP loan 貸出約定上の制限が無かったとしても、Circuit City が事業を続けられた否かは明確では無いという¹⁷。

エ. 代案—早期(early)再建申請

このように DIP loan を受けることは難しく、受けたとしても債務者企業の過酷な貸出条件により、再建より清算や資産売却へと繋がってしまう場合が多い。これを避けるため、早期に担保余力のある状態で再建申請をした後、正常の新規貸出をうけた事例(Tribune Co.)と、現金 \$2,400,000,000 を保有している状態でチャプター11 申立てをした事例(Nortel Networks)が注目を浴びている¹⁸。

¹⁷ Goldstein, et al, Debtor in Possession Financing and Second Lien/Subordination Issues, American Law Institute - American Bar Association Continuing Legal Education ALI-ABA Course of Study, April 28-29, 2011

¹⁸ Rice, Changes in Debtor-In-Possession Financing Following the Financial Collapse of 2008, 29 Rev. Banking & Fin. L. 312 (2010), 320

IV. 韓国の企業回生手続と DIP financing

1. 従前の会社整理手続での DIP financing

1962年、制定された旧会社整理法(2006年4月1日総合倒産法施行により廃止)は米国の企業再建制度をモデルとしたものである。

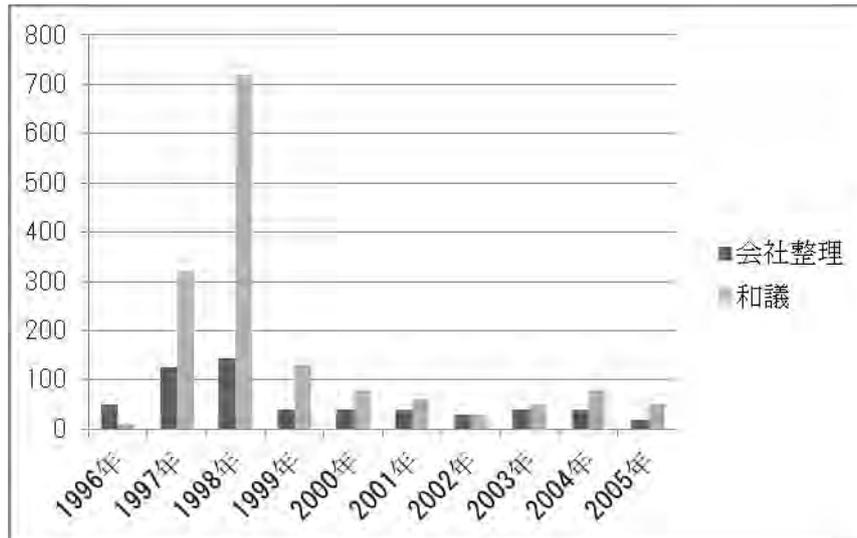
しかし、会社整理法の実務は企業主から経営権を剥奪することを原則として行われており¹⁹、会社整理申請をした以上、会社整理計画認可前に廃止されたり、整理計画が不認可になった場合も、必要的破産宣告をするようにする等、厳格に運営されている。そのため、倒産企業は会社整理制度の利用を避ける現象が生まれ、よって会社整理制度の利用実績は低調であった。1997年の金融危機以後も、財政的に困難な企業主も経営権の喪失を恐れ、会社整理手続の申請を避け、その空白は金融監督機関と金融権のワークアウト制度が埋めることになった。

一方、旧和議法(2006年4月1日統合倒産法施行により廃止)による和議手続が存在したが、和議は既存の経営者および企業主が企業支配権を維持したまま、債権者との集団協議を通し和議案を作成する制度であり、中小規模の企業のみが利用できた²⁰。企業の支配権を維持しながら破産を避けるため、債務者は主に、債権者に債務期間の延長または一部減免を内容とする和議案を提示し、その過程で債権者が主導権を行使することができなかった。これにより、企業主が経営権維持のため悪用するという批判、破産を免れるために遂行不可能な和議案が認可され、その後再び倒産に陥る場合もあるという批判があった。

¹⁹ 旧会社整理法 94 条：「裁判所は管理委員会と債権者協議会の意見を聞き、管理人の職務を遂行するのに適当な者を管理人として選任しなければならない。」

▶ 会社整理事件の処理の手引(大法延例規、廃止)4 条(保全管理人・管理人の選任方法)

²⁰ 2006年4月1日統合倒産法の施行と同時に廃止された旧和議法 19 条の 2 によると、「債務者の財産・負債の規模が大きいか、債権者等の利害関係人の数が多い等、諸々の事情から鑑み、和議手続によるのが不適切である場合」は、裁判所は管理委員会と債権者協議会の意見を聞き、和議の申請を企画することができる。(1998年2月24日改正)



大企業が経営権の剥奪を恐れ、会社整理手続を避けている現象を目撃した金融当局は、財務構成改善を通じた効率的な企業リストラクチャリングと、その過程で債権者の企業支配権を実現させるための案として、不渡し猶予協約制度等を経て、企業構造調整促進法(2001年8月14日、法律6504号に制定)によるワークアウト制度を導入した。

企業構造調整促進法の制定当時、有効期間は2005年12月31日までとなっていた。失効以前の2005年3月31日に制定された統合倒産法の施行により、企業回生手続および自立的な企業リストラクチャリングが円滑に行われることを期待して、この期間の延長がされることなく、同法は2005年12月31日に失効した。しかし、2006年4月1日統合倒産法の施行以後も同前に、債権金融機関の自立的な合議を通じた企業リストラクチャリングが市場に定着しなかったため、企業リストラクチャリングが迅速かつ円滑に行われるようにする目的で、2010年12月31日まで時限的に適用される企業構造調整促進法を2007年8月3日に再び制定した。その後、2010年12月31日の期限の経過で同法は失効したが、不動産プロジェクトファイナンスの貸出不良化により、大型建設会社が倒産する現象が起き、2013年12月31日まで時限的に適用される企業構造調整促進法が、2011年5月19日にふたたび制定された。これによって、ワークアウト推進過程における企業の自立性を強化し、金融機関協議会の議決に反対する金融機関および小額債権金融機関の権利の保護を強化する方向で、法整備が図られた。

債権金融機関が主導する企業構造調整促進法によるワークアウトの性格を分析すると、米国倒産法第11章のDIP制度に基礎をおいた、企業再建手続が裁判所外で進行される方式であることが伺えられる。つまり、債権金融機関行議会の監督の下、債権者が債務者会社に新規資金供与(DIP Financing)し、回生を積極的に支援し、既存の経営者が事業を続けながら、債権金融機関の債務のみを期限延長、減免、出資転換等により迅速に調停する方法である。このように、金融当局は主債権銀行が周期的に企

業の経営不備の兆候を診断することによって、常時、企業リストラクチュアリングし、大規模な不良債権化を防げるようにした。

このような金融機関が主導するワークアウトを成功させた企業として、ハイニックス、ヒョンダイ建設、キョンナム企業、イス建設等があり、一方、ワークアウトを成功させることができず再び企業回生手続を申立てた企業には、サムヌン建設、ワールド建設、デウ自動車販売等がある。

2. 統合倒産法上の企業回生手続での DIP Financing

ア. 概 観

2006年4月1日に施行された統合倒産法上の企業回生手続は、既存の経営者が管理する制度を基本としながらも、債権者協議会の機能と権限を強化するものである。しかし、実務上には債権者の積極的な参加がないため、最近まで企業回生手続は債務者の主導により行われてきた。

また、金融機関が手続を主導するワークアウトとは異なり、回生企業に対する新規の資金供与はほとんどなかった。さらに、最近のサムン土建の改正申請取下げの事例からも伺えるように、債務者企業が金融機関から新規資金の支援を受ければ、回生手続申請を取下げると。つまり、DIP financing に成功すれば、回生手続外でワークアウト等を通し、債務再調整、リストラクチャリングを試みる。金融機関は DIP financing の提供を条件として、回生申請の取下げを誘導することもある。金融機関と信担当者にとっても、企業が回生手続に入ると一律的に信用ランクが D ランクと下方調整され、信用ランクの墜落により企業に新規資金貸出ができず、回生手続がかえって企業回生を害すると考えるため、一旦回生手続を避けようとする傾向がある。金融機関は、信用ランクも C ランク程度にとどまり、新規資金貸出も可能で、金融機関が手続を主導できるワークアウトが企業回生に実質的にプラスになると考えているように思われる。

統合倒産法の施行以後、DIP financing の必要性に関する学界と実務界の要請により、2009年10月21日、統合倒産法の改正で、資金借入による請求権を最優先返済権のある共益債権とする規定が新設された(統合倒産法第179条第1項第5号、第12号、第180条第7項)²¹。ただ、米国の DIP financing 規定で定めるような回生担保権に優先する地位は与えられず、破産手続で履行する場合、他の財団債権より優先返済権を認める規定も新設されなかった。このような新設規定により回生手続での DIP financing が、以前よりは活発になると期待されているが、まだ事例が増えずにいるのが実状である。

²¹ オスグーン、企業改正制度の現状と改善方案、司法第4号、司法発展財団(2008/6)、69;梨花女子大学 倒産法研究センター、倒産法制の先進化の為の比較法制の研究(2008/12)、169;イムチヨン、「DIP financing-韓国と米国の比較」、破産法研究3、博英社、(2010/6)、204-213

イ. DIP financing の可能性

DIP financing は、主に大規模企業で必要とするものであるが、その事例がほぼ無いとすれば、韓国の企業回生手続での DIP financing は存在しがたいのであろうか。

ワークアウトにおいて新規資金貸出が可能な理由は、債権者の金融機関がその手続を主導でき、弁済の権利行使に裁判所の制約が無いからである。米国の DIP lender は、貸出約定を通し効率の収益を得られるだけでなく、債務者の財産に対し最優先担保権を得ることにより、再建手続が失敗したとしても DIP loan の回収を保障されている。

資金回収が疑問視されたとしたら、誰が回生申立をした企業に新規資金を貸出するだろうか？ 韓国でも、DIP financing が回生手続中にも可能とさせるためには、この様な点を考えぬわけにはいかない。少なくとも、DIP lender に資金回収を保障せねばならず、既存の担保債権者から DIP financing をする場合、担保債権の一部を弁済する roll-up も必要である。ただし、サンブ土建の事例でも伺えるように、担保債権と無担保債権の区別無しに、全額を弁済したり、弁済される既存の債権の比率が圧倒的に無担保債権者を不当に有利に取り扱うこと、または cross-collateralization に該当し、回生手続では認められないはずである。

一方、東洋建設産業の事例でも分かるように、担保余力が無い限り、ワークアウトの場合であっても、新規資金の支援を受けることは難しい。しかし、不動産のみならず動産や債権等を担保として提供して DIP financing を得ることは可能である。そのうえ、2012年6月に施行を予定されている、動産・債権等の担保に関する法律が施行されれば、回生企業の売上債権、在庫等を担保とする DIP financing が活性化されることも期待できる。ただし、売掛債権はその売掛債権の債務者が財政的な困難に陥った場合、価値が急落することもありうるし、在庫はその取引市場の規模が小さく担保価値が過大評価された場合、全額返済を受けるのが難しくなる恐れがある。

ウ. DIP financing の事例

このように、韓国では DIP financing を得ることが難しいにもかかわらず、最近、企業回生手続中にある企業が DIP financing に成功する事例を見受けることができる。

(1) 回生手続中の DIP financing

中小規模の企業の場合、売掛債権や電子手形を担保に、金融機関から小規模な運営資金を貸出す事例が増えている。その他に、事業運営資金または、

調査委員の調査の結果、継続企業を存続させるために必要な資金を知人から借り入れる場合等があり、このような運営資金を返済することが難しい場合には回生計画でデッド・エクイティ・スワップするように定める場合もある。

他方、大規模な企業の DIP financing の事例は多くない。

2009年1月9日、回生申請をしたサンヨン自動車は、約2,500億ウォンの新規資金(=退職金等、人員リストラクチャリング費用1,500億ウォン+新車C-200のリリース関連費用1,000億ウォン)が必要だったが、回生手続中に本社の工場およびその他の不動産を担保権として提供し、メイン銀行から2009年8月18日、人員リストラクチャリング費用の1,300億ウォンのみ貸出すことができたという。その後、2010年に、会社所有の不動産を第三者に売却し、新車のリリースの費用、1,000億ウォンを調達した。サンヨン自動車はその後、インドのマヒンドラアンドマヒンドラ Ltd. に引取られ2011年3月14日に、回生手続は終結した。

2011年4月1日に回生手続が開始された、国内順位47位である大型建設会社のLIG建設の企業再生手続を見ると、債権者協議会が活性化し、回生手続の初期から債務者会社に資金管理委員を派遣し、資金の収支及び経営を監督しながら金融機関の回生手続に積極的に参加しているが、債権者協議会を主導の下に、LIG建設の事業継続のための新規金融(工事履行保障、住宅分譲者に対する内金貸出等)を持続的に提供している。

(2) 回生手続の終了時の DIP financing (exit loan)

アメリカの企業再建実務には、再建計画認可後、exit loan が DIP loan を代替する。しかし、韓国では DIP loan の事例がほとんど存在しないため、これに代わる exit loan の事例もまた、ほぼ存在しない。DIP loan に代替しない新規の exit loan、つまり回生手続認可後、回生手続の終結のための新規資金調達は、回生手続ではあまり大きな意味を持たない。回生計画が認可された以上、既存の債権者と債務者会社との間で既存の債権債務は全て消滅し、新しい契約である回生計画による債権債務のみが残り、回生手続の認可後、終結するための資金調達は正常企業の資金調達と異ならないためである。しかし、従前には第三者に引取られた場合を除いては、回生計画認可後、回生手続終結前に企業が新規資金を調達する事例はほとんど無かった。このことは回生企業に対する新規資金の貸出に厳しい制約があったことを示している。

最近、韓国では回生計画の認可後、回生手続の終了のための新規資金調達である exit loan の事例が出現している。デウロジスティックスは海運物流企業として、2010年10月29日、回生計画の認可を受けた。政策金融公社

等の投資者は「投資専門会社(private equity fund; PEF)」を設立し、デウロジスティックスに1,200億ウォンを投資した。デウロジスティックスは、その内600億ウォンを回生担保権及び回生再建全額の早期の一時返済に、450億ウォンを営業用船舶の購入に、150億ウォンを運転資金として使用する予定であるという。このような exit loan に成功したデウロジスティックスは、2011年6月8日、回生手続が終結された。

一方、認可された回生計画によると、営業用資産である工場を、即時に売却し回生担保権を返済するようになっているが、適当な価格で工場を売却するのが難しく、工場移転費用および新しい工場の取得・賃借費用がさらに必要となる場合、工場を担保に地域金融機関(チョチュク銀行等)から新規に貸出し、既存の回生担保権を返済し回生手続の終結を進めている回生企業がある(Nレミコン、Jテク)。もし、廉価に担保物を売却する場合、回生計画が挫折し、担保物を売却することができなければ、回生計画による返済を不履行したこととなり、回生手続廃止理由となる、危機状況から逆に担保権を設定して新規の貸出を受け、回生担保権及びその時まで支払うべき債務を返済して回生手続を終結させるものであり、回生手続の終結に必須的な資金調達、つまり exit loan であると言える。

V. 今後の DIP financing 制度

米国の場合、DIP financing の発達により、大規模な企業の企業再建手続きが DIP lender の主導の下迅速に行われ、企業価値が保存され回生の可能性が高まるというポジティブな効果がある反面、経済性のある企業でもすみやかに DIP financing を獲得できなければ、清算へと追いたてられるという副作用もある。DIP lender の立場からすると、企業が再建に失敗し清算するとしても DIP loan の回収が保障されているため、DIP lender に偏った再建手続きの進行は、他の利害関係人に被害をもたらすこともある。これを防ぐため、倒産企業としては運転資金を保有したまま、早期に再建手続の申請をし、金融機関と同等な立場で DIP financing 貸出約定をし、再建手続を進めるのが望ましいと言う。

韓国の場合、DIP financing の市場が発達していないため、DIP lender の手続主導もなく、かえって回生企業が信用規制により運転資金の調達が困難であるか、不可能な場合がほとんどである。運転資金が足りない場合、回生手続の進行中に、必要な人的資源が流出し続け、取引が中断する等、企業価値が毀損されるので回生手続が廃止されたり、回生手続が認可されても回生計画の遂行が難しく破産に追い立てられることが多い。このような場合、回生手続は、「企業が清算されるまで経営を続けられる」という、心理的な満足を旧経営陣に与える以上の意味を持たない。

倒産企業が事業を続けることができないならば、清算するしかない。事業を続けるため

には運営資金が必要なため、運営資金の調達が回生手続の要であると言える。回生企業の運転資金調達は、アメリカの DIP financing と現在の韓国のワークアウトでの新規資金貸出の実務を参考すべきである。回生手続と調和を保ちながらも効果的な運営資金調達法は、回生担保権の一部の弁済と新規資金を結ぶ roll-up 法を使い、DIP lender が手続の初期から債権者協議会を通し、企業支配権を行使できるようにすることである。この過程で、経済性のある企業が不当に清算や売却されぬよう、DIP lender の主導権を法の枠組みの中で適切に制御するのが、裁判所の役割である。

日本における DIP ファイナンス

弁護士 栗田口 太郎

1. はじめに

本日は、貴重な講演の機会を与えて頂き、ありがとうございます。私は倒産処理とファイナンスの実務に携わっている日本の弁護士であり、本日は、株式会社ゴードン・ブラザーズ・ジャパンの堀池篤様と一緒に、日本における「DIP ファイナンス」についてご報告致します。本日は、まず前半で、日本における DIP ファイナンスの概要について、私から簡潔な報告を行います。後半で、堀池様から近時の実例を踏まえたご報告がなされます。どうぞよろしくお願い致します。

2. DIP ファイナンスとは何か

まず、「DIP ファイナンス」とは何か、を明らかにしておきたいと思います。わが国において、「DIP ファイナンス」とは、民事再生手続や会社更生手続など再建型の法的倒産手続の申立てを行った債務者に対する新規の融資を指します。いまだこれらの申立てに至っていない私的整理の段階の債務者に対する融資は、「プレ DIP ファイナンス」と呼んで区別されますが、これらを含めて広く「DIP ファイナンス」と呼ぶこともあります。本来、DIP とは、米国において、再建型の法的倒産手続である Chapter 11 の手続主体である debtor-in-possession を指すわけですが、わが国では、慣例として、以上のような用語が用いられています。

なお、「民事再生手続」は、通例、再生債務者(従前の経営陣)が業務遂行権と財産の管理処分権を手続中も保有し(DIP 型)、担保権の実行を原則として許容する再建型手続であり、通常は裁判所及び監督委員の監督の下で手続が進められます。「会社更生手続」は、管財人を必ず選任し(伝統的には倒産処理に長けた弁護士が選任されていますが、近時は従前の経営陣から管財人が選任される「DIP 型」の運用もみられます)、管財人が更生会社の事業経営権と財産の管理処分権を保有し、担保権の実行を原則として禁止する再建型手続であり、裁判所の監督の下で手続が進められます。更生手続の申立後、開始前までは、保全管理人を選任して事業経営権・管理処分権を付与するのが伝統的な実務ですが、DIP 型手続が想定されている場合などでは保全管理人を選任せず、従前の経営陣が引き続きこれらの権限を保有する例もみられます。

3. DIP ファイナンスの諸形態

倒産手続の申立てを行った債務者に対して融資を行うことは、従前は既存のレンダー、とくに「メインバンク」により行われることがありました(ディフェンシブ型)。しかし、倒産債務者と特段の関係のない全く新規のレンダーが融資を行うことは(オ

フェンシブ型)、かつては、通常なされていなかったものとみられます。わが国では、2001年3月に民事再生手続の申立てを行った**フットワークエクスプレス株式会社**に対して、同年5月に日本政策投資銀行および当時の富士銀行(現みずほコーポレート銀行)が提供したDIPファイナンスが、オフエンシブ型の嚆矢をなすものといわれています。

4. DIPファイナンスの必要性

では、なぜDIPファイナンスが必要とされるのでしょうか。法的倒産手続の申立てをすると、通例、弁済禁止の保全処分が発令されて、一時的には申立ての前日までの原因に基づく債務の弁済を要しなくなります。しかし、申立てには、多額の手続費用を要します。また、申立てに伴う信用の低下から、多くの場合、売上げは減少します。借入先の銀行にある預金は相殺を受けますし、受け取っていた手形を現金化することも困難となります。仕入先と取引を継続するためには、通例、短いサイトや現金での決済が必要となりますし、ときには保証金の前渡しを求められます。このような事情から、往々にして、資金繰りがきわめて厳しい状態になります。この一時的な資金不足を補うために運転資金を供与し、いわば緊急の輸血の役割を果たして信用を補完するのが、申立ての直後に行われるDIPファイナンスであるということが出来ます。さらに、DIPファイナンスは、いわゆるExit(出口)ファイナンスとして、再生計画・更生計画の履行を、分割弁済によることなく、一括弁済によって早期に完了させるためにも行われることがあります。

5. DIPファイナンスの法的倒産手続における取扱い

DIPファイナンスは、倒産債務者に対して供与される融資ですから、債権者としては、貸し倒れリスクをできる限り回避する必要があります。DIPファイナンスは、日本の法的倒産手続において、どのような保護が受けられるのでしょうか。

これは、法的倒産手続の申立てよりも前にDIPファイナンスがなされたか、それとも、法的倒産手続の申立てがあった後にDIPファイナンスがなされたか、によって異なります。

(1) 法的倒産手続申立後に供与されたDIPファイナンスの取扱い

民事再生手続の申立てから開始決定までの間に監督委員の同意を得て供与されたDIPファイナンスは、監督委員による共益債権化の承認を受けることにより、共益債権として扱われます(民事再生法120条1項ないし3項)。「共益債権」は、民事再生手続や会社更生手続において、弁済期が到来すれば随時弁済を受けることが可能な債権のことです(再生債権・更生債権のように再生計画・更生計画によるカットを受けません)。また、会社更生手続の申立てから開始決定までの間に保全管理人が裁判所の許可を得て供与を受けたDIPファイナンスも共益債権と

されますし(会社更生法 128 条 1 項, 32 条 1 項但書), 保全管理人が選任されていない場合にも, 裁判所の許可またはこれに代わる監督委員の承認を得て供与された DIP ファイナンスは, 共益債権として扱われます(会社更生法 128 条 2 項ないし 4 項)。さらに, 民事再生手続の開始決定後に監督委員の同意を得て供与された DIP ファイナンスや, 会社更生手続の開始決定後に裁判所の許可を得て供与された DIP ファイナンスは, 当然に共益債権として扱われます(民事再生法 119 条 5 号, 会社更生法 127 条 5 号)。

民事再生手続や会社更生手続の申立後に供与された DIP ファイナンス債権(共益債権)は, これらの手続が頓挫して破産手続に移行した場合においても, 財団債権(随時弁済を受けられる優先債権)として扱われます。しかし, 破産財団が, すべての財団債権を弁済するのに不足している場合, DIP ファイナンス債権は, 「破産債権者の共同の利益のためにする裁判上の費用」(破産法 148 条 1 項 1 号)や, 「破産財団の管理, 換価及び配当に関する費用」(破産法 148 条 1 項 2 号, 破産管財人の報酬など)に劣後し, 租税等の請求権(破産法 148 条 1 項 3 号)などと同順位で弁済を受けます(破産法 152 条 1 号・2 号)。

また, 例えば, 民事再生手続から会社更生手続に移行した**株式会社マイカル**のケースでは, 2001 年の民事再生手続中に実施された DIP ファイナンスにつき, その後の会社更生手続において, 明文の規定のない中でさまざまな実務上の工夫が行われ, 実質的に共益債権として扱われました。現在では立法的解決が図られ, 同様のケースは共益債権として扱われます(会社更生法 50 条 9 項 1 号)。

(2) 法的倒産手続申立前に供与された DIP ファイナンス(プレ DIP ファイナンス)の取扱い

① プレ DIP ファイナンスの保護の必要性

近時, 最も大きな課題とされているのは, 私的整理手続中に提供された「プレ DIP ファイナンス」について, その後に申し立てられた法的倒産手続において優先的な取扱いを認めることができるか, という問題です。なぜなら, 私的整理段階における融資は, その後の法的倒産手続への移行のおそれがあるために, もっともリスクの高い融資であり, このような融資が, 今後の法的倒産手続において優先的な保護を受けられることが, あらかじめ制度的に保障されるか, 少なくとも予見可能でなければ, このような融資を提供しようとする貸し手を見出すことが困難となり, 私的整理による事業再生にとって障害となると考えられるからです。プレ DIP ファイナンスは, 民事再生手続ないし会社更生手続の開始前の原因に基づく債権ですから, 一般債権(再生債権・更生債権)として扱われるのが原則ですが, 他の一般債権よりも優先的に取り扱ったり, 共益債権に「格上げ」することができないか, がここ

での問題です。

② 事業再生 ADR 手続・企業再生支援機構手続におけるプレ DIP ファイナンス

私的整理手続の一種である「事業再生 ADR」手続や「企業再生支援機構」手続における一定の要件を満たすプレ DIP ファイナンスについては、後の民事再生手続や会社更生手続において、他の一般債権よりも優先的な弁済の対象とする可能性が認められています。

すなわち、民事再生法や会社更生法は、再生計画や更生計画において、権利の変更の内容に「差を設けても衡平を害しない場合」には、一般債権の間であっても、異なる取扱いをすることを許容しています(民事再生法 155 条 1 項但書、会社更生法 168 条 1 項但書)。

そこで、例えば、事業再生 ADR 手続において、①プレ DIP ファイナンスが事業の継続に欠くことができないこと、②事業再生 ADR 手続の対象債権者が有する他の債権の弁済よりもプレ DIP ファイナンスの弁済を優先的に取り扱うことにつき対象債権者全員の同意を得ていること、の 2 点の適合性が確認されている場合には、後に民事再生手続・会社更生手続が開始され、プレ DIP ファイナンス債権と対象債権(事業再生 ADR の対象債権者が②の同意の際に保有していた債権)との間で権利の変更の内容に差を設ける計画案が提出または可決された場合において、裁判所は、前記 2 点の適合性が確認されていることを考慮した上で、「差を設けても衡平を害しない場合」に該当するかどうかを判断するものとされています(いわゆる「衡平考慮規定」。産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法 52 条ないし 54 条)。

③ 事業継続のための少額債権の弁済許可による方法

これは、少額の再生債権または更生債権等を早期に弁済しなければ再生債務者または更生会社の事業の継続に著しい支障を来すときに、再生計画または更生計画によらないで弁済することについて裁判所の許可を得る方法(民事再生法 85 条 5 項後段、会社更生法 47 条 5 項後段)です。

もっとも、この方法によった場合、プレ DIP ファイナンスは、「少額」性の要件をみたさなければ、計画外の弁済ができません。この「少額」は弾力的な解釈が可能と解されており、負債規模に応じて、たとえば 20 億円であっても「少額」であるとの解釈もあります。他方で、「少額」性の要件は、平等弁済の例外を根拠付ける役割をもつ要件である以上、他の一般債権等の額との比較が重要であるとの指摘も存するところです。立法論としては、「少額」性の要件につき、実務の現状に即して、例えば「相当額」に改正することなどについても、検証が図られるべきではないかと考えられます。

④ 和解による共益債権性の付与

近時、とくに議論が多いのは、民事再生手続における再生債務者や、会社更生手続における管財人が、その行為として、裁判所の許可を得て、プレDIPファイナンスのレンダーとの間で和解契約を締結することにより、共益債権性を付与するという方法です(民事再生法41条1項6号・119条5号、会社更生法72条2項6号・127条5号)。

この先駆的な実例として、2003年の^{にっぽんかいこう}日本海工株式会社の私的整理ガイドライン手続中に供与されたプレDIPファイナンスが、後の民事再生手続において、引き続き同一のレンダーが新たにDIPファイナンスを供与することなどを条件とする和解により、共益債権として扱われた例が知られています。

また、株式会社日本航空は、日本政策投資銀行から、2010年1月の会社更生手続申立ての前日までに、合計2000億円のプレDIPファイナンスを受けていました。管財人は、運行支援のために企業再生支援機構及び日本政策投資銀行から追加融資枠の設定を受けることが必要不可欠であったことから、かかる追加融資枠の設定などを内容とする和解を通じて、プレDIPファイナンスを実質的に共益債権化する取扱いを行ったようです。

このように和解を通じて共益債権性を付与する手法に対しては、実質的にみて、本来は再生債権・更生債権にすぎない債権を、裁判所の許可を通じて共益債権に「格上げ」し、再生計画・更生計画によることなく優先弁済する途を認めるものであり、法的根拠に乏しいものではないか、との批判があります。もっとも、例えば、プレDIPファイナンスについて、先行する私的整理手続において、対象債権者の全員の同意をもって優先性を付与する決議がなされていた場合であって、プレDIPファイナンスによる借入金も運転資金として活用され、それにより事業の継続が果たされて一般債権者を含む利害関係人が共同の利益を享受している場合などにおいては、和解により共益債権性を付与することにも積極的な合理性が認められる場合があるのではないかと考えられます。

今後も、プレDIPファイナンスの取扱いについては、裁判所の運用に委ねられる側面が大きいと思われます。実例の積み重ねや適切な立法によって、その法的安定性と予測可能性が与えられることが、わが国の倒産法務の急務であると考えられます。

6. 担保付ファイナンスとしてのDIPファイナンス

DIPファイナンスは、以上のように法的倒産手続における優先的な扱いに限界もみられるほか、そもそも弁済順位と実際の弁済能力とは異なる次元の問題であることから、多くの場合、担保付ファイナンスとして実施されています。

わが国では、担保といえば、まず不動産に抵当権を設定するのが通常ですが、窮境

に至った債務者は、多くの場合、すでに不動産を既存の債権者のために担保提供しており、不動産に担保余力は残されていません。このため、DIP ファイナンスの担保としては、多くの場合、流動資産(在庫商品・売掛債権・受取手形等)が用いられます。レンダーとしては、このような流動資産を担保として取得し、かつ、窮境にある債務者に対するファイナンスとして適切なコベナントを用いることにより、窮境に陥った債務者の事業の経営を注視・牽制しつつ DIP ファイナンスを提供することができることとなります。

担保設定との関係で、2つの問題に簡単に触れます。

第1に、わが国では、動産・債権担保融資ないし ABL(Asset-Based Lending)が着実に拡がりを見せており、DIP ファイナンスが必要となった時点で、不動産のみならず、すでに流動資産にも担保が設定されている場合が珍しくなくなっています。このような場合に、DIP ファイナンスのために担保を設定することが現実的に可能であるのかが問題となります。この問題は、対抗要件が具備された既存の集合動産・集合債権譲渡担保の効力が、法的倒産手続の申立てまたは開始後に取得される在庫や売掛金に対して及ぶかという問題に関連しています。近時は、これを肯定する見解が有力ですが、そうすると、申立てまたは開始後に取得される在庫や売掛金もすでに既存の担保権が及んでいることとなりますので、これを DIP ファイナンスの最優先順位の担保として用いることは困難となります。この点を立法により解決する方法の1つは、米国のように、既存担保権に優先する担保権(priming lien)を認めることですが、わが国の担保法の原則に重大な例外を認めることになるため、導入にあたっては十分な検討を要するものと思われます。

第2に、とくにプレ DIP ファイナンスに関する担保設定について、後の法的倒産手続において否認対象行為とされるか否かが一応問題となります。この問題については、ニューマネーの供与である限り偏頗行為否認の対象とならず、また、借入金が運転資金やプロラタ弁済に用いられるなど、その使途が「隠匿等の処分」に該当しないものである限り、相当価格行為の否認の対象にもならないと考えられています。

以上との関係で、日本における担保権の取扱いが、焦点となってまいります。この点については、ABL レンダーとして著名なゴードン・ブラザーズ・ジャパンの堀池様、あるいは、次章の坂井秀行弁護士による実例を踏まえた報告に、バトンを渡したいと思います。

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ツを設定。

(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

中国の倒産手続における担保物権の処遇について

尹 正友¹

中国の倒産法実務では、担保物権に関する紛争が目立っている。その中、立法の欠陥、法律規定に対する理解の食い違い、さらに参照できる実務マニュアルの欠落などの原因が挙げられる。本論文は企業倒産実務における典型的な事案を取り上げ、現行法規の法適用と倒産法理論の二つの立場から出発し、関係する問題の解決に合理的な提案を提示することを期する。

一 担保権者の権利実現について

(一) 担保物権実行の時期

1. 担保物権実行の時期に関する学説の分裂

中国企業破産法(以下は「企業破産法」と称する)第75条、第96条には、それぞれ会社更生手続と和議和議手続における担保権行使方法について規定を置いたが、破産手続における担保権行使の方法については明文の規定を置いてない。これについて、実務上には二つの理解に分かれた。一つは倒産の申立てが受理されてから、担保物権が行使可能の状態になると理解し、もう一つは担保物権の行使可能の時期を破産開始決定破産開始決定後と理解している。

筆者は後者を支持する。

2. 担保物権は破産開始決定後に行使すべきである

まず、企業破産法第109条の規定によれば、「倒産者の特定の財産に関して担保権を有する権利人は、当該特定の財産について優先弁済権がある。」とする。倒産開始決定がされて初めて、債務者は倒産者と称され、債務者の財産は倒産者の財産に称されるようになる。さらに、第109条は企業破産法第10章「破産清算」第1節「破産開始決定を」にあるので、体系解釈の観点から見ても、第109条が破産開始決定の背景の下に置かれたことがわかる。すなわち、担保物権の行使は破産開始決定を前提とする。

次は、「最高人民法院が中華人民共和国企業破産法の執行に関する意見」第39条2

¹ 北京市炜衡法律事務所シニアパートナー弁護士、長年企業倒産の実務に携わり、実務経験が富んでいる。社会的活動として、東アジア倒産法協会中国支部事務局長、中国倒産法論壇執行主任者、北京市倒産法学会副会長兼事務局長、中華全国弁護士協会倒産法部会責任者、北京市弁護士協会倒産法部会責任者

項の規定によれば、担保物権者は倒産の申立てから破産開始決定が出されるまでの間に裁判所の許可を得なければ、優先権を行使できない。当該意見は旧倒産法・「中華人民共和国企業破産法(試行)」に関する司法解釈であるが、いまだ明文で廃止されていないので、新法との抵触がない限り、効力を有すると理解すべきである。

さらに、特別法が一般法に優先する原則によると、「企業破産法」と「担保法」との抵触が生じる場合、倒産事件においては、当然に「企業破産法」の規定が適用される。

最後に、担保物権が裁判所の破産開始決定後でなければならぬという理解は、窮地に陥った企業の会社更生を可能にさせることができる。倒産の申立てが受理されるから破産開始決定の間には、まだ会社更生を通して企業を再建する可能性が残っている。もし担保物権は倒産の申立てが受理されてから直ちに行使できるようになれば、企業再建に必要な建物、生産設備などの基本条件が失われるおそれがある。ほかには、企業破産法第 8 章「会社更生(中国語では「重整」という)」第 75 条によれば、「会社更生の期間内には、債務者の特定財産に有する担保権の行使は中止する。」とする。倒産の申立てから破産開始決定までの間に、会社更生手続を適用する余地はまだ残っている。そのため、企業破産法第 75 条の趣旨によれば、破産開始決定が出されるまで、担保物権の行使はできない。

総じて言えば、法律の理解と適用の不一致を払拭するため、今後の立法には、「裁判所が破産開始決定を出してはじめて、債務者の特定財産に担保物権を有する債権者は担保権の実行ができる。ただし、法律または行政法規の規定がある場合、その規定による。」と明文で規定すべきである。

(二) 担保目的物を換価する主体

1. 担保目的物を換価する主体について

担保法の規定によれば、担保権者と設定者の協議で担保目的物を代物弁済し、または設定者により担保目的物を競売・任意売却して、換価を行う。これに対し、企業破産法の規定によれば、倒産手続においては管財人は倒産債務者の財産を管理・換価する権限を持つ。ここでは理解が分かれ、担保権者による担保目的物の換価と管財人による担保目的物の換価をそれぞれ支持する見解があった。

2. 倒産手続においては、管財人こそ担保目的物を換価する適切な主体である。

- (1) 企業破産法は明文で担保目的物を含むすべての債務者財産を倒産財団にし、かつ倒産財団の管理と処分を管財人に任せた。担保目的物が倒産財団の範囲内であり、担保目的物の換価が財産の処分にも属するので、当然に管財人の職務に属する。
- (2) 企業破産法第 111 条によれば、「管財人は債権者会議の決議または裁判所が本

法第 65 条 1 項による決定で定めた倒産財団換価計画に基づき、適時に倒産財団の財産を換価しなければならない。」とする。企業破産法は担保目的物をその他の財産と同じように、一律に倒産財団換価計画に取り入れる立場を取り、管財人を当該計画の執行責任者とした。

- (3) 管財人による換価は担保目的物をもっとも高価で換価する手段と認められ、担保権者と無担保権者の利益調整にも資する。中国では担保目的物の価値が被担保債権の金額を上回るのは一般的なものであり、担保権の実行を担保権者に任せれば、担保権者が自分の利益だけを考慮する傾向があるので、担保目的物の最大価値を搾り出すことが難しく、ひいて他の債権者に不利益をもたらすおそれがある。逆に、管財人による換価であれば、衡平な立場により、担保権者と無担保権者の利益をともに考慮するうえで、担保目的物の最大価値を作り出すことができる。
- (4) 管財人は長年倒産事件に携わっているから、もっと機動的かつ迅速的に最高額で換価する経験と資源を持っている。

(三) 担保物権の換価時期

担保物権の行使時期と担保目的物の換価時期は違う概念である。前者は担保権者がいつ弁済を受けられることを意味し、後者は担保目的物をいつ換価することを意味する。担保物権は担保目的物の価値から優先的に弁済を受ける権利なので、担保目的物の換価時期が現実的に担保物権の満足時期を決めるだけでなく、担保目的物の交換価値にも影響し、最終的に担保権者とその他の債権者の弁済率を左右している。

特別な客観要因で担保目的物の換価が困難な場合を除き、管財人は破産開始決定が出された後、できるだけ早く担保目的物の換価に着手しなければならない。将来にもっと高額で売られることが予測される場合には、管財人は裁判所の許可を得たうえで、換価を遅らせることができる。管財人が理由なく換価作業を遅延させるとき、担保権者は債権者委員会または裁判所に対し、管財人への督促を発することを請求できる。管財人は換価の遅延が担保権者に損失をもたらすことを知りながらも、故意に作業を遅らせる場合には、担保権者の損失を賠償しなければならない。

二 担保権者の議決権について

企業破産法第 64 条によれば、「債権者会議の決議は出席議決権者の過半数と無担保権者の議決権総額の 2 分の 1 以上の賛成で、可決する。ただし、本法律が特別に規定を置く場合は、この限りではない。」とする。この条項によれば、更生計画案和議条件の決議を除き、出席債権者の過半数と議決権総額の 2 分の 1 以上の賛成をもって、債権者会議の決議を可決する。

(一) 企業破産法は担保権者に一部の議決権を付与した。

企業破産法第 59 条 1 項によれば、「法律の規定に基づいて債権を届出した債権者は債権者会議の構成員となり、債権者会議に参加する権利があり、議決権を有する。」とする。第 59 条 3 項は、「債務者の特定財産に担保権を有する債権者は、その優先弁済権を放棄しない限り、本法第 61 条 1 項 7 号、10 号の事項に関して、議決権を有しない。」とする。この条文は担保権者が債権者会議での議決権を正面で認めたものではないが、消去法で担保権者が第 61 条 1 項 7 号、10 号、すなわち和議条件及び配当計画に関する議決権を排除した。届出債権者がすべて議決権を有する第 59 条と合わせれば、担保権者が更生計画、財産管理計画、換価計画など前記以外の事項に関する議決権を有することを推定できる。

(二) 担保権者の議決権行使

上記の規定によれば、企業破産法は和議条件及び配当計画以外の事項について担保権者に議決権を付与した。議決の手續について、第 64 条 1 項は「債権者会議の決議は出席議決権者の過半数と無担保権者の議決権総額の 2 分の 1 以上の賛成で、可決する。ただし、本法律が特別に規定を置く場合は、この限りではない。」とした。この条文の正しい理解方法は、特別の定めがある更生計画と和議条件の議決方法、すなわち出席債権者の過半数と債権総額の 3 分の 2 以上の賛成ということを除き、残りの事項について、すべて出席債権者の過半数と無担保債権総額の 2 分の 1 以上の賛成が可決の条件とされる。

こういう規定は、債権額のほか、頭数も参考にし、多数債権者と多数の債権を有するものの権利を保障するように見えるが、担保権者が具体的にいかに議決権を行使するかについては、合理的ではない部分も存在している。第 64 条によれば、担保権者が議決権を有する債権者なので、頭数を計算するとき、計算の対象となる。ところが、債権額を計算するとき、無担保債権しか参入しないので、被担保債権は対象外である。こういう設定は担保権者の議決権行使の意味を薄めた。現行法の規定は、担保権者の優先弁済権を考慮し、ほかの債権者との衡平を図るためでもあり、合理的な面もあるが、一律に担保権者を債権額ベースの議決から排除することがやりすぎるかとの指摘がある。

将来の倒産法立法においては、関係条文を修正又は解釈し、議決事項ごとに担保権者との利害関係を検討すべきだと、筆者は主張する。具体的に、担保権者と利害関係を有する事項について担保権者の全面的な議決権を保障しなければならず、担保権者と利害関係がない事項について、現行法のやり方を維持することができる。

三 被担保債権の利息計算について

(一) 倒産手続中において被担保債権の利息計算を中止すべきである。

担保法は明文で利息債権を被担保債権の一部と認めたが、企業破産法第 46 条は利息付債権が倒産申立てが受理された時から利息の計算が中止すると規定した。文言だけを見れば、利息付きの被担保債権についても倒産申立てが受理された時から利息の計算を中止すると理解すべきである。すなわち、倒産申立てが受理されたあとの利息は優先弁済権の範囲にない。ところが、実務には、担保目的物の価値が被担保債権の金額を上回った場合、被担保債権の利息計算が中止しないとする観点がある。

企業破産法の規定は以下の考慮によるものである。(1)倒産申立てが受理されたあと、利息の計算が止まらなると、債権者の債権がずっと変動する状態になり、債権額及び債権者の議決権額が決まらないので、倒産手続の進行に障害をもたらす。(2)利息付きの債権は倒産手続開始後も利息が発生すると、債権額が時間の推移につれ増大し、倒産財団ですべての倒産債権を弁済できない場合、利息が付いてない債権者、特に弁済期が到来した無利息債権の債権者にとって、余計な財務費用になることになる。

中国の実務では、倒産申立てが受理されたあと、その利息の計算も中止し、担保目的物の範囲内に優先弁済を受けることはないが、申立てが受理する前の利息債権は優先弁済権を有する。

(二) 利息計算中止の例外

企業破産法第 87 条によれば、裁判所が強制的に更生計画を許可する場合、担保権者が弁済の遅延により被った損失が補償される。通常には、この規定を公平を図るための補償措置と理解し、つまり定期的に担保権者に倒産の申立てが受理されたあとの利息を支払うことを意味する。また、法律は更生計画の中に別除権者への弁済と補償を別段で合意する権利を当事者に与えた。この規定は「倒産の申立てが受理されたあと、被担保債権の利息計算が中止する」の原則規定とは矛盾しない。

四 債務者のため財産担保を提供した第三者(以下、「第三者」と称する)の債権届出の可否について

(一) 第三者は企業破産法が規定した求償権を有する保証人及びその他連帯責任者ではない

担保法によれば、第三者は債務者のため自分の財産に抵当権または質権を設定した場合、主たる債務の履行がないとき、債権者は担保物権を行使し、代物弁済、競売、任意売却等の方法で、担保目的物から優先弁済を受けられる。第三者の損失を補うため、担保権

者が担保物権を実行したあと、第三者は債務者に対し、求償権を持つ。

求償権について、企業破産法第 51 条は、「債務者の保証人またはその他連帯債務者がすでに債務者のかわりに債務を弁済した場合、その求償権をもって債権の届出ができる。債務者の保証人またはその他連帯債務者がまだ債務者のかわりに債務を弁済していない場合、その将来の求償権をもって債権の届出ができる。ただし、債権者は既にすべての債権を管財人に届けた場合は、この限りではない。」とする。しかし、文言だけを見れば、保証人とその他連帯責任者は求償権及び将来の求償権をもって、債権の届出をすることができるが、第三者に触れていない。

第三者とは、保証人とは明らかに違う概念である。さて、その他連帯責任者として解釈するのは可能であろうか。第三者は企業倒産法第 51 条に基づき、債権の届出をすることができるであろうか。

債務者の連帯債務者とは、同じ債務について主たる債務者と連帯責任を負う主体であり、当該債務は連帯債務である。連帯債務とは、複数の債務者が各自、債務者に対し同一の給付へと向けられた債務を負担している。そのうちの一人が給付をすればすべての債務者が債務を免れる関係にある。第三者はここでいう「債務者のその他の連帯債務者」ではない。

まず、債務者のために、担保物権の行使により最終的に債務弁済の結果をもたらすものの、自分の財産を担保に供した第三者は債務を弁済する義務を負っていない。物上保証を供する行為そのものは債務を履行する行為ではない。

次に、たとえ物上保証の範囲が債権全体に及ぶとしても、債権者も担保目的物価値の限度内だけその権利を行使できる。第三者に対し、担保目的物の価値を超えた分を請求できない。つまり、第三者は全部の債務を履行する義務を負っておらず、各自に全部の債務を履行する義務を有する連帯債務者の特徴に相応しくない。

さらに、連帯債務とは人的な連帯関係であり、物上保証とは債務者と担保目的物の連帯関係である。

以上のように、第三者を債務者のその他の連帯債務者と位置づけることができない。企業破産法第 51 条には明文で第三者に債権届出の権利を付与することをしていない。これは中国企業破産法の欠陥でもある。

(二) 企業破産法は第三者の債権届出権を明文で規定すべきである。

上述のように、企業破産法は明文で第三者に債権届出の権利を付与することをしていない。しかし、中国の法体制からも、衡平の法理からも、または実務の要請からも、第三者求償権の債権届出権を企業破産法に明確に置くべきである。

裁判所が倒産の申立てを受理するとき、債権者が物上保証の目的物から一部または全部の債権を回収した場合、第三者は主たる債務者に対して求償権を有し、民法及び倒産法の一般理論により倒産債権として債権届出をすることができる。裁判所が倒産の申立てを受

理するとき、債権者がまだ第三者に対する担保権を実行してない場合、第三者は主たる債務者に対して求償権を有しない。ただし、債権者が債権届出をしないまま、倒産手続進行中または倒産手続終結後に担保権を実行したら、倒産者の財産が換価したあと、その一部または全部がすでに配当に回ったので、第三者はたとえ担保義務を履行したとしても、もう求償権を実現する余地がない。そのため、債権者が債権を届出をしない場合に、法律は第三者の将来求償権に関する届出を許すべきである。連帯債務における原則は、保証人だけでなく、第三者にも適用すべきである。

実務にも、第三者に求償権を届出の権利を与えるべきである。債権者が債権を届出をしないとき、第三者の債権届出を認めないと、手続進行と第三者の権利への侵害になりかねない。倒産手続の中では、債権者はいつでも第三者に対し、担保権を実行できる。第三者が義務履行をしたあとも、いつでも管財人に債権を届出できる。こうしたら、余計に管財人に債権審査の負担をかけ、倒産手続の進行に悪い影響をもたらす。倒産事件終結後に、債権者が物上担保を実行する場合、第三者が義務履行したあとも、求償権を実現する余地がまったく存在しない。それは、第三者の利益を侵害している。

最後に、第三者の求償権は本質的に条件付債権と理解できる。企業破産法により、条件付債権として届出をすることができる。

総じて論じれば、今後の立法には、「第三者がすでに債務者のかわりに債務を弁済した場合、その求償権をもって債権の届出ができる。第三者がまだ債務者のかわりに債務を弁済してない場合、その将来の求償権をもって債権の届出ができる。ただし、債権者は既にすべての債権を管財人に届けた場合は、この限りではない。」と明文で規定を置くべきである。

韓国回生手続上の将来債権における譲渡担保権者の地位

Eunjai LEE, 李垠宰 (Attorney at Law, Lee & Ko)

I. 序 論

ここでは韓国の債務者回生(再生)および破産に関する法律(「債務者回生法」)において、回生手続上の将来債権における譲渡担保権者の地位について考察する。特に債務者回生法の改正案¹が提示され、債権に設定した担保権を登記できる「倒産・債権等の担保に関する法律」(「担保登記法」)が2012年6月11日から施行される予定なので、このような変化に対応して、担保権者の地位がどのように変化していくべきか模索していきたい。

II. 回生手続における担保権の取扱い

1. 回生担保権の意義

債務者回生法によると、回生手続上の担保権(「回生担保権」)というのは、回生債権や回生手続開始前の原因によって生じた債務者以外の者に対する財産上の請求権であり、回生手続開始時の債務者の財産につき存する留置権・質権・抵当権・譲渡担保権・仮登記担保権・賃借権および優先的な特権によって担保された範囲のものは回生担保権として扱う(債務者回生法141条I)²。担保される範囲とは、債権額の中で担保物の価額に応じて担保される限度をいう。譲渡担保は、それ自体は担保権ではないが、債務者回生法では担保目的の所有権の移転を担保権と同じく取り扱っている。

2. 債務者回生法の改正案による担保権者の地位の変更

現在、提案されている債務者回生法の改正案はアメリカの破産法に倣って、自動停止制度(automatic stay)を導入し、又、絶対優位の原則(absolute priority rule)を導入している。自動停止によって担保権者が早期に権利を実行することは制限されるが、絶対優位の原則によって担保権者に対する弁済は更に強化されたといえる。

(1) 自動停止

自動停止に関する改正案をみると、債務者の回生手続開始の申立てだけで、別途の措置がなくても、債務者の債務履行が禁止され、債権者の担保権実行が禁止

¹ 以下の改正案は2011年3月31日法務部が立法予告した法律案を示す。

² 担保登記法が施行されると担保登記法における担保権も回生担保権になれる。

される³。ただ、改正案ではアメリカ破産法における automatic stay に比べて、その適用範囲が制限されている。

(2) 絶対優位の原則

通常の回生担保権は申告、調査(異議がある場合は調査確定裁判)などの手続を経て確定され、確定された回生担保権は回生計画によって弁済される。

現行の債務者回生法上の回生計画は適法で、公正や衡平などの原則に符合する必要あり、債権者に対し、債務者が清算する場合受取れたはずの清算価値以上を弁済しなければならない⁴。回生計画は通常、回生担保権者組、回生債権者組、株主・持分権者組の議決を経なければならない。回生担保権者の組では 4 分の

³ 改正案の関連条文は以下のようである。

第 36 条の 3(債務者申立ての効果)

- ① 債務者が回生手続開始の申立てをした時はその申立てに対する決定があるまでは、債務者は裁判所の許可なしには既存の債務の履行、財産の処分、新たな義務の負担はできない。但し、継続的で正常な営業または事業活動に該当する財産の処分か新たな義務の負担はそうではない。
- ② 債務者が回生手続開始の申立てをした時はその申立てに対する決定があるまでは債権者が次の各号の行為をすることができない。
 1. 債務者に対する破産申立て
 2. 回生債権又は回生担保権に基づく債務者の財産に対する強制執行、仮押え、仮処分、又は担保権の実行(以下「回生債権又は回生担保権に基づく強制行動」という)
 3. 回生債権又は回生担保権に基づく債務者の財産に対する「国税徴収法」または「地方税基本法」による滞納処分、国税徴収の例による滞納処分又は租税債務担保のために提供されたものの処分
- ③ 債務者が回生手続開始の申立てをした時はその申立てに対する決定があるまで次の手続は中止される。
 1. 債務者に対する破産手続
 2. 回生債権又は回生担保権に基づく強制執行など
 3. 回生債権又は回生担保権に基づく債務者の財産に対する「国税徴収法」または「地方税基本法」による滞納処分、国税徴収の例による滞納処分又は租税債務担保のために提供されたものの処分

⁴ 現行法 第 243 条(回生計画認可の要件)

- ① 裁判所は次の要件が具備されている場合に限り回生計画認可の決定ができる
 1. 回生手続又は回生計画が法律の規定に適合すること
 2. 回生計画が公正で衡平なものであり、遂行可能なこと
 3. 回生計画に対する決議が誠実・公正な方法によって行われたこと
 4. 回生計画による弁済方法が債務者の事業を清算して各債権者に弁済する場合より不利にならない弁済であること。但し、債権者が同意した場合はその限りではない。

3(ただし、清算、営業譲渡などを目的としている場合は 5 分の 4)以上の同意、回生債権者の組では 3 分の 2 以上の同意、株主・持分権者の組では 2 分の 1 以上の議決権を持つ者の同意が必要になる(債務者回生法 237 条)。

ところで、現行の債務者回生法によると同意しない組があっても、裁判所が決定した当該権利の公正価額を不同意した組に支払うという内容の権利保護条項が追加されると、その回生計画は裁判所で認可されること⁵。

このような方法は相対優位の原則(relative priority rule)と呼ばれ、清算の代わりに回生を選択することで増加した価値を誰に配分するべきかに関する明確な基準がない⁶。これに対して、絶対優位の原則は、債権者の間の配分は予め決められた合意や基準に従って行われるという原則であって、先順位の権利者が配分の全額をもらわない限り、後順位の権利者には何も配分されないという基準が立てられている。改正案は回生債権者、回生担保権者、株主・持分権者の間で行われる配分において、この原則を適用している⁷。絶対優位の原則を採用した改

⁵ 現行法 第 244 条(同意しなし組がある場合の認可)

- ① 回生計画案について関係人集会で決議したり第 240 条の規定による書面決議をした場合、法定の額又は数以上の議決権を持った者の同意を得られなかった組があるとき、裁判所は回生計画案を変更し、その組の回生債権者・回生担保権者・株主・持分権者のために次の各号のどれか一つに該当する方法を使って、その権利を保護する条項を定めて回生計画認可の決定をすることができる。
1. 回生担保権者において、その担保権の目的財産を、その権利が存続できるようにしながら、新会社に移転したり他人に譲渡したり債務者に留保する方法
 2. 回生担保権者においてはその権利の目的財産を、回生債権者においてはその債権の弁済に充当される債務者の財産を、株主・持分権者においては残余財産の分配に充当される債務者の財産を、裁判所が定める公正な取引価額(担保権の目的財産においてはその権利による負担がないもので評価する)以上の価額で売却し、その売却代金から売却費用を控除した残金で弁済したり分配したり供託する方法
 3. 裁判所が定めるその権利の公正な取引価額を権利者に支給する方法
 4. その他、第 1 号ないし第 3 号の方法に準じて公正で衡平に権利者を保護する方法
- ② 回生計画案について関係人集会で決議したり第 240 条の規定による書面決議にする場合、回生計画案の可決要件を満たすために必要な同意を得られないのが明白な組があるときは、裁判所は回生計画案を作成した者の申立てにより予めその組の回生債権者・回生担保権者・株主・持分権者のために第 1 項各号の方法によりその権利を保護する条項を定めて回生計画案を作成することを許可できる。
- ③ 第 2 項の規定による申立てがある場合には、裁判所は申立て人と同意を得られないのが明白な組の権利者 1 人以上の意見を聞かなければならない。

⁶ 金性龍(Kim Sungyon)、2011 年 6 月 11 日債務者回生および破産に関する法律改正公聴会発表資料 11-12 頁

⁷ 改正案 第 244 条(同意しない組がある場合の認可)

正案によると、回生担保権者に配当される金額は、担保物が売却される場合ではない限り、‘裁判所が決めた当該権利の公正な取引価額’ではなく、‘回生担保権の金額’つまり担保物の価額になる。

Ⅲ. 将来債権の譲渡担保

譲渡担保になれる将来債権、つまり、どのような将来債権が譲渡できるかに関して、大法院 2010. 4. 8. 宣告 2009 ダ 96069 判決は、「将来の債権も譲渡する当時、基本的な債権関

-
- ① 回生計画案について、法定の額又は数以上の議決権を持つ者の同意を得られない組があるときにも、回生計画に従って権利の変更がある権利者の組の中で一つ以上の組が同意し、回生計画案が次の各号の要件をすべて満たす場合は、回生計画案提出者の申立てにより、裁判所は回生計画認可の決定をしなければならない。
1. 第 243 条第 1 項各号の規定と合致すること
 2. 同意しない組の権利者を第 2 項の規定に従って保護すること
- ② 第 1 項に従って回生計画の認可決定をもらおうとする場合には、次の各号次のどれか一つに該当する方法を使って回生計画案に同意しない組の権利を保護しなければならない。
1. 回生担保権者組が同意しなかった場合
 - ア. 回生担保権者の担保権を存続させながら、回生担保権者に、弁済する金額の現在価値(回生計画認可日を基準に算定する。以下この組において同じ)が回生担保権の金額より低額でない金額を弁済する方法
 - イ. 回生担保権の目的財産を公正な手続により売却し、その売却代金から売却費用を控除した残金で回生担保権を弁済する方法。但し、その弁済により回生担保権の全額が弁済できないときは、弁済できない部分に該当する回生担保権を、回生担保権より不利にならない方法で弁済しなくてはならない。
 - ウ. その他、ア号とイ号の方法に準じて回生担保権者に回生担保権の全額を弁済する方法。但し、弁済する金額の現在価値が回生担保権の金額より低額になってはならない。
 2. 回生債権者組が同意しなかった場合
 - ア. 回生計画に従って、回生債権の全額を回生債権者に弁済する方法。但し、回生計画に従って弁済する金額の現在価値が回生債権の金額より低額になってはならない。
 - イ. 回生債権者より後順位の権利者に弁済しなかったり、その他の方法でその権利を認めない方法
 3. 株主・持分権者組が同意しなかった場合
 - ア. 他の株主・持分権者より残余財産の配当において優先的な内容の権利を持っている株主・持分権者に対してその権利を認める方法
 - イ. ア号の株主・持分権者より後順位の権利者に対してその財産上の権利を認めない方法
 - ウ. 他の権利者より後順位の株主・持分権者に対して、その権利の価額に相当する内容の財産上の権利を認める方法
- ③ 回生計画において、株主・持分権者の権利が認められない場合にも、その株主・持分権者又はその株主・持分権者より後順位の者は、新たに出損される財産の範囲内で株式又は持分を取得できる。

係がある程度確定されていて、その権利の特定が可能であり、近い将来に発生することが相当な程度で期待できる場合には、これを譲渡できると解するのが妥当である(大法院 1996. 7. 30. 宣告 95 ダ 7932 判決、大法院 1997. 7. 25. 宣告 95 ダ 21624 判決など参照)。(これに鑑みて)「訴外人との間で替費地の売買契約を締結した買受人としての権利と事業施行権」は特定が不可能か、或いは近い将来にその発生を期待できない場合とした判断は上記の法理に照らして妥当」であると判断するなど、未だに、債権の特定性と一緒に、発生の蓋然性も要求している。

しかし、「動産・債権等の担保に関する法律」(「担保登記法」)の第 34 条は、以下のよう
に規定している。

第 34 条(債権担保の目的)

- ① 法人等が担保約定に従って、金銭の支払いを目的とする指名債権を担保として提供する場合には、その担保を登記することができる。
- ② 複数の債権(債務者の特定の有無を問わず、将来に発生する債権を含む)であっても、債権の種類、発生原因、発生の年月日を定めたり、その他、それと類似した方法によって特定できる場合には、これを目的にした担保登記をすることができる。

上記の条項は、上記の判決と異なり、債権の発生可能性を債権が担保登記できるための条件としてないと解される⁸。従来から、譲渡できる将来債権についての判例の基準は多々批判されてきた⁹。譲渡できる将来債権と担保登記できる将来債権の判断基準が同一でなければ、取引での一貫性を維持できないと考えられているので、裁判所も担保登記法によって緩和された基準を従うのが相当であると考ええる。

IV. 将来債権と否認権

1. 担保権の実行

大法院 2003. 2. 28. 宣告 2000 ダ 50275 判決は、担保権者が回生手続の開始前に担保権を実行する行為が否認権の対象になると判断している。この事案で、建設会社である債権者は、建設金融組合の出資証券につき質権を設定していて、これを処分して債権に充当できる権利も持っていた。債務者に不渡りが発生したので、債務者は会社整理手続が開始される前に、当該出資証券を処分し、債権に充当したのである。最高裁は「(原審は)会社整理法第 78 条第 1 項第 2 号により、(被告の行為は)整理前会社の整理債権者に害の及ぶことを知りながらした行為に該当し、整理財団のためにこれを否認できる」と判断している。これについて考えてみると、会社整理手続において、

⁸ 法務部、動産・債権などの担保に関する法律(2010年)、97頁

⁹ 梁彰洙(Yang Samsung)、将来債権の譲渡、ジャステアス 73号(2003年)など

担保権者は個別的な担保権の実行をすることができず(会社整理法 67 条)整理担保権者として整理手続の内での権利行使が認められるだけであって、整理手続の外で弁済されるなどの債権消滅行為をすることはできない(会社整理法 123 条Ⅱ、112 条)。また、会社整理法第 81 条後段で、否認しようとする行為が執行行為によるものであっても否認権を行使することができる」と規定されている趣旨に鑑みれば、本件のように質権の目的物を他に処分して債権の満足を得る行為も、その実質において執行行為を同一のものであって、否認の対象になる行為に含まれると解するのが妥当であるので、これと同じ趣旨の原審の判断は正当である。’と判断している¹⁰。この判決は債務者回生法以前の会社整理法による判決であるが、今もまだその効力が及ぶと考える。

(1) 否認権の対象になる行為

否認権の対象になる行為が一般的には債務者の行為という前提の下で、本判決に対して反論が提起されている、本判決の射程は、担保権者の行為を債務者の行為と看做すことができるなど、特別な事情がある場合に限られるという考え方がある¹¹。しかし、執行行為自体と債務者の行為との間では殆ど関連性がなく、また、債権者が執行行為を代理しているとも考え難い。それなら、どのような特別な事情が必要になるのかを予測することは難しいと思われる。

このような側面から、債権者の担保権実行行為を、そのまま実質的な執行行為と評価して、否認権の対象になると判断したというのが本判決の意味であり¹²、このような解釈方法は、否認権の対象行為を形式的ではなく、実質的に把握しているという側面からみて、妥当であると考えられる。

(2) 担保の実行行為は担保権者の本質的な権利として保護されるべきであるという見解

担保権者の本質的な権利として、危機の時に担保権を実行することは認めるべきであり、特に同価値の対価を貰えることができる場合なら、担保権の実行行為が否認されるべきではないという主張が提起されている¹³。もちろん判例も、否

¹⁰ 問題になった否認権の条項である会社整理法第 78 条第 1 項第 2 号は債務者が支給停止、和解開始、又は破産の申立てがあった後に行った整理債権者を害する行為、担保の提供、債務の消滅に関する行為は否認できるという趣旨の規定である。

¹¹ 林智雄(Leem Jeewoong)、担保権実行行為に対する会社整理法上の否認権の行使、判例研究第 17 集(下)(2003 年)、29-32 頁

¹² 李鎮萬(Lee Jinman)、倒産法上の否認権—否認の対象を中心に—、民事判例研究(28 卷)(以下「李鎮萬」)(2006 年)、900-904 頁

¹³ 吳泳俊(Oh Yongjun)、集合債権譲渡担保と倒産手続の開始、司法論集第 43 集(以下「吳泳俊」)、(2006 年)、330-337 頁

認権の対象になる行為であっても、特別な場合には例外的に否認権の対象にならないという判断を示しているが、その判断のための規範内容は明確ではない¹⁴。したがって、取引の安全を保障するために、担保権者の権利を明示的に規定することも考えられる。けれども、次の(3)で述べるように、回生手続は担保権者だけでなく、債務者、無担保債権者など、すべての者が関わっている手続という点から鑑みて、一方的に担保権者の権利実行だけを保護するわけにはいかない。

(3) 債務者の回生手続における権利

回生手続は、根本的に、破産を回避して、企業を回生させ、債権者たちにより多くの配当ができる機会を債務者に与えることにその目的があると考えられる。それなら、担保権者が担保権を実行して、営業の基盤を失うことになるのは債務者の利益の剥奪であり、上記(2)の担保権者の権利実行は、債務者の回生手続における利益と相反することである。また、大多数の担保を持っていない債権者たちにも清算よりは回生の方が役に立つのであろう。

このような側面から、本判決は、担保権者と、債務者などその他の利害関係者との間で利益の衡平を図っているのものであるとも理解できる。特に、現行法上では自動停止制度がないので、回生手続の申し立てがあった後、担保権者には担保を実行するに十分な時間が与えられている¹⁵。したがって、本判決は、回生手続の申し立て後、開始前の中で担保権者が権利を濫用しないよう抑制するという意図もあった。しかし、改正案の自動停止が導入されるとこのような心配は少なくなり、また、絶対優先の原則の導入により担保権者の権利強化されると早期に担保を実行しようとする誘因も減少すると予想される。

¹⁴ たとえば、大法院 2011. 5. 13. 宣告 2009 ダ 75291 判決は次のように判断している：‘回生手続上、否認の対象になる行為が回生債権者などに有害なものであったとしても、行為当時の個別的・具体的事情によっては、当該行為が社会的な必要性・相当性・不可避性が認められ回生債権者などが回生会社の財産減少や不公平を甘受すべきである場合もありうるし、そのような例外的な場合には債権者平等、債務者の保護と利害関係の調整という法の指導理念や正義観念に照らして、法第 100 条第 1 項が定めている否認権行使の対象になれないと考えるべきであって、その行為の相当性の有無は、行為当時の回生会社の財産および営業状態、行為の目的・意図と動機など回生会社の主観的狀態を考慮することはもちろん、弁済行為における弁済資金の源泉、回生会社と債権者との関係、債権者が回生会社と通謀したり、回生会社に弁済を強要するなどの影響力を行使したことがあるのかなどを、基準に信義則と衡平の理念に照らして具体的に判断するべきである。’

¹⁵ 回生手続開始の申し立て後、裁判所は包括的な禁止命令を下すことができるが、包括的な禁止命令が禁止する対象は条文上‘回生担保権に基づく強制執行、仮押え、仮処分又は担保権実行のための競売手続’と定められていて、譲渡担保の実行も禁止できるかは疑問である。ただ、最近の最高裁判決(大法院 2011. 5. 26. 宣告 2009 ダ 90146 判決)は、包括的禁止命令が禁止する対象に譲渡担保権の実行も含まれると判断した。

2. 集合債権に対する担保権の設定

一連の判例(大法院 2004. 2. 12. 宣告 2003 님 53497 判決 ; 大法院 2002. 7. 9. 宣告 2001 님 46761 判決など)は、債務者が債権者に対して負担している貸付金返還請求を担保するために、言わば ‘予約型集合債権の譲渡担保’の約定を締結して、債権者が譲渡してもらった債務者の債権を選択する選択権、選択された債権に対する予約を完結し、債権譲渡契約を成立させる予約完結権、そして、第三債務者債に権譲渡事実を通知できる権限を授与された場合、債権者が予約完結権を行使してから 15 日以内に第三債務者に譲渡通知をすれば、(1) 予約完結権の行使は債務者に対する行為ではないので、会社との通謀などの特別な事情がない限り、否認権の対象にすることはできないし、また、(2) 債権譲渡通知は否認できる対抗要件で該当しないので(会社整理法 80 条 1 項は債務者に対する通知のように対抗要件を備える行為が、当該権利の設定、移転又は変更があった日から 15 日を経過した後、支払い停止などがあることをを知らなかった行為であるときは、これを否認することはできないと規定されているので、第三債務者に対する通知行為も否認できないという考え方である。)、結局否認できない取引であると判断した。

論理的にみて、債権者が債務者から権限の委任をもらって行為したら、それは債務者の行為としてみるべきであって、選択権と予約完結権は債権者が債務者から委任されたものであると考えるのが妥当である。つまり、契約は双方の合意で成立するところ、上記の判決のような事実関係では、債権者は債務者の同意の意思を代理して表示する権限があったとみて、債権者の予約完結権の行使を債務者の行為として取り扱うのが取引行為として自然で妥当な解釈だと言える。

更に、上記の 1. の判決が、裁判所などを通してなした執行行為が実質的に債権者の執行行為を同一であるという点から債権者の行為を執行行為として判断していることを鑑みれば、上記の一連の判決においても、実質的な機能からみて予約完結権の行使は債務者の行為であると判断すべきであったと思われる¹⁶。

しかし、上記の一連の判決は、集合債権に担保を設定するための適切な法的手段がないという取引の実務の現実を勘案して、現在使用されている取引形式を容認してくれたものであるという分析もあり¹⁷、これは説得力のある主張だと思える。ただ、そうであれば、上記の一連の判決は、担保登記法が施行されると同時にその説得力がなくなると予想される。

¹⁶ 李鎮萬、911-914 頁

¹⁷ 吳泳俊、325 頁

3. 開始前の集合債権の増減変動

開始の前に集合債権が譲渡担保として提供された場合、担保を構成する債権は減少したり、増加したりするなど、常に変動する。この場合、個別的な債権が、危機の時に担保に追加されたのなら、それは否認権の対象になるのかという問題がある。

これはアメリカで盛んに議論された来て、以下のような考え方が¹⁸。

- (1) 集合物理論： 集合債権を一つの集合物と認め、個別的な債権の変動が問題にならないという考え方である。
- (2) 対抗要件理論： 危機の時の以前、将来債権につき一度担保権が設定され、対抗力を備えた以上、否認権の対象にはならないという考え方である。
- (3) 代替理論： 変動する集合債権に新しく追加される債権は、従前の減少された債権の代替物であるので、否認権の対象にはならないという考え方である。
- (4) 現行のアメリカ破産法第 547 条¹⁹：まず、§ 547 (e) (3) では、将来債権は対抗要件

¹⁸ 以下は Lee Chulwon、集合債権譲渡担保と倒産法上の否認権、ソウル大学法学修士論文(2006年) ; Anthony Kronman, The Treatment of Security Interests in After-Acquired Property under the Proposed Bankruptcy Act, 124 University of Pennsylvania Law Review 110 (1975) など参照

¹⁹ 破産法の条文は以下のサイトを参照した。

http://www.law.cornell.edu/uscode/uscode_sup_01_11.html

第 547 条の関連条文は以下のようなものである。

- (c) The trustee may not avoid under this section a transfer—
- (1) to the extent that such transfer was—
 - (A) intended by the debtor and the creditor to or for whose benefit such transfer was made to be a contemporaneous exchange for new value given to the debtor; and
 - (B) in fact a substantially contemporaneous exchange;
 - ...
 - (5) that creates a perfected security interest in inventory or a receivable or the proceeds of either, except to the extent that the aggregate of all such transfers to the transferee caused a reduction, as of the date of the filing of the petition and to the prejudice of other creditors holding unsecured claims, of any amount by which the debt secured by such security interest exceeded the value of all security interests for such debt on the later of—
 - (A)
 - (i) with respect to a transfer to which subsection (b) (4) (A) of this section applies, 90 days before the date of the filing of the petition; or

を備えた時ではなく、その権利を取得した時に移転されると規定されていて、集合物理論と対抗要件理論を排除しているように見える。新しい価値との交換として行われる権利移転は否認権から排除している § 547(c) (1)に鑑みて、代替理論が受容していると考えられる。一方、§ 547(c) (5)は、在庫資産、売掛債権、又はそれから得た受益に対して対抗要件を備えた担保権において、破産申立ての当時の担保不足金額が、その90日(又は新規の担保設定日)以前の担保不足金額より減少している場合、その減少額は否認権の対象となると規定し、集合債権の担保物に対して許容される変動の範囲を定めている。

代替理論が理論的な説明として説得力はあるが、実際に、集合債権の中で、個別の債権の代替がどのように行われたかを具体的判断し、否認権の対象になるかを決めるのは現実的にみて難しい。そうであれば、アメリカの破産法 § 547(c) (5)の規定は、現実的にみて妥当であると考えられる。つまり、否認権の主な目的の一つは偏頗行為の防止であるので、危機が到来した時点で集合債権の価額が増加したならば、偏頗性を認めて否認しなければならない。それなら、どの時点とどの時点を基準として比較するかを決める必要があつて、アメリカの破産法では、破産申し立ての時点とその90日前(または新規の担保設定日)の時点を基準として判断することにしたのである。

V. 回生手続の開始後の担保権者の地位

回生手続の開始後において、債権者の担保権の実行を包括的に禁止する規定はない。しかし、強制執行などの手続の中止を規定している条項、そして回生債権の弁済を禁止する条項など²⁰に照らして、担保権の実行もできないと解釈する²¹。

(ii) with respect to a transfer to which subsection (b) (4) (B) of this section applies, one year before the date of the filing of the petition; or

(B) the date on which new value was first given under the security agreement creating such security interest;

...

(e) (3) For the purposes of this section, a transfer is not made until the debtor has acquired rights in the property transferred

²⁰ 関連条項は以下のようである。

現行法 第58条(別の手続の中止など)

① 回生手続開始の決定がなつたときは次の各号の行為をすることができない。

一方、債務者回生法においては、債務者の業務と財産に対する管理人の一般的な管理・処分権限と注意義務が規定されているだけで²²、担保物をどう管理・処分するかについては具体的な規定を設けていない。

管理人は担保として提供した生産施設を使用して営業を続けるのが通例であり、担保物の価値は減価償却などで時間とともに減少されるものなので、少なくとも担保物の使用に関して、債務者回生法か、裁判所の判例によって、担保権者の利益を保護する必要があると考える。

現実的に回生手続で、預金債権が担保として提供されたり、担保目的の債権が第三債務者によって弁済されたとしても、このような現金性の資産又は現金は、多くの場合、債権者も管理人も利用できず、回生計画による処分を待つことになる。

アメリカの破産法では、担保の目的物が現金性の資産である場合、担保権者には適切な保護を提供し、管理人が運転資金などにその担保目的物を使用することができるようになってきている。我々もこのような柔軟な運営が可能になる制度の導入を考慮すべきである

-
1. 破産又は回生手続開始の申立て
 2. 回生債権又は回生担保権に基づく強制執行など(強制執行などとは「回生担保権に基づく強制執行、仮押え、仮処分又は担保権実行のための競売手続」を言う)
 3. 国税徴収の例によって徴収できる請求権であって、その徴収の優先順位が一般の回生債権より優先しないものに基づく滞納処分
- ② 回生手続開始の決定があるときには次の各号の手続は中止される。
1. 破産手続
 2. 債務者の財産に対してすでに行使した回生債権又は回生担保権に基づく強制執行など
 3. 国税徴収の例によって徴収できる請求権であって、その徴収の優先順位が一般の回生債権より優先しないものに基づく滞納処分

現行法 第131条(回生債権の弁済禁止)回生債権に関しては、回生手続が開始された後には、この法律に特別な規定がある場合を除いて、回生計画の規定によらない弁済や弁済をうける行為などでこれを消滅させる行為(免除を除く)はできない。

²¹ 前記の大法院 2011. 5. 26. 宣告 2009 ダ 90146 判決もこれと同じ趣旨である。

²² 関連条項は以下のようである。

現行法 第56条(回生手続開始後の業務と財産の管理)

- ① 回生手続開始の決定があるときには、債務者の業務の遂行と財産の管理および処分をする権限は管理人に専属する。

現行法 第82条(管理人の義務など)

- ① 管理人は善良なる管理者の主意義務で職務を遂行しなければならぬ。
- ② 管理人が第1項の規定で定められた主意義務を怠った場合には利害関係人に損害を賠償する責任を負う。この場合、主意を怠った管理人が複数いるときは連帯して損害を賠償する責任を負う。

VI. 回生手続の開始後に取得する財産に対する担保権

将来債権に担保権を設定する場合、回生手続の開始後に債務者が取得する債権もその担保権の対象になれるかという問題が生じうる。

債務者回生法第 141 条第 1 項は、回生担保権は ‘回生手続の開始当時、債務者の財産上に存在している’担保権であると規定している。したがって、債務者回生法の文理解釈によると、開始後の財産は回生担保権の対象にはなれないと解される。

アメリカの破産法第 552 条第 (a) 項も同じ趣旨から、開始後の財産は開始の前に締結された担保約定に拘束されないと規定している²⁴。この条項の立法趣旨は債務者の新しいス

²³ このようなアメリカ破産法上の担保権者保護と現金性資産の使用に関する簡略な説明は David Epstein, *Bankruptcy and related Law in a Nutshell*, Thomson/West (2005) 参照

²⁴ § 552 (a) Except as provided in subsection (b) of this section, property acquired by the estate or by the debtor after the commencement of the case is not subject to any lien resulting from any security agreement entered into by the debtor before the commencement of the case.

(b)

- (1) Except as provided in sections 363, 506 (c), 522, 544, 545, 547, and 548 of this title, if the debtor and an entity entered into a security agreement before the commencement of the case and if the security interest created by such security agreement extends to property of the debtor acquired before the commencement of the case and to proceeds, products, offspring, or profits of such property, then such security interest extends to such proceeds, products, offspring, or profits acquired by the estate after the commencement of the case to the extent provided by such security agreement and by applicable nonbankruptcy law, except to any extent that the court, after notice and a hearing and based on the equities of the case, orders otherwise.
- (2) Except as provided in sections 363, 506 (c), 522, 544, 545, 547, and 548 of this title, and notwithstanding section 546 (b) of this title, if the debtor and an entity entered into a security agreement before the commencement of the case and if the security interest created by such security agreement extends to property of the debtor acquired before the commencement of the case and to amounts paid as rents of such property or the fees, charges, accounts, or other payments for the use or occupancy of rooms and other public facilities in hotels, motels, or other lodging properties, then such security interest extends to such rents and such fees, charges, accounts, or other payments acquired by the estate after the commencement of the case to the extent provided in such security agreement, except to any extent that the court, after notice and a hearing and based on the equities of the case, orders otherwise.

タート(fresh start)のためであると知られている²⁵。また UNCITRAL の担保権立法指針でも、担保権は、倒産手続の開始後に債務者が取得した資産には及ばないとするべきであると規定されている²⁶。

Ⅶ. 将来債権の譲渡に関連する資産流動化事例

将来債権の譲渡が問題になった具体的な事例を検討してみる。

ズルネット ABL 事例²⁷：2001 年、株式会社ズルネット(「ズルネット」)は、今後の 4 年間ズルネットの超高速インターネットサービスの使用者がクレジット会社を通して支払う使用料債権(「売掛債権」)を特別目的法人(「SPV」)に譲渡し、SPV はこの売上債権を担保にして、6 つの銀行(「貸主銀行」)から借出し²⁸を受け、売掛債権の売買代金を支払った。韓国でも資産流動化は多くの場合資産流動化法によって行われるが、本件取引はズルネットの売掛債権の流動化するものであったが、資産流動化法によるものではなかった。2003 年ズルネットは会社整理法(現会社回生法)によって、会社整理手続(現回生手続)が開始され、ズルネットの管理人は、売掛債権の売買取引および貸主銀行の権利について、売掛債権の売買取引は譲渡担保であり、開始後に発生した債権は譲渡担保の目的物になれないと主張した。これに対して、裁判所は、売掛債権の売買取引は、言わば真正な売買(true sale)であり、売却された売掛債権はズルネットの財産ではなく、SPV の資産であると判断している。

この事例のように、真正な売買を認めると、債務者(ズルネット)が費用をかけて生み出した将来の収入(超高速インターネットサービスからの将来の使用料収入)は、流動化を利用する債権者(貸主銀行)だけに恩恵を与えることになり、他の債権者の配当は低下されるという問題も指摘できる²⁹。実際には、上記の事例で、売掛債権の殆どはすでに SPV に流入され、運転資金が不足していたズルネットとしては貸主銀行の要求を受け入れざるを得なかったという事情も考慮されていたのではないかと思われる。

²⁵ たとえば、Lois Lupica, Circumvention of the Bankruptcy Process: The Statutory Institutionalization of Securitization, 33 Connecticut Law Review 199, 224 (2000)

²⁶ UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions, p. 428, United Nations, New York (2010)

²⁷ この事例は、吳泳俊、358-363 頁から引用

²⁸ このような借出しを資産担保付借出し(asset backed loan: ABL)といい、その名称から由来して、このような取引を ABL 取引という。

²⁹ 但し、この原稿は資産流動化に対して検討するものではない。かかる議論は、資産流動化取引が妥当でない制度という点を指摘しているわけではなく、倒産法的な側面から資産流動化取引で考慮されるべき事項、つまり、資産流動化取引が解決すべき課題を提示してみたかった。

VIII. 決 語

担保登記法、債務者回生法の改正案などによって、将来債権における担保権者の地位は大きく変わっていくと予想される。ここで挙げたいいくつかの論点が、これからの法理の発展に少しでも役立つことができれば嬉しい。

第3回 東アジア倒産再建シンポジウム
東アジア倒産再建協会 主催
2011年10月29日
一橋記念講堂(学術総合センター内)

弁護士 坂井 秀行¹

担保権の取り扱い(日本)

第1部 事例——法的手続における担保権の取扱いと担保権者の行動

はじめに

日本の更生手続においては、担保権者はほとんど一切の権利行使が禁止される。禁止されたまま、届け出た更生担保権の認否と、それに対する弁済条件が管財人により定められる。担保権者たちは、伝統的に、管財人の判断を尊重し激しく争うことは避けてきたが、近時その態度をより積極的、攻撃的に変じつつある。

その背景には、プレーヤーのグローバル化、非法曹プロフェッショナルの進出、手続の迅速化など、様々の要素が考えられる。

Spansion Japan 株式会社についての会社更生事件はまさに、そうした変化をクリアーに示した。以下、同手続における担保権者たちの活動の一端をご紹介します。

1. 会社の概要と担保付きシンジケートローン

事業内容

Spansion Japan(「会社」)は、その全額出資親会社である米国法人 Spansion LLC(「LLC」)からライセンスの供与を受け、LLC からの発注に応じて半導体の半製品を会津工場において製造してその半製品を LLC に販売し(会津事業)、LLC はこれを加工して完成品に仕上げ、その相当部分を再び会社に売り戻し、会社はこれを最終ユーザーである日本の大手メーカーA 社に販売していた(川崎事業)。製造に必要な知的財産権は、すべて LLC が保有し、会社はそのライセンシーとして受注生産に専念していた。

担保対象財産

会津工場には、SP1 と JV3 と呼ばれる 2 つの製造ラインがあった。このうち、SP1

¹ ビンガム・マカッチェン・ムラセ外国法事務弁護士事務所 坂井・三村・相澤法律事務所(外国法共同事業)(Bingham McCutchen Murase, Sakai Mimura Aizawa-Joint Enterprise)代表パートナー

は、当時世界最先端の半導体製造システムであった。会社は、これを導入する際、外資系金融機関をエージェントとする担保付きシンジケートローン(「担保シローン」)約261億円の供与を受けていた。

担保シローンの主要な担保は次のとおりであった。①SP1 及び JV3 に対する個別動産譲渡担保権、②在庫ウエファ(原材料、仕掛品、半製品を含む)に対する集合物譲渡担保権、③会津工場に対する建物抵当権(土地は借地)、④火災保険金請求権に対する質権、⑤LLC に対する売掛金債権に対する米国カリフォルニア州法準拠の担保権。このように、担保物の価値は、動産①②、債権⑤の価値が、不動産担保③の価値をはるかに上回っており、かつ、①は最先端半導体製造装置(SP1)であるため、また②⑤は担保物が変動していくため、それぞれその価値の維持、実現には特段の注意が必要であった。

2. 更生手続の申立、開始

申立・包括的禁止命令

会社は、2009年2月10日、更生手続開始申立をし、同時に弁済禁止の保全処分と並び、包括的禁止命令が発令され、担保権の実行も禁止された。担保シローン団は、担保物②⑤の担保価値維持のため、会社と直ちに協議を開始した。

LLC の Chapter 11 申立

米国においても、2009年3月1日、LLC その他関連会社につき Chapter 11 手続の申立がなされた。

更生手続開始決定(2009年3月3日)/Chapter 15 承認決定(2009年5月26日)

開始決定により、担保権実行禁止の効果が発生した。会社は、担保権実行禁止効を米国所在財産(LLC 売掛金)に対しても及ぼすため、2009年4月30日、米国 Chapter 15 手続を申し立て、同年5月26日、米国破産裁判所により承認決定が下された。

3. 更生担保権者委員会の活動

更生担保権者委員会の組成と承認(2009年5月1日申立、同月21日承認決定)

委員会の手続関与承認要件は、①委員の数が3人以上10人以内、②更生担保権者の過半数が委員会の手続関与に同意していると認められること、③更生担保権者全体の利益を適切に代表すると認められることであり(会更117条1項)。

承認の効果は、①裁判所、管財人に対する意見陳述、②会社の業務、財産の管理に関して管財人が意見聴取義務、③管財人の、財産評定、84条報告書等の提出義務、④費用償還、報償金などである(会更118条以下)。

委員会による手続監視

①会社による未履行双務契約改訂交渉をモニタリングして、管財人に対して強く反対意見を述べるほか、②LLC による会社に対する債権届け出に対して、債権者として異議を述べるなど、管財人による更生手続運営を監視し、手続過程において逐一、意見や異議を述べた。

債権届け出/査定・価額決定手続

委員会は、①管財人による更生担保権の評価が低すぎるとして、更生担保権の査定手続の申立及び担保権目的財産の価額決定手続の申立を行った。他方、②LLC により委員会メンバー全員に対してなされた査定申立に対し、劣後化論を展開して争った。

LLC の Chapter 11 手続における攻防

Chapter 11 手続においては、債権者に与えられる攻撃方法はより多彩である。委員会は、会社の LLC に対する売掛金に対する担保権と、担保権者ら自ら LLC に対して有する権利を梃子として LLC の Chapter 11 手続に対して積極的に参加し、これに対して圧力をかけ続けた。この面においては、委員会は時に会社を主導し、時に会社と密接に連携した。

半導体製造委託契約の履行拒絶

委員会は、半導体製造委託契約の改定に強く反対し、会社もこれに同調。遂に、LLC は、同契約の履行拒絶許可申立に至った。これにより発生する損害金(Rejection Damage Claim、以下「RDC」)額をめぐって後日激しい争いとなり、最終的に 1 億ドルの和解金の獲得につながった。

SP1、JV3 に関する担保権の処理

管財人・委員会間においては、SP1 は、「処分連動」方式により処分し、JV3 はこれを核として会社事業を存続させることが基本的合意となっていた。

「処分連動」方式とは、担保権対象財産を現実に処分し、その正味処分価格をもって更生担保権額とする評価方式である。管財人にとっては、担保権財産(特に不動産)価格の値下がり局面においては、値下がりによるリスクを回避することができ、担保権者にとっては、財産を不当に廉価に評価されるリスクを回避することができる点で、それぞれメリットがある。

超専門的知識とグローバル・ネットワークあって初めて可能となった SPI の売却エージェント活動と JV2 事業のスポンサー探索

「処分連動」方式の下においては、担保権者にとって財産の売却価格が重要性を有す

る。そして SP1 は、最先端半導体製造装置であるため、その売買は、半導体製造メーカーの高度の戦略的経営判断に関わる。したがって、売却価格はもとよりその売却自体、超専門的な技術知識と業界知識、さらには買い手候補メーカーからの厚い信頼があつて初めて可能である。そのような条件を満たす委員会メンバー、B 社及び C 社がそれぞれ海外、国内の売却エージェントとなつて SP1 の買い手を探索した。結果的に、B 社は、世界的メーカー D 社に対して SP1 を売却することに成功したが、これに留まらず、D 社に対して、JV3 事業を核とする会社再建のスポンサーともなるよう勧誘し、管財人へと誘導した。

4. LLC との和解

LLC に対して、管財人・委員会が Chapter 11 手続において圧力をかけ、様々の局面において抵抗していたが、和解が成立し、① LLC が会社に対して和解金 4500 万ドルを支払う、② 新規の半導体製造委託契約の締結、③ LLC の会社に対する届出債権に対する支払いは行わない、④ 川崎事業の LLC への譲渡、⑤ LLC 手続に対する会社の債権届出の取り下げ (RDC を除く) などが合意された。

この合意により、会社は、多額の和解金を獲得した上、さらに RDC についての請求権を残し、かつ JV3 を軸とする事業再生につき一応のシナリオを描くことが可能となった。このような成果をもたらした要因は、LLC に対して Chapter 11 手続において挑戦し、それによって回収を最大化する戦略を委員会が先導し、管財人がこれに呼応して、両者が密接に協力したことであつた。

また上記和解と同時に、管財人・委員会間において、① LLC 和解金の取扱い、② 会社更生計画案の合意に向けての協力義務と、これが一定期日までに成立しなかったときには、裁判所外の調停に付すること、などが合意された。

5. 裁判所外の調停手続

管財人と委員会とは、その後更生計画案の合意に向けて協議を重ねたが合意に至らず、遂に上記合意に基づいて調停手続が開始された。各当事者がそれぞれ 1 名の調停委員を指名し、その 2 名の委員が 3 番目の調停委員を指名した。いずれの調停委員も倒産再建手続については、法律、実務双方に通暁した実務家であり、かつ自己を指名したのがいずれの当事者であるかは度外視して、公平中立な立場から調停に当たった。合計 11 回、各数時間ずつに及ぶ調停の場は、合意に至るためには絶対不可欠の、① 立ち入った情報開示と、② それぞれの主張を詳細に展開する場を提供した。このような機会が債権者に対して与えられたのは、わが国更生手続史上、初と言ってよい。

しかし、両者の溝は容易に埋まらなかったため、委員会、管財人はそれぞれ、独自の更生計画案を提出するに至った。管財人と委員会との主要な争点は、① 委員会の更生担保権の総額、② 当初弁済額、③ JV3 事業からの収益を原資とする弁済額と期間、

④RDC に対する委員会メンバーの担保権の存否、その他であり、合計 10 余項目の意見不一致項目が存在した。

6. 調停による更生計画案の一本化から可決・認可・実行へ / RDC 和解

付議決定の予定期日が切迫してなお合意に至らなかったため、裁判所から両当事者に対し、残された争点につき調停委員の見解を尊重して決着を図るよう強い指導がなされた。両者は直ちに調停委員の意見を徴して最終協議に入り、遂に開始後利息・損害金(法律上許される 1 年分)を含む更生担保権約 275 億円全額を認めるなどする更生計画案への一本化に合意し、同計画案は、無事可決認可された。

その後、SP1 資産及び JV3 事業は、いずれも D 社に対して一括売却され、売却代金は更生計画及び担保権解除合意書に基づいて更生担保権者に弁済された。

他方、更生計画案の可決認可後、RDC をめぐって Chapter 11 手続の延長戦はさらに継続し、最終的に、委員会エージェントたる B 社による立証上の支援もあり、会社は LLC との間において金 1 億ドルの支払いを受ける旨の和解に達した。RDC 和解による回収金は、更生担保権者に対しては、上記のとおり認められた開始後利息・損害金を含む更生担保権の残額の弁済に充てられ、その余の大半の回収金は、一般更生債権者に対する弁済原資となり、その弁済率を著しく押し上げた。

7. 本件における更生担保権者の行動の意義

柔軟な手続進行——裁判所の理解

裁判所は、当初裁判所の定める標準スケジュールに基づき、計画案の提出期限を開始決定の 5 ヶ月後と定めたが、更生担保権者委員会の期間伸長申立を容れて、6 ヶ月、2 ヶ月と、2 度にわたり伸長した。その結果、更生計画案提出期限は、法定(会更 184 条 3 項)の、開始後 1 年を過ぎたが、その伸長が認められた結果、委員会は本報告において述べる様々の活動をする時間が与えられ、その結果更生会社や一般債権者もその利益を享受することができた。

担保権者と管財人との間における対等に近い交渉の成立

①更生担保権者委員会としての集团的行動と、②調停手続による情報開示の促進、充実、③公平中立な第三者である調停委員を交えた調停の場における、更生担保権者・管財人間の時間をかけた対話、などの結果、本件において担保権者は、過去例を見ないレベルの対等な交渉が可能となった。

LLC からの多額の和解金の獲得

前述したとおり、委員会が LLC との対決姿勢を鮮明にし、①LLC に対する担保権主張や共益債権主張、②LLC の届出債権に対する異議、③LLC の計画案に対する異議申

立てなど、華々しい闘争を展開した結果が、多額の和解金の獲得と、更生手続における LLC 債権の完全劣後化に結実(少なくとも大きく寄与)した。

半導体製造装置の売却エージェントとしての寄与

超専門知識・経験と、グローバルな業界ネットワークを有する B 社を活用して、半導体メーカーの高度の経営戦略に関わり、かつ会社財産の中においても、その価値の大きな部分を占める最先端製造装置を高価に売却し、更生担保権の回収を最大化することに成功した。更生担保権者(B 社)自身が、管財人の依頼を受けて売却エージェントに起用されたことは異例で、はあったが、有利処分の鍵であった。

集合物譲渡担保の取扱いに関する初動協議

担保シローン団(委員会承認前)は、会社の更生手続申立直後から、在庫集合物担保権の取扱いにつき協議を開始し、一応の合意を形成した。

更生手続開始申立、ないし同手続開始決定により、所謂「固定化(Crystallization)」が発生するかという問題がある。この点に関して、当時から日本法は定説を見ていない。ただ、本件において仮に固定化が発生する解釈を採ると、その時点で担保権対象物であった在庫ウエファ(原材料、仕掛品、半製品を含む)について会社に付与されていた処分権限、及び LLC に対する売掛金債権の回収権限は消失するので、会社は以後一切事業を継続することができなくなり頓死せざるを得ない。それはシローン団も望む所ではないので、以後流入する在庫、発生する売掛金債権に対してもそれぞれ担保権が及ぶとの合意の下に、継続して会社に対して既存在庫の使用・処分、既存売掛金債権の回収を認めることとした。

これら集合物担保権の価値評価については、後日争われることとなったが、手続申立直後に上記のような協議がなされたことは、未だ先例の多くない分野において一定の先例的意味があろう。

第2部 各倒産・事業再生手続における担保権の規律

はじめに

日本には、法的倒産処理手続が合計 4 種類存在する。再建型手続 2 種類(民事再生、会社更生)、及び清算型手続 2 種類(破産、特別清算)である。このほかに、裁判所が関与せず、当事者間の合意だけで成立するいわゆる私的整理がある。

本稿では、特別清算を除く 3 種類の法的倒産処理手続における、担保権の取扱いについての法的枠組みを解説すると共に、運用やそれを背景とした取引の実際を概観する。

第1 民事再生手続

1. 別除権

再生手続は、アメリカの Chapter 11 手続に当たる、と言われることがあるが、最大の違いの一つが、担保権の処遇である。再生手続においては、個別財産に対して担保権を有する担保権者は、原則として手続の開始により制約されることなく、その後も自由に担保権を行使することができる。このような担保権者の権利を別除権と呼ぶ。

担保権を手続に組み込むと、担保目的物の評価、決議時の組分けなど、手続自体が重くなる。担保権を別除権とすることにより、再生手続を、中小企業にも使いやすい、簡素、迅速、安価な手続とすることが図られた。

別除権とされる担保権は、特別先取特権、質権、抵当権、および商事留置権である(民再 53 条 1 項)。

2. 別除権の制限

担保権が別除権とされることにより自由に行使しうることとなると、事業継続に不可欠な財産に担保権が設定され、被担保債権額がその財産の価値を上回っている場合には、その被担保債権額全額を支払わない限りその財産が失われてしまうこととなり、債務者の再建を困難にするとともに、債権者間の実質的平等を害する。そこで、民事再生法は、別除権に対して以下の制限を設けた。

ア 担保権の実行手続の中止命令(民再 31 条)

裁判所は、①再生債権者の一般の利益に適合し、かつ、②競売申立人に不当な損害を及ぼすおそれがないときには、③相当期間を定めて、担保権の実行手続の中止を命ずることができる。担保権が実行された結果、債務者の再生が危うくなる場合、債務者としてこれを回避するためには、①担保権者と弁済条件等につき合意する(担保権協定)、②担保権消滅手続(民再 148 条)により担保権を消滅させ

る、などの方策が必要であるが、そのために一定の猶予時間を与えるのが中止命令の目的である。開始決定後も効力は維持される。

譲渡担保、所有権留保、リースなど非典型担保についても適用があるかについては争いがあり、肯定する判例も存在するが、非典型担保は権利内容、実行手続が法定されていないため、中止の対象となる手続の把握、中止命令の実効性の確保など実務上の問題が多々指摘されており、実際に利用しうる局面は限定的である。

イ 担保権消滅手続

①再生債務者の事業の継続に不可欠の財産上に、②別除権となる担保権が存するときは、再生債務者は、③一定の財産価額を提示して、すべての担保権を消滅させることの許可を裁判所に対して申し立てることができる(民再148条1項)。

担保権者側は、上記①(事業不可欠性)および③(財産価額)を争うことができる。①(事業不可欠性)を争う場合は、担保権消滅許可決定に対して即時抗告をする(同条4項)。③(財産価額)を争う場合は、担保権消滅決定の送達を受けた後1ヶ月以内に価額決定の請求をすることができる(民再149条1項)。価額決定請求がなされると、裁判所は評価人を選任しその評価に基づき価額の決定をする(民再150条1,2項)。この場合の財産価額の評価は、その財産を処分するものとして行われる(民再規79条1項)。価額決定は、その請求をしなかった担保権者に対しても効力を有する(民再150条4項)。価額決定に対しては、再生債務者と、それら担保権者は即時抗告をすることができる(民再150条5項)。

再生債務者は、裁判所の定める期限までに確定した価額を裁判所に納付しなければならず(民再152条1項)、納付があった時に担保権が消滅する(同条2項)。裁判所は、納付された金銭を、民事執行と同様の手続により担保権者に対する配当に充てる(民再153条)。

譲渡担保、リースなど、非典型担保権についても類推適用の必要性についてはほぼ異論がないが、複数担保権が存在する場合における配当順位の確定、所有権登記を担保登記として登記手続き上抹消することの可否、その他実務上様々の困難が指摘されている。

3. 不足額責任主義

別除権者は、その別除権の行使によって弁済を受けることができない債権の部分(不足額)についてのみ、再生債権者としてその権利を行うことができる(民再88条。不足額責任主義)。

別除権者は、再生手続に参加するためには、再生債権の届出期間内に、再生債権の内容および原因、議決権額その他最高裁判所規則で定める事項に加え、別除権の目的財産および別除権の行使によって弁済を受けることができないと見込まれる債権の額

を届け出なければならない(民再 94 条)が、届け出ても不足額が確定するまでは、再生計画に基づく弁済を受けることができない(民再 182 条)。不足額は、①担保権実行の完了、②担保権放棄または合意による受け戻し(民再 41 条 1 項 9 号)、③担保権消滅手続に基づく金銭納付(民再 152 条 2 項)の結果、担保権が消滅することにより当然に確定するが、そのほか、担保権が未消滅の状態であっても、④別除権協定(被担保債権の一部を対象とする担保権不行使の合意など)により不足額を確定することも認められる(民再 88 条但し書き)。

現実には、②ないし④がなされず①で進行した場合において、再生計画が認可されても担保権の実行が完了していない場合もあるので、再生計画は、不足額が確定した場合に関する適確な措置を規定しておかなければならない(民再 160 条 1 項)。なお、別除権が根抵当である場合には、極度額を超える部分が不足額となることは明らかなので、その部分は当然に不足額として扱って仮払いし、将来不足額が確定した段階で精算する措置を定めることができる(民再 160 条 2 項)。

4. 別除権協定

既に見たように、別除権者は、再生手続外において担保権を実行することができるが、実務上は再生債務者との合意(別除権協定)に基づき担保権の処理を定める場合が多い。それは、①再生債務者がその担保物を処分することに同意している場合には、あえて競売手続によって売却するよりも両者の合意に基づき任意売却した方が有利迅速に売却できる場合が多いこと、他方、②再生債務者としてその担保権物を是非とも継続使用する必要がある場合には担保権者にとって有利な条件を定めた担保権協定の合意に至る場合が多く、逆に担保権者があまりにも不当な要求をした場合には、再生債務者により担保権消滅請求を受ける可能性があり、結果的に②の場合においても適度な線での合意に至る力学が働くことによると考えられる。

別除権協定成立の過程では、清算価値・継続企業価値、あるいは取引事例価額・収益還元価額のそれぞれいずれにより評価するか、など担保目的物価額が中心的な争点となるが、そのほかにも、弁済方法、将来の不履行時の措置なども議論の焦点となる。

第 2 会社更生手続

1. 更生担保権

ア 担保権の実行禁止・中止命令

更生手続の最大の特色の一つは、担保権者を手続の中に取り込み、その権利行使を制限しながら、更生手続の中でその権利内容を変更することを可能にしている点にある。これは、更生計画案の実行により更生会社が再建されるまでの間、

管財人に対して担保権の実行など個別的権利行使に対する対応にエネルギーを消耗することなく、事業運営と更生手続に専念する余裕を与えることが目的である。

そのような担保権は、特別先取特権、質権、抵当権、および商事留置権であり（更生 2 条 10 項）、破産・再生手続において別除権が認められるものと基本的に同様の範囲の担保権である。それらの担保権の被担保債権を更生担保権と呼ぶ。（以下、更生債権と更生担保権を合わせて「更生債権等」ということがある。）非典型担保権（仮登記担保権、譲渡担保、所有権留保など）の被担保債権も、更生担保権として取り扱われている。

更生担保権は、手続開始後は弁済禁止の対象となり（会更 47 条 1 項）、またそれに基づく担保権実行が禁止・中止される（会更 50 条 1 項）。申立後、開始決定までの間に担保権の実行が完了すると債務者の再生が危うくなる場合、裁判所は、①必要があると認めるときは、②利害関係人の申立てによりまたは職権で、更生手続開始決定のなされるまでの間、その中止を命ずることができる。但し、③実行手続の申立人に対して不当な損害を及ぼすおそれがない場合に限り（会更 24 条 1 項 2 号）、かつ④更生手続開始決定、または 2 年間の経過をもって失効する（同条 3 項）。さらに、①中止命令では不十分な場合には、②利害関係人の申立てによりまたは職権で、包括的禁止命令を发出してすべての債権者に対して、担保権の実施を含む強制執行等を禁止することができる（会更 25 条 1 項）。但し、担保権の実行が禁止されている間に担保物につき担保権者にとって不利益な処分がなされることのないよう、③更生会社の主要な財産に関して処分禁止の仮処分などが命ぜられているか、または保全管理命令もしくは監督命令が発令されていることが条件とされている（会更 25 条 1 項但書）。

イ 担保権実行禁止の解除

但し、例外的に、担保権の目的財産が更生会社の事業の更生のために必要でないことが明らかなものであるときは、管財人の申立てまたは職権で、担保権の実行禁止を解除する決定が可能とされる（会更 50 条 7 項）。但し、更生担保権は、解除決定を直接求める権利は与えられておらず、そのような申立てを裁判所にするように管財人に求めることができるに留まる。その求めを受けた管財人は、裁判所に対して直ちにその旨を報告し、かつその申立てをしないこととしたときは、遅滞なく、その事情を裁判所に報告しなければならない（同条 8 項）。

担保権の実行禁止が解除されても、債権者平等の観点から、解除された担保権実行手続における換価金は担保権者に配当されず、執行裁判所に留保される（会更 51 条 1 項）。更生計画が認可されれば、その留保金は管財人に交付されて計画弁済の原資となり、担保権者は他の更生債権者等と同じく、計画にしたがって弁済を受ける。更生計画が認可されず、更生手続が廃止等で中途終了したときのもの

み、留保金から担保権者に対する配当が実施される(同条3項)。

ウ 更生担保権額

更生担保権とは、担保目的財産についての被担保債権のうち「当該担保権の目的である財産の価額が更生手続開始の時ににおける時価であるとした場合における当該担保権によって担保された範囲のもの」をいう(会更2条10項)。このように、更生担保権の評価基準として、時価基準が採用されており、また被担保債権のうち時価を上回る部分は、一般更生債権となる。更生担保権と一般更生債権との間においては、「更生計画の内容に公正かつ衡平な差を設けなければならない」(会更168条3項)とされ、実務上、更生担保権に対しては多くの場合100%弁済がなされるのに対し、一般更生債権に対する弁済率は財産状態によっては数%に留まる場合もあり得るので、上記の担保目的物価額の評価が非常に大きな重要性を持つ。

「時価」とは、企業会計上は、「公正な評価額をいう。通常、それは観察可能な市場価額をいい、市場価格が観察できない場合には合理的に算定された価額をいう。公正な評価額とは、独立した当事者による競売又は清算による処分以外の現在の取引と理解される」とされているが(日本公認会計士協会「財産価額の評定に関するガイドライン(案)」)、幅のある概念であり、一義的に算定されうるものではない。

2. 更生担保権の届出

更生担保権の届出は、開始決定と同時に定められる債権届出期間内に行う必要がある(会更138条)。債権届出を怠ると、更生手続に参加することができず(会更42条、135条、138条、会更規19条、36条)、債権調査の範囲から除外され(会更144条、145条)、更生計画認可決定により失権してしまう(会更204条1項)。

届出期間内に届出ができないことにつき更生担保権者に帰責事由がないときなどには、その事由の解消時から1ヶ月以内であれば、期限後の届出が認められる(会更139条)。

3. 債権調査・確定

管財人は、届け出られた更生担保権につき、その存否、内容を調査して認否し、その結果を認否書として裁判所に提出する(会更146条)。しかし、更生担保権は、被担保債権のうち担保権目的財産の時価によりカバーされた範囲に限定されるので(会更2条10項)、管財人は、担保目的物の価額を評定する。管財人は、通常、公認会計士や不動産鑑定士に委嘱して財産評定を進めているので(会更83条1項)、その評定額を基準として更生担保権額の認否を行う。

届出をした更生担保権者は、債権調査期間内に、認否書記載の更生担保権額につき

異議を述べることができる(会更 147 条 1 項)。管財人が認容し、異議の述べられなかった更生担保権は、管財人の認容した内容で確定する(会更 150 条 1 項)。

管財人が認容せず、または他の更生債権者等が異議を述べた更生担保権を有する更生担保権者は、一般債権調査期間の末日から 1 ヶ月以内に、更生担保権の査定申立てをすることができる(会更 151 条以下)。

実務上、更生担保権の確定手続の争点は、ほとんどの場合目的物価額にある。その場合、更生担保権者は査定申立てから 2 週間以内に、価額決定の申立てをすることができる(会更 153 条)。価額決定の申立てがあると、裁判所は評価人を選任してその評価に基づいて価額決定をする。これに対する不服申立ては、即時抗告のみが認められている(会更 154 条)。ここで目的物価額が確定すると、当該価額は、査定決定や異議訴訟の裁判所を拘束するものとされている(会更 155 条 2 項)。

4. 担保権消滅制度

管財人が、更生会社の事業の全部又は一部を事業譲渡しようとするときには、譲渡される資産上に設定された既存の担保権を消滅させることが必要となる。このような場合のため、担保権消滅制度が定められている。即ち、裁判所は、更生手続開始当時、更生会社の財産上に担保権があるときは、①更生会社の事業の更生のために必要であると認める場合、②管財人の申立てにより、③当該財産の価額に相当する金銭を裁判所に納付して、当該財産を目的とするすべての担保権を消滅させることができる(会更 104 条 1 項)。裁判所の許可決定に対して不服のある担保権者は、上記①(更生必要性)および③(財産価額)を争うことができる。①(更生必要性)については即時抗告で争い(会更 104 条 5 項)、③(財産価額)については価額決定請求(会更 105 条)で争う。

担保権者が担保目的物に対して有している利益は、結局更生手続が破綻し、破産手続になった場合における当該目的物価額の配当である。したがって、担保権消滅制度において管財人が納付すべき金銭は、処分価額で評価される(会更規 27 条、民再規 79 条 1 項)。

管財人が目的物価額相当金銭を納付すると、担保権は消滅する(会更 108 条 3 項)。しかし、更生担保権は更生計画によらなければ弁済することができないので(会更 47 条 1 項)、納付された金銭は、債権者平等の観点から、担保権者には配当されず、裁判所に留保される。更生計画が認可されれば、その留保金は管財人に交付されて(会更 109 条)計画弁済の原資となり、担保権者は他の更生債権者等と同じく、計画にしたがって弁済を受ける。更生計画が認可されず、更生手続が廃止等で中途終了したときにのみ、留保金から担保権者に対する配当が実施される(会更 110 条)。

第3 破産手続

1. 別除権

破産手続においては、債務者の財産をすべて換価回収して、その代金、回収金を実体法の順位に従って配当するので、個別財産に対して担保権を有する担保権者は、原則として手続の開始により制約されることなく、その後も自由に担保権を行使することができる(破 65 条 1 項)。このような担保権者の権利を別除権と呼び、特別先取特権、質権、および抵当権(破 2 条 9 項)がこれに当たる。商事留置権も特別の先取特権とみなされ、別除権となるが、他の特別先取特権に劣後する(破 66 条)。非典型担保である、譲渡担保、所有権留保、リースなどは、いずれにせよ目的物の引き上げが認められるので結果においてさしたる差違はないが、実務においては多くの場合、別除権として取り扱われている。

破産手続においては、担保権実行は、中止命令の対象外である(破 24 条参照)。

なお、別除権者が担保権実行を自ら行わない場合には、破産管財人は民事執行法の定める手続によって担保目的物を売却することができ、別除権者はこれを拒否することができない(破 184 条 2 項)。この制度は、特に担保目的物の価値が被担保債権額を上回っている場合に、機能する。(別除権者が担保権を実行しない限り、財団の換価が完了しない。)担保権者が法定外の特別の実行手段を個別の契約等により有している場合、裁判所は、別除権者がその処分をすべき実行期間を定め、その期間内に実行されない場合は、管財人が競売等によって換価できる(破 185 条)。

2. 任意売却と財団組み入れ

破産財団に属する財産に担保権が設定されているとき、担保権者は破産管財人との合意に基づきその財産の売却を破産管財人に委ね、売却代金の一部(5%から 10%くらいが多いとされる)を破産財団に組み入れるという実務が、長く定着している。これは、破産管財人との協力に基づき任意売却することにより、迅速、安全かつ有利な処分が可能となる場合が多いという経験則に基づく実務である。したがって、たとえ被担保債権額が目的物価額を上回る場合においても、上記のような実務は広く行われている。

3. 担保権消滅制度

このような実務運用をより一般化して、担保権消滅制度が法定されている。

破産開始時において、破産財団に属する財産につき別除権となる担保権が存するときにおいて、その財産を任意に売却してその担保権を消滅させることが破産債権者の一般の利益に適合するときは、破産管財人は、その財産を任意に売却し、(a) 売得金(売却代金から売却経費等を控除した金額)の一部を破産財団に組み入れる場合においては、その組入金を控除した後の売得金か、または(b) それ以外の場合には売得金

を、裁判所に納付することにより、その財産につき存するすべての担保権を消滅させることの許可を裁判所に対して申し立てることができる(破 186 条 1 項)。

この申立てに対して担保権者側は、①担保権消滅申立書等の送達を受けた後 1 ヶ月以内に担保権実行の申立てをするか(破 187 条)、②担保権者自ら、または別の買い手が、破産管財人の提示する売得金額を 5%以上上回る価額で買受ける旨の申出(破 188 条)をすることにより対抗することができる。

①の場合は担保権の実行手続が行われるが、②の場合、または対抗手段がとられなかったときには、買受けの申出をした買受け希望者、または当初の売却相手方に対して、それぞれ任意に売却し、担保権を消滅させることを許可する決定がなされる(破 189 条)。これによって、破産管財人と相手方との間に売買が成立したものとされ、相手方が売買代金に相当する金銭を裁判所に納付することにより(破 190 条 1 項)、担保権は消滅する(同条 4 項)。裁判所に納付された金銭は、裁判所により配当される(破 191 条)。この制度は、担保権者と破産管財人との任意売却・財団組入れの合理的な協議を促進することを目的として導入された。譲渡担保権、ファイナンス・リースなどの非典型担保についても、類推適用の余地があるが、個別の判断が必要である。

4. 不足額責任主義

別除権者は、その別除権の行使によって弁済を受けることができない債権の部分(不足額)についてのみ、再生債権者としてその権利を行うことができる(破 108 条 1 項。不足額責任主義)。

別除権者は、破産手続に参加するためには、破産債権の届出期間内に、破産債権の内容および原因、議決権額その他最高裁判所規則で定める事項(破 111 条 1 項)に加え、別除権の目的財産および別除権の行使によって弁済を受けることができないと見込まれる債権の額を届け出なければならない(破 111 条 2 項)が、届け出ても不足額が確定するまでは、配当を受けることができない(破 198 条 3 項)。担保権の実行手続が遅れると、最後配当の除斥期間内に担保権の実行が完了せず、不足額が確定しない場合もあり得るので、そのような場合のため、別除権者が破産管財人との合意により、被担保債権額を縮小するなどして、被担保債権の一部が目的物件によって「破産手続開始後に担保されないこととなった」ものとして、その債権部分について手続参加できることとされている(破 108 条 1 項但書)。なお、別除権が根抵当である場合には、極度額を超える部分が不足額となることは明らかなので、その部分は当然に不足額として扱って配当を受けうるものとされている(破 196 条 3 項、198 条 4 項)。

第 4 個別の問題——倒産条項

契約の中に、相手方に倒産手続開始の申立がなされたことを停止条件として契約解除権が発生する旨を規定している場合がある。このような規定を一般に、「倒産解除特約」ない

し「倒産条項」と呼ぶ。このような特約の効力如何が実務上しばしば問題となる。アメリカ法でも ipso facto 条項と称され、その効力につき議論のある条項である。

学説上、①管財人等は、未履行の双務契約につき、解除権を認めているので、その権利を保護する観点から、破産手続を含むすべての倒産手続において倒産条項の効力を否定する見解、②再建の保護という観点から、再建型手続において倒産条項の効力を否定する見解、③倒産条項が、実質的に担保権の実行という側面を有する場合に着目し、担保権実行を制限する更生手続においてのみ倒産条項の効力を否定する見解などが見られたが、判例は、更生手続において所有権留保付き売買において倒産条項の効力を否定していた(最判昭 57.3.30、民集 36 卷 3 号 484 頁、百選 12)のに続き、再生手続においても、フルペイアウト方式によるファイナンス・リースについて、倒産条項の効力を否定した(最判平 20.12.16 民集 62 卷 10 号 2561 頁 金法 1927 号 86 頁)。いずれも、倒産条項が更生、再生手続の趣旨、目的に反することを根拠としている。

以 上

企業破産における労働者の再配置と補償

北京市企業清算事務所 康 陽

労働者の再配置(中国語では「安置」と補償は、中国の企業倒産実務において、非常な重要な一部である。とくに国有企業の倒産事件では、労働者の再配置と補償は注目度も社会影響力も解決の難しさもその他の倒産業務をはるかに上回っていた。さらに、前世紀の末から今世紀の初頭まで、労働者の再配置と補償はすでに法律の枠を超え、社会の安定と調和に係わる社会問題まで発展していた。中国政府はこの問題に関して、非常に高い関心を示し、数多くの関連政策を打ち出した。さらに、その後、市場経済体制の構築及び社会保障制度の健全化に伴い、労働者が企業倒産に対する態度も不理解から理解へ、法律の不知から法律に基づく自己権利の実現へと、ひそかに変わっている。この変化の背景には、三十年余りの改革開放政策及び経済体制の変革により、倒産制度が市場原理の必然だと理解した労働者が、受動的な立場から法律による積極的な権利実現への変遷がある。

一 失業補償金(中国名は「職工安置費」、以下同じ)と経済補償金は違う概念である

中国では、企業が倒産するに際して、労働契約が解除された労働者に対して支払われた手当は主に失業補償金と経済補償金がある。この二種類の手当は理念、適用範囲、支払基準では異なるものである。

失業補償金とは、中国政府が国家計画の調整により倒産した国有企業の労働者を対象に立案した補償金である。失業補償金は明確な法的根拠がなく、政策的な補償措置としての性格がかなり濃い。1986年に中国初の倒産法規「企業倒産法(試行)」(以下は「旧倒産法」と称する)が制定され、その第四条には「国は各種の手段を取り、倒産した企業の労働者を再就職させる。また、再就職前の基本的な生活保障も確保しなければならない。具体的な措置は国務院の条例に委ねる。」と規定された。旧倒産法第四条に基づき、中国国務院は1994年に「国務院が若干の都市で国有企業倒産を試行することに関する通知」を制定し、「政府は倒産企業の労働者の自力的な再就職を奨励する。自力再就職者に対し、政府は現地の実情に照らして、倒産企業所在市の年平均賃金の3倍を限度に、一時金として失業補償金を支払うことができる。」と通知を出した。さらに、1997年に出された「補充通知」は失業補償金の適用範囲を国家計画内及び試点都市の国有企業に限定した。以上は失業補償金の政策根拠である。

中央政府が失業補償金政策を出した理由について、当時に国有企業が国民経済の中堅的な存在であり、国有企業の労働者も国民経済の発展において著しい貢献を發揮したことにかわらず、社会保障制度及び福利厚生制度がかなり未熟なもので、労働者の賃金水準も低額のままであり、労働契約の解約だけを根拠に補償金を支払うと、労働者の反発を収め

られないので、それが現実的ではないなどの理由は挙げられる。それで、労働者の保護及び社会安定の維持を考慮し、政府は失業補償金の政策を打ち出した。しかし、ここで注意しなければならないのは、失業補償金が特定の時期に存在した特殊な政策にすぎない。2008年に、国はこのような政策を終了すると宣言したので、失業補償金も歴史から姿を消した。

それに対して、経済補償金とは労働者の労働契約解除前の労働行為に対する物質的な補償である。具体的に倒産企業が労働契約を解除するとき労働者に支払う一時的な経済補償で、労働者の入社年数(中国語では「工龄」という)と賃金水準を計算の根拠とする。また、旧倒産法のもとで中国労働省は1994年に「労働契約を違反・解除するときの経済補償に関する弁法」を發布し、「会社は労働契約を解除する場合、労働者に対し、入社年数の一年間ごとに一ヶ月分相当の賃金を経済補償金として支払わなければならない。入社して一年未満の労働者は入社一年とみなす。また、経済補償金の計算基準とは、契約解除前の12ヶ月(企業が通常の運営状況におけるときに限定)をベースに計算された平均月給であるが、労働者の平均月給が会社の平均水準を下回る場合、企業の平均月賃金を基準とする」と規定した。なお、2008年に「中華人民共和国労働契約法」の施行に伴い、倒産企業労働者の経済補償金も一律に労働契約法の基準により支払われるようになった。それによれば、「会社が倒産手続に入ったとき、労働契約が終了する。経済補償金の基準について、入社年数の一年間ごとに一ヶ月分賃金相当の金額を支払う。入社時間が6ヶ月以上1年未満の場合、1ヶ月分の金額を支払う。6ヶ月未満の場合、1ヶ月分賃金の半分を支払う。本条でいう月給とは、労働契約が終結・解除される前の12ヶ月をベースに計算された平均賃金を意味する」。その背景には、市場経済の成熟化に伴い、法律制度もともに健全化になり、また国家政策的倒産の終結・新企業破産法の施行につれ、経済補償金も統一した基準で支給されるようになった。

二 実務からみた失業補償金制度の実行

2000年に、北京市にある某化学工場は国の政策的倒産計画に取り入れ、倒産の準備をしていた。当該化学工場は1965年に建設された国有企業で、長年の赤字経営のため、多額の負債を抱えていた。90年代の半ばに生産停止になり、生産設備が銀行貸付金の抵当物にされ、政府からの無償譲渡(中国語では「土地划拨」)で取得した土地を所有するが、500人余りの労働者が在籍していた。現地政府は当該企業の倒産をかなり重要視して、上級官僚を清算組のメンバーに加え、労働者の退職後再配置を倒産における中核的な仕事と位置づけた。

1. 「労働者分流再配置草案」を制定し、民主的な手続を進行する

当該化学工場がすでに国家政策的倒産計画に取り入れたので、政策に基づき、労働者の自力再就職、一時金としての失業補償金の支給を中核的な内容とした「労働者分

流再配置草案」が作成された。そのあと、労働組合は労働者代表大会を組織した。労働者代表大会の下に、「労働者分流再配置草案」が議論・修正をされ、最終的に可決された。当時の労働組合に関する法令によれば、国有企業の倒産は労働者大会の可決を必要条件とされていた。

2. 失業失業補償金の調達

失業失業補償金の財源とは、やはり企業の財産からなる。さらに、ここでのいう企業の財産が二つの部分からなっている。一つは帳簿上の企業財産にもかかわらず、法律が明文で倒産財団から外したものである。例えば、中国最高人民法院の司法解释によると、政府からの無償譲渡(中国語では「土地划拨」)で取得した土地の使用権は倒産財団に属しない。しかし、土地使用権の譲渡所得は労働者の再配置に優先的に充てられなければならない。もうひとつの財産は倒産財団に属する企業財産である。中国の実務では、失業補償金は、政府から無償譲渡で取得した土地の使用権譲渡の所得、倒産財団の順でこれらを支払原資とし、不足の部分があれば、現地政府により差額を調達する。

なお、企業倒産のとき、抵当権が設定された資産の処置について、中国法によれば、二つのパターンに分けて論じなければならない。(1) 国家政策的倒産計画に属しない倒産事件について、抵当権者は優先弁済権を有し、抵当権者への弁済をしたあと残った部分が倒産財団に組み入れる。(2) 国家政策的倒産計画に属する倒産事件について、抵当権が設定された資産も優先的に労働者の再配置に充てる。かつて失業補償金債権と担保権付債権の優先順位について激しい議論が交わされて、新倒産法の出遅れの一大要因にも成っていたが、政策的倒産の終焉に伴い、担保目的物を労働者の再配置に使う時代も去っていく。

本事案では、当時、工場は 500 人余りの労働者を抱え、失業補償金が 2500 万元ぐらいであった。政府から無償譲渡された土地の使用権譲渡所得で 1500 万元を取得し、抵当権付設備の売却額約 500 万元も政策的倒産のため、労働者の再配置に充てて、不足の 500 万元は地方財政から捻出した。

3. 労働者の再配置方法

(1) 再配置の前

再配置の前、労働者を対象に進路調査を実施し、進路調査票の記入を行う。前述のとおり、化学工場は自力再就職の労働者に一時金としての失業補償金を支給する軸に調整を進めたが、「労働者分流再配置草案」に補充的に二つの方式を用意した。一つは早期定年であり、つまり倒産手続開始の月に男性が 55 歳以上、女性が 45 歳以上であれば、本人の申請により早期定年にする事ができる。そのかわりに、失業補償金は支給されない。もうひとつは他の事業体への再就職促進

であり、つまり再就職先が決まった労働者の受入先に対し、北京市の前年度平均年間賃金の 3 倍以内の金額を一時金として当該事業体に支給することである。ところが、二つの方式は国レベルの政策ではなく、あくまで地方政府の政策である。最終的には、進路調査の結果によれば、早期定年を選ぶ労働者は 20 人ぐらい、再就職先がきまった労働者は 50 人ぐらいで、残りの人は一時金を請求して自力再就職の道を選んだ。

(2) 入社年数の確認

中国法によれば、一時金としての失業補償金は倒産企業所在市の前年度労働者平均年間賃金の 3 倍を限度とする。具体的に言えば、まず労働者の入社してからの年数が倒産企業における年数であり、他の会社での経歴が算入されない。入社当時の労働通知書に記載された時点から起算し、倒産手続開始まで、一年を満たさない部分を一年とみなすことになる。これにより、各労働者の入社年数を計算し、労働者本人の承認を得たあと、企業内すべての労働者の入社年数を足し算して、総入社年数を算出する。次は、前年度平均年間賃金水準を決める。この数字は企業所在地の統計局のデータによるものなので、正確性と信頼性が保障される。最後に、前年度平均年間賃金の 3 倍の数値を企業労働者数でかけて、失業補償金の総数を算出する。さらに、失業補償金総数を総入社年数でわけて、入社一年あたりの換算額を得て、それを労働者の入社年数でかければ、各労働者の失業補償金を算出できる。

化学工場の倒産当時、北京市年間平均賃金は 17000 円で、480 人の労働者(20 人の早期定年者は対象外)の総入社年数は 135000 年である。

算式：17000 元(年間平均賃金) * 3 * 480 年 / 13500 年(総入社年数) = 1813 元/年

失業補償金の基準が決まったあと、自力再就職者は自力再就職希望書をサインしてから、一時金としての失業補償金が個人口座に振り込まれる。再就職先が決まった労働者が再就職先と労働契約を結んだら、失業補償金が再就職先の口座に振り込まれる。

三 実務からみた経済補償金の実行

2007 年 6 月 1 日に「中華人民共和国企業破産法」が施行して以来、法人の倒産事件が増える傾向になっている。2008 年に、北京市某裁判所は債権者が某電子部品メーカーの倒産を申し立てる事件を受理し、管財人を指定した。管財人は次の調査では、当該会社が 2002 年に設立された有限会社であり、3 人の自然人株主が出資しているものの、販売不振のため資金繰りが悪くなり、赤字経営が続くばかりでなく、数件の訴訟にも巻き込まれた。会

社は 120 人の従業員を抱えているが、株主が行方不明になったので、ガバナンスが崩れた結果、3 ヶ月の給料が滞納され、債権者により倒産を申し立てられた。

管財人は当該電子部品メーカーの倒産事件に介入してから、資産と負債の調査に着手し、労働者の労働条件、入社年数、賃金水準、社会保険会社負担分の納入等を詳しく確認したあと、以下の特徴を判明した。

- ① 当該メーカーの労働者は全員契約制労働者であり、すべて正式な労働契約が結ばれたが、契約期間が半年強から 5 年までばらつきが目立っている。
- ② 従業員の平均年齢はかなり低く、20 代、30 代の人が大半を占めていて、もっとも年上の人でも 40 歳弱である。それに、北京市以外出身の従業員は半数以上でもある。
- ③ 被用者の流動性が目立ち、契約期間の完了に伴い、辞職する人が毎年のようにいて、新入社員は毎年度も入っている。また、ときどき他の会社への転職も起こる。
- ④ 会社の社会保険システムはかなり健全なもので、社会保険センターでは独立した口座を開設し、年金、医療、失業、労災など基本的な保険課目を月ごとに収めている。しかし、会社の賃金水準をみれば、管理職と一般従業員にはかなりの格差が存在する。
- ⑤ 会社には労働組合が組織されていない。労働者代表大会も存在しない。

上記の特徴を背景に、管財人は手続の範囲内に、従業員の経済補償金について以下の手段を取った。

- ① 「中華人民共和国労働契約法」第 44 条によると、使用者が倒産する場合、労働契約が終了する。そのため、管財人はすべての従業員に対して、労働契約終了の通知書を送った。つまり、労働契約期間内の従業員に対して、労働契約の終了と労働関係の解除を通知した。
- ② 管財人は経済補償金の支給要綱を決め、法的根拠、計算基準、支給の時間と場所、関連する諸手続等を明らかにした。当該会社は労働者代表大会を設置していないので、政府の労働組合担当者に打診したあと、同じ基準で各従業員に対し、個別に支給することになった。
- ③ 管財人は従業員全員の経済補償金をリスト化させ、従業員に公示した。公示期間中には、異議がある人は管財人との交渉で解決したのが大半であるが、残りの人は労働仲裁と労働訴訟を通して確定に導いた。
- ④ 管財人は従業員と労働契約終了確認書を締結し、従業員に労働契約終了の証明書を発行した。そのあと、経済補償金が従業員の個人口座に振り込まれ、管財人は社会保険の変動手続を済ませて、従業員に再就職前に失業保険を受給する権利を告知した。会社の財産不足のため、従業員の経済補償金債権と滞納された給料債権は満額弁済に至らず、60%の弁済率にとどまった。また、当該会社は国家政

策的倒産計画内の国有企業ではないので、特殊政策の適用もなく、ほかの救済方法も見当たらない。低い弁済率について、従業員は非常に不満を抱きながらも、現実を受け止めるしかなかった。

- ⑤ 会社管理職の給料が一般従業員と比較して非常に高かったので、本事案では、管理職の経済補償金水準について、企業破産法第 113 条の規定により、企業全体の平均賃金をベースに計算されたものが配当された。そのため、一般従業員への返済率を間接的に高めた。

失業補償金は特別の時代背景における特殊な政策であり、中国での労働制度と労働者の就職観が市場経済の浸透につれ、大きく変貌して、契約制労働者が主流になりつつ、今後の企業倒産実務には既に経済補償金という概念しか残らないであろう。また、社会保障制度の健全化に伴い、労働者の再配置が倒産実務の中核的な立場からだんだん外れて、清算作業の普通の一部に戻った。総じて言えば、中国の労働者は企業倒産に対する観点も著しく変化して、以下の特徴を表している。

- ① 労働者は企業倒産に対して、理性的に考えるようになった。昔には、企業の倒産が労働者の失業を意味するので、国有企業の労働者に対する説得がなかなかの難問であった。たくさんの労働者は労働契約を解除し、再就職を試すより、最低生活保障費をもらい在宅待機(中国語では「下岗」をいう)を選ぶ傾向があった。そのため、労働者代表大会での企業倒産決議の可決は非常に難しかった。ところが、いま情勢が一変になった。市場経済の発達はその変貌をもたらすとともに、大きなチャンスももたらした。労働者の感覚では、最低生活保障を受給するより一時金としての経済補償金をもらい、起業したほうがはるかに前途が明るい。それで、赤字企業の労働者はむしろ企業の倒産を望んでいるであろう。
- ② 労働者は企業倒産を耐えられるようになった。昔には、労働者は企業破産の現実をぎりぎりを受け止めるものの、企業財産の多寡にかかわらず、自分の失業補償金と滞納された給料の弁済額の不足を決して許さなかった。解決に不備が生じたら、上級政府への陳情(中国語では「上访」という)または請願活動なども起こり、それが社会環境の不安定につながるのは、政府としてもっとも避けたい事態であった。そのため政府は大量の人力・財力を捻出して、倒産した国有企業の労働者再配置を図らなければならない。しかし、今では、たとえ前例の電子部品メーカーのように、経済補償金と給料債権が 60%だけの弁済率であっても、労働者は不満を抱きながらも受け止めることを選んだ。過激な行動をとる人はだれもいない。これは労働者の再就職能力の向上を意味して、つまり、勤め先が倒産してもすぐ新しい職場につけることである。
- ③ 倒産において、労働者の法律意識が明らかに強くなった。昔には、労働者は法律規定について知識を有せず、自分の權益に係わる問題に関しては、多数派の意見に無条件に賛成したり、屁理屈を乱発したりするなどして、自分なりの意見は

なかった。それに対して、今は労働者の再配置に際して、労働者は基本的な法律に詳しいことが多く、不明のときもネットでの検索や弁護士への相談を通じて、法律を武器に自分の利益を守るようになった。

労働者の企業倒産への適応力の向上は中国における法制化の進歩と市場経済の健全化を表している。ところが、企業の倒産時において、いかに労働者の権益を守るかについてはまだまださらなる研究の余地がある。特に、新企業破産法のもとに、労働債権が低弁済率にとどまる場合、追加的な救済措置の可否及び社会保障制度の強化など意味深い分野が数多く残っている。

Labor & Legacy Costs

Song Jin PAE, 裴 星珍 (Attorney at Law, Jipyong Jisung)

1. 序 論

本発表の主題は「倒産法の領域における Labor & Legacy Costs」である。「Labor Costs」とは、倒産債務者が労働者たちとの労働契約関係を維持するために支出する費用であり、労働者の立場から見ると倒産手続における賃金・退職金債権の地位に関する問題である。「Legacy Costs」とは、「the cost of retiree pension, health insurance, and other benefits to an employer; employment costs that continue after an employee retires」と説明される¹。倒産債務者が退職した労働者に退職年金、医療保険、その他の利益を与えるために支出する費用である。結局、「Labor & Legacy Costs」は、倒産債務者が労働契約に従って現職・退職の労働者に負担する給付の履行のために支出される費用と定義できる。

本テーマに関しては、①倒産手続の開始が労働契約に及ぼす影響について検討して(2.)、②賃金債権などの倒産手続における地位(3.)について検討した後、③韓国の法現実では比較的新しい論点である「Legacy Costs」に関して簡単に話しておきたい(4.)。

2. 倒産手続の開始が労働契約に与える影響

ア. 管理人/破産管財人の使用者性

- (1) 破産手続において労働契約関係の当事者が破産債務者であることに変わりはないが、破産管財人は破産財団に関する管理・処分権を持ち(第 384 条)、民法上の雇用契約の解除権も破産管財人に帰属されるので(民法第 663 条第 1 項)、破産管財人は「事業経営の担当者」としての使用者の地位を承継すると考えるのが一般的である²。
- (2) 回生(再生)手続開始の決定がある時には、債務者の業務の遂行と財産の管理および処分をする権限は管理者に専属するので(債務者回生および破産に

¹ Barron's Business Dictionary

² Yun Namgun, 「破産管財人—その法律上の地位と権限を中心に—」裁判資料第 82 集、破産法の諸問題(上)、法院図書館、1999 年、196 頁

関する法律(以下「統合倒産法」)第 56 条 1 項)³、回生債務者の代表取締役ではなく管理人が労働関係上の使用人の地位を承継することに疑問の余地はない⁴。

イ. 破産手続と労働契約関係

使用者が破産宣告を受けたとしても、当然に労働契約が消滅するわけではなく、労働契約の解除などの契約終了の原因が発生しなければならない⁵。

実務上、破産管財人は破産宣告日に直ちに解雇の手続を進めるが(民法第 663 条第 1 項)⁶、これは整理解雇ではなく普通解雇になるので整理解雇に関する労働基準法の条項は適用されない⁷。解雇の方法としては①解雇予告をし、解雇予告期間の経過によって解雇の効力を発生させる方法と②解雇予告手当を支給し、即時に解雇する方法があり、実務では①の方法が使われている⁸。

破産管財人が団体交渉に応じる義務があるかという問題は理論上議論することはできるが、実務では破産管財人が破産宣告を受けると、直ちにすべての労働者を解雇し別途の補助人契約を締結するので、破産管財人が従前の労働者を組合員とする労働組合と団体交渉をする事例は殆どなく⁹、締結された既存の団体協約の効力が維持されていると考える余地もない。

ウ. 回生手続と労働契約との関係

再建型倒産手続である回生手続の目的に照らして、回生手続が開始されたとしても労働契約が当然に消滅するわけではない。双方未履行の双務契約に関する法律の規定は団体協約には適用されないと定められている(統合倒産法第 119 条第 4 項)。

したがって、管財人は回生手続の開始前に締結された団体協約によって回生手続の進行に支障が生じたとしても、その内容を変更した新しい団体協約を労働組

³ 以下からは統合倒産法の条項が引用される場合、法名は省略

⁴ 会社整理手続に関しては「大法院 2001. 1. 19. 宣告 99 ダ 72422 判決」

⁵ Sun Jaesung「破産と勤労関係」裁判資料第 83 集、破産法の諸問題(下)、法院図書館、1999 年、503 頁

⁶ ソウル中央地方法院、法人破産実務、第 3 版、博英社、142 頁

⁷ 大法院 2004. 2. 27. 宣告 2003 ツ 902 判決—「企業が破産宣告を受けて事業の廃止のためにその清算過程で労働者を解雇することは偽装廃業ではない限り企業経営の自由に属するものであり、破産管財人が、破産宣告を受けて破産者の会社が解散した後に、事業の廃止のためにする解雇は整理解雇ではなく普通解雇に該当するものであるので整理解雇に関する労働基準法の規定が適用される余地はないし、また、破産管財人の労働契約の解除は解雇だけを目的とする偽装破産や労働組合の団結権などを妨害するための偽装廃業ではない限り、原則的に不当労働行為には当たらない。」

⁸ 法人破産実務、142 頁

⁹ 法人破産実務、144 頁

合と締結したり、有効期間が経過されたりしない限り、これに拘束される¹⁰。

双方未履行の双務契約の解除に関する規定が団体協約に適用されないとしても、管財人は一般法理に従って労働者を整理解雇することができる。この場合、労働基準法第 24 条で定められている「経営上の理由による解雇の要件」がそのまま適用されるが、回生手続が進行中であることを勘案すると、解雇対象者を選定する過程では、対象労働者が企業再建に必要な不可欠な労働能力を具備しているかの評価が相対的に重視されるはずである¹¹。

3. 賃金債権など労働者権利の倒産手続上の地位

ア. 賃金債権の優先弁済権に関する一般規定

賃金、労災補償金、その他労働関係による債権と退職金は、使用者の総財産に対して優先弁済権を持ち(労働基準法第 38 条第 1 項、勤労退職給与補償法第 11 条第 1 項)、その中でも最後の 3 ヶ月分の賃金、労災補償金、最後の 3 年間の退職金は質権・抵当権により担保された債権よりも優先する「最優先弁済権」を持つ(労働基準法第 38 条第 2 項、勤労者退職給与補償法第 11 条第 2 項)。

イ. 賃金債権などの破産手続上の地位

「債務者の労働者賃金・退職金および労災補償金」は財団債権に該当し(統合倒産法第 473 条第 10 号)、破産手続によることなく随時、破産債権に優先して弁済される(第 475 条、第 476 条)。

但し、破産財団が財団債権の総額を弁済できないことが明らかになった場合には他の法令で優先権が認められていたとしても、それと関係なく、未弁済債権額の比率に従って弁済され、財団債権に設定されている留置権・質権・抵当権および賃借権の効力には影響が及ばないと規定されている(第 477 条第 1 項)。また、第 473 条第 1 号ないし第 7 号および第 10 号において列挙されている財団債権は他の財団債権に優先すると規定されているが(第 477 条第 2 項)、このような優先権を持っている財団債権の総額を完済することができなければ、第 477 条第 1 項但し書は回生手続に関する第 180 条第 7 項とは違って「優先特権の保障」を定めていないので、「最優先弁済権」を持っている最後の 3 ヶ月分の賃金債権も同順位の他の財団債権に対する優先権が認められないという問題が生じる。

ウ. 賃金債権などの回生手続上の地位

「債務者の労働者賃金・退職金および労災補償金」は共益債権に該当し(統合倒

¹⁰ ソウル中央地方法院、回生事件実務(上)、第 3 版、博英社、142 頁

¹¹ 回生事件実務(上)、152 頁

産法第 179 条第 1 項第 10 号)、回生手続によることなく随時、回生債権と回生担保債権に優先して弁済される。

ただし、統合倒産法は債務者の財産が共益債権の総額を弁済できないことが明らかになった場合の弁済順位について、「第 179 条第 1 項第 5 号¹²および第 12 号¹³の請求権の中で、債務者の事業を継続するために裁判所の許可を受けて借り入れた資金の債権が優先的に弁済され、その他の共益債権は法令によって定められた優先権にも関わらず、まだ弁済されていない債権額の比率に従って弁済される。但し、共益債権につき設定されている留置権・質権・抵当権・賃借権および優先特権の効力には影響が及ばない。」と規定している(第 180 条第 7 項)。したがって、新規の資金の借入に関する債権を除いた残りの共益債権は法令上の優先権にも関わらず、まだ弁済されていない債権額の比率に従って弁済されるので、弁済比率においては債権額だけが唯一の基準となる¹⁴。関連する問題として、第 180 条第 7 項で定められている、共益債権の弁済額不足の状況に影響されない「優先特権」の範囲の問題があるが、3 ヶ月分の貸金債権など「最優先弁済権」が認められる労働者の権利は「優先特権」に含まれると考えるのが妥当だと思われる¹⁵。

4. いわゆる「Legacy Costs」の問題

ア. 「Legacy Costs」の問題場面

国民年金の事業所加入者の場合、使用者が一定比率の負担金を納入しなければならないし(国民年金法第 88 条)、国民健康保険の場合は、職場加入者の保険料は使用者が負担する(国民健康保険法第 68 条第 1 項)。雇用保険法および産業災害補償保険法によって保険加入者となる使用者は保険料の一部を負担しなければならない。このように、いわば 4 大保険に関しては使用者である倒産債務者が負担する保険料納入義務もやはり雇用契約の維持にかかる費用に当たるが、右の保険料納入義務は当該労働者と雇用契約が維持されている期間に限るので、このような保険料負担は「Legacy Costs」の問題にはならない。

韓国の法律上、Legacy Costs と関連して議論されるのは、勤労者退職給与保障法において退職年金制度を選んだ使用者の積立金・負担金の納入に関する問題である。

¹² 債務者の業務および財産に関して管理人が回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

¹³ 債務者又は保全管理人が回生手続開始の申立て後、その開始前に裁判所の許可を受けて行った資金の借入、資材の購入、その他の債務者の事業を続けるために不可欠な行為によって生じた債権

¹⁴ 回生事件実務(上)、452 頁

¹⁵ Kim Jinsuk、倒産手続の開始と労働関係、ソウル大学大学院法学修士学位論文、2011 年

イ. 退職年金制度における Legacy Costs の問題

使用者は、退職する労働者に給与を支給するため、「退職金制度」と「退職年金制度」の中で一つ以上の制度を設定しなければならない(勤労者退職給与保障法第 4 条第 1 項)。退職年金制度は「確定給与型退職年金」と「確定寄与型退職年金」とに分かれる。

(1) 確定給与型退職年金

確定給与型退職年金は「労働者に支給される給与の水準が事前に決められている退職年金」のことである(勤労者退職給与保障法第 2 条第 7 号)。

確定給与型退職金の場合、使用者は、賃金の引上げ率、退職率、基金の運用受益率などの年金算定の基礎が変化する場合の危険負担と年金受給者に対する最終支給責任を負う。したがって、使用者は退職年金規約において、「財政健全性確保に関する事項」として、以下の各金額の中で大きい方の金額の積立義務を明記しなければならない。

①	「事業年度の末日ごとに現在の給与に使用される費用の予想額の現在価値」から「将来の勤務期間分に関して発生する給与の支給のために算定した負担金収入予想額の現在価値と過去勤務期間分の給与の支給のために算定した負担金収入予想額の現在価値の合計」を控除した金額の 60%以上
②	加入者および加入者であった者の、当該事業年度の末日までの加入期間分の給与に使用される費用の予想額を合計して算定した金額の 60%

上記の積立金の算式からも分かるように年金給与は事前に確定されているため、使用者の積立負担は積立金の運用結果によって変動される。したがって、回生企業の場合、退職労働者に対する積立金の負担が、回生債権者などの利害関係人と利益とぶつかり、回生計画の定立および履行にネガティブな影響を及ぼす恐れがある。

韓国の場合、退職年金制度の導入の歴史が比較的短い方なので、まだ上記のような問題が現実化されているわけではない。勤労者退職給与保障法第 4 条は、使用者が退職給与制度の種類を選択したり、選択した退職給与制度を別の種類の制度に変更したりする場合は当該事業に労働者の過半数以上で組織された労働組合がある場合はその労働組合、そうではない場合は労働者の過半数(以下「労働者代表」)の同意を得なければならない(第 3 項)し、使用者が選択されたり、変更された退職給与制度の内容を変更したりする場合は労働者代表の意見を聴取が必要

で、その内容が労働者に不利益に変更される場合は労働者代表の同意が必要とされている(第4項)。もっとも、このような規定だけで、退職した労働者の法律上の地位に不利益な影響を与えるような退職年金制度への変更も可能なのか、可能だとすると労働者の同意要件と手続はどうなるのかが明確でないという問題が残る。

(2) 確定寄与型退職年金

確定寄与型退職年金とは、「給与の支給のために使用者が負担すべき負担金の水準が事前に決定されている退職年金」ことである(勤労者退職給与保障法第2条第8号)。

使用者の年金寄与率が事前に決められていて、退職給与額は積立金の運用実績によって変動されるし、その危険は労働者に帰属されるので、確定給与型退職年金とは違って運用実績によって使用者の負担が変動されたりはしない。したがって、確定寄与型退職年金の場合は、回生企業としても、退職年金制度の内容を労働者に不利に変更すべき必要性は確定給与型退職年金に比べて高くない。しかし、負担金の負担が過度になり、回生に支障が出る場合は同じ問題が生じる可能性がある。

2011年10月30日

第3回東アジア倒産再建シンポジウム
『労働問題・レガシーコスト』
(10月30日(日)9時30分～11時)

西村あさひ法律事務所
パートナー弁護士 森 倫洋

I 倒産と労働を巡る諸問題

倒産と労働法の交錯する問題としては、①労働債権の倒産法上の取扱い、②労働契約関係の倒産法上の取扱い、③労働組合・労働者代表の倒産手続への関与などがある。

特に、再建型手続の遂行にあたっては、従業員の協力が不可欠となることはいうまでもない。そのため、開始や事業譲渡、計画案提出・認可等にあたっての過半数組合・過半数代表者の意見聴取など従業員側の意見聴取等が法定されている(民事再生法24条の2、42条3項、126条3項、168条、174条3項等、会社更生法22条1項、46条3項3号、85条3項、188条、199条5項等)。また、これらの意見聴取のほかにも、事業の再建を従業員と協調して遂行すべく、必要な協議・意見聴取を行っていくこととなる。

(集团的にみれば)従業員はそのような事業再建の一翼を担う役割をもつ反面で、(個々敵には)従業員は(債務者)会社に対する債権者、会社との契約関係にあるものという立場ももち、再建のために権利関係・契約関係の整理・再構成を要するという場面も出てくる。

ここでは、特に後者の側面について取り上げることとしたい。

II 労働債権の取扱い

1. 前提

雇用関係に基づいて従業員のもつ債権には、一般先取特権があり(民法306条・308条)、倒産手続開始前の労務提供に基づく債権であっても、民事再生手続においては一般優先債権として、手続外で随時弁済が受けられることになる(民事再生法122条)。

これに対して、会社更生手続では、更生手続開始前の労働債権については、未払給与については過去6か月間分、未払退職金については6か月間の給料の総額に相当する額又は退職手当の額の3分の1のいずれか多い額が共益債権となる(会社更生法130

条 2 項)ほかは、優先的更生債権となる。そのため、更生計画の定めによらなければ弁済されないこととなる(会社更生法 47 条 1 項)。

2. 賃金・退職金の扱い

未払給与が 6 か月分を超えて存することは、再建事案ではほとんどないと考えられるが、時間外手当・代休不取得による未払分など(本来支払われるべき)一部の賃金債権が未払いとなっていることはある。こうした債権は、届出がない限りは、会社更生手続では失権し、免責されることとなる(会社更生法 204 条)。

退職金については、カットの例がある(協栄生命・東京生命など)が、未払退職金については更生計画によることになり、また、手続開始後の退職金については就業規則の不利益変更により変更することとなる。

従来は手続開始後の退職者については、退職金を一括して共益債権と扱う事例もあり、そのような扱いを正当とする解釈論も述べられていたが、日本航空(JAL)の会社更生においては、更生手続開始後に定年退職した(元)従業員の退職金債権が共益債権になるか否かが争われたケースについて、東京高裁は、解雇や希望退職者を会社が募った場合と定年退職を区別し、定年退職の場合には、(更生手続開始後の労務提供に対応する部分は共益債権としているといえなくないとしつつ、)少なくとも更生手続開始前の労務提供に係る部分については、退職金は(会社更生法 130 条 2 項に定める部分以外は)共益債権には当たらず、優先的更生債権になるにすぎないとの判断を示した(東京高裁平成 22 年 11 月 10 日決定・金商 1358 号 22 頁)。東京地裁の会社更生を扱う商事部(民事第 8 部)においても同様に扱っているが、林原のケースでは退職金の 2 割が会社から支払われ、残部の 8 割が(規約型の)確定給付企業年金からの一時金として信託銀行から(積立資金の中から)払われる仕組みとなっていたところ、会社からの支払部分は会社更生法 130 条 2 項の共益債権として支払が認められ、結局全額の手続外での支払がなされている。

3. 年金掛金の扱い～レガシーコストへの対応について

(1) 年金の積立不足

確定給付企業年金や厚生年金基金による年金など(掛金建てでなく)給付建ての年金制度においては、実際の資産運用の結果と関係なく、将来の年金支給額が確定しているため、資産運用により積み立てられた資産の額が支払予定額(ないしそのために保持すべき資産額)に不足する場合には、会社が補填することになる。これが年金の「積立不足」の問題である。バブル崩壊後の株価・金利の低迷は、従前から設定されていた年金の(給付額算定の基礎になる)予定利率その他の基礎率の水準での資産運用を困難とし、財政計算上の積立不足を拡大させていた。

(2) JAL の事例(基金型確定給付企業年金)

i 年金の減額改定等について

JAL の事例においては、(基金型の)確定給付企業年金制度を採用していたが、JAL 企業年金基金においては、最低積立基準額が 5330 億円であるのに対して年金資産が時価 2900 億円あまりしかなく、約 2400 億円もの積立不足に陥っており、この積立不足をまかなうために、JAL から年間 155 億円もの(通常掛金に加えての)特別掛金の負担が生じていた。

この掛金負担がレガシーコストとして重くのしかかっていた(加えて支給額の水準の高さがマスコミ批判の対象になっていた)ために、JAL の再建においては私的整理の段階から、積立不足を解消するために、様々な案が検討された。その詳細はここでは述べられないが、大別すると、(そもそも論としては)年金基金を解散することと、年金基金を存続させつつ確定給付企業年金法の手続に従って減額改定を行うことの 2 方向の検討がなされた。

もっとも、厚生年金基金においては、現存する資産だけを分配して制度を終了させる「あるだけ解散」が可能とされている(現にカネボウの事例ではこの「あるだけ解散」がなされた)のに対して、確定給付企業年の場合には終了時に事業主(会社)が積立不足分を特別掛金として一括拠出しなければならない、2400 億円もの特別掛金負担が生じることになる。そのため、法的倒産手続(会社更生手続)により特別掛金のカットをしない限りは、この選択は採り難いものであった。なお、GM・クライスラーのレガシーコストに株があてられたように、掛金の拠出を株式による代物弁済により対応することができないかも検討されたが、株式による掛金の拠出が認められる範囲は、確定給付企業年金法上は資産総額の 5%内かつ発行済み株式総数の 5%内と限定的なものとされているために現実的な対応案とはならなかった。

そのため、私的整理の段階では、減額改定の手続をとることとなったが、受給者(OB)を対象として含む減額改定をするには、(i)実施事業所の経営の状況が悪化したことにより、給付の額を減額することがやむを得ないこと等の減額の必要性があること(確定給付企業年金法施行規則 5 条 2 号・3 号)のほか、(ii)減額の規約変更に関して、①現役社員の 3 分の 1 以上で組織する労働組合があるときは当該労働組合の同意、②現役社員の 3 分の 2 以上の同意(現役社員の 3 分の 2 以上で組織する労働組合があるときはその同意をもって代えることができる)、③受給者の 3 分の 2 以上の同意があることが必要であり、かつ、(iii)受給者のうちの希望者に「最低積立基準額」を一時金として支払うことその他これを確保する措置を講じていることが必要とされるため(同規則 6 条 1 項)、受給者(OB)の年金減額幅を大きくした場合には一

時金選択をする者が多くなり、その払い出しのために年金資産が一時的に枯渇する(さらには不足のために会社からの補填を要する)ことが懸念された。

そこで、受給者には、制度変更への同意(上記(ii)③)とともに、最低積立基準額の一時金を選択しないことの同意(上記(iii)参照)とをあわせて取り付けることとなった。JAL 自体はその後会社更生手続に入ったが、申立て以前に減額改定に必要な同意が得られたことを受け、減額改定を前提に JAL 企業年金基金制度は存置されることとなった。

ii 年金掛金の更生手続上の扱いについて

基金型の確定給付企業年金の場合には、年金掛金は、企業年金基金が会社に対して有するものであって、従業員が会社に対して有する債権ではない。もっとも、年金掛金のうち、標準掛金は、「給付に要する費用の予想額のうち計算基準日後の加入者であった期間となると見込まれる期間に係るもの」とされており、加入者の今後の加入期間にわたって支払われる掛金である。そのため、社会保険料と同様に、更生手続開始後の更生会社の事業の経営のため、今後の従業員の就労に対応して支払われる費用と見做るものとも考えられ、共益債権性を認める余地がある(なお、これが支払われない場合には次回財政再計算時において不足額が生じるため将来において特別掛金の形で回収されるだけのことであり制度が維持される限りは実質的なカットもなし得ない)。

これに対して、(積立不足を補填するために支払われる)特別掛金は、過去勤務債務に係るものであり、更生債権であると解される。また、(実質的には労働関係に基づくものとして優先権を主張する見解もあるが)確定給付企業年金法においては、厚生年金法と異なり、年金掛金の先取特権・国税徴収法の例による徴収を定める規定を欠いている。そのため、特別掛金部分については一般の更生債権になると考えられる。

なお、特別掛金は、(直近の財政再計算時に)規約で定められており、更生手続開始後に規約に基づき(基金が存続する間)支払われるべき金額が更生債権額となる。また、このほか、解散になった場合には、解散時における積立不足額が一括して支払われるべき掛金額として発生するため、条件付き債権として当該掛金が更生債権となり得る。以上のような考え方にに基づき、JAL 企業年金基金は JAL の更生手続において特別掛金の更生債権届出を行った。標準掛金についても共益債権と認められない場合に備えた予備的な届出がされ、JAL の事案においては(退職金部分を原資としない)第 1 年金部分の標準掛金は(事業の経営にとって必要な費用とまではいえないとして)更生債権と扱われている。

iii 条件付き減額変更

上記のように更生債権と扱われる部分は更生計画による権利変更の対象となること、更生計画が認可されなかった場合には解散が想定されることから、年金の減額変更は、更生計画の認可を停止条件として実施することとされた。そして、規約改定の認可を受けた後、認可時まで実施はされず、更生計画における減額変更によって掛金額を変更する扱いとして、その認可とともに制度変更がなされることとなった。これにより積立不足額は(資産額の回復の効果とあわせ)基準時において 205 億円にまで減少することとなった。

(3) 林原の事例(規約型確定給付企業年金)

上記のように、JAL の事例では、年金基金という別法人が会社に年金掛金債権を有するという処理になったものであるが、基金という別法人をもたず、信託銀行に掛金支払をして信託し、そこから年金支払をする仕組みとなっている規約型の確定給付企業年金制度をもっていた林原のケースでも、レガシーコストとしての積立不足の問題はあったが、掛金は次のように扱われた。

すなわち、規約型の場合には、信託銀行が更生会社に掛金債権をもつものではなく、会社は、従業員(加入者)に対して、①退職金(年金及び一時金)の支給義務と、②信託銀行に年金掛金を拠出する義務を負っていると考えられる。

そのため、権利者は従業員であると解された。そして、標準掛金については、更生会社の事業の経営のため、今後の従業員の就労に対応して支払われる費用として共益債権とされた。他方、特別掛金については退職金債務の履行のために要する義務であるという側面もあるため、一般の先取特権を認めることができ、また、退職金に準ずるものとして会社更生法 130 条 2 項に従った処理をすべきものとされた。

その上で、債権額は、直近の財政再計算時(又は制度開始時)の積立不足額(その時点において特別掛金で埋めることが想定された総額)から、更生手続開始時まで支払われた累積額を差し引いて総額が算定され、その残額の 3 分の 1 に充つるまでは共益債権として支払が許され、残りの 3 分の 2 は更生計画において定めるところに従い、支払をすることとなった。

なお、債権届出については、特別掛金拠出請求権を不可分債権又はこれに類するものと見て、民法 428 条により、加入者の 1 人が全加入者のために届け出ることと足りると扱われている。

(4) まとめ

レガシーコストとしての年金債務をカットする場合には、①制度を終了させて積立不足について生じる一括掛金についてカットを行う、又は、②年金の減額変

更を行って、掛金債権のカットを行う方法があるが、規約型か基金型かにより、また費用性のとでは優先的更生債権と扱われるか一般更生債権と扱われるかも異なる。ただし、後者の場合に、一般更生債権といっても、他の更生債権と「差を設けても衡平を害しない場合」(会社更生法 168 条)として、減額変更に合った掛金変更を行えば足りる。

Ⅲ 労働契約の取扱い

1. 解雇

(1) 総論

労働契約も双方未履行の双務契約にはあたるが、労働協約については民事再生・会社更生においては倒産法上の解除権は発生せず(民事再生法 49 条 3 項、会社更生法 61 条 3 項)、また、解雇にあたっては解雇権濫用の規制を受ける(労働契約法 16 条)。

民事再生になった会社における解雇が濫用として無効と判断された裁判例もある(山田紡績事件(名古屋地裁平成 17 年 2 月 23 日判決・労判 892 号 42 頁))。

(2) 日本航空における整理解雇

日本航空においては、数次にわたる希望退職募集の後、人員削減数が目標に達しなかったことから 165 名のパイロット・客室乗務員が解雇された。このうち、146 名は、解雇が無効であるとして、東京地裁に提訴して現在も係争中である。

一般に整理解雇については、①人員整理の必要性があること、②解雇回避努力が尽くされたこと、③選定基準が妥当であること、④従業員側と十分な協議が尽くされていることの 4 つの要素を中心とする解雇に至った経緯・理由を総合考慮して、解雇が「客観的に合理的な理由を欠き、社会通念上相当であると認められない場合」にあたるものとして無効となるかが判断される。JAL の解雇無効裁判においても、こうした要素が満たされているかが争点になっており、裁判所の判断が注目される。

2. 労働条件の切り下げ

過去分の労働債権の扱いは前述のとおりであるが、爾後の労働条件の切り下げは、就業規則の変更により行うこととなる。就業規則により定められる労働条件を労働者の不利益に変更するについては、「変更後の就業規則を労働者に周知させ、かつ、就業規則の変更が、労働者の受ける不利益の程度、労働条件の変更の必要性、変更後の就業規則の内容の相当性、労働組合等との交渉の状況その他の就業規則の変更に係る事情に照らして合理的なものである」ことが必要である(労働契約法 9 条、10 条)。

もつとも、労働協約で定められている労働条件については、労働協約の変更なくして引き下げられず(労働組合法 16 条参照)、労働協約が上記のとおり倒産法上の双方未履行双務契約の解除権行使の対象とならないことから、労働協約を労働組合との合意によって変更するか、有効期間の定めのない労働協約については 90 日以上前の予告により解約した上で(労働組合法 16 条 4 項)、就業規則の変更等により切り下げる対応となる。この点、米国の Chapter 11 で一定の基準・手続で労働協約の解除・変更が認められているのとは異なる。

以 上

倒産する中国企業と倒産に瀕する中国企業における 外資株主が直面する問題とその解決策

北京市中諮法律事務所パートナー弁護士 韓 伝華

【定義】

外資株主：	中国における倒産企業の株式を所有する外国の法人、自然人
倒産する中国企業：	中華人民共和国の領域内において、中華人民共和国の法律により、倒産手続に入った企業、または倒産に瀕する企業
倒産に瀕する中国企業：	中華人民共和国の領域内において、支払不能または債務超過の状態に陥り、中華人民共和国企業破産法が規定された破産原因を具備した企業
中国企業の実効支配者：	企業の印鑑、帳簿、または資産を実際にコントロールする人、通常は当該企業の現地株主

1. 外資株主は倒産に瀕する中国企業の経営状況を把握できない

中国企業の株式を所有する外国の株主にとって、当該中国企業の財務状況が悪化し、弁済期が到来した債務を弁済できなくなる場合、その所有する企業株式に対する投資は、企業の倒産により、すべて失うおそれがある。そのため、投資した中国企業が上記財務悪化の兆候、あるいは倒産に瀕する状態が出現したとき、中国企業の財務状況その他の情報をいち早く把握したうえ、企業の意思決定に参加し、企業再編等のチャンスを探ることにより、出来る限り株主としての投資損失を軽減させようとするのは、外資株主がもっとも取りたい行動である。

問題点： 外資株主の持株比率にかかわらず、企業は財務状況が悪化し、弁済期が到来した債務を弁済できなくなり、或いは倒産に瀕する状態になった場合、当該中国企業の実効支配者は、外資株主の企業情報への打診及び企業再編の提案等を断る可能性が高い。

中国企業の実効支配者が外資株主の正当的な要求を断ったことにより、不当な取引等で企業の資産を隠匿などをして、債権者と株主の利益を侵害することになる。このとき、外資株主は企業の実効支配者と引き続き協議を推進するほか、以下の解決案を試すこともできる。

解決案一： 外資株主は、中国会社法の規定に基づき、企業の実効支配者を被告として企業所在地の裁判所に訴えを提起し、企業の帳簿等を閲覧することを請求することができる。これにより、企業の実際の経営状況を把

握する。この解決案は法的な根拠が明確で、原告側の立証もわりあい容易であるものの、訴訟が長引いた場合、外資株主にとって迅速な企業情報の取得が困難になるおそれもある。

解決案二： 外資株主は企業の実効支配者が企業の利益を損する不当な取引その他資産を流失させる行為をした証拠を把握した場合、企業所在地の政府に報告し、地元政府または上級政府の助けを求めることができる。これにより、実効支配者の不当な行為を正すことだけでなく、実効支配者の犯罪行為を地元の警察または上級の警察機関に告訴できる。ただし、この解決案は外資株主にとって、挙証の負担が重いうえ、地元の政府と警察の協力を得られるかどうかについても、不透明の点が多い。

解決案三： 外資株主はメディアに該当企業の不適切な運営状況を摘発し、メディアの宣伝攻勢を味方にして、企業の実効支配者にプレッシャをかけることにより、その不正な行為を正してもらい、また協議の場に戻る効果を期待する。しかし、この解決案もメディア攻勢の強さと実効支配者の対メディア能力に頼る部分が多く、事案によって、不透明とは言わざるをえない。

さらに、上述の三つの解決案を同時に使用するの、実務上一般的なことである。

2. 外資株主は倒産に瀕する中国企業の倒産申立権を行使できない

中華人民共和国企業破産法の規定によれば、倒産手続開始決定ができた前の1年以内企業が行われた不当な取引について、管財人は否認権を行使できる。また、倒産手続開始決定ができた前の6ヶ月以内に企業が一部の債権者に対する優先的な弁済行為についても、管財人は否認権を行使できる。

問題： 企業の実効支配者が外資株主の企業経営状況への調査及び意思決定の参加を拒絶した場合、外資株主は企業の実効支配者が不当な取引などを通して企業の財産を隠匿・処分することを防ぐため、当該企業の倒産を申し立て、企業の支配権を裁判所が指定した倒産管財人の手に移す必要がある。しかし、現実的には当該企業が倒産手続の開始原因を具備したにもかかわらず、外資株主は倒産を申し立てる手段が欠けている。

中華人民共和国企業破産法によれば、企業は自らが倒産を申し立てること、つまり自己破産ができる。しかしながら、自己破産の形式要件として、倒産申立書に企業の実印が押されたことが要求される。そのため、実効支配者が企業の実印を独占し、倒産申立書への押印を拒絶するに限り、株主総会または取締役会の倒産申立ての決議にもかかわらず、適法的な申立ては不可能である。

解決案一： 外資株主は適法な債権者の協力を求めることができる。また、通常には、外資株主は企業の株主であるほか、債権者でもある。債権者が倒産を申し立てるとき、実効支配者の管理下に置かれた企業は債権の存否、企業の弁済能力、その他倒産手続開始原因の存否について、異議を申し立てるので、たとえ実際に存在する債権であっても、企業側も異議を出す傾向がある。そのため、実効支配者の異議権濫用を防ぐため、債権者が確定判決で確定された債権、或いは仲裁判断で確認された債権を提出することが望ましい。債権の存在が確実に確定できれば、債権の倒産申立てに対して、普通には裁判所は債権者の申立てを支持し、手続開始決定を出すことになる。

解決案二： 外資株主は会社法に基づき、裁判所に当該企業の解散を申し立てることができる。中国会社法によれば、企業の経営継続が株主にとって不利益になる場合、企業の十分の一以上の株を所有する株主は裁判所に対し、企業の解散を申し立てられる。裁判所が企業解散の決定を出したあと、支配株主が清算人を選任して清算業務を進行させない場合、その他の株主は裁判所に企業の強制清算を申し立てられる。裁判所が強制清算を許可した場合、清算人を選任し、企業の支配権を実際支配人から清算人に移すことができる。また、企業破産法によれば、清算人は選任されたあと、企業が破産手続開始原因を具備したことを発覚した場合、破産手続開始の申立義務が認められている。これに対して、裁判所も通常には破産手続開始決定をする。

3. 倒産手続における外資株主の権利行使と責任負担

中国企業は倒産手続に入った後、主に破産(中国名「破産清算」、会社更生(中国名「重整」、和議和議(中国名「和解」と三つの出口がある。三つの手続には、外資株主の権利行使の方法はやや異なることがあるが、責任負担についてはほぼ一致している。

破産手続には、外資株主の権利は、おもに管財人が認否した債権に対する異議権及びその異議が管財人に認められなかったときの提訴権である。しかし、上記の権利は理論的に存在しているものの、破産債権に関する異議をめぐる訴訟が高額の費用を伴う理由で、実務にはあまり実用されていない。

会社更生手続には、外資株主の権利は上記二つの権利のほか、株主として株主組の議決において更生計画案に対する議決権を持つ。更生計画に常に債務免除、持株比率の変更に関わり、外資株主はすべての株式を放棄するか、一部の株式を放棄するか、或いは条件付きで新しい資本を投入するかは、更生計画案の内容と株主組を含む各議決組の議決に頼っている。そのため、株主組での議決権は外資株主にとって、重大な意味を持ち、更生計画の制定に際し、外資株主は最大限に自分の意見・主張を表明

し、みずからの利益を守らなければならない。逆に、外資株主は更生計画の制定に消極的な姿勢を示したら、裁判所が一部の議決組で更生計画が否決された場合、企業破産法に基づき強制的に更生計画案を許可できるので、たとえ議決権の行使を通して株主組で計画を否決しても、完全に更生計画案の成立を阻止できるとは言えない。

和議手続には、外資株主の権利は破産のときの権利のほか、和議の成立に対して決定権を持っている。和議とは、管財人の関与の下に債権者が企業の提出した和議条件を可決することを意味する。そのため、企業の株主として外資株主は和解案の制定に際して、参加権と決定権を持つ。

会社更生と和議が成功すれば、企業が引き続き存続し、外資株主の権利義務等は更生計画と和議条件により決められる。また、会社更生と和議が成功できなければ、企業は企業破産法に基づき、破産手続に入る。

さらに、法律によれば、破産手続には外資株主は重大な責任が課されている。裁判所が企業帳簿の混乱、資産状況の不明確で破産手続が進行不能の状態を理由に、破産手続の終結を決定したら、外資株主を含むすべての株主並びに実効支配者等は債権者に対して、企業の債務を弁済する義務を負う。この責任は会社法及び会社法の司法解釈により確定されている。理論的には外資株主は帳簿の混乱、資産状況の不明確をもたらした実際支配人に対し、求償権を行使できるが、実効支配者も支払能力がなくなったり既に倒産したりこともあり、実務上の行使は極めて困難である。この責任を避けるため、企業の倒産において、外資株主は管財人の帳簿調査及び資産調査を積極的に協力し、清算費用が不足する場合、調査費用の立て替えまで検討すべきであろう。

結論： 外資株主は中華人民共和国の企業が倒産する場合、または倒産に瀕する場合には、自分の利益を守り、さらなる損失を阻止するため、専門的な弁護士を依頼すべきである。

国際倒産に関する主要判例の分析

WonIl SOHN, 孫元一 (Attorney at Law, Yulchon)

1. 序 言

韓国の「債務者回生(再生)および破産に関する法律(以下「債務者回生法」)」の第 5 編は UNCITRAL の国際倒産モデル法に倣って、国際倒産に関する規定をおいている¹。

2006 年 4 月 1 日に債務者回生法が発効されて以来、国際倒産手続において三つの債務者に関するケースがあった。これを順次に検討して、国内の倒産手続が外国で承認されたケースを紹介する。

2. 債務者 LP 会社

オランダに住所があり、オランダ法によって設立された LP 会社(A 社)がオランダで破産手続の申立てをし、破産手続が開始。オランダの裁判所は管財人を選任。管財人が提出した構造調整計画案に対して大部分の債権者が同意。構造調整計画案には A 社のすべての財産を子会社である S 社に譲渡し、S 社の株式を処分して得られる受益を債権者に配当する旨記載されていた。

無担保債権者である B 社(住所はイタリア)は A 社が持っている債権を仮押さえをした上で、韓国において、A 社に対して破産手続を申し立てた。

A 社は韓国の裁判所の外国倒産手続の承認を申請と同時に、承認前の命令として仮押さえの取消の申立てをした、裁判所は承認決定(2007 グクスン 1)と仮押さえ取消(2007 グクジ 1)を決定した。A 社は承認決定後、国際倒産管理人の選任を請求した。

承認の決定があったとしても債務者回生法による回生手続、破産手続、個人回生手続の開始と進行に何ら影響は生じない(第 633 条)。したがって、上記の事件で、B 社が申立てた破産手続は承認の如何に影響されない。しかし、A 社は B 社の破産手続の申立てに対して、A 社に対する破産手続が既にオランダで行われているし、B 社もまたその破産手続に債権者として参加しているので、韓国で新しい破産手続を行うのは不当であると主張した。

¹ 外国倒産手続の代表者 (foreign insolvency representative) の外国倒産手続の承認申請(第 631 条)、裁判所の承認と同時に、または承認後に外国倒産手続に対する支援決定(第 636 条)および承認決定がなされるまでの暫定的な支援決定(第 635 条)、国内の裁判所においての外国倒産事件を処理する手続(いわゆる in-bound case)、外国裁判所においての国内倒産手続管理人の活動(いわゆる out-bound case)、同一の債務者に対して国内倒産手続と外国の倒産手続が同時に進行される場合の裁判所間の協調などを規定している。

普遍主義的な観点から、すでにオランダで破産手続が行われていることを考慮して韓国で別途の破産手続を行う必要はないとも考えられる。しかし、外国の倒産手続での承認決定が韓国での破産手続の開始と進行になんら影響を与えないという明文の規定があり、裁判所が決定できる支援決定の項目の中にも破産手続の開始と進行を妨げる内容はないという点を考慮すると、破産の原因が存在する限り同一の債務者に対する外国の倒産手続が承認されたという理由で破産の申立てを棄却することはできないと考えられる。裁判所も破産申立てを受け入れ、破産手続開始の決定をした。

3. 債務者 T

3.1 事実関係

債権者 K は、米国カルフォルニア州所在の G 社の債権を所有していた。G 社の唯一の株主であり、CEO である自然人 T も「法人格否認の法理」により、同額相当の債務を負担するものとされていた。K が上記の輸出代金債権に基づいて、米国第 1 審裁判所において提起した債務履行請求訴訟で勝訴したことで、T は、2004 年 2 月 9 日、米国破産裁判所に連邦破産法第 11 章の手続の申立てをした。

T は、2004 年 2 月 24 日、同破産裁判所に債権者目録を提出する際、K が主張する債権を争いのある債権として記載した。K は、同破産裁判所で定めた債権届出期間までに債権の届出を行なわなかった。更生計画案は、2005 年 4 月 26 日、債権者集会で可決され、米国破産裁判所は 2005 年 5 月 18 日に、更生計画案を認可した。T は、その認可された更生計画に従い、2005 年 7 月頃、156,380.4 ドルを弁済した。米国破産裁判所は、2005 年 11 月 30 日、第 11 章手続の終結決定をして、2006 年 1 月 19 日、手続が終了した。

一方、K は、2007 年 7 月 19 日、韓国所在の T 所有の土地および建物などにつき、20 億ウォンを被保全権利として、仮押さえをした。

T は、2006 年 12 月 14 日、債務者回生法第 631 条による国際倒産の承認を申請した。ソウル中央地方裁判所は、2007 年 1 月 22 日、すでに米国で第 11 章手続が終結していたことから、承認の対象になる外国の倒産手続はもう存在しておらず、外国倒産手続の唯一の承認申請権者である外国倒産手続の代表者が当該の外国倒産手続が終結されたことで管理人としての地位を失ったので、この申請は申請の資格がない者によるものであることを理由に申請を却下した。

T は、2007 年 3 月 13 日頃、米国破産裁判所で終結された第 11 章手続の再開の申立てをし、手続開始の決定を受け、T 自ら再開された第 11 章手続の代表者に

選任された。T は、2007 年 11 月 12 日、外国倒産手続の代表者として再度、国際倒産の承認を申請した。同裁判所は、2008 年 2 月 12 日、米国の第 11 章手続の承認を決定した。この承認決定に対して K が、ソウル高等裁判所 2008 ラ 592 号で抗告を提起したが、2009 年 8 月 28 日、抗告棄却が確定した。

T は、2008 年 3 月 11 日、自身を国際倒産管理人に選任することと仮押さえの取消などを求める国際倒産支援を申請し、韓国所在の T 所有の土地および建物に対する仮押さえの取消を申し立てた。しかし、米国の第 11 章手続においての免責などにより K の債務者に対する被保全権利が消滅したとは考えられないことを理由に上記の仮押さえ取消の申立ては棄却された。T は、これに対して上告したが、上告取消が確定した。

K は、2008 年 3 月 27 日、T を相手にして破産宣告を申し立てた。これに対して、T は、米国での更生計画の認可決定によって免責されたことを理由に、K は破産債権者ではないと主張した。第 1 審裁判所は、債務者の支払不能を理由に 2008 年 7 月 9 日、T に対して破産を宣告した(ソウル中央地方裁判所 2008. 7. 9. ザ 2008HAHAB20 決定)。T は直ちに抗告したが、原審はこれを棄却した。T は、最高裁判所に上告した。

3.2 最高裁判所の判断(大法院 2010. 3. 25. ザ 2009 マ 1600 決定)

ア. 属地主義原則の下での外国裁判所の更生計画認可決定の対内的効力

債務者回生法が施行される前の旧会社整理法第 4 条第 2 項は、外国で開始された整理手続の効力に関して、いわゆる「属地主義の原則」をとっていることを明示していたので、外国整理手続における整理計画の認可決定による権利変動ないし免責の効力は及ばなかった。

イ. 債務者回生法の施行以降の外国裁判所の更生計画の認可決定に対する承認方式

属地主義原則を廃止し、第 5 編で国際倒産に関する規定を新設した債務者回生法は、第 628 条第 3 号で「外国倒産手続の承認」とは、国内で外国倒産手続に対してこの編の支援処分をするための基礎としての承認」と定めて、同法第 636 条第 1 項は外国倒産手続の承認と同時に、またはその承認後に、債務者の業務および財産や債権者の利益を保護するための個別的な支援決定をし、外国倒産手続を支援できると定めている。これは、外国の倒産手続が行われると多様な効果が現れ、その効果が多数の理解関係人の及ぶので、特定当事者間の権利関係に対する外国判決の承認方式によって当該外国倒産手

続の効力を国内でも自動的に認めるのは適切でないという点を考慮したものである。

この各規定によると、債務者回生法における「外国倒産手続の承認」は、民事訴訟法第 217 条が規定する「外国判決の承認」とは違って、外国裁判所の「裁判」を承認することではなく、当該「外国倒産手続」を承認することなので、その法的効果は外国倒産手続が支援決定をするに値すると確認するにすぎず、その承認によって外国倒産手続の効力が直接大韓国内において拡張されたり、国内で開始された倒産手続と同一の効果を持ったりするものではない。また、債務者回生法上の支援決定は国内で行われている債務者の業務および財産に対する訴訟などの中止と強制執行、担保権実行のための競売、保全手続の禁止または中止、債務者の弁済禁止または債務者財産の処分禁止など、外国倒産手続の代表者が、外国の倒産手続において必要な配当・弁済の財源を国内で保全・確保し、これを基礎に配当・弁済の計画を立てたり、その計画を遂行したりするための手続的支援をするだけであり、外国の裁判所が外国の倒産手続でなされた免責決定や更生計画の認可決定などのような、債務・責任を変更・消滅させる裁判を直接行ったり、外国裁判所の免責裁判などに対して、国内においても同一の効力を認める裁判を行い債権者の権利を実体的に変更・消滅させるための手続ではない。

元々、外国裁判所の免責裁判は実体法上の請求権ないし執行力の存否に関するものであって、それによって生じる効果は債務者と個別債権者の間の債務又は責任の減免という単純で一義的なものであり、その免責裁判などの承認如何をめぐる紛争は、免責の対象になった債権に基づいて提起された履行訴訟や強制執行手続、または破産手続などを通して、当該の債務者と債権者の相互間の攻撃防御によって個別的に解決することが妥当であり、この点から外国裁判所の免責裁判などの承認は、免責裁判などが外国倒産手続の一部としてなされたものだとしても、民事訴訟法第 217 条が規定する一般的な外国判決の承認と異ならないと考えるべきである。

したがって、属地主義原則を廃止した債務者回生法の下では外国倒産手続でなされた外国裁判所の免責裁判などの承認に関してはその免責裁判などが民事訴訟法第 217 条の承認要件をみたしているかを審査し、個別的に判断するのが相当であり、承認の決定は債務者回生法の承認手続や支援手続によってなされるものではない。

ウ. 民事訴訟法第 217 条第 3 号が規定する公序良俗要件の充足

再抗告人 T は、米国破産裁判所からすでに終了された第 11 章手続の再開

決定を受けたことをきっかけに、本件米国第 11 章手続には、属地主義が廃止された債務者回生法が適用されるので、本件更生計画の認可決定による免責的効力は国内にも及ぶと主張した。しかし、本件の建物および工場に対する仮押さえの開放と、供託金の回収を許すと、旧会社整理法の属地主義原則を信頼して本件米国第 11 章手続に参加せず、再抗告人 T 所有の本件建物および工場につき仮押さえして、強制執行や破産手続などを通して債権を回収しようとした K の権利を著しく不当に侵害することになる。

したがって、米国破産裁判所の本件更生計画の認可決定による免責的効力を国内においても認めると、その具体的結果が韓国の善良な風俗やその他の社会秩序に反することになるので、米国破産裁判所の本件更生計画の認可決定は民事訴訟法第 218 条第 3 号の条件を充足できず、承認されない。

3.3 争点と論議

3.3.1 終了された事件の承認

本件は 2006 年債務者回生法が施行された以降、国際倒産事件として始めて承認を申請した事件である。本件の申請があった時、米国において倒産手続がすでに終了(closing)された場合にも承認を受けることができるかが争いになったが、裁判所はこれを否定して却下した。裁判所の却下決定後、申請人は米国の裁判所で事件の再開(reopen)決定を受け、再度承認の申請をして、裁判所はこれを認めた。

承認の対象を進行中の事件に限定する場合、外国倒産判決の効力をどう認めるかが問題になる。これに関しては三つの見解が対立している。

一つ目は別途の承認決定なしに民事訴訟法上の外国判決の承認制度を適用するという見解である。第 636 条の支援処処分の中に免責決定の支援処分は定められていないので、外国倒産手続が終了されているか否かによって支援処分を異にする理由はなく、外国倒産手続が終了如何にかかわらず等しく処理するためである。

二つ目は、承認決定が必要であるという見解である。外国倒産手続において免責裁判がなされた場合、その外国倒産手続が手続的に終了されていなければ、韓国でも承認対象となり、免責裁判の効力が国内におよぶのに、その外国倒産手続が手続的に終了される場合には、もう承認対象になれないのでその効力がおよばないと考えるのは合理的

ではないという。この見解は外国で終結された倒産手続も債務者回生法による承認の対象になれると考えている。

三つ目は、外国倒産手続が進行中なら承認決定と免責の効力を承認する支援処分が必要であり、外国倒産手続が終了した後なら承認決定だけが必要で支援処分は不要であるという見解である。この見解は債務者回生法が外国倒産手続を承認の対象とする決定承認制を採っているので、外国倒産手続を構成する外国裁判所の裁判の中で免責裁判だけを例外に扱う理由がないことを論拠としている。

外国の倒産判決の効力を債務者回生法の承認および支援ですべて解決するためには、承認や支援の対象を進行中の事件に限定してはいけない。しかし、外国の倒産判決の効力を民事訴訟法の外国判決の承認を利用して判断すると、債務者回生法の承認を拡大する必要はなくなる。裁判所は後者を選んだと考えられる。

3.3.2 外国倒産判決の効力の認定

最高裁判所は債務者回生法第 632 条の「承認」は外国倒産手続の支援決定するための適格を確認しているにすぎないと判断している。更に、支援決定も外国倒産手続の代表者が外国倒産手続に必要な配当・弁済の財源を国内において保全・確保し、これを基礎に配当・弁済計画を立てたり、その計画を遂行したりするように手続的な支援をするだけであるとした。承認と支援の意味を狭く解釈して、その代わりに外国の倒産判決の効力は民事訴訟法上の外国判決の承認の問題であると判断した。

このような裁判所の解釈は、国際倒産事件は現行法第 5 編の国際倒産規定によりすべて解決されるべきだという学説とは立場を異にするものである。つまり、外国倒産判決の効力が債務者回生法による承認と支援によって認められるものか、民事訴訟法の外国判決の承認によって認められるものなのかの議論に対して、承認と支援決定を通して認められる法的効果以外の問題は外国判決の承認に関する民事訴訟法第 271 条により解決すると判断して、国際倒産規定の適用範囲を限定した。

外国倒産判決の効力が債務者回生法の支援と承認手続によって認められるべきであるという主張は、現行法の解釈から離れたものだと思う

われる。この主張は債務者回生法第 5 編が外国の倒産手続の国内的法律問題をすべて規律していることを前提としているが、前述したように、モデル法や債務者回生法の立法過程において、そのような主張や議論がされたことはなかった。また、支援決定もその具体的な内容は列挙されていて、支援決定によって外国倒産判決の効力を国内で認めることは文理解釈の範囲を超えるものである。また、外国倒産手続の承認や支援の申請権を外国倒産手続の代表者に与えている以上、外国の倒産手続が終結された後は外国倒産判決の効力は認められないという結論になる点も一つの理由である。

3.3.3 外国判決の承認と公序

最高裁判所は、米国の倒産手続が債務者回生法の施行日の前に行われたことから、当時の属地主義規定に対する債権者の信頼を考慮していた。それなら、米国の裁判所に破産手続を申立てた時点が債務者回生法の施行以降であったら、裁判所の判断は違っただろうか。外国の倒産手続が手続的に公正な進行されたなら、その手続に参加しなかったとしても外国にある債務者の財産を差押さえて権利を主張した債権者に対して外国の免責判決の効力を認定することが公序に反するとは考え難い。債務者回生法の国際倒産規定が普遍主義を志向していることを考えるとその程度の調整は必要だと考える。

3.3.4 支 援

T は、この事件で勝てば、K が申立てた破産手続を取り消し、韓国に所在する自分の財産に関する権利を実現しようとしていた。この点から、T が外国倒産手続の承認を受けた後、第 636 条の支援決定によって自分の目的を達成できるかに関して議論があった。承認後に裁判所がする支援決定は第 636 条に列挙されている。この中で、第 5 号の「その他の債務者の業務および財産を保全したり、債権者の利益を保護したりするために必要な処分」を根拠として債権者の仮押さえや破産手続の進行を止めることができるかが問題になる。まず、外国倒産手続の承認は国内の倒産手続には影響を及ぼせないので(第 633 条)、破産手続の開始や進行は止められない。同じ債務者の外国倒産手続と国内倒産手続が同時に進行される場合、裁判所は国内の倒産手続を中心に支援を決定しなければならないので、国際倒産管理人の選任や仮押さえの取消などは不可避なものであるという意見がある。外国倒産手続の支援は仮押さえの解除はできるが、破産手続の進行を止めるのは難しいと思われる。しかし、破産手続は開始されたなら、仮押さえを取消し

ても破産財団の保全になんら問題はないと考えられる。

4. 債務者 LB 会社

債務者 LB 会社は香港法人であり、2008 年 9 月 19 日、香港裁判所に清算手続 (winding-up) を申立てた。香港裁判所は、2008 年 11 月 26 日、清算を命じた。香港裁判所は清算人として P を選任した。一方、債権者 G は、2008 年 12 月 5 日、韓国法人である A 社などに対する債権に基づいて仮押さえを申請し、2008 年 12 月 30 日、仮押さえ申請が認容された(ソウル中央地方裁判所 2008 年 12 月 30 日、ザ 2008 カダン 10470 決定)。

P は、2009 年 2 月 17 日、韓国裁判所に国際倒産承認を申請し、裁判所は、2010 年 10 月 8 日、これを承認した(2009 ゴクスン 1)。P は、2010 年 10 月 13 日、国際倒産の支援として第 636 条第 1 項第 1 号の保全手続の中止を申請し、2011 年 2 月 7 日、認容された(2009 ゴクジ 1)。P は、2010 年 11 月 3 日、国際倒産の支援として第 636 条第 1 項第 4 号の外国倒産手続の代表者を国際倒産管理人に選任する申請をして、2010 年 12 月 6 日、認容の決定された(2009 ゴクジ 2)。P は、2010 年 12 月 11 日、国際倒産支援として第 636 条第 7 項の保全手続の取消を申請し、2011 年 9 月 20 日現在、2009 ゴクジ 3 事件として進行中である。第 7 項の「特に必要だと認められる場合には」に該当するか否かに関して当事者間で争いがある。

2011年10月30日

第3回東アジア倒産再建シンポジウム 『クロスボーダー案件』

弁護士法人 大江橋法律事務所
弁護士 渡邊 光誠

I Spansion Japan 株式会社(「Spansion Japan」)の会社更生手続

1. 更生会社の事業の概要

Spansion Japan は、米国法人である Spansion LLC(「Spansion US」)の 100%子会社であり、NOR 型と呼ばれるフラッシュメモリの製造及び販売を主な業務としていた。Spansion Japan の事業は、大きく分けると、半製品の製造事業と完成品の販売事業に分けることができる。前者は、福島県会津若松市に所在する「SP1」と「JV3」という 2 つの半導体製造工場(会津工場)で、フラッシュメモリの製造工程のうち、原料であるシリコンウェーハ上に電子回路を形成して半製品を製造する工程(前工程)を行い、半製品の状態で Spansion US に売り渡す事業である。後者は、Spansion US が海外の工場で半製品をチップに切断した上で配線を行い、特殊な樹脂でパッケージングをし、最終試験を行う工程(後工程)を経て製品として完成させたものを、Spansion US から購入し、これを日本国内で販売する事業である。

2. 手続選択の問題

Spansion Japan が会社更生手続申立てに至った主な原因は、平成 19 年 4 月に最新鋭の半導体製造工場である「SP1」を建設し、その際に金融機関及びリース会社から約 350 億円に上る借入れを行ったが、その直後に深刻な半導体不況が到来し、巨額の金融負債が Spansion Japan の経営を圧迫する結果となったことに加え、米国で Spansion グループ全体の買収を含めた業務提携及び社債の利払いの延期に関するプレスリリースが行われたことで信用不安が広がり、運転資金の調達等に支障を来す結果となったことにある。

Spansion Japan の事業は、親会社である Spansion US が保有する知的財産権(「IP」)を利用して半導体を製造するという形態であったため、Spansion グループから完全に独立して会社を再建することは困難であった。そのため、親会社である Spansion US に米国でチャプター11を申し立ててもらい、それと同時に Spansion Japan が日本で民事再生手続あるいは会社更生手続を申し立てるという方法を検討した。

その際に課題となったのが、Spansion Japan が民事再生と会社更生のどちらの手続

を選択するかという問題であった。事業形態からして、Spansion Japan としては親会社との良好な関係を継続することが必須であったが、親会社としても、会社更生によって外部の弁護士が管財人に就任することに強い抵抗感があり、現経営陣を残すことができる民事再生のほうが米国サイドの理解を得やすいという側面があった。その一方で、Spansion Japan のほぼすべての資産に担保権が設定されていたため、別除権として担保権の実行が行われることになると、たちまち事業の継続ができなくなるため、担保権の処理を考えた場合には会社更生のほうが好ましいという事情もあった。

そこで浮上したのが、DIP 型会社更生である。現経営陣が管財人に就任することで取引先や従業員との関係を維持することができ、親会社との折衝もスムーズに行うことが期待できるという点は大きなメリットであった。また、管財人候補であった当時の Spansion Japan の代表取締役は、半導体のエンジニアの出身であり、IP の処理が事業継続の重要なポイントとなることが予想される中で、半導体に関する技術的知見を有する者が更生会社の経営を行うことにもメリットがあると考えられた。

そこで、Spansion Japan は、裁判所との事前相談や親会社との協議を経て、平成 21 年 2 月 10 日に東京地方裁判所に DIP 型による更生手続の申立てを行った。なお、親会社である Spansion US は、少し遅れて同年 3 月 1 日に米国でチャプター 11 の申立てを行っている。

3. DIP 管財人の選任

Spansion Japan の更生手続申立てを受け、片山英二弁護士が監督委員兼調査委員に選任された。DIP 型会社更生の特徴の 1 つが、監督委員兼調査委員による管財人候補の適性に関する調査であり、本件では、監督委員兼調査委員が主要債権者に対してアンケートを実施する方法で債権者の意向の確認が行われた。一部の債権者からは、親会社である Spansion US との従前の支配従属関係から、現経営陣では手続の透明性や公正が確保できないのではないかとの懸念も示されたが、結論としては、監督委員兼調査委員から、従前の Spansion Japan の代表取締役である田口眞男氏を管財人に、取締役・会津事業所長である末武幹雄氏を管財人代理に選任することを不相当とする事情は認められないとの意見が出された。

これを受け、平成 21 年 3 月 3 日、裁判所は Spansion Japan の更生手続開始決定を行うとともに、両名を管財人及び管財人代理に任命した。また同時に、申立代理人であった大江橋法律事務所の弁護士は、DIP 管財人の法律家アドバイザーに就任することとなった。

4. 米国親会社との関係の変化(計画案提出期限の伸長)

Spansion Japan の更生手続開始決定においては、DIP 型の利点を活かした短期間による再建を目指すという理念から、更生計画案の提出期限が通常の管理型よりも短く設定され、管財人による計画案の提出期限は開始決定から約 5 ヶ月後の平成 21 年 8

月 12 日に指定された。Spansion Japan の管財人団及び従業員は、更生手続申立て以降、懸命に取引先との信頼回復に努め、一時信用不安から取引停止となっていた債権者との取引も徐々に回復させ、開始決定後も工場の稼働を停止することなく事業を継続してきた。

ところが、その一方で、Spansion Japan の再建の成否を左右する親会社との関係に徐々に変化がみられるようになった。

開始決定から 2 ヶ月後の平成 21 年 5 月、CEO を含む Spansion US の経営陣が来日し、管財人団及び法律家アドバイザーとの会合がもたれた。その席上、Spansion US の CEO は、グループ全体の方向性として、所有する半導体工場の数を減らし、必要に応じて外部工場を利用する、いわゆるファブレス(ファブライト)化を進める意向であること、その一環として米国内にある Spansion US の工場を効率的に活用し、Spansion Japan の会津工場への発注を徐々に減少させること、収益性の高い同社の販売部門のみを切り離し、Spansion US の子会社とする意向を有していることなどの説明を行った。しかし、これはまさに Spansion Japan の債務を分離して優良な資産のみを取得しようとするものにほかならず、会社全体の再建を目指す管財人団にとっても、債権者にとっても、到底受け入れられる内容ではなかった。

管財人団は Spansion US との交渉を続け、長期にわたる製造委託契約の締結、IP ライセンスの取得、販売部門の事業譲渡による対価の取得等をポイントに交渉が行われた。しかし、Spansion US の債権者は、Spansion Japan に対して長期のコミットメントを行うことに難色を示し、また、後述するとおり、Spansion Japan 側の更生担保権者も Spansion US との間で安易に和解をすべきでないという主張を強硬に行ったため、短期間で決着を図ることはおよそ不可能な状況であった。そのため、管財人団は更生計画案の提出期限を伸長せざるを得ないと判断し、裁判所に伸長の申立てを行い、最終的に平成 22 年 2 月 24 日まで管財人による更生計画案の提出期限を伸長することが決定された。

5. 更生担保権者との交渉(その 1)

このような管財人団による再建に向けた努力の一方で、本件では、Spansion Japan の事業資産のほぼすべてを担保にとっている更生担保権者との交渉が重要なポイントとなった。

更生手続申立て直後から、管財人団と法律家アドバイザーは、更生担保権者及びその代理人との協議・交渉を行ってきたが、当初の交渉のポイントは、更生会社である Spansion Japan の詳細な財務情報の開示と更生担保権の評価の問題であった。

その中で、開始決定から約 2 ヶ月後の平成 21 年 5 月、更生担保権者は裁判所に更生担保権者委員会の承認の申立てを行い、その承認が得られたため、更生担保権者委員会が裁判所の承認の下で更生手続に関与することとなった。ただ、更生担保権者委員会の設置後もシンジケートローンの事務エージェントである外資系のリース会社が

管財人団との交渉の窓口となり、同社の代理人が更生担保権者委員会の代理人も兼ねていたため、特段それ以前と交渉のやり方が変わるということにはなかった。

更生担保権者は、(理論構成は必ずしも定かではないが)Spansion Japan が Spansion US に対して有する売掛金等に相当する額を更生担保権者に対して支払うよう Spansion US に求める訴訟を米国で提起するなど、同社に対して強硬な態度をとり続けたため、Spansion Japan の事業の存続を図るために Spansion US との間で鋭意交渉を行っていた管財人団にとって、大きな悩みの種となった。そして、最終的に Spansion Japan と Spansion US との交渉は決裂し、平成 21 年 10 月には米国倒産法上の未履行契約の解除(拒絶)権に基づき Spansion US が Spansion Japan との製造委託契約を解除するに至った。

6. 米国訴訟における和解

Spansion US が製造委託契約を解除した後、Spansion Japan は Spansion US に売り渡した半製品の売却代金の支払いを求める訴訟を提起したが、これは会社更生法における共益債権と同様に、他の債権よりも優先的な支払いを受ける共益費用の請求訴訟であった。前述したとおり、更生担保権者もこれに類似した請求に関して Spansion US に対する請求訴訟を提起していたため、両者は同一の手続において審理されることとなった。管財人団はジョーンズ・デイ法律事務所を訴訟代理人として選任し、同事務所の主導により米国での訴訟対応が行われた。

複雑な利害対立の中、平成 22 年 1 月 8 日から予定されていた審議手続(トライアル)の期日が近づき、DIP 管財人と法律家アドバイザーが渡米して最後の交渉を行った結果、最終的な Spansion US との和解条件は、和解金として 4500 万米国ドルの支払い、Spansion Japan の販売部門を事業譲渡する対価として 1250 万米国ドルの支払い、1 年半にわたる製造委託契約の締結と最低購入枚数のコミットメント、同社に対する一定の IP ライセンスの付与を主たる内容とするものであった。

7. 更生担保権者との交渉(その 2)

上記の米国訴訟における和解の後、管財人団と更生担保権者との交渉は大きく進展することとなったが、それでもなお両者の間には、更生担保権の額をめぐる争いと、その弁済方法の問題が大きな課題として残されていた。特に手持ちの現金からの当初弁済額をいくりにするか(Spansion Japan の手元にいくらの現金を残すか)は、自社製品の開発と他社製品の製造受託を事業計画の柱とし、そのための初期投資を行うことが不可欠であった Spansion Japan にとっては、事業計画の成否を左右する問題であった。他方で、更生担保権者は、将来の製品開発のために同社が手持ち現金を利用することは、製品開発が成功しない可能性があるため、大きな回収リスクを背負うものと考えていた。このような立場の違いから、更生計画案における更生担保権の取扱いについて両者の意見が折り合わないまま、再び更生計画案の提出期限が迫ることと

なった。

最終的には、更生担保権者からの申立てにより裁判所は更生計画案の提出期限を約 2 ヶ月延長することとし、管財人による更生計画案の提出期限が平成 22 年 4 月 26 日に設定された。その後は、限られた時間の中で協議を促進すべく、前述した米国訴訟における和解の際に、20 日以内に両者間で協議がまとまらない場合には第三者の調停委員の意見を仰ぐ旨の条項が設けられていたことを受け、任意の調停手続を開始することになった。そして、両者の協議により、須藤英章弁護士、井上聡弁護士、高山崇彦弁護士の 3 名を調停委員として選任し、通常の民事調停に類似した方法により話し合いが行われた。

この調停手続の中でもただちに解決を見いだすことができず、更生担保権者委員会及び管財人の両者は、別々の更生計画案を提出期限までに提出することになったが、その後も調停委員の関与の下で計画案の一本化に向けた協議を継続した。最終的に平成 22 年 5 月 19 日に両者が合意に達し、管財人提出の計画案を修正すると同時に更生担保権者委員会提出の計画案を取り下げるという方法で、更生計画案の一本化が図られた。そして、同日裁判所から付議決定を受け、更生担保権者の 100%、更生債権者の 90%の同意を得て、同年 6 月 27 日に認可決定が出された。

8. TI への事業譲渡

Spansion Japan の更生計画にはスポンサー選定に関する条項が設けられており、更生計画認可決定日から 1 年間、管財人は積極的にスポンサー選定手続を行うことが規定されていた。その背景には、更生計画案の中で SP1 工場については売却を行う方針が確定していたが、JV3 工場についても施設と従業員を一体で承継する事業譲渡の可能性を模索しており、実際に数社から打診を受けていたこともあって、事業譲渡先との契約が成立した場合にはその代金を弁済に充てることを想定して規定を設けたものである。

そのため、更生計画案がまとめられた後も、管財人団は休む間もなくスポンサー選定を行うことになったが、その中で有力な候補として浮上してきたのがテキサス・インストルメンツ(TI)であった。TI は JV3 工場だけでなく、SP1 工場の半導体設備にも興味を持っていたため、Spansion Japan にとっては SP1 と JV3 の両方を活用できる事業譲渡先として、まさに願ってもない相手であった。

そこで、管財人団は TI の関係者と協議を重ね、平成 22 年 7 月 14 日に事業譲渡契約を締結したが、その契約交渉の際には、事業譲渡代金を上げて少しでも多く更生担保権の弁済を確保したい更生担保権者と、1 人でも多くの従業員の雇用を確保したい管財人団の意向が複雑に絡む場面もあった。しかし、最終的には、当時の会津工場の従業員全員の雇用を維持する形で TI への事業譲渡を行うとともに、多額の事業譲渡代金を更生担保権者への弁済に充てることができ、すべての関係者が満足する内容での事業譲渡が実現した。

平成 22 年 8 月 31 日に事業譲渡を実行した後、DIP 管財人及び管財人代理は、同年 9 月末をもって退任し、同年 8 月 24 日から DIP 管財人とともに法律家管財人として業務を行ってきた当職が管財業務を行うこととなった。

9. Rejection Damages Claim (RDC)に関する和解

TI への事業譲渡後、Spansion Japan に残された課題は、RDC に関する米国での訴訟であった。RDC とは会社更生法における双方未履行契約の解除に伴う損害賠償請求権に類似する米国倒産法上の請求権である。Spansion US が平成 21 年 10 月に製造委託契約を解除したことに伴い Spansion Japan に生じた損害賠償を求める債権届出を行ったところ、Spansion US のチャプター11 手続において異議が出されて訴訟に移行したため、ジョーンズ・デイ法律事務所を訴訟代理人として訴訟対応を行った。

この RDC については、その回収金を弁済資金に充てることを更生計画の中で規定していたこともあり、Spansion Japan の元従業員等の協力を得て鋭意訴訟活動を行った結果、最終的に平成 22 年 10 月に同社が 1 億米国ドルを現金で受領する内容の和解が成立した。

この和解により、Spansion Japan は更生担保権の全額を弁済するとともに、一般更生債権者への追加の弁済原資を確保することができたため、平成 23 年 5 月に追加弁済を実施した。

II アシストテクノロジーズジャパンホールディングス株式会社(「AJH」)及びアシストテクノロジーズジャパン株式会社(「ATJ」)の会社更生手続

1. 本件更生手続及び本件チャプター11 手続の概略

AJH 及び ATJ(両者合わせて「本件更生会社」)は、平成 21 年 4 月 20 日に、東京地裁に対し、本件更生手続開始の申立てを行った。本件更生会社は、申立て当時は本件更生会社の経営者を管財人とする DIP 型の手続を目指していたため、当職らは申立て後開始決定までの間は、保全管理人ではなく監督委員兼調査委員等として手続に関与していた。しかしながら、その後本件更生会社の経営者であった管財人及び管財人代理候補より、東京地裁に対し管財人及び管財人代理候補を辞退する旨の上申がなされ、本件更生手続が DIP 型から管理型に移行したため、5 月 26 日の更生手続開始決定時には、当職らが管財人等として選任されることとなった。また、ATI は、本件更生手続の開始申立てと同日の 4 月 20 日に、米国にて本件チャプター11 手続の申立てを行い、同手続が開始した。

ATJ は、半導体ウェーハ及び液晶ガラス基板の自動搬送システム(Automated Material Handling System)の開発、製造、販売等(「AMHS 事業」)を主たる事業として行っており、AMHS 事業の ATJ の売上高に占める割合は 9 割を超えていた。

AJH は、持株会社であり、それ自体では、特段事業を行ってはいなかったが、ATJ

の AMHS 事業のために必要な知的財産権の一部を保有していた。

ATI は、ATJ が製造した AMHS 製品につき、米国における販売やアフターサービスの提供等を行い、また、ATJ の事業に必要な知的財産権の一部を保有していた。また、ATI は、規模は小さいものの工場自動化学業も行っていた。

このように、本件更生会社と ATI の事業が相互に密接に関連するため、本件更生会社及び ATI は、両者を一体として同一のスポンサーに売却することにより、それぞれの事業価値を最大化させ、ひいては債権者等の利益を実現できるものと考え、本件更生手続及び本件チャプター11 手続において協同してスポンサー選定手続を実施することとした。

AMHS 事業においては、大口顧客との取引が売上の大部分を占めており、仮に本件更生手続の遂行過程において顧客が離反する事態となれば、事業価値が著しく毀損することが予想された。そのため、本件更生会社は、できるだけ早期にスポンサーを選定して信用を補完し、スポンサーの下で事業を継続することが必要であると考え、スポンサー選定にあたり、スポンサー候補者に対し、更生計画外の事業譲渡を前提としたスキームを提示した上で入札を行うこととした。

入札手続は、第一次入札(4 月下旬から 5 月中旬に実施)と第二次入札(5 月下旬から 6 月上旬に実施)の 2 段階で行われた。入札の結果、本件管財人は村田機械株式会社(「村田機械」)との間で 6 月 12 日に事業譲渡契約を締結し、8 月 6 日に本件更生会社の全事業を村田機械の完全子会社であるムラテックオートメーション株式会社(「ムラテックオートメーション」)に対し譲渡(「本件事業譲渡」)した。また ATI も、AMHS 事業に関する資産について、村田機械との間で 7 月 13 日に資産購入契約(Asset Purchase Agreement)を締結し、8 月 6 日にこれをムラテックオートメーションに対し譲渡した。

2. スポンサー選定のスケジュール及び方法

本件更生会社は 4 月 20 日に更生手続開始申立てを行ったが、申立て直後から申立て代理人及びファイナンシャルアドバイザーの関与の下で、従前の経営者である管財人候補によりスポンサー選定作業が進められており、5 月 26 日の本件更生手続の開始決定時には第一次入札手続は終了していた。

当職らは、本件更生手続の開始決定時に本件更生会社の管財人等に選任されたものであり、スポンサー選定手続の公正さや相当性を担保するため、新たにスポンサー選定手続を一からやり直すことも選択肢の一つとして考慮したが、第一次入札において従前のスポンサー選定手続の公正さや相当性を疑わせるような事情はなく、逆にスポンサー選定手続をやり直すと、スポンサー選定手続に遅延が生じ、ひいては事業価値を毀損させる結果となることが懸念されたため、従前のスポンサー選定手続をそのまま承継することとした。そして、前述のとおり、本件更生手続と本件チャプター11 手続では、本件更生会社の事業と ATI の事業とを一体として譲渡することにより、それ

それぞれの事業価値を最大化することができるとの認識の下、本件管財人は ATI と協同して第二次入札手続を実施し、スポンサー選定につき相互に協力することにした。もっとも入札手続自体は、本件更生会社と ATI とでそれぞれ実施するため、それぞれの入札結果の調整が必要となることから、以下のとおりスポンサー選定の手続及び方法につきルール(「本件スポンサー選定ルール」)を定めることとした。

- ① 6月7日に米国にて ATI の入札手続(「ATI 入札手続」)を実施する。入札は、条件付(contingent)、すなわち②記載の更生会社スポンサー選定手続にて本件更生会社のスポンサーとして選定されることを条件として、ATI 入札手続に参加することも可能とする。入札に参加する際、入札者は、ATI により提示された資産購入契約(Asset Purchase Agreement)の様式に対し修正を加え、ATI に対し提出しなければならない。ATI は、6月8日までに、入札者に対し入札結果を通知する。なお、ATI 入札手続に参加する者に対しては、費用償還、ブレイクアップ・フィーその他の支払いは一切なされない。
- ② 6月9日に日本にて本件更生会社の入札手続(「更生会社スポンサー選定手続」)を実施する。入札は条件付、すなわち、③記載の ATI スポンサー選定手続にて ATI のスポンサーとして選定されることを条件として、更生会社スポンサー選定手続に参加することも可能とする。更生会社スポンサー選定手続の開札は、③記載の ATI オークション手続終了後に行う。
- ③ ATI 入札手続において複数の入札があった場合、6月9日、オークション手続(以下「ATI オークション手続」といい、ATI 入札手続と併せて「ATI スポンサー選定手続」という。)を実施する。ATI オークション手続では、まず ATI 入札手続における最高条件での入札者を決定した上で、これを上回る条件の入札(overbid)を募り、その後の入札は、その時点における最高条件の入札者を上回る条件にてなされなければならない。入札者は、入札を行う際、資産購入に関する主要な条件をすべて開示しなければならない。ATI オークション手続の終了時に、ATI は最高入札者(「ATI 最高入札者」)を決定する。
- ④ ATI 最高入札者による入札が、更生会社スポンサー選定手続にて落札することを条件としない場合、当該 ATI 最高入札者が ATI スポンサー選定手続における落札者となる。
- ⑤ ATI 最高入札者による入札が、更生会社スポンサー選定手続にて落札することを条件とする場合、ATI スポンサー選定手続の結論は、更生会社スポンサー選定手続の開札まで持ち越される。

- ⑥ ATI オークション手続終了後、本件管財人は更生会社スポンサー選定手続の開札を行う。
- ⑦ 更生会社スポンサー選定手続の開札の結果、最高入札者(「更生会社最高入札者」)が ATI スポンサー選定手続の落札者となることを条件としない場合には、当該更生会社最高入札者が更生会社スポンサー選定手続における落札者となる。
- ⑧ 更生会社最高入札者が ATI スポンサー選定手続の落札者となることを条件とする場合には、以下の場合に分けられる。
- (ア) ATI 最高入札者が、更生会社スポンサー選定手続で落札者となることを条件としない場合、上記④のとおり、当該 ATI 最高入札者が ATI スポンサー選定手続における落札者となる。更生会社スポンサー選定手続では、ATI スポンサー選定手続で落札者となることを条件としない者のうち、最高の条件を提示した入札者が落札者となる。
- (イ) ATI 最高入札者が、更生会社スポンサー選定手続で落札者となることを条件とする場合、更生会社最高入札者と ATI 最高入札者が同一であれば、当該入札者が更生会社スポンサー選定手続及び ATI スポンサー選定手続の落札者となる。更生会社最高入札者と ATI 最高入札者とが異なる場合、更生会社スポンサー選定手続では、ATI スポンサー選定手続で落札者となることを条件としない者のうち、最高の条件を提示した入札者が落札者となる。また、ATI スポンサー選定手続では、更生会社スポンサー選定手続において落札者となることを条件としない者のうち、最高の条件を提示した入札者が落札者となる。
- ⑨ ATI 最高入札者による入札が、更生会社スポンサー選定手続にて落札することを条件とし、かつ更生会社最高入札者が ATI スポンサー選定手続の落札者となることを条件としない場合、ATI スポンサー選定手続では、更生会社スポンサー選定手続で落札者となることを条件としない者のうち、最高の条件を提示した入札者が落札者となる。更生会社スポンサー選定手続では、上記⑦のとおり、更生会社最高入札者が落札者となる。
- ⑩ ATI は、担保権者や債権者委員会と協議の上、上記と異なるルールを採用することができる。

- ⑪ ATI の資産については、原則として何ら負担のない状態で ATI 入札手続における落札者に対し譲渡される。
- ⑫ ATI は、ATI スポンサー選定手続が終了したら速やかに ATI の資産譲渡について承認を求める申立てを行う。

3. 本件更生会社及びATI のスポンサー選定

ATI は、破産裁判所に対し、6 月 2 日、本件スポンサー選定ルールにつき承認を求める申立て(「スポンサー選定手続申立て」)を行った。また、ATI は、これと同時に、資金繰りの関係から早期に資産譲渡を完了することが必要であることを理由として、スポンサー選定手続申立てに対する異議申立期間を 6 月 4 日まで、審問期日を 6 月 5 日とすることにつき承認を求める申立てを行った。破産裁判所は、その翌日 6 月 3 日の午前 9 時、かかる異議申立期間及び審問期日に関する申立てを承認する決定を行った。また、スポンサー選定手続申立てに対する異議申立てはなされなかったことから、破産裁判所は、6 月 8 日、スポンサー選定手続申立てを承認する旨の決定を行った。

ATI においては、6 月 7 日に ATI 入札手続、及び 6 月 9 日に ATI オークション手続が、更生会社においては 6 月 9 日に更生会社スポンサー選定手続が実施され、その結果、更生会社最高入札者及びATI 最高入札者が決定した。

更生会社スポンサー選定手続では、村田機械により提示された条件が最高かつ最善と判断されるものであり、かつ ATI スポンサー選定手続における落札者となることを条件とするものではなかったことから、村田機械を更生会社スポンサー選定手続における落札者とすることに決定した。

これに対し、ATI スポンサー選定手続では、ATI 最高入札者となった者は村田機械ではなく、また更生会社スポンサー選定手続で落札者となることを条件としていたため、当該 ATI 最高入札者を落札者とするができなかった。

本件スポンサー選定ルールでは、かかる場合、ATI は、原則として更生会社スポンサー選定手続で落札者となることを条件としない次順位の入札者を落札者とする事となっていたが、本件スポンサー選定ルール⑩に従い、ATI はアドバイザー、担保権者及び債権者委員会と協議の上、次順位以降の入札者についても落札者とはしないこととし、ATI スポンサー選定手続への参加者等と個別に交渉する等、他のとりうる選択肢について検討することとした。また、村田機械は、ATI スポンサー選定手続で落札者となることを条件として更生会社スポンサー選定手続に参加したものではなかったが、ATI の一定の資産を買い受けることを希望していたため、ATI は村田機械とも個別に交渉を行うこととした。

更生会社スポンサー選定手続では、前記のとおり村田機械が落札者として決定したので、本件管財人は、村田機械と交渉を行い細部の条件を詰め、6 月 12 日、村田機械

との間で、東京地裁の許可の取得等を停止条件として本件更生会社の全事業を譲渡する旨の事業譲渡契約書を締結した。

本件管財人は、6月19日、東京地裁に対し、本件事業譲渡についての許可申請を行った。東京地裁による更生債権者及び更生担保権者に対する意見聴取は書面にて行われることとなり、7月15日、更生債権者及び更生担保権者に対し、回答期限を7月29日までとして、照会書(管財人作成の事業譲渡に関する説明書面も同封)が発送された。また、労働組合に対する意見聴取も書面により行われ、東京地裁は、ATJの労働組合に対し照会書を送付した。

本件管財人は、労働組合の代表者との間で本件事業譲渡の説明のための面談を行い、本件事業譲渡についての理解及び協力を求めた。また、ATJは3月末日時点の貸借対照表では債務超過ではなく、本件事業譲渡の許可がなされる時点でも債務超過であるか否かが明らかとまではいえなかったため、ATJの管財人は念のためAJHに対し通知をすることによりATJの株主保護手続も行った(なお、AJHが債務超過であることは明らかであったため、株主保護手続は行っていない。)

以上のような意見聴取手続及び株主保護手続を経て、8月4日、東京地裁は本件事業譲渡につき許可する旨の決定を行った。

ATIは、スポンサー候補者との個別交渉を継続して行っていたところ、村田機械との間で前記のとおりAMHS事業に関する資産を村田機械又はその関連会社に対し売却することについて合意に至り、7月13日付で村田機械との間で資産購入契約書を締結した。ATIは破産裁判所に対し、7月16日、かかる資産売却について承認を求めるための申立て、及び当該資産売却の申立てに対する異議申立期間を7月24日まで、審問期日を7月30日とすることにつき承認を求めるための申立てを行った。いずれの申立てに対しても異議申立てはなされず、破産裁判所は、7月20日、ATIの申立てどおりの異議申立期間及び審問期日を承認する決定を行い、また8月4日、村田機械又はその関連会社に対する資産売却につき、村田機械による買収提案を最高かつ最善の申し出(highest and best offer)であるものとして承認する決定を行った。

以上のように、本件更生手続及び本件チャプター11手続において、本件更生会社の全資産及びATIのAMHS事業に関する資産につき、村田機械(ムラテックオートメーション)に対し譲渡するために必要な手続はすべて完了し、8月6日、日米双方において本件事業譲渡及び本件363セールが実行された。

以上

お客様の未来のために、
グローバルな視点を



変化する顧客ニーズに応える金融ソリューション、
さらにワールドクラスへ。

野村グループは、新たな証券地図の構築を目指して、
日本、そしてアジアでの磐石な基盤を強みに、
さらに世界へと、顧客とのパートナーシップを拡大していきます。

www.nomura.com/jp

NOMURA

Towards a better world.
Our **“Unchanging Values”**
can make it a reality.



為替リスク・コントロールを支える、グローバルな体制。

- 30の国と地域にまたがる68拠点の海外ネットワーク。
- 世界7極による24時間マーケットメイク体制。
- 先進の金融技術を駆使したサービスをタイムリーに提供。

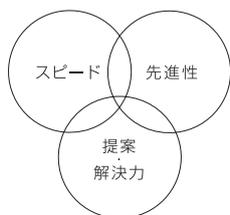
▶ みずほコーポレート銀行の使命は、高度で革新的な金融ソリューションを通じて、日本をはじめとする世界中の経済・社会の発展に貢献すること。常に変わることをない金融機関としての存在意義を追求し、発揮していきます。

みずほコーポレート銀行

www.mizuhocbk.co.jp



LEAD THE VALUE



スローガンは掲げるものではなく、実行するものだ。

世の中の人や企業が何か相談したいとき、まず真っ先に思い浮かぶ金融機関になるために。そんな“頼りがいのある集団”になるために。私たちは、業界の既存概念にとらわれることなく、お客さまの役に立つイコトはどんどん採用していく。そんな行動力あふれる集団にならなくては。金融機関はどこもいっしょ、ではありません。それをこれからの仕事ぶりを通して証明していく。いまこそ私たちの強みである「先進性」「スピード」「提案・解決力」を存分に発揮して、新しい価値を生み出していきます。LEAD THE VALUE それは、私たちの旗印。そして決意。

LEAD THE VALUE
三井住友フィナンシャルグループ



三井住友銀行

Quality
for
YOU

MUFG



MUFG

Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ

「キャピタル」という視点

目まぐるしく経営環境が変化する現在、戦略的決断の局面においてキャピタル、すなわち資本・負債にフォーカスし、多面的かつ徹底的な検討を行うことが最重要になっています。アーンスト・アンド・ヤングのトランザクション・アドバイザー・サービスに従事する、全世界8,700名のプロフェッショナルが、今日の企業経営の成否の鍵を握るキャピタルの維持、最適化、調達、投資を通じた競争優位性の確立をサポートします。

What's next?
ey.com/JP

アーンスト・アンド・ヤング・トランザクション・アドバイザー・サービス株式会社
Tel: 03 4582 6400
E-mail: marketing@jp.ey.com

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



ANDERSON MŌRI & TOMOTSUNE アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

主な業務分野

- 独禁法・競争法
- 税務
- 資源・エネルギー
- 訴訟 / 紛争解決
- 倒産・事業再生
- 通商
- 中国・インド・その他外国法務
- コーポレート
- M&A 等
- キャピタル・マーケット
- ファイナンス
- 不動産
- 人事・労務
- 知的財産 / ライフサイエンス / IT 等

東京事務所

〒106-6036 東京都港区六本木一丁目 6 番 1 号 泉ガーデンタワー
Tel: 03-6888-1000 Email: inquiry@amt-law.com

北京事務所

〒100004 北京市朝阳区東三環北路 5 号北京發展大厦 809 室
Tel: 86-10-6590-9060 Email: beijing@amt-law2.com

<http://www.amt-law.com>

<http://www.ohebash.com>

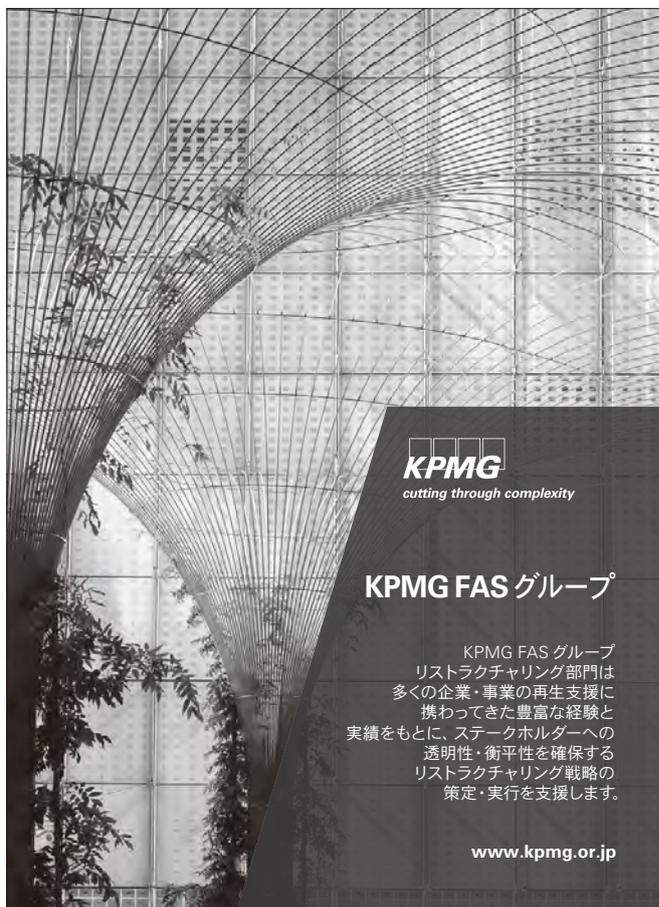
弁護士法人 大江橋法律事務所

〈東京〉
〒100-0005 東京都千代田区丸の内2丁目2番1号
岸本ビルディング2階
TEL : 03-5224-5566 FAX : 03-5224-5565

〈大阪〉
〒530-0003 大阪市北区堂島1丁目1番5号
梅田新道ビルディング8階
TEL : 06-6341-0461 FAX : 06-6347-0688

〈上海〉
〒200120 上海市浦東新区陸家嘴環路1000号
恒生銀行ビル14階
TEL : 86-21-6841-1699 FAX : 86-21-6841-1659

OH-EBASHI



KPMG
cutting through complexity

KPMG FAS グループ

KPMG FAS グループ
リストラクチャリング部門は
多くの企業・事業の再生支援に
携わってきた豊富な経験と
実績をもとに、ステークホルダーへの
透明性・衡平性を確保する
リストラクチャリング戦略の
策定・実行を支援します。

www.kpmg.or.jp



CITY-YUWA
PARTNERS

シティユーワ法律事務所は、企業活動に求められるすべての分野にわたる法律業務を提供しています。

特に事業再生、倒産の分野では、法的再建手続、法的清算手続を初めとして、中小企業再生支援協議会や特定調停手続を利用した私的整理手続など、あらゆる事業再生や清算関係の法律業務について、専門的な知識とノウハウに基づき、質の高いサービスを提供すると共に、多くの実績を残してきました。

関与する案件も当該債務者企業のみならず、債権者、スポンサー、投資家、取引先等のさまざまな利害関係者からの依頼に基づき業務を行ってきた経験を有します。

これらに加え、金融・証券・保険分野、企業法務分野、M&A分野、労働法、訴訟・紛争解決等の分野の弁護士と協働することにより、常に案件に最も適したチームを構成し、これまで築いてきた経験やノウハウを生かしてサービス提供できることがシティユーワ法律事務所の最大の強みです。



TMI Associates

TMI 総合法律事務所は、高い専門性と豊かな経験を有する弁護士がチームを引っ張り、他のプロフェッショナルとも緊密な連携を取って、企業再生案件、倒産案件に取り組みます。TMI 総合法律事務所が誇る海外とのネットワークは、こうした案件の処理に際しても力を発揮して、クライアントの利益に貢献します



TMI 総合法律事務所

東京オフィス
〒106-6123 東京都港区六本木6-10-1 六本木ヒルズ森タワー23F・24F
Tel: 03-6438-5511 (代表) Fax: 03-6438-5522 (代表)
上海オフィス
上海市徐匯区淮海中路1045号 淮海国際広場2606室 郵便番号 200031
Tel: 86-21-5465-2233 Fax: 86-21-5465-5745
<http://www.tmi.gr.jp>

BAKER & MCKENZIE

事業再生の専門家チーム

ベーカー&マッケンジー東京事務所の事業再生チームは、国内における倒産案件の処理、特に事業再生（法的整理・私的整理）案件、債権回収案件を扱った豊富な経験と知識を活かし、クライアントを全力でサポートしています。また世界41カ国のネットワークを生かした国際倒産案件にも強みを持ちます。

取扱分野

- ・ 事業再生（法的整理・私的整理）
- ・ 倒産処理一般
- ・ 再建型M&A
- ・ 不良債権処理
- ・ DIPファイナンス

東京青山・青木・狛法律事務所
ベーカー&マッケンジー
事務弁護士事務所（外国法共同事業）
〒100-0014
東京都千代田区永田町2-13-10
ブルデシタルタワー
Tel: + 81 3 5157 2700
Fax: + 81 3 5157 2900

www.bakermckenzie.com
www.taalo-bakernet.com



Refreshing advice.

— 再生計画の策定から実行支援まで

再生計画は、それが実行されて始めて価値を持ちます。トーマツでは財務・ビジネスデューデリジェンスの結果を踏まえた上で、より蓋然性の高い計画策定の支援をします。またその計画の円滑な実行に向け、進捗管理するチームを組成し、再生計画の策定から実行までをトータルでサポートいたします。

有限責任監査法人トーマツ

〒100-6211
東京都千代田区丸の内1-11-1
パシフィックセンチュリープレイス丸の内ビル
www.tohatsu.com

Deloitte. トーマツ

NAGASHIMA OHNO & TSUNEMATSU

長島・大野・常松 法律事務所

長島・大野・常松法律事務所は、2011年9月1日現在で弁護士340名(日本人弁護士330名、外国弁護士10名)が所属し、東京及びニューヨークにオフィスを有する日本有数の総合法律事務所です。

あらゆる分野の法律問題に対応してきた経験・実績に基づき、企業が必要とする様々なリーガルサービスをワンストップで提供できる体制を整えています。

- コーポレート / M&A
- ファイナンス
- コーポレートガバナンス / コンプライアンス
- 事業再生・倒産
- 知的財産・IT・エンタテインメント
- 税務
- 紛争解決
- 不動産・J-REIT
- 独占禁止法
- 環境法
- 労働法
- 海外進出支援業務



東京オフィス：

〒102-0094 東京都千代田区紀尾井町3番12号 紀尾井町ビル
Tel: 03-3288-7000 Fax: 03-5213-7800

ニューヨーク・オフィス (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP) :
Carnegie Hall Tower, 152 West 57th Street, 37th Floor,
NY, NY 10019-3310, U.S.A.
Tel: +1-212-258-3333 Fax: +1-212-957-3939

<http://www.noandt.com/> info@noandt.com

広報担当：玉井裕子、三上二郎（第一東京弁護士会登録）

■東京事務所

〒107-6029 東京都港区赤坂1-12-32 アーク森ビル(総合受付28階)
Tel: 03-5562-8500 (代表) Fax: 03-5561-9711/12/13/14
Email: info@jurists.co.jp

■北京事務所

〒100025 北京市朝阳区建国路81号 華貿中心1号写字楼17層06号
Tel: 86-10-8588-8600 Fax: 86-10-8588-8610
Email: info@juristsoverseas.cn

■ホーチミン事務所

Room 704, Sun Wah Tower, 115 Nguyen Hue, District 1, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel: 84-8-3821-4432 Fax: 84-8-3821-4434
Email: info_hcmc@juristsoverseas.com

■ハノイ事務所

Unit V808 Pacific Place, 83B Ly Thuong Kiet, Hoan Kiem Dist., Hanoi, Vietnam
Tel: 84-4-3946-0870 Fax: 84-4-3946-0871
Email: info_hanoi@juristsoverseas.com

<http://www.jurists.co.jp/>

西村あさひ法律事務所

NISHIMURA & ASAHI

西村あさひ法律事務所は、ビジネス法分野を中心とする複雑かつ高度な専門性を要する法律業務の各分野で、最高レベルのリーガルサービスを提供する国際的総合法律事務所です。

グローバル・プラットフォームと事業再生

日本と世界主要拠点に、1,100名の弁護士。

各国の企業、政府機関、その他のクライアントに対して、あらゆる領域で、高度のサービスをご提供しています。

グローバルな企業活動に対するグローバルなサービス

— 「事業再生」も私たちが大切にしている専門領域です。



BINGHAM

ビンガム・マカマツチエン・ムラセキ外国家法事務弁護士事務所（相模法律事務所 坂井・三村）

www.pwc.com/jp/advisory

事業再生のあらゆる局面を支援します

PwCの事業再生チーム(BRS)は、リーディングファームとして、高いスキルと豊富な経験を持つ専門スタッフが、あらゆるプロセスで業績不振企業を支援します。

pwc

PwCの事業再生サービス内容

事業再生計画策定支援/金融機関・株主など利害関係者の調整
スポンサー選定・交渉支援/事業再生計画実行
モニタリング支援/危機対応支援

<お問い合わせ先>

プライスウォーターハウスコープス株式会社

電話：03-3546-8480

Email: consultants.inquiry_mailbox@jp.pwc.com

©2011 PricewaterhouseCoopers Co., Ltd. All rights reserved. In this document, "PwC" refers to PricewaterhouseCoopers Co., Ltd., which is a member firm of PricewaterhouseCoopers International Limited, each member firm of which is a separate legal entity.



異文化融合型の
組織で最適な
ソリューションを



フロンティア・マネジメント株式会社
〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 住友不動産九段北ビル5階
TEL.03-3514-1300 (代表) FAX.03-3514-1301

<http://www.frontier-mgmt.com/>

三宅・今井・池田法律事務所

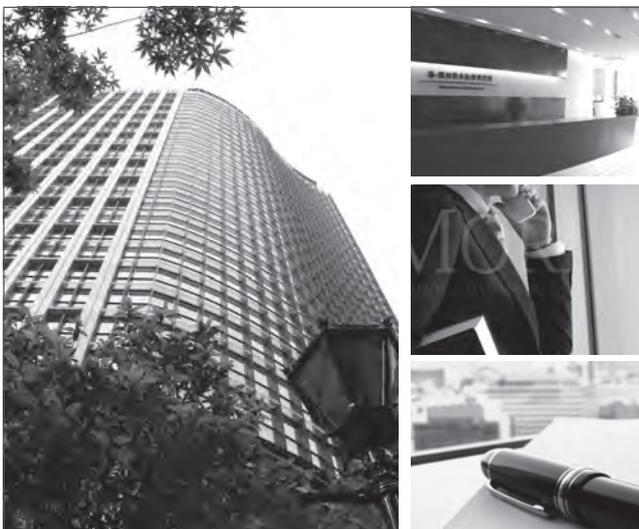
〒160-0022

東京都新宿区新宿 1-8-5
新宿御苑室町ビル 5階

電話 03(3356)5251 番(代)

FAX 03(3356)5355 番

y-ikeda@m-i-i-law.com



森・濱田松本法律事務所

Tokyo ・ Beijing ・ Shanghai

〒100-8222
東京都千代田区丸の内2丁目6番1号 丸の内パークビルディング
TEL : 03-6212-8330 (広報)
E-mail : mhm_info@mhmjapan.com

www.mhmjapan.com

第3回東アジア倒産再建シンポジウム エッセイ集

発行者 : 東アジア倒産再建協会 (URL: <http://eaa-ir.com/index.html>)

発行日 : 2011年10月29日

編集 : 東アジア倒産再建シンポジウム事務局

(事務局担当理事) 阿部 信一郎

金 春

(事務局長) 福岡 真之介

(事務局次長) 柳田 一宏

(事務局次長補佐) 八木 仁志

進藤 千代数

中村 哲

日本語版翻訳者 : 史明洲(一橋大学法学研究科修士課程)(中国語訳)

崔廷任(早稲田大学大学院法務研究科)(韓国語訳)

蔡然琇(梨花女子大学一般大学院修士課程)(韓国語訳)

後援 : 一般社団法人金融財政事情研究会

事業再生研究機構

事業再生実務家協会

社団法人商事法務研究会

全国倒産処理弁護士ネットワーク